

I Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	29
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	38
3.2	Los mercados de renta fija	50
4	Los agentes de los mercados	59
4.1	Vehículos de inversión	59
4.2	Prestación de servicios de inversión	68
4.3	Sociedades gestoras de IIC	77
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	79

Índice de recuadros

Recuadro 1:	El cambio en la estrategia de la política monetaria del BCE	21
Recuadro 2:	<i>Special Purpose Acquisition Companies</i> (SPAC)	48
Recuadro 3:	Segunda actuación de supervisión de la CNMV mediante clientes simulados en oficinas bancarias	70

1 Resumen ejecutivo

- El **entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional** ha experimentado una mejoría considerable en el primer semestre de este año. Los datos de actividad económica confirman la senda de recuperación del crecimiento a escala global, que se está viendo impulsado por los avances del proceso de vacunación, así como por los diferentes conjuntos de medidas adoptadas en el ámbito monetario y fiscal. Sin embargo, los problemas identificados en algunas cadenas de suministros están impidiendo un crecimiento mayor de la actividad, sobre todo en las economías avanzadas.
- En este panorama de reactivación existen otros riesgos importantes entre los que destacan: i) la incertidumbre sobre la evolución de la vacunación y de la propia pandemia en meses futuros; ii) la posibilidad de que el repunte de la inflación no sea transitorio tal y como se espera, pues este tiene origen, sobre todo, en el incremento de los precios de la energía; iii) los efectos del elevado endeudamiento de algunos agentes, y iv) los riesgos derivados de la excesiva toma de riesgos por parte de algunos agentes en un contexto de tipos de interés reducidos. En septiembre, la posible quiebra de la inmobiliaria china **Evergrande** emergió como nuevo elemento de incertidumbre. Este riesgo, que podría tener una incidencia superior en los próximos meses en función de los desequilibrios acumulados y de la actuación de las autoridades, ha tenido un impacto limitado en los mercados financieros, concentrado, sobre todo, en el mercado de origen de esta compañía, si bien podría existir un riesgo macroeconómico (de ralentización de la economía china) derivado de este evento.
- En este contexto, **los mercados financieros internacionales de renta variable**, que habían experimentado avances significativos en el primer semestre del año, mostraron un comportamiento más heterogéneo durante el tercer trimestre¹, con avances menos intensos e incluso descensos en algunos de ellos. Esta heterogeneidad fue mayor en el caso de los índices de las economías emergentes, sobre todo asiáticas, afectadas por el episodio de Evergrande. Como excepción destacaron los índices japoneses, que registraron incrementos pronunciados. En el conjunto del año la revalorización de los índices de las economías avanzadas oscila entre el 7,1 % del Nikkei 225 y el 17,4 % del Cac 40 (9 % el Ibex 35). Cabe señalar que la recuperación de las cotizaciones de las acciones ha venido acompañada de un aumento notable de las emisiones en los mercados primarios, que en los 9 primeros meses del año se situaron en 1,1 billones de dólares, la misma cantidad que en todo 2020.

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones puntuales.

- En los **mercados internacionales de renta fija** las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo se comportaron de forma relativamente homogénea durante el tercer trimestre del año, con ligeros incrementos en la mayoría de los países avanzados. En un contexto de mayor crecimiento y repunte de la inflación, esta evolución prolonga la tendencia observada en los primeros meses del ejercicio, interrumpida entre mayo y julio, siendo de mayor intensidad en el Reino Unido y EE. UU. Las primas de riesgo, tanto de la deuda soberana como de la renta fija privada, no mostraron patrones diferentes a destacar respecto a los observados en meses anteriores, con estabilidad o leves descensos en el acumulado del año. En los mercados primarios, las emisiones totales de deuda descendieron respecto a las cifras de 2020 debido a las menores necesidades de financiación del sector público y del sector privado no financiero.
- La **economía española** no es ajena al proceso de recuperación generalizado de la actividad y, a pesar de la revisión a la baja del crecimiento del PIB del segundo trimestre², las previsiones de los principales organismos mantienen un escenario de crecimiento elevado este año y el que viene (próximo al 6 %), superior al de otros países de nuestro entorno (cerca del 4,5 % en la zona euro). Los datos del mercado laboral dan muestra de la recuperación progresiva de la economía en un contexto de aumento de la inflación. Los riesgos más relevantes que se identifican sobre estos pronósticos son similares a los que se barajan en el ámbito internacional. Además de la propia evolución de la pandemia, cabe señalar la incertidumbre sobre la evolución de las compañías más dependientes de las medidas de soporte adoptadas durante la crisis y también la necesidad de progresar en la consolidación de las cuentas del sector público. Como nota más positiva cabe destacar el papel dinamizador que los fondos del programa Next Generation EU (NGEU) podrían tener en la evolución económica a corto y medio plazo.
- El **indicador de estrés de los mercados financieros españoles**, que había mostrado una tendencia a la baja prácticamente ininterrumpida desde noviembre de 2020 hasta junio de este año (de 0,50 a 0,20), experimentó a partir de entonces una tendencia levemente alcista que en estos momentos es relativamente estable y se ha situado en el rango 0,23-0,30 (el umbral que separa el nivel de estrés bajo del nivel medio es 0,27). La razón del ligero aumento del estrés está en los repuntes de los indicadores de volatilidad de los diferentes activos (incluido el petróleo), en un contexto de correlación muy alta en el sistema.
- Los **mercados de renta variable españoles**, que habían presentado avances notables en la primera mitad del año, siguiendo la estela de los principales índices europeos, iniciaron el segundo semestre con ciertos altibajos en sus cotizaciones por el temor a que el aumento de la inflación no sea transitorio y obligue a endurecer prematuramente la política monetaria, así como por la presencia de otras incertidumbres (algunas de carácter doméstico). El Ibex

2 A finales de septiembre el Instituto Nacional de Estadística (INE) rebajó el crecimiento del PIB del segundo trimestre desde el 2,8 % publicado de forma preliminar en el mes de julio hasta el 1,1 % (en tasa trimestral).

35 cerró el tercer trimestre con un retroceso del 0,3 %, lo que reduce sus ganancias acumuladas anuales hasta el 9 %; un avance menos intenso que el de los grandes índices europeos —tendencia que comparte con el índice británico FT100—, en un entorno de leves alzas de la volatilidad, condiciones de liquidez prácticamente normalizadas y nuevas caídas en los volúmenes de contratación. La actividad emisora en los mercados de renta variable alcanzó volúmenes reducidos en el tercer trimestre del año, pero muestra un buen comportamiento anual, destacando, además, la oferta pública de venta de acciones (OPV) de Acciona Energía por importe de 2.200 millones de euros, la primera OPV en el mercado español desde el primer trimestre de 2018.

- Los **mercados de deuda domésticos** iniciaron el tercer trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, después de que los inversores descartaran un endurecimiento inminente de la política monetaria. Sin embargo, a lo largo del mes de septiembre experimentaron nuevas alzas que los situaron en los niveles de partida del periodo, siguiendo una tendencia similar a la observada en otros países de nuestro entorno. Asimismo, las emisiones totales de deuda de los emisores españoles se situaron entre enero y septiembre en 150.000 millones de euros, una cifra semejante a la del mismo periodo de 2020, observándose una redistribución entre las emisiones registradas en la CNMV (que caen un 5 %, hasta los 73.550 millones de euros) y las efectuadas en el exterior (que aumentan un 7,2 %, hasta los 76.262 millones). Los emisores siguen aprovechando el contexto financiero actual para aumentar sus emisiones a corto plazo y refinanciar sus vencimientos a largo plazo.
- En el primer semestre de 2021, la **industria de los fondos de inversión** mostró un avance importante, con un crecimiento patrimonial del 10,5 %, hasta los 309.000 millones de euros (337.300 millones considerando el patrimonio de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV)), favorecida por el elevado nivel de ahorro de los hogares en términos históricos. El incremento patrimonial fue consecuencia tanto del aumento de las suscripciones netas de los partícipes, que ascendieron a 18.000 millones de euros, como de la rentabilidad de los activos de las carteras, que fue del 4,3 % acumulado entre enero y junio. Las condiciones de liquidez de la cartera de estas instituciones siguieron siendo satisfactorias. Además, continuó la expansión del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, que se situó cerca de los 250.000 millones a finales del semestre, lo que supone un 42 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país. En los primeros compases del segundo semestre de este año los indicadores disponibles indican que la expansión del sector se mantiene.
- Las **empresas de servicios de inversión (ESI)** experimentaron una disminución de los beneficios antes de impuestos en el primer semestre del año, que pasaron de 110 millones de euros en 2020 a 99 millones en 2021. Este retroceso, que se debe al peor comportamiento de las sociedades de valores (SV), se explica, sobre todo, por un aumento de las comisiones satisfechas (34 %) superior al de las comisiones percibidas (30 %) y por un descenso del resultado de las inversiones financieras. Por el contrario, los resultados de las agencias de valores (AV), afectadas en 2020 por el proceso de liquidación de una entidad con

fuertes pérdidas, experimentaron una sustancial mejora gracias, en gran medida, al aumento de las comisiones percibidas por comercialización de IIC (44 %). El descenso de los beneficios de las ESI fue compatible con una disminución del número de entidades en pérdidas, lo cual es coherente con la elevada concentración de este sector, especialmente en las SV, entre las cuales tan solo dos concentran más de la mitad de los beneficios.

- El presente informe contiene **tres recuadros** monográficos:
 - El primero describe las características más importantes del cambio reciente en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).
 - El segundo aborda una de las formas de salir a bolsa en los mercados internacionales a las que se ha prestado mayor atención en los últimos meses a pesar de que no se trata de un fenómeno novedoso: las compañías con propósito especial de compra (o SPAC, por sus siglas en inglés).
 - Finalmente, el tercer recuadro resume el resultado de la segunda actuación de supervisión de la CNMV mediante clientes simulados en oficinas bancarias.

2 Entorno macrofinanciero

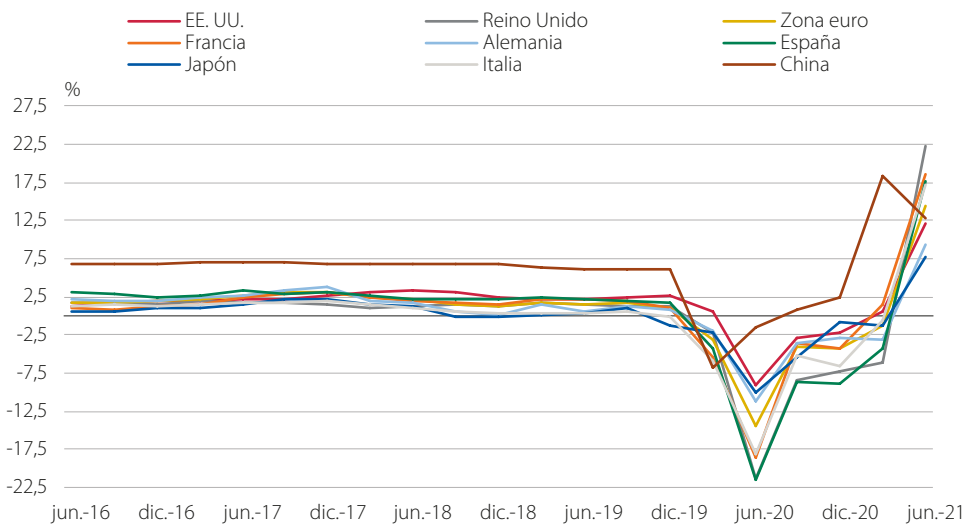
2.1 La evolución económica y financiera internacional

Los datos del PIB del primer semestre del año muestran el proceso de recuperación económica tras la crisis del coronavirus.

Tras los desplomes en la actividad económica experimentados en todas las economías mundiales por la crisis del coronavirus en 2020, en la primera mitad de este año ha comenzado a hacerse visible una recuperación económica generalizada aunque desigual entre países (véase gráfico 1). En la mayoría de las economías se observan caídas interanuales menos intensas durante el primer trimestre del ejercicio y fuertes incrementos del PIB en el segundo trimestre. Con todo, la pandemia siguió marcando la evolución económica del semestre, destacando el proceso de vacunación como motor de la recuperación y los temores a nuevas variantes y olas del virus como principales incertidumbres.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Refinitiv Datastream. Se muestran para cada trimestre las tasas interanuales del PIB en todas las economías salvo en China, para la que se representan tasas de crecimiento acumuladas en el año en términos interanuales.

La economía de la zona euro mostró una caída interanual del 1,2 % en el primer trimestre del año y un aumento del 14,3 % en el segundo (frente a caídas del 3 % y 14,5 %, respectivamente en 2020). Dentro de esta región tan solo Francia tuvo una ligera variación positiva del PIB en el primer trimestre (1,5 %), oscilando las caídas en el resto de países entre el 0,7 % y el 4,2 %. En el segundo trimestre del año, impulsado por el proceso de vacunación de la población, el PIB de las economías europeas creció entre un 1,1 % y un 3,1 % respecto al trimestre previo y de forma intensa en cómputo anual: 9,4 % en Alemania, 10 % en Holanda, 17,3 % en Italia, 17,6 % en España y 18,7 % en Francia. En general, la intensidad de los incrementos interanuales del segundo trimestre se debe a la comparación con los datos del segundo trimestre de 2020, cuando los niveles de PIB registraron disminuciones sin precedentes en el contexto de la pandemia. En el Reino Unido la evolución del PIB fue similar, con una caída del 6,1 % en el primer trimestre (la menos severa desde marzo de 2020) y un crecimiento del 22,2 % en el segundo.

En EE. UU., donde la contracción del PIB en los peores momentos de la crisis fue menor que en Europa, se observaron crecimientos anuales a lo largo de todo el semestre (0,5 % en el primer trimestre y 12,2 % en el segundo). Por último cabe mencionar el caso de China, cuyos datos de actividad empeoraron con mayor rapidez al comenzar en esta región la crisis sanitaria, pero también se recuperaron antes, mostrando ya en el tercer trimestre de 2020 crecimientos anuales positivos. En 2021, la actividad acumulada en el primer semestre registra un avance del 12,7 % con respecto al mismo periodo de 2020.

En números anteriores de este informe se han ido describiendo las medidas adoptadas por los bancos centrales en el contexto de la pandemia, entre las que destacaron las rebajas en los tipos de interés oficiales y los aumentos significativos de los importes de los programas de compra de activos. La mayoría de estas medidas siguen vigentes, si bien en algunas economías se prevé una retirada parcial de los estímulos a corto plazo. Por ejemplo la Reserva Federal, que, aunque en su última reunión de septiembre mantuvo tanto sus tipos oficiales en la horquilla del 0-0,25 % (los mismos niveles en los

En la mayoría de economías se observan caídas de la actividad en el primer trimestre (menos intensas que las de 2020) y repuntes en el segundo.

China continúa mostrando un cierto adelanto en el ciclo económico.

En septiembre la Reserva Federal mantuvo sin variaciones los tipos de interés oficiales en la horquilla del 0,00-0,25 %, así como sus programas de compra de activos.

que estuvieron durante la crisis financiera, desde 2008 hasta 2015) como su programa de compra de activos (120.000 millones de dólares al mes en bonos del Tesoro y activos hipotecarios), advirtió que, de continuar la recuperación económica tal y como se espera, se relajarán dichos programas. Además, tras la reunión se publicaron las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), que revelan la posibilidad de que en 2022 se produzcan las primeras subidas de tipos³. En cuanto a la inflación, desde el banco central se reconoce que esta es elevada, aunque se indica que refleja en su mayor parte factores transitorios.

El BCE también decidió mantener en el mismo nivel el tipo de interés oficial, pero anunció una ralentización del ritmo de compras de su programa PEPP. Destaca la adopción de una nueva estrategia de política monetaria.

De la misma forma, el BCE en su reunión de septiembre mantuvo los mismos niveles en los tipos de interés oficiales (de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente) y las condiciones del marco del programa de compra de activos (APP⁴). Sin embargo, anunció que es posible reducir ligeramente el ritmo de compra de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP⁵) con respecto a los anteriores trimestres en lo que resta de 2021, tras el análisis efectuado sobre las condiciones financieras y las expectativas de inflación. Destaca también la adopción en julio de una nueva estrategia de política monetaria más flexible (véase recuadro 1).

El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y su programa de compra de activos.

Por su parte, el Banco de Inglaterra tampoco introdujo cambios relevantes ni en el tipo de interés oficial, que sigue en el 0,1 %, ni en su programa de compra de activos, con un importe de 895.000 millones de libras⁶.

Finalmente, el Banco de Japón tampoco modificó el tipo de interés oficial, que es el mismo desde principios de 2016, y mantuvo las condiciones de sus programas de compra.

Finalmente, en su reunión de septiembre el Banco de Japón anunció que mantendría sin cambios su política monetaria, con el tipo de interés oficial en el -0,10 % (situado en este valor desde principios de 2016) y sin alterar las condiciones de sus programas de compra de bonos (cuyo objetivo es que la rentabilidad de los bonos a 10 años permanezca cercana al 0 %) y de compra de activos⁷. Como novedad, en junio la institución anunció la creación de un sistema de préstamos sin intereses destinado a aquellas instituciones financieras que contribuyan a apoyar las iniciativas estatales para combatir el cambio climático⁸. El 22 de septiembre comenzó a aceptar las solicitudes para llevar a cabo estas operaciones.

3 La mitad de los miembros del FOMC de la Reserva Federal pronostica esta subida. Cabe mencionar que en septiembre del pasado año se preveía mantener los tipos en la horquilla del 0-0,25 % hasta 2024.

4 Las compras netas en el marco de este programa continuarán a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo necesario para reforzar el impacto de sus tipos de interés oficiales. Se prevé que finalicen poco antes del comienzo de las subidas de tipos del BCE.

5 El Consejo de Gobierno seguirá efectuando compras en el marco del programa de compras de emergencia por la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) hasta finales de marzo de 2022, aunque a menor ritmo que en los trimestres anteriores. El programa tiene una dotación actual de 1.850.000 millones de euros.

6 Dos de los nueve miembros del comité votaron en contra de este mantenimiento, defendiendo una reducción del objetivo de compras totales del actual programa de compra de bonos del Estado de 35.000 millones de libras.

7 No obstante, en junio amplió en seis meses el plazo de sus programas de compra de activos y préstamos, que acababa en septiembre de 2021, y actualmente lo hace en marzo de 2022.

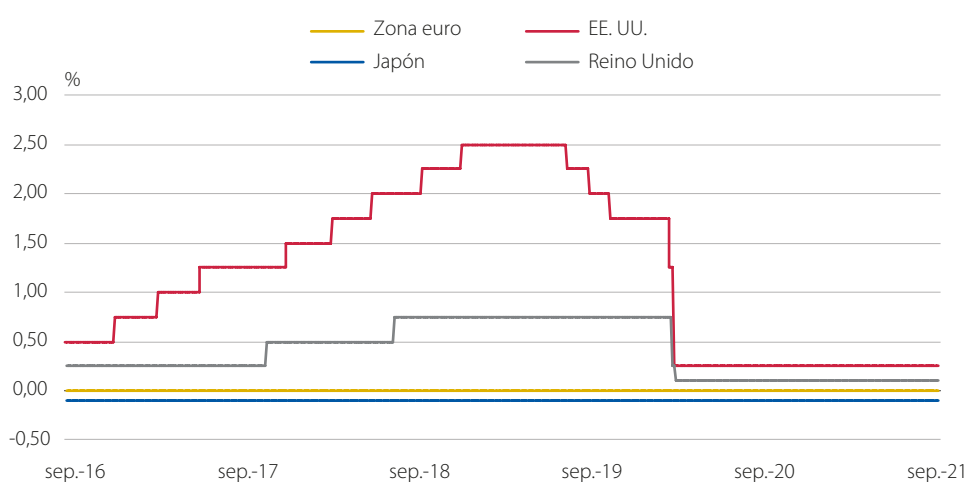
8 Según la guía que publicaron en su última reunión, los fondos se facilitarán durante un año y se prevé que este proyecto continúe hasta 2031 (a no ser que interfiera en el normal desarrollo del mercado). Las primeras disposiciones de estos préstamos están previstas para diciembre de 2021 y, posteriormente, se ofrecerán de forma bianual.

Dados los tipos de interés oficiales actuales de las principales economías, las diferencias entre sus tipos de interés a corto plazo son muy reducidas en relación con las registradas antes de la crisis del COVID-19. En el tercer trimestre de 2021, los tipos de interés a tres meses apenas presentaron variaciones, a excepción de los de EE. UU., donde se observaron ligeras disminuciones. En esta economía los tipos de interés finalizaron septiembre en el 0,13 %, tan solo 2 puntos básicos (p.b.) menos que en junio, aunque siguiendo una senda bajista desde finales de 2020 cuando se encontraban en el 0,24 % (la caída acumulada en el año es de 11 p.b.). En el Reino Unido los tipos a corto plazo terminaron septiembre en el 0,08 %, la misma cifra que en junio y 6 p.b. más que a principios de año. Por su parte, en la zona euro y también en Japón los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron sin variaciones tanto a lo largo del tercer trimestre como del año (-0,55 % y -0,08 %, respectivamente).

La evolución de los tipos a corto durante el tercer trimestre de 2021 fue muy estable en las principales economías, observándose solo ligeras caídas en EE. UU.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

El cambio en la estrategia de la política monetaria del BCE

RECUADRO 1

La presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, anunció a comienzos de 2020 una revisión estratégica¹ de su política monetaria para dar respuesta a los profundos cambios estructurales que han tenido lugar en la economía europea en los últimos 20 años (como, por ejemplo, la caída de los tipos de interés y el menor crecimiento tendencial, así como la globalización, la digitalización, los cambios en el sistema financiero y los riesgos relacionados con el cambio climático), en un contexto en el que se han producido dos crisis muy intensas que han dado lugar a la adopción de herramientas de carácter extraordinario y novedoso. Tras este anuncio, el 8 de julio el BCE finalmente aprobó su nueva estrategia de política monetaria, que sustituye a la que estaba vigente desde 2003².

Como paso previo a los detalles de esta, conviene distinguir entre el mandato y la definición del objetivo de los bancos centrales, puesto que el primero (mandato) viene determinado por el Tratado de la Unión Europea (UE) y el Tratado de Funcionamiento de la UE, por los cuales se les asigna como mandato principal³

mantener la estabilidad de precios, mientras que el segundo (objetivo) les corresponde a los propios bancos centrales, que han de realizar la interpretación cuantitativa del primero. En este objetivo, el BCE goza de mayor flexibilidad, como ya ocurrió en la primera revisión de la estrategia del BCE en 2003, cuando pasó de definir su objetivo de estabilidad de precios mediante un valor de la inflación por debajo del 2 % pero cerca del 2 % a medio plazo.

La nueva estrategia de política monetaria, que estará vigente hasta el año 2025, cuando será sometida a una nueva revisión, considera que la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es a través de un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Su compromiso con este objetivo es simétrico, en el sentido de que considera que las desviaciones positivas y negativas de este objetivo son igualmente indeseables. Por tanto, el objetivo de inflación del 2 % proporciona un ancla clara para las expectativas de inflación, que es fundamental para mantener la estabilidad de precios. El BCE señala que cuando la inflación se aproxima al 0 % son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación, pero también indica que puede haber periodos transitorios en los que la inflación se sitúe moderadamente por encima del nivel objetivo.

Asimismo, el BCE confirmó la orientación a medio plazo de su política monetaria, lo que da cabida a desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto a su objetivo —como en el momento actual, en el que la inflación se sitúa claramente por encima del 2 %—, así como a retrasos e incertidumbre en la transmisión de la política monetaria a la economía y a la inflación. La autoridad monetaria señala que el instrumento de política monetaria principal es el conjunto de tipos de interés oficiales del BCE, pero también utilizará indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), compras de activos y operaciones de financiación a largo plazo, según proceda. Además, reitera su compromiso de responder con flexibilidad a los nuevos retos a medida que se presenten y a considerar, si es necesario, nuevos instrumentos para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

En definitiva, esta nueva estrategia es más flexible, al permitir tasas más elevadas de inflación con carácter coyuntural sin necesidad de llevar a cabo un endurecimiento de la política monetaria y sin tener que abandonar herramientas tan potentes como los programas de compras para estimular la economía. Como consecuencia de ello, la autoridad monetaria gana flexibilidad para apoyar el crecimiento económico y apuesta claramente por el mantenimiento a largo plazo de los tipos de interés en niveles reducidos para estimular la economía, aunque ello implique asumir periodos de alzas de carácter transitorio en los precios.

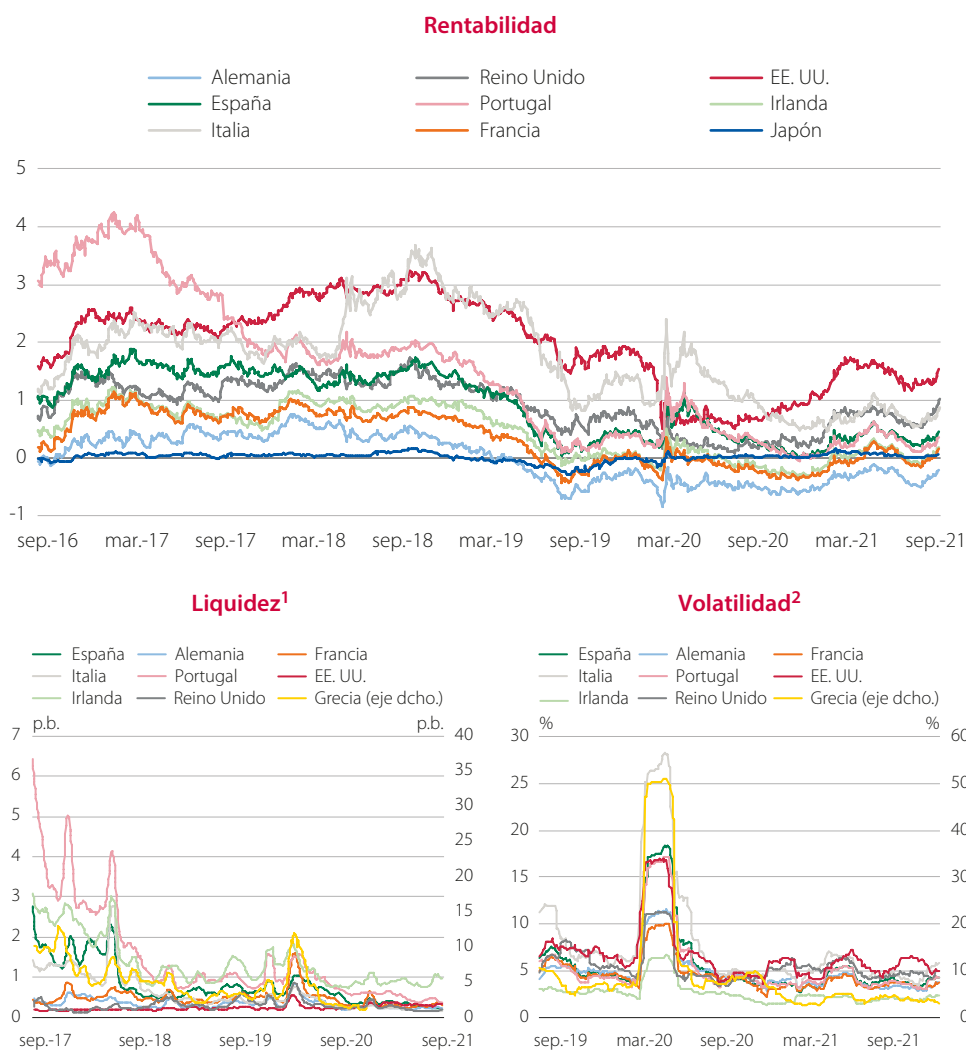
- 1 La Reserva Federal inició un proceso similar en 2019, que concluyó a mediados de 2020, y cuya idea fundamental es orientarse a un objetivo de inflación del 2 % en promedio a lo largo del tiempo (después de periodos de inflación inferior al 2 %, se tolerarán periodos de inflación más alta para compensar los primeros), para lo que tendrá en cuenta la situación del mercado laboral, favoreciendo los niveles bajos de desempleo hasta que no vayan acompañados de un incremento no deseado de la inflación.
- 2 Para un mayor detalle, véase <https://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/el-consejo-de-gobierno-del-bce-aprueba-su-nueva-estrategia-de-politica-monetaria.html>
- 3 Según el artículo 127 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (antiguo artículo 105 TCE).

Los tipos de interés de la deuda a largo plazo se comportaron de forma relativamente homogénea durante el tercer trimestre del año, con ligeros incrementos en la mayoría de los países avanzados. En un contexto de mayor crecimiento y repunte de la inflación, esta evolución prolonga la tendencia observada en los primeros meses del ejercicio, interrumpida entre mayo y julio, siendo de mayor intensidad en el Reino Unido y EE. UU.

Las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años aumentaron ligeramente respecto al trimestre anterior en las principales economías...

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En particular, en el tercer trimestre de este ejercicio las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años aumentaron en las principales economías, exceptuando las de Portugal, donde disminuyeron ligeramente hasta el 0,37 % (4 p.b. menos que en junio). En los países de la zona euro los incrementos trimestrales oscilaron entre el 1 p.b. del bono alemán y finlandés y los 4 p.b. del español y holandés. En el año los aumentos que se acumulan son más intensos y van desde los 38 p.b. del bono alemán hasta los 51 p.b. del bono belga (41 p.b. en el caso español). Con todo,

... confirmando un balance anual al alza, en un entorno de mayor crecimiento e inflación.

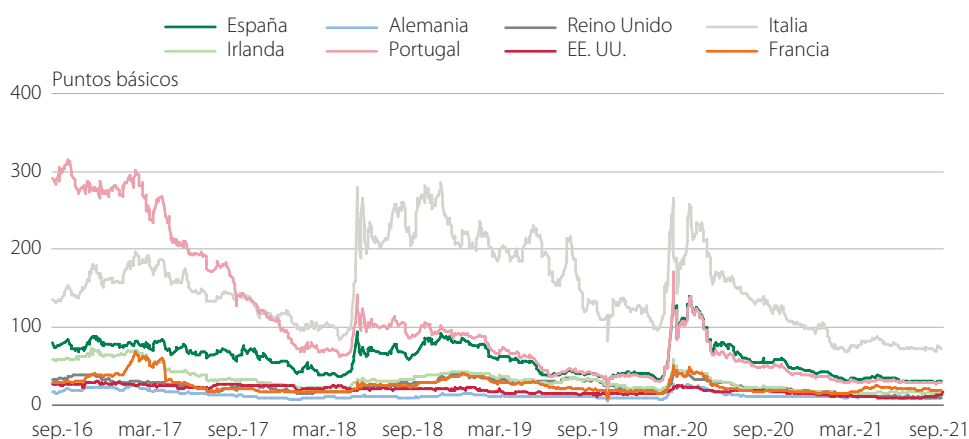
los niveles de las rentabilidades de la deuda pública a 10 años siguen siendo bajos, hallándose en territorio negativo a finales de septiembre en Alemania, Finlandia y Holanda; cerca de cero en Austria, Irlanda, Bélgica, Francia, España y Portugal, y próximas al 1 % en Italia y Grecia. Por otra parte, el avance de la rentabilidad del bono soberano en EE. UU. fue de 8 p.b. con respecto a junio, hasta situarse en el 1,53 %, si bien el incremento acumulado en el año se sitúa en 62 p.b. En el Reino Unido se observan los mayores repuntes trimestrales y anuales de los tipos de interés de la deuda a largo plazo, de 31 p.b. y 83 p.b. respectivamente, hasta finalizar septiembre en el 1,02 % (véase gráfico 3).

Las primas de riesgo de crédito soberano experimentaron pocas variaciones en el tercer trimestre...

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas en general registraron leves disminuciones a lo largo del tercer trimestre del año, si bien esta tendencia se interrumpió en la segunda quincena de septiembre. Así, en el conjunto de este trimestre se observaron tanto ligeros incrementos —como en Grecia (6 p.b.), EE. UU. (7 p.b.) y Reino Unido (1 p.b.)—, como leves caídas —en Italia (4 p.b.) y en Francia y Alemania (1 p.b.)—. En España no hubo variación. En general las primas de riesgo están retornando a los niveles registrados antes de la crisis del COVID-19 (véase gráfico 4). Las disminuciones acumuladas en el año de los países periféricos de la zona euro son las más intensas: 26 p.b. en Grecia y 24 p.b. en Italia (hasta los 75 p.b. y 74 p.b., respectivamente), 13 p.b. (hasta los 31 p.b.) en España y 10 p.b. en Portugal (situándose a finales de septiembre en 28 p.b.). Por su parte, esta caída es de 2 p.b. en EE. UU. y de 6 p.b. en el Reino Unido, hasta los 16 p.b. y 11 p.b. a finales de septiembre, respectivamente.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)

GRÁFICO 4



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

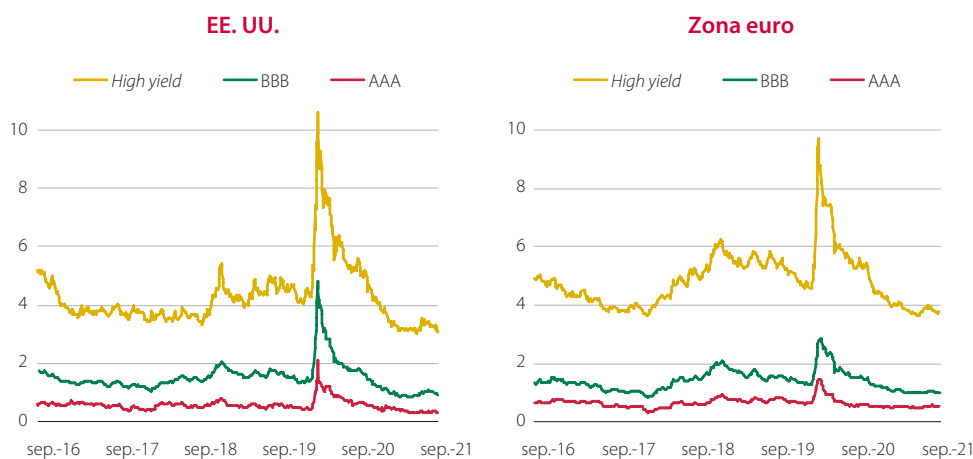
... sin embargo, las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada mostraron ligeros incrementos. En el conjunto del ejercicio las primas de riesgo de la deuda IG y HY acumulan disminuciones.

En cambio, las primas de riesgo de crédito de los mercados de renta fija privada mostraron ligeros incrementos en el tercer trimestre del año en la mayoría de segmentos de deuda tanto en EE. UU. como en la zona euro. En ambas economías se observaron repuntes en agosto, sobre todo en el segmento de deuda de menor calidad (*high yield*), y descensos en septiembre, que no compensaron los avances anteriores. No obstante, en los demás trimestres de 2021 se mantuvo la tendencia bajista que comenzó el pasado año tras los repuntes de marzo. Así, en el tercer trimestre en EE. UU. se observó un ligero incremento de 1 p.b. tanto en el tramo BBB como en el tramo AAA, hasta los 92 p.b. y los 31 p.b., respectivamente. Mientras, en el tramo

high yield las primas de riesgo finalizaron septiembre en los 315 p.b., la misma cifra que en junio. En la zona euro, las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa se incrementaron 5 p.b. en el tramo de peor calidad crediticia, 1 p.b. en el tramo BBB y 4 p.b. en los activos de mejor calidad crediticia (hasta los 375 p.b., 99 p.b. y 50 p.b. respectivamente a finales de septiembre). Por su parte, en el conjunto del ejercicio la mayoría de los segmentos de deuda registran disminuciones, que son más intensas en el tramo de deuda *high yield* (de 91 p.b. en EE. UU. y 69 p.b. en la zona euro).

Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹

GRÁFICO 5



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

¹ En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año (datos del tercer trimestre semestralizados) registraron una disminución del 11,7 % con respecto al segundo semestre de 2020, situándose en 6,5 billones de dólares. Se observaron aumentos del importe de las emisiones en el sector financiero (30,7 %), que no pudieron compensar las caídas en las emisiones tanto del sector público (21,0 %) como del sector privado no financiero (5,7 %). Por regiones, todas las economías registraron menos emisiones de deuda, aunque destaca la disminución del 21,9 % de las emisiones en Europa, debido principalmente a la caída experimentada en sus emisiones soberanas.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados financieros descendieron un 11,7 % durante el segundo semestre del año. Se produjeron retrocesos en todas las regiones, pero con diferencias entre sectores.

Las emisiones brutas de deuda soberana en su conjunto disminuyeron un 21,0 % con respecto al segundo semestre de 2020, hasta los 4,2 billones de dólares, en un contexto de menores necesidades de financiación tras la crisis. Se observaron caídas en todas las regiones, aunque fueron más intensas en Europa, donde descendieron un 45,4 %, hasta los 430.700 millones de dólares. En EE. UU. y Japón los retrocesos fueron más leves, del 17,1 % y el 4,6 %, respectivamente.

Destaca la disminución de las emisiones brutas soberanas, sobre todo en Europa.

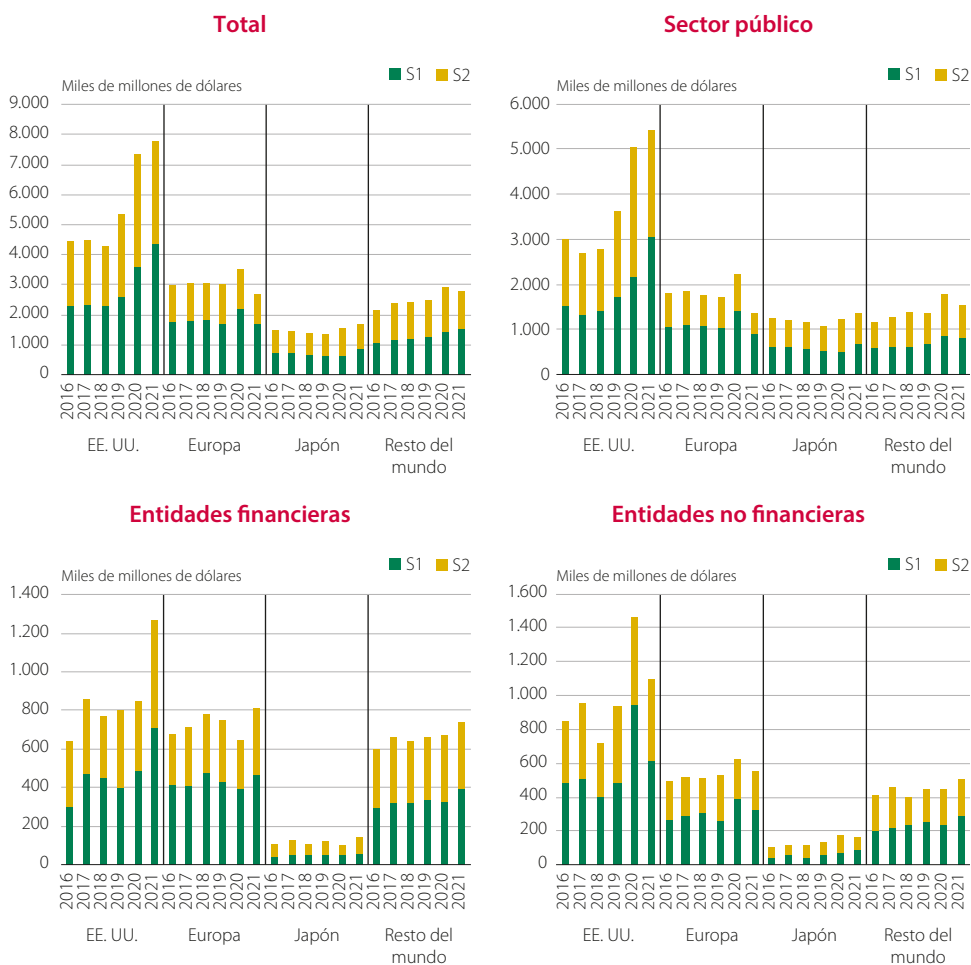
En cuanto a las emisiones de deuda efectuadas por los sectores privados, se observa una evolución heterogénea entre ellos, con incrementos en aquellas realizadas por el sector financiero y disminuciones en las del sector no financiero. El importe agregado semestral de las primeras fue de 1,3 billones de dólares (un 30,7 % más que en el segundo semestre de 2020) y estuvo determinado sobre todo por el avance observado en EE. UU. y en Japón (por encima del 50 % con respecto al segundo semestre del año

La tendencia en el sector privado fue heterogénea entre subsectores, con incrementos en el sector financiero y retrocesos en el no financiero.

anterior). En Europa también se registraron incrementos, aunque algo menos acentuados (35 %). Por otra parte, las entidades no financieras experimentaron un retroceso en sus emisiones de deuda del 5,7 % con respecto al segundo semestre del pasado año (situándose en 995.000 millones de dólares). Todas las regiones mostraron caídas, aunque las de Japón fueron las más intensas (del 27,9 % hasta los 72.120 millones de dólares). En EE. UU. y Europa, las disminuciones fueron cercanas al 5 %, hasta los 482.750 millones y 221.500 millones de dólares respectivamente.

Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2020 son hasta el 30 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los mercados de renta variable mostraron un avance más leve en el tercer trimestre con respecto a los anteriores, con disminuciones en algunos de sus índices.

Tras dos trimestres de revalorizaciones significativas (salvo en los índices japoneses en el segundo trimestre del año), los mercados de renta variable mostraron avances menos intensos entre julio y septiembre, incluso disminuciones en algunos de ellos. A mediados de septiembre, la tendencia alcista de los índices se vio afectada, en parte, por el temor a que la posible quiebra de la promotora inmobiliaria china Evergrande pudiera tener un efecto contagio en los mercados financieros mundiales y también por la preocupación relacionada con el repunte de la inflación y los problemas en algunas cadenas de suministros. No obstante, los incrementos registrados en los anteriores trimestres mantienen las ganancias anuales en tasas superiores al 10 % en la mayoría de los índices (véase cuadro 1).

Por regiones, las bolsas japonesas mostraron las mayores revalorizaciones en el trimestre (2,3 % del Nikkei y 4,5 % del Topix), que lograron compensar las pérdidas del trimestre anterior. En 2021 acumulan avances del 7,3 % y el 12,5 % respectivamente. Los índices estadounidenses presentaron comportamientos heterogéneos pues el S&P 500 se revalorizó ligeramente con respecto a junio (0,2 %), mientras que se registraron caídas en el Dow Jones y en el tecnológico Nasdaq del 1,9 % y el 0,4 %, respectivamente. El balance anual arroja fuertes incrementos en los tres índices, que oscilan entre el 10,6 % (Dow Jones) y el 14,7 % (S&P 500). En las bolsas europeas también se observó una cierta heterogeneidad, con avances trimestrales en los índices francés e italiano (del 0,2 % y el 2,3 % cada uno), descensos en el alemán (del 1,7 %) y estabilidad en el español (0,3 %). Ahora bien, en lo que va de año todos los índices europeos registran avances que oscilan entre el 9,0 % (Ibex 35) y el 17,4 % (Cac 40). Por otra parte, el índice británico FTSE 100 aumentó un 0,7 % en el tercer trimestre y acumula una revalorización en el ejercicio del 9,7 %.

Por regiones destacó la revalorización de las bolsas japonesas.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%

	2017	2018	2019	2020	I 21	II 21	III 21	% s/ dic.-20
Mundo								
MSCI World	20,1	-10,4	25,2	14,1	4,5	7,3	-0,4	11,8
Zona euro								
Eurostoxx 50	6,5	-14,3	24,8	-5,1	10,3	3,7	-0,4	13,9
Euronext 100	10,6	-11,2	24,9	-3,6	8,3	5,8	0,9	15,6
Dax 30	12,5	-18,3	25,5	3,5	9,4	3,5	-1,7	11,2
Cac 40	9,3	-11,0	26,4	-7,1	9,3	7,3	0,2	17,4
Mib 30	13,6	-16,1	28,3	-5,4	10,9	1,8	2,3	15,5
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	-15,5	6,3	2,8	-0,3	9,0
Reino Unido								
FTSE 100	7,6	-12,5	12,1	-14,3	3,9	4,8	0,7	9,7
EE. UU.								
Dow Jones	25,1	-5,6	22,3	7,2	7,8	4,6	-1,9	10,6
S&P 500	19,4	-6,2	28,9	16,3	5,8	8,2	0,2	14,7
Nasdaq-Composite	28,2	-3,9	35,2	43,6	2,8	9,5	-0,4	12,1
Japón								
Nikkei 225	19,1	-12,1	18,2	16,0	6,3	-1,3	2,3	7,3
Topix	19,7	-17,8	15,2	4,8	8,3	-0,5	4,5	12,5

Fuente: Refinitiv Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

Los mercados bursátiles emergentes mostraron, en general, un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre del año, con avances en muchos de los índices bursátiles. Sin embargo el índice MSCI de renta variable emergente presentó un leve descenso en el trimestre del 0,4 % (en el año se ha incrementado un 11,8 %). Como en las bolsas de las economías avanzadas, las revalorizaciones fueron más leves en este trimestre que en los anteriores, registrándose un balance positivo en el año para la mayoría de los índices.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre, aunque se observó más heterogeneidad que en los índices de las economías avanzadas.

Los mayores repuntes se observan en las bolsas latinoamericanas, mientras que los mercados asiáticos concentran las caídas más significativas.

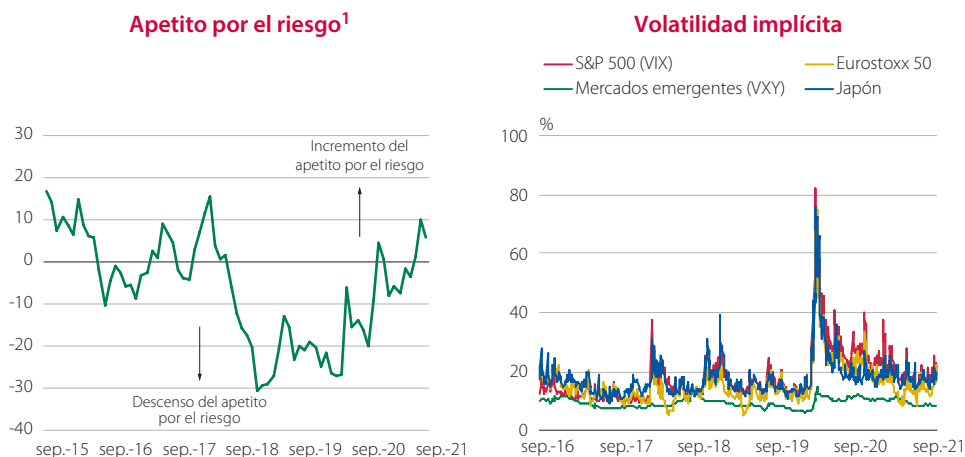
Por regiones se observó un comportamiento heterogéneo dentro de los índices asiáticos, que, además, experimentaron las mayores caídas del trimestre. Estas oscilaron entre el 0,6 % en China y el 14,8 % en Hong Kong (afectado por la posible quiebra de Evergrande, que cotiza en este mercado, así como por el temor a una mayor presión regulatoria china). Otros índices asiáticos presentaron avances trimestrales de entre el 0,3 % (Malasia) y el 11,7 % (India). El balance acumulado del año muestra revalorizaciones en la mayoría de los índices (destacan India, con un 26,8 %, y Taiwan, con un 14,9 %), pero también se observan algunos descensos (el más notable el del Hang Seng, del 9,8 %). En la región latinoamericana destacó la revalorización del índice argentino Merval (24,0 % en el trimestre y 51,0 % en el ejercicio). Sin embargo, otros índices presentaron caídas trimestrales (del 12,5 % y el 3,0 % en las bolsas de Brasil y Perú) y anuales (del 6,8 % y el 12,2 %, respectivamente, en estos mismos índices). En Europa del Este se observó una evolución más homogénea en el tercer trimestre, con incrementos de entre el 5,0 % (Bulgaria) y el 11,9 % (Hungria). En el conjunto del año estos índices acumulan revalorizaciones superiores al 23 % (salvo el índice croata Crobex, con un 14,9 %).

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes continuaron la tendencia bajista en el tercer trimestre del año.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes continuaron la senda bajista de meses anteriores durante el tercer trimestre del año y se mantuvieron entre el 12 % y el 17 %, exceptuando el Nasdaq, que lleva experimentando fuertes repuntes a lo largo de todo el ejercicio. A pesar de que en los últimos días del trimestre estos indicadores se incrementaron levemente, en general predomina una tendencia a la baja que los sitúa lejos de los niveles máximos registrados el pasado año en los momentos de más incertidumbre de la crisis del COVID-19 (cuando estuvieron entre el 24 % y el 49 %) y se encuentran, en promedio, en niveles ligeramente superiores a los de 2019 (salvo el índice Nasdaq).

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

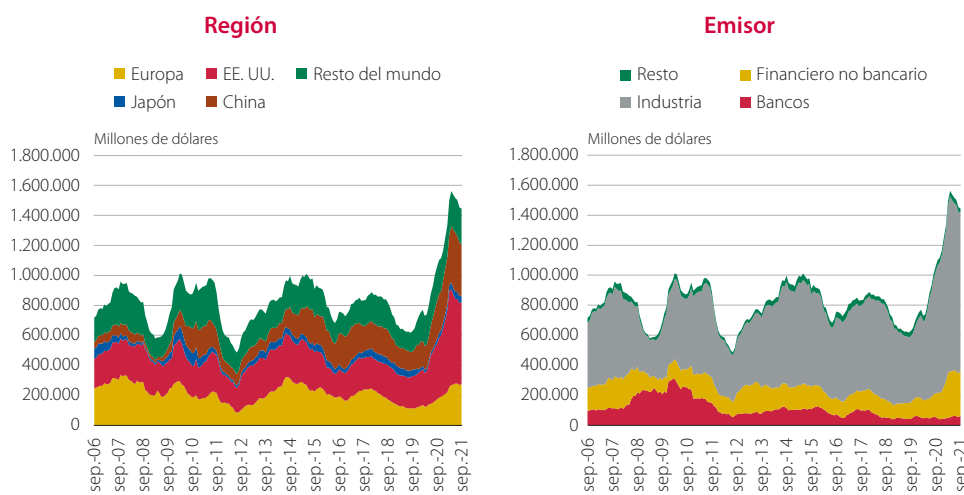
El volumen de emisiones de renta variable disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2021, aunque se observan avances en el conjunto del año, sobre todo en Europa y en el sector financiero.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales experimentaron ligeros retrocesos durante el tercer trimestre de 2021, situándose en 273.800 millones de dólares, casi 70.400 millones menos que hace 1 año. Por sectores, se observó un fuerte descenso de las emisiones de las empresas de *utilities* (del 69,1 % frente al pasado ejercicio) y de las del sector industrial (22,2 %). En el resto de sectores las disminuciones con respecto al tercer trimestre de 2020 fueron

menos acentuadas, del 8,0 % en el sector bancario y del 4,2 % en el financiero no bancario. A pesar del retroceso en este trimestre, el balance acumulado en el año arroja fuertes avances en todas las regiones contempladas con respecto al mismo periodo del ejercicio previo, que oscilaron entre el 8,8 % en Japón y el 54,4 % en Europa. De hecho, en términos agregados las emisiones entre enero y septiembre se situaron en 1,1 billones de dólares, prácticamente la misma cantidad emitida durante todo 2020.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses, hasta el 30 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En el segundo trimestre de 2021, el PIB de la economía española experimentó un crecimiento del 1,1 % respecto al primer trimestre⁹ y un 17,5 % respecto al mismo trimestre del año anterior. La tasa de variación anual es tan elevada por comparar con el nivel de producto del segundo trimestre de 2020, que fue el más afectado por la pandemia. De hecho, el nivel de producto del segundo trimestre de este año es un 8 % inferior a los niveles medios de 2019. Con todo, la información sobre el PIB pone de manifiesto la senda de recuperación de la economía española, que es previsible que continúe en los próximos meses, al incorporarse los datos presumiblemente favorables del turismo durante los meses de verano.

El PIB de la economía española mostró un aumento del 1,1 % en el segundo trimestre del año, confirmando la senda de recuperación económica...

Lo más destacable de las cifras del segundo trimestre fue la fuerte recuperación del consumo privado, que aumentó un 4,7 % respecto al trimestre anterior (y un 23,4 % en términos anuales) y, en menor medida, la del consumo público (0,9 % trimestral y 3,9 % anual). La formación bruta de capital cayó un 2,2 % respecto al primer trimestre pero mostró, igualmente, una tasa de variación anual cercana al 19 %. También fue favorable la evolución del sector exterior, con avances trimestrales de las exportaciones (0,9 %) y de las importaciones (4,2 %), que permitieron llevar las variaciones anuales a terreno positivo por primera vez desde el cuarto trimestre de

... que en este trimestre se basó en la recuperación del consumo privado. Este aumentó un 4,7 % respecto al trimestre anterior y cerca de un 23,4 % respecto al segundo trimestre de 2020, en el periodo de confinamiento.

9 La primera estimación de este avance (publicada en julio) fue del 2,8 %.

2019. Su contribución al crecimiento fue positiva, aunque de tamaño reducido, hecho que no ocurría desde el último trimestre de 2019.

El análisis desde el punto de vista de la oferta muestra fuertes incrementos en el valor añadido de los sectores más importantes, destacando algunos servicios específicos que se habían visto fuertemente afectados por la pandemia.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron aumentos muy importantes en términos interanuales en todos los sectores de actividad excepto en las ramas primarias, en las que el valor añadido cayó un 6,7 % anual. La construcción y los servicios volvieron a presentar tasas anuales positivas, tras cinco trimestres en negativo, con avances del 11,7 % y del 17,6 %, respectivamente. El valor añadido de las ramas industriales intensificó el crecimiento que ya había mostrado en el primer trimestre del año, situándose en el 23,7 %. Dentro de los servicios cabe señalar la recuperación de algunos subsectores que se vieron afectados fuertemente por la pandemia: en particular destacó la mejora del subsector de comercio, transporte y hostelería, con un crecimiento anual del 46,9 %; del subsector de actividades profesionales, científicas y técnicas, con un avance del 21 %, y también del subsector relacionado con las actividades artísticas, recreativas y otros servicios, con un avance del 19,3 %.

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

	2017	2018	2019	2020
PIB	3,0	2,3	2,1	-10,8
Consumo privado	3,0	1,8	0,9	-12,2
Consumo público	1,0	2,3	2,0	3,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,8	6,3	4,6	-9,6
Construcción	6,7	9,5	7,2	-9,6
Bienes de equipo y otros	9,2	4,7	3,3	-12,9
Exportaciones	5,5	1,7	2,5	-20,1
Importaciones	6,8	4,0	1,2	-15,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2
Empleo¹	2,9	2,6	2,3	-7,5
Tasa de paro	17,2	15,3	14,1	15,5
Índice de precios de consumo²	2,0	1,7	0,7	-0,3
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,1	0,7
Saldo de las AA. PP.³ (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0
Deuda pública (% PIB)	98,6	97,4	95,5	119,9
Posición de inversión internacional neta⁴ (% PIB)	-68,0	-61,7	-59,0	-60,5

Fuente: Refinitiv Datastream, Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

2 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2017, 2018, 2019 y 2020 por una cuantía del 0,04 %, 0,01 %, 0,00 % y 0,88 % del PIB respectivamente. El aumento registrado en 2020 se corresponde con la reclasificación de la SAREB dentro de las AA. PP. ordenada por Eurostat, cuyas cifras computan en este apartado.

4 Excluido el Banco de España. Activos menos pasivos.

La tasa de inflación no ha dejado de aumentar desde los mínimos registrados en noviembre del año pasado, cuando se situaba en el -0,8 % en términos anuales, con la única excepción del mes de marzo. El último dato, que corresponde a septiembre, situó la tasa anual en el 4 %, casi 5 puntos porcentuales (p.p.) por encima de aquellos mínimos y responde, fundamentalmente, al repunte del componente energético, cuyos precios han pasado de caer un 11,1 % (en octubre de 2020) a incrementarse un 23,5 % (en agosto de 2021). El resto de los componentes del índice también han mostrado aumentos en sus tasas de inflación, pero de mucha menos intensidad: de hecho, la tasa de inflación subyacente, que descuenta los elementos más volátiles del índice (energía y alimentos frescos), ha mostrado un comportamiento algo irregular, pero ligeramente creciente, hasta situarse en el 0,7 % en agosto (0,1 % en diciembre de 2020). El repunte de la inflación en la zona euro durante los últimos meses ha sido similar (véase gráfico 9), por lo que el diferencial España-zona euro, que pasó a terreno positivo en abril, oscila entre los 0,4 p.p. y los 0,7 p.p. desde entonces.

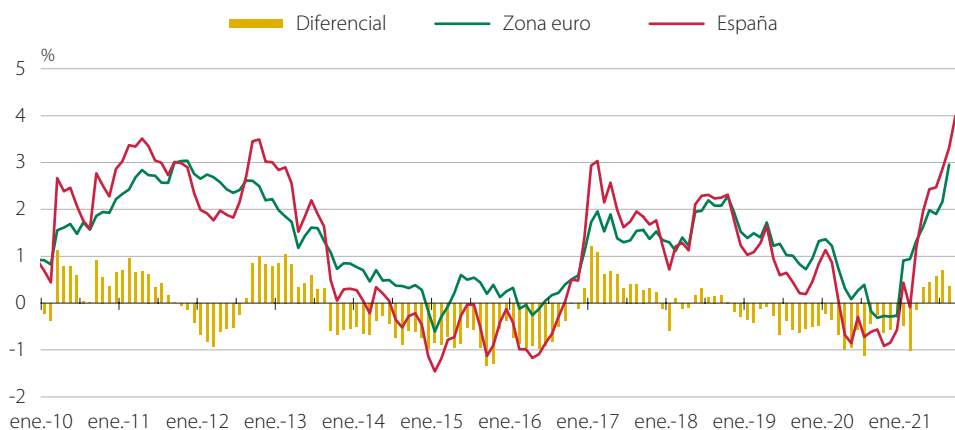
El aumento de los precios de la energía ha dado lugar a un incremento de la inflación total cercano a 5 p.p. desde noviembre del año pasado. El último dato, que corresponde al mes de septiembre, sitúa la tasa anual en el 4 %.

El mercado laboral evoluciona en línea con la recuperación de la actividad económica. El número de empleados (según la Encuesta de Población Activa (EPA)) se situó por encima de los 19.670.000 en el segundo trimestre de 2021, un 5,7 % más que en el mismo trimestre del año anterior. Esta cifra es cercana, pero inferior, a las existentes antes de la pandemia (casi 20 millones de empleados a finales de 2019). Por su parte, la tasa de paro se situaba en el 15,3 % de la población activa en el mismo trimestre, 1 p.p. por debajo del máximo registrado en el tercer trimestre del año pasado, pero por encima de los registros precrisis (inferiores al 14 %¹⁰).

El mercado laboral evoluciona favorablemente, en línea con la actividad económica, pero sus cifras todavía no han retornado a niveles precrisis.

IPC armonizado: España frente a la zona euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta agosto para la zona euro y hasta septiembre para España.

10 Cabe señalar que la evolución de la tasa de paro se está viendo condicionada, de forma contraria a lo que ocurrió en 2020, por un aumento notable de la población activa (entre marzo y junio el número de activos se incrementó en casi 355.000 personas y más de 1,2 millones si se compara con el mismo trimestre de 2020). Esta población está desempleada de inicio en su mayoría, por lo que su aumento impide, en consecuencia, caídas más pronunciadas en la tasa de paro total a corto plazo. Por otro lado, los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) —que tampoco están incluidos en la tasa de paro, ya que, siguiendo la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se consideran ocupados— se situaron en cerca de 450.000 al cierre de junio, frente a los 1,5 millones de trabajadores que había en esta situación 1 año antes.

El déficit de las Administraciones públicas (sin corporaciones locales) se situó en el 4,3 % del PIB en los siete primeros meses del año, un 30 % menos que en 2020. La deuda pública se redujo en el segundo trimestre del año en 2,5 p.p. de PIB hasta el 122,8 %.

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) entre enero y julio de este año se situó en el 4,3 % del PIB, lo que supone un descenso del 29,6 % respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. La recuperación de la actividad económica está permitiendo un aumento notable de los ingresos no financieros, que en el caso del Estado fue del 14,4 %, frente a un incremento de gastos del 3,3 %. El déficit de esta Administración —con datos disponibles hasta agosto— se situó en el 4,2 % del PIB, por debajo del 5,4 % de 2020. El resto de Administraciones mostraron estabilidad o mejoría en sus saldos fiscales en los 7 primeros meses del año: el superávit de las comunidades autónomas pasó del 0,23 % del PIB al 0,20 % y el déficit de los fondos de la Seguridad Social se redujo desde el 1,44 % hasta el 0,41 %. Por su parte, los datos de deuda pública del segundo trimestre de este año sitúan este indicador en el 122,8 % del PIB, por debajo del 125,3 % del primer trimestre, pero aún por encima de los niveles de años anteriores (119,9 % a finales de 2020 y 114 % al cierre de 2019). Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones¹¹ dejan el déficit público de este año alrededor del 8 % del PIB y la deuda pública entre el 117 % y el 120 % del PIB.

El sector bancario se recupera en línea con el resto de los sectores, mostrando un fuerte aumento de los beneficios y una contención de la morosidad, que puede incrementarse en los próximos meses.

El sector bancario recupera de forma progresiva su actividad, en línea con el resto de los sectores y con la actividad económica en general. La cuenta de resultados refleja esta mejoría con aumentos en las partidas más importantes y la tasa de dudosos continúa descendiendo (4,4 % en julio de 2021, 4,5 % en 2020 y 4,8 % en 2019, véase gráfico 10). Esta última no se ha visto afectada aún por el posible aumento de las insolvencias empresariales durante los próximos meses, cuya evolución depende no solo de la intensidad de la recuperación económica, sino también de la finalización de las medidas de apoyo del Gobierno durante la crisis y de la propia gestión de los bancos (por ejemplo, mediante reestructuraciones de deuda). Por otra parte, en este ejercicio cabe destacar la finalización de las restricciones al reparto de dividendos establecidas durante la crisis del COVID-19 el año pasado. Continúan presentes retos importantes para este sector como, por ejemplo, aquellos derivados de la irrupción de compañías con fuerte carácter tecnológico (*fintech* y *bigtech*), que compiten en la prestación de servicios financieros.

La cuenta de resultados agregada de las entidades de depósito mostró un fuerte aumento de los beneficios en el primer semestre del año.

La cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas registró unos beneficios de 7.755 millones de euros en el primer trimestre del año, que contrasta con las pérdidas del año previo (7.144 millones de euros). El margen bruto de estas entidades se situó en 21.990 millones de euros, por encima de los 20.793 millones de 2020, como consecuencia de la leve mejora del margen de intereses y, en mayor medida, del rendimiento de los instrumentos de capital. En un marco de leve descenso en los gastos de explotación, el grueso de la mejora de los resultados se atribuye, por una parte, a las menores pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos (cerca de 9.000 millones menos) y, por otra parte, a la mejor contribución de la partida «Otros resultados» (4.000 millones más).

La financiación al sector privado muestra tendencias dispares entre las sociedades (desaceleración) y los hogares (aceleración).

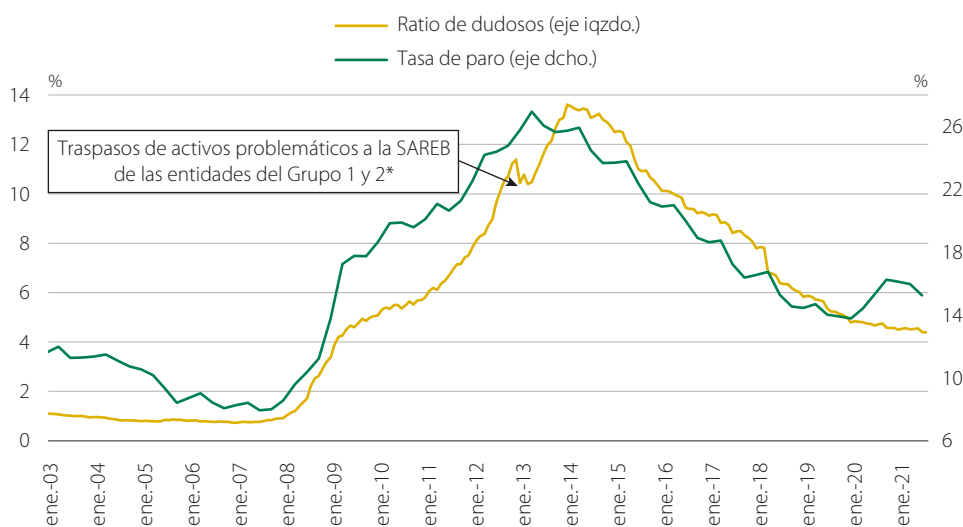
La financiación bancaria a las empresas y los hogares mostró un crecimiento interanual del 1,6 % en el mes de agosto (3,3 % en diciembre de 2020), que se distribuye en un aumento del 2,1 % para las sociedades no financieras (6,3 % en diciembre de 2020) y un 0,9 % para los hogares (-0,5 % en diciembre de 2020). Cabe destacar

11 Banco de España, Comisión Europea y FMI.

algunas tendencias interesantes dentro de cada uno de estos grupos. Así, en el caso de las sociedades no financieras el aumento de la financiación tiene origen exclusivamente en el incremento de los valores representativos de deuda (9,4 %) y en los préstamos exteriores (5,7 %). Los préstamos de las entidades de crédito, que crecieron a tasas anuales superiores al 8 % durante muchos de los últimos meses en el contexto de la crisis e impulsados en parte por diferentes medidas del Gobierno, caen desde mayo (-2 % en agosto). Por su parte, la financiación a los hogares muestra un aumento de menor intensidad (0,9 %), pero creciente en el tiempo tanto por la vertiente de los préstamos para vivienda (0,7 %) como de los préstamos para el consumo (3,2 %).

Ratio de dudosos de las entidades de crédito¹ y tasa de paro²

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos de tasa de paro hasta junio y de morosidad hasta julio.

1 Incluye establecimientos financieros de crédito.

2 Sobre la población activa.

* Los trasposos de las entidades del Grupo 1 se produjeron en diciembre de 2012 (36.695 millones de euros) y las del Grupo 2, en febrero de 2013 (14.086 millones de euros).

El tamaño del sector bancario, que experimentó un aumento considerable en 2020, ha mostrado un comportamiento mucho más estable en 2021. El último dato (julio) sitúa el volumen agregado de activos por su actividad en España en 2,89 billones de euros (2,82 billones en 2020 y 2,61 billones en 2019). Dentro del activo destaca la disminución del saldo de crédito al sector OSR (otros sectores residentes) en España y el aumento del crédito a residentes en el resto del mundo. En cuanto a las fuentes de financiación, continúa incrementándose la que procede del Eurosistema, así como los depósitos de otros sectores residentes y los valores de renta fija. En cambio, disminuye ligeramente el patrimonio de estas entidades.

El tamaño del sector bancario ha mostrado pocos cambios en 2021, tras el notable aumento de 2020.

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares revelan un leve descenso de su ahorro desde el 16,2 % de su renta bruta disponible (RBD) en el primer trimestre de este año¹² (máximo histórico de la serie) hasta el 13 % a mediados de año. Esta cifra continúa siendo superior a las registradas en el periodo precrisis

La tasa de ahorro de los hogares descendió ligeramente en el segundo trimestre de este año, aunque se mantiene en valores históricamente altos (13 %).

12 Cifras de cuatro trimestres, hasta marzo de 2021.

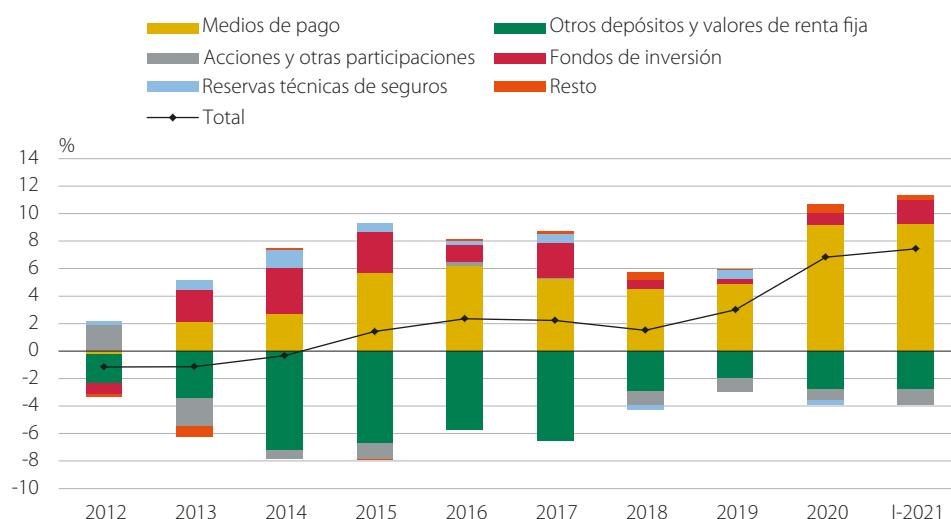
(en torno al 6 %) y también a los anteriores máximos mostrados en 2010, durante la crisis de deuda soberana europea (11,5 %). Una parte de este incremento se atribuye al denominado *motivo precaución*, habitual en momentos de incertidumbre, y otra parte a la imposibilidad de materializar determinadas decisiones de consumo debido a las restricciones de la pandemia. Por tanto, este indicador podría seguir moderándose en los próximos meses. Por su parte, la ratio de riqueza bruta se incrementó en el primer trimestre de este año por el aumento del valor tanto de los activos financieros como de los inmobiliarios, mientras que la ratio de endeudamiento se mantuvo estable (en el 102 % de la RBD).

Las inversiones financieras de los hogares alcanzan un máximo desde 2006, situándose en el 7,4 % del PIB durante el primer trimestre de este año. Una parte de este aumento puede ser temporal (asociado a determinados elementos de la pandemia), pero otra parte (por ejemplo, la inversión en fondos de inversión) forma parte de una tendencia más prolongada.

Las inversiones netas de los hogares se situaron en el 7,4 % del PIB en el primer trimestre del año —datos acumulados de cuatro trimestres hasta marzo de 2021— por encima del 6,8 % de 2020 y del 3 % de 2019 (de hecho, es el importe más alto desde 2006). Algunas de las tendencias que se venían observando en años anteriores, como el aumento de la inversión en medios de pago, que pasó del 5 % del PIB en 2019 al 9,3 % en marzo de 2021, se acentuaron durante la crisis por los motivos expuestos al explicar el incremento del ahorro. Además continuó la desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo (-2,8 %), que siguen siendo poco atractivos en términos de rentabilidad. Por el contrario la inversión en fondos de inversión, que se situó en el 1,7 % del PIB, continúa en expansión (0,9 % en 2020 y 0,4 % en 2019) al configurarse como una opción de inversión de gestión profesionalizada que puede cubrir las necesidades de los inversores en un contexto de tipos de interés muy reducidos. Los incrementos se producen tanto en los vehículos registrados en la CNMV como en los vehículos extranjeros comercializados en España.

La inversión en fondos de inversión registró un aumento histórico en el primer semestre de 2021 superando los 17.000 millones de euros.

En cuanto a la evolución de los flujos dirigidos a fondos de inversión registrados en la CNMV en lo que va de año, cabe destacar su elevado importe, más de 17.000 millones de euros en un solo semestre (el mayor importe semestral desde mediados de 2015, cuando se llegó a superar los 20.000 millones). Aunque las cifras de este periodo se han visto afectadas por algunas fusiones y absorciones entre fondos de gran tamaño, se observa que la mayor parte de las suscripciones netas continúan dirigiéndose hacia categorías de mayor riesgo como los fondos globales o los fondos de renta variable internacional. También recibieron flujos de inversión notables dos de las categorías más conservadoras (renta fija y renta fija mixta). Estos patrones siguen poniendo de manifiesto la existencia de inversiones que están dispuestas a asumir un nivel de riesgo superior para aspirar a obtener un rendimiento también más alto y otras más aversas al riesgo, en las que la preservación del capital es una variable muy importante.



Fuente: Banco de España, *Cuentas financieras*. Datos acumulados de cuatro trimestres.

2.3 Perspectivas

En octubre el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó sus previsiones de crecimiento para 2021 y 2022, que muestran la intensidad de la recuperación económica a escala global con un avance del PIB mundial del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022 (en julio se pronosticaba una décima más en 2021 y el mismo crecimiento en 2022), tras la contracción del 3,1 % de 2020. Esta tendencia se explica por el ritmo de la vacunación y el acceso a ella, que reduce los contagios y, por tanto, las restricciones a la movilidad y permite normalizar de forma progresiva la actividad económica. Estas previsiones suponen, no obstante, un recorte importante sobre las previsiones de crecimiento para este año en las economías avanzadas respecto a los datos de julio, que, según la institución, está relacionado de forma parcial con los problemas en las cadenas de suministro. Así, el FMI prevé que las economías avanzadas crezcan un 5,2 % en 2021 (0,4 p.p. menos) y un 4,5 % en 2022 (0,1 p.p. más). Dentro de estas economías se observa una gran heterogeneidad en las revisiones de los pronósticos, con descensos en EE. UU., Canadá, Alemania, España y Japón y ascensos en Italia y Francia (véase cuadro 3). Por su parte, las previsiones para las economías emergentes muestran un aumento del PIB del 6,4 % este año (una décima más) y del 5,1 % en 2022 (una décima menos). También en estas economías existen diferencias entre regiones, pues empeoran las perspectivas para las economías asiáticas pero mejoran para todas las demás.

Varios riesgos de distinta naturaleza rodean estas previsiones. En primer lugar destacan aquellos relacionados propiamente con la evolución de la pandemia; en particular, con las dificultades para conseguir un porcentaje elevado de población vacunada en todas las jurisdicciones y también con la posibilidad de que aparezcan nuevas mutaciones del virus, resistentes a las vacunas, que puedan dar lugar a nuevas restricciones. Existen otras incertidumbres importantes relacionadas con la posibilidad de que el aumento de la inflación experimentado en algunas economías no sea transitorio, como se espera actualmente, lo que podría determinar un endurecimiento futuro de las condiciones financieras. Relacionado con el riesgo de inflación

El FMI pronostica un crecimiento mundial notable, del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022, por los avances de la vacunación, si bien rebaja las previsiones para las economías avanzadas por los problemas en las cadenas de suministro.

Entre los riesgos más relevantes destacan los relacionados con la propia pandemia, pero existen otros de ámbito económico y financiero, como el riesgo de inflación o aquellos derivados de la acumulación de deuda por parte de algunos agentes o de la toma de riesgos creciente en las decisiones de inversión.

cabe mencionar los problemas identificados en determinadas cadenas de suministros, que pueden dar lugar a problemas logísticos y a un encarecimiento adicional del precio de las materias primas. También se identifican riesgos de naturaleza financiera por parte de algunos agentes, derivados de la acumulación de deuda durante la crisis y de la toma de riesgos crecientes en un entorno de tipos de interés muy bajos. De hecho numerosas economías afrontan el reto de consolidar sus finanzas públicas tras las medidas expansivas adoptadas en el contexto de la crisis. Finalmente, la posibilidad de observar quiebras empresariales en los próximos meses continúa siendo relevante, aunque su expectativa se ha reducido.

Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2017	2018	2019	2020	FMI ¹	
					2021	2022
Mundial	3,7	3,6	2,8	-3,1	5,9 (-0,1)	4,9 (0,0)
Avanzadas	2,4	2,3	1,6	-4,5	5,2 (-0,4)	4,5 (0,1)
EE. UU.	2,2	2,9	2,2	-3,4	6,0 (-1,0)	5,2 (0,3)
Zona euro	2,4	1,9	1,3	-6,3	5,0 (0,4)	4,3 (0,0)
Alemania	2,5	1,5	0,6	-4,6	3,1 (-0,5)	4,6 (0,5)
Francia	2,3	1,8	1,8	-8,0	6,3 (0,5)	3,9 (-0,3)
Italia	1,5	0,8	0,3	-8,9	5,8 (0,9)	4,2 (0,0)
España	3,0	2,4	2,0	-10,8	5,7 (-0,5)	6,4 (0,6)
Reino Unido	1,7	1,3	1,4	-9,8	6,8 (-0,2)	5,0 (0,2)
Japón	1,7	0,3	0,0	-4,6	2,4 (-0,4)	3,2 (0,2)
Emergentes	4,7	4,5	3,7	-2,1	6,4 (0,1)	5,1 (-0,1)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en octubre de 2021 respecto a julio de 2021).

Las últimas previsiones sitúan el crecimiento de la economía española en el 5,7 % este año y el 6,4 % el que viene.

Para la economía española, el FMI pronostica un incremento del PIB del 5,7 % este año y del 6,4 % el que viene, lo que supone un descenso de 5 décimas y un ascenso de 6, respectivamente, respecto a las cifras de abril. La revisión a la baja de los pronósticos para este año podría estar parcialmente relacionada con el recorte de la tasa de crecimiento de la economía española durante el segundo trimestre del año (respecto a la estimación inicial del INE). A pesar de ello, las previsiones de crecimiento para España se sitúan por encima de las de la mayoría de las economías avanzadas y se explican, en su mayor parte, por el buen avance del ritmo de vacunación, que ha permitido reducir de forma notable las restricciones existentes, por la materialización de la demanda embalsada durante los primeros momentos de la pandemia y por los efectos positivos de la política monetaria y fiscal expansiva —que incluye los fondos del programa Next Generation EU (NGEU)—. El diferencial de crecimiento con la zona euro sería superior a los 2 p.p. en 2022.

Sin embargo, persisten varias fuentes de incertidumbre de naturaleza diversa, comunes a otros países de nuestro entorno.

Las fuentes de incertidumbre más relevantes que se vislumbran sobre este escenario son en su mayoría comunes a otros países de nuestro entorno. Entre ellas destacan: i) la propia evolución de la pandemia y, en particular, la posibilidad de que surjan cepas del virus resistentes a las vacunas; ii) la evolución del ahorro de los hogares

(actualmente en máximos históricos); iii) los efectos del incremento de inflación; iv) la posibilidad de aumento de las quiebras empresariales a medida que finalicen las medidas de soporte adoptadas a raíz de la crisis; v) la incertidumbre sobre los efectos de los fondos NGEU sobre la actividad, y vi) la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

3 La evolución de los mercados nacionales

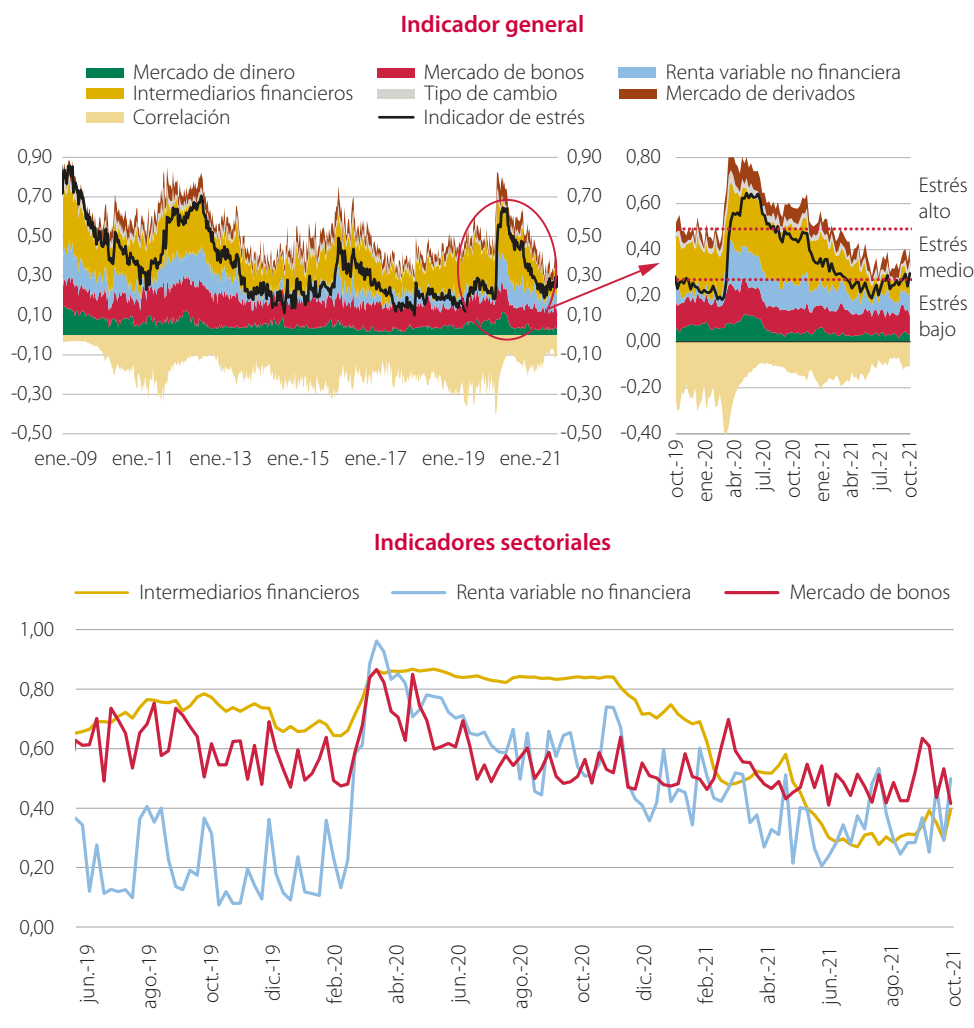
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹³ continuó descendiendo de forma progresiva desde el cierre del informe anterior (31 de marzo), cuando se situaba en 0,26, hasta principios de junio, manteniéndose estable alrededor de 0,20 a lo largo del mes. En julio, los repuntes en los niveles de volatilidad del petróleo y de las cotizaciones bursátiles hicieron que el nivel de estrés aumentara hasta superar ligeramente el umbral que separa el riesgo bajo del riesgo medio (0,27) y, a partir de entonces, el indicador ha oscilado entre 0,23 y 0,30, alcanzando este último valor a la fecha de cierre de este informe (1 de octubre). Por su parte, la correlación del sistema, que había descendido en la primera mitad de 2021, volvió a repuntar a partir de junio y se ha mantenido en valores similares a los existentes durante la crisis del coronavirus (véanse paneles superiores del gráfico 12).

Los distintos indicadores individuales han mostrado oscilaciones en su nivel de estrés derivadas fundamentalmente de las variaciones en los indicadores de volatilidad. El segmento de intermediarios financieros (bancos), que había sido el que había mantenido los valores más elevados hasta febrero de este año, experimentó un descenso paulatino hasta el mes de julio (véase panel inferior del gráfico 12), momento a partir del cual ha permanecido en valores de entre 0,30 y 0,40. Los mercados de renta fija, por su parte, han mostrado niveles de estrés relativamente estables en los últimos meses en torno a 0,45, a excepción de un repunte a principios de septiembre derivado del aumento de la volatilidad del bono a 10 años. En cambio, en el segmento de renta variable no financiera las elevadas oscilaciones en la volatilidad de las cotizaciones bursátiles han originado un aumento del nivel de estrés desde valores de 0,24 hasta 0,53.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se mantiene desde julio en valores alrededor del umbral que separa el régimen de estrés bajo del medio (0,27). La correlación del sistema continúa en niveles elevados.

Los principales indicadores individuales se han mantenido relativamente estables en los últimos meses, con mayores oscilaciones en los mercados de renta variable.

13 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Tras los avances del primer semestre del año, los mercados de renta variable nacionales mostraron ciertos altibajos por la presencia de varias incertidumbres (riesgo de inflación, sector eléctrico, Evergrande...).

Los mercados de renta variable españoles, que habían presentado avances destacados en la primera mitad del año siguiendo la estela de los principales mercados de valores europeos, iniciaron la segunda mitad del ejercicio con leves retrocesos, en un trimestre caracterizado por ciertos altibajos en las cotizaciones. A pesar de los datos positivos de recuperación de la actividad económica¹⁴, los mercados mantienen sus temores a que el aumento de la inflación no sea transitorio y obligue a endurecer prematuramente la política monetaria tanto en EE. UU.¹⁵ como en Europa. El incremento de los

14 La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) mejoró sus previsiones de crecimiento para la zona euro y España hasta el 5,3 % y 6,8 % en 2021. Asimismo, el Banco de España mejoró las suyas hasta el 6,3 % y 5,9 % en 2021 y 2022, respectivamente, si bien ha advertido de que las ajustará a la baja tras conocerse la revisión del dato del crecimiento del segundo trimestre hasta el 1,1 % desde la estimación inicial del 2,7 %.

15 La Reserva Federal ha advertido de que la reducción de estímulos se acompañará con el ritmo de recuperación económica.

precios se ve afectado, entre otros factores, por la escalada de los precios del petróleo —en máximos de 3 años—, y por los problemas en algunas cadenas de suministros, todo ello en un contexto de recuperación de la demanda y mayor contención de nuevos contagios del virus y dinamismo económico. Otros elementos que afectaron la evolución de los mercados en la última parte del trimestre estuvieron relacionados con las caídas del sector eléctrico como consecuencia de las incertidumbres regulatorias y del recorte de sus ingresos debido al paquete de medidas adoptado por el Gobierno para abaratar el precio de la energía eléctrica y la intranquilidad en torno a los problemas financieros del gigante inmobiliario chino Evergrande y su posible contagio al sistema financiero internacional.

El principal índice de las bolsas españolas, el Ibx 35, finalizó el tercer trimestre con un retroceso del 0,3 %, presentando un comportamiento similar al de los principales índices de referencia europeos¹⁶. Este índice, que había avanzado un 6,3 % en el primer trimestre del año y un 2,8 % en el segundo, interrumpió con este leve descenso la senda ascendente que había mostrado durante los 3 trimestres previos. Además, esta caída reduce las ganancias anuales hasta el 9 %, de modo que el índice español, junto al británico FTSE 100¹⁷, permanece a la cola de las revalorizaciones de los grandes índices en Europa. El Ibx 35 se situó en torno a 8.800 puntos al cierre de septiembre, manteniéndose en niveles similares a los prepandemia y sin recuperar todavía todas las pérdidas acumuladas en el ejercicio 2020. Por otro lado, esta evolución se produce en un contexto de niveles reducidos de contratación y de consolidación de los avances en los indicadores de liquidez del mercado.

El leve retroceso del principal índice del mercado español contrasta con los descensos más significativos en las cotizaciones de las compañías de mediana capitalización (-2,6 %) y de las más pequeñas (-6,4 %), que acusan los efectos de los cambios de regulación en el sector eléctrico en las compañías de renovables y que reflejan con menos intensidad¹⁸ el escenario de recuperación económica. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron notables pérdidas (15,4 % y 7,4 %, respectivamente) como consecuencia del retroceso del mercado de valores de Brasil¹⁹ y de la depreciación de su divisa respecto al euro²⁰.

Como ha sido habitual en los trimestres anteriores, la evolución de las cotizaciones no fue homogénea por sectores y valores, aunque predominaron los sectores que presentaron ganancias. Las mayores alzas (véase cuadro 4) se concentraron en los

... que provocaron un leve retroceso del Ibx 35 del 0,3 % en el tercer trimestre (+9 % en el conjunto del año), en línea con otros índices de referencia europeos.

A su vez, los índices de compañías de capitalización baja y media descendieron en el tercer trimestre de modo más destacado.

Las mayores revalorizaciones correspondieron a las compañías de los sectores de bienes y servicios de consumo, petróleo, constructoras e inmobiliarias.

16 La mayor parte de los grandes índices internacionales presentaron un comportamiento plano en el tercer trimestre, que osciló entre las alzas del 2,3 % del italiano FTSE Mib y el retroceso del 0,4 % del 1,7 % del alemán Dax 30. El francés Cac 40 experimentó un avance del 0,2 %, mientras que el europeo Eurostoxx 50 retrocedió un 0,4 %. En el caso de los índices estadounidenses, el S&P 500 (0,2 %) presentó signo positivo, mientras que tanto el Dow Jones (-1,9 %) como el tecnológico Nasdaq (-0,4 %) retrocedieron levemente.

17 El índice británico FTSE 100 acumula una revalorización del 9,7 % en los 9 primeros meses del año.

18 Las compañías de pequeña y media capitalización acumulan una revalorización en el ejercicio del 1,9 % y 5,9 %, respectivamente, frente al 9 % del Ibx 35.

19 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 12,5 % en el tercer trimestre, mientras que el del mercado mexicano Bmv Ipc avanzó un 2,2 %.

20 En el tercer trimestre del año el real brasileño se deprecia un 6,5 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 2,2 %.

sectores de los servicios y de los bienes de consumo, así como en el sector del petróleo, las constructoras y las inmobiliarias, destacando las compañías del sector turístico y las aerolíneas, que se ven favorecidas por la recuperación de la actividad turística, la menor incidencia de la pandemia y el levantamiento de las restricciones a la movilidad. Dentro del sector de bienes de consumo destacó la revalorización de la principal compañía del sector textil (Inditex), cuya facturación ha recuperado los valores previos a los de la pandemia.

... así como también las del sector financiero.

Otros avances significativos se produjeron en el sector del petróleo, en el que la principal empresa (Repsol) muestra en su cotización la recuperación de los precios del petróleo, así como en las compañías constructoras e inmobiliarias, que se ven favorecidas por la importante reactivación del dinamismo del mercado inmobiliario²¹ tras la fuerte contracción provocada por la pandemia. Además, el sector financiero²², que se vio parcialmente afectado por la incertidumbre en torno al posible contagio de los problemas de Evergrande, acabó presentando alzas gracias a la recuperación del reparto de dividendos en efectivo y a la mejora de su actividad en el actual escenario de recuperación.

Los descensos fueron protagonizados por las eléctricas y las compañías de fabricación de bienes industriales.

En el lado de los retrocesos, las mayores caídas se concentraron en las compañías eléctricas²³. También se observaron descensos en el sector de fabricación de bienes industriales, el farmacéutico, el alimentario y el tecnológico, destacando las de las compañías productoras de bienes industriales, que acusan el retroceso de la inversión en bienes de equipo²⁴ y los problemas que existen en algunas cadenas de suministro. El sector farmacéutico se vio afectado por los problemas de un laboratorio en la fabricación de vacunas (Rovi), mientras que el tecnológico (Amadeus) continúa todavía influido por el efecto del mantenimiento de algunas restricciones sobre el sector turístico y el temor a que la aparición de nuevas cepas pueda suponer nuevas restricciones a la movilidad.

21 Según datos del INE, las compraventas inmobiliarias alcanzaron en el mes de julio un total de 50.238 transacciones, la cifra más elevada desde abril de 2008 y que representa un crecimiento mensual e interanual del 4,3 % y el 53,5 %, respectivamente.

22 Entre sus valores, cabe destacar la reincorporación de BBVA al índice bursátil europeo Eurostoxx 50 desde el 20 de septiembre tras su salida de este un año antes. Esta circunstancia permitirá al valor y a su correspondiente índice sectorial beneficiarse del interés de muchos inversores internacionales y *Exchange-Traded Funds* (ETF) al pasar a formar parte de sus carteras, que replican los principales índices del mercado.

23 El Gobierno aprobó un real decreto-ley que reduce la remuneración de los ingresos extra de nucleares, hidráulicas y renovables por los beneficios derivados de la subida del gas, así como por el beneficio extra derivado de la subida de los derechos de emisión de CO₂.

24 Según datos del INE la formación bruta de capital en maquinaria y bienes de equipo retrocedió un 4,3 % en el segundo trimestre de 2021, frente al avance del 5,2 % del primer trimestre.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 4

Índices	2018	2019	2020	IV 20 ¹	I 21 ¹	II 21 ¹	III 21 ¹	dic.-20
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	20,2	6,3	2,8	-0,3	9,0
Madrid	-15,0	10,2	-15,4	21,7	6,2	2,3	0,9	7,7
Ibex Medium Cap	-13,7	8,4	-9,7	20,8	8,3	0,4	-2,6	5,9
Ibex Small Cap	-7,5	11,9	18,9	24,7	9,3	-0,4	-6,4	1,9
FTSE Latibex All-Share	10,3	16,3	-22,0	36,9	-2,1	24,1	-15,4	2,7
FTSE Latibex Top	14,8	15,3	-19,1	28,8	1,3	22,1	-7,4	14,5
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-27,1	-27,1	-26,4	53,4	14,8	10,0	3,0	30,1
Banca	-29,0	-29,0	-27,5	55,7	15,0	10,5	3,1	30,9
Seguros	-12,8	-12,8	-23,6	25,5	13,6	-1,6	0,7	12,6
Inmobiliarias y otros	-26,1	-26,1	-16,0	7,7	4,6	2,8	4,3	12,1
Petróleo y energía	6,1	6,1	5,0	12,2	-1,5	-4,1	-8,7	-13,7
Petróleo	-4,5	-4,5	-40,8	44,2	28,0	0,1	7,0	36,9
Electricidad y gas	8,9	8,9	14,2	8,5	-4,5	-4,7	-11,4	-19,4
Mat. básicos, industria y construcción	-8,6	-8,6	-2,5	27,8	5,0	-1,3	-0,7	2,9
Construcción	-3,4	-3,4	-16,3	19,4	3,8	-2,1	3,9	5,6
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-10,4	-10,4	50,7	38,2	-0,1	-9,0	-14,0	-21,8
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-25,3	-25,3	-0,1	38,3	17,9	0,7	-1,2	17,3
Ingeniería y otros	-21,3	-21,3	-6,1	37,8	11,2	15,8	-0,1	29,0
Tecnología y telecomunicaciones	-5,5	-5,5	-21,9	11,7	6,5	4,3	-0,5	10,5
Telecomunicaciones y otros	-8,2	-8,2	-25,8	2,7	10,3	8,7	0,8	20,9
Electrónica y software	-0,1	-0,1	-18,8	24,8	1,7	-1,8	-3,1	-3,3
Bienes de consumo	-16,7	-16,7	-15,3	5,8	5,6	4,0	2,3	12,3
Textil, vestido y calzado	-23,1	-23,1	-17,3	9,4	7,9	5,7	7,1	22,2
Alimentación y bebidas	-8,4	-8,4	10,6	1,2	1,0	0,9	-4,5	-2,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	-6,4	-18,3	-2,7	1,5	1,2	-7,0	-4,5
Servicios de consumo	-19,7	-19,7	-36,7	32,5	10,5	-4,8	3,8	9,2
Autopistas y aparcamientos	39,5	-34,7	-27,8	65,0	11,3	4,0	6,0	22,7
Transporte y distribución	32,3	-11,5	-38,8	30,9	10,3	-5,8	5,6	9,8

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

Los avances en la normalización de la situación creada por la pandemia y las perspectivas de recuperación económica han permitido que se consolide la revalorización de la capitalización de los bancos, las compañías tradicionales de telecomunicaciones como Telefónica y las energéticas como Repsol, lo que no es el caso de las compañías del sector eléctrico y de suministros, que, por su carácter defensivo —debido a la estabilidad de sus ingresos y negocios—, habían presentado un comportamiento relativo significativamente mejor en términos de generación de valor y de capitalización que el primer grupo de empresas. Así, aunque se observa que se recupera, en cierta medida, parte de la estructura de valor previa a la pandemia, cada vez ganan más peso nuevos sectores y compañías de los sectores de la tecnología y las energías renovables, que se benefician de su mayor capacidad de operar y adaptarse

Aunque los efectos de la crisis han alterado en cierta medida la capitalización de las compañías y el valor de la estructura productiva del país, las perspectivas de recuperación han permitido volver en cierta medida a la situación previa, si bien ganan peso nuevas compañías y sectores.

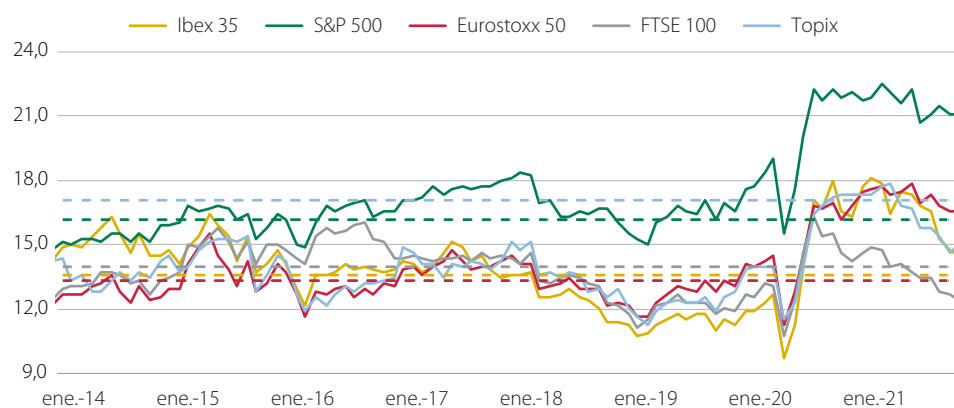
al nuevo entorno. Otras grandes compañías tradicionales también son capaces de mantener su importancia relativa por haber emprendido con éxito procesos de digitalización y transformación al nuevo entorno competitivo.

El mantenimiento de las cotizaciones, junto con una recuperación de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, propició un nuevo descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), que todavía se mantiene en niveles elevados desde un punto de vista histórico.

El mantenimiento de las cotizaciones en el trimestre, junto con una progresiva recuperación de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 volviese a disminuir por tercer trimestre consecutivo hasta situarse en 14,5 veces en septiembre²⁵ —su nivel más bajo desde el primer semestre de 2020—. El valor de esta ratio ha ido descendiendo progresivamente a lo largo del año tanto en el Ibex 35 como en los principales índices europeos conforme los beneficios empresariales se han ido recuperando en paralelo a la situación económica. Sin embargo, el valor del indicador español se mantiene por debajo de los niveles del índice de referencia europeo Eurostoxx 50, tal y como recoge el gráfico 13. Asimismo, con la excepción del índice japonés Topix y del británico FTSE 100, la mayoría de las ratios PER de los principales índices permanecen por encima de sus valores medios durante el periodo 2010-2021.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del mercado experimentó un leve repunte en el tercer trimestre, hasta valores superiores al 15 %.

La volatilidad del Ibex 35, que había ido reduciéndose progresivamente durante la primera mitad del año, repuntó ligeramente en el tercer trimestre hasta alcanzar un promedio trimestral superior al 15 %. Este leve repunte de la volatilidad finaliza con la tendencia bajista observada en los últimos trimestres²⁶ y aleja levemente su valor de los mínimos históricos —próximos al 10 %— observados al cierre de 2019 (véase gráfico 14). Este comportamiento alcista siguió una tendencia similar a la de otros índices internacionales²⁷ como el europeo Eurostoxx 50 (13,2 % de media del trimestre) o el estadounidense Dow Jones (10,8 % de media), aunque su incremento en promedio es superior al de estos últimos.

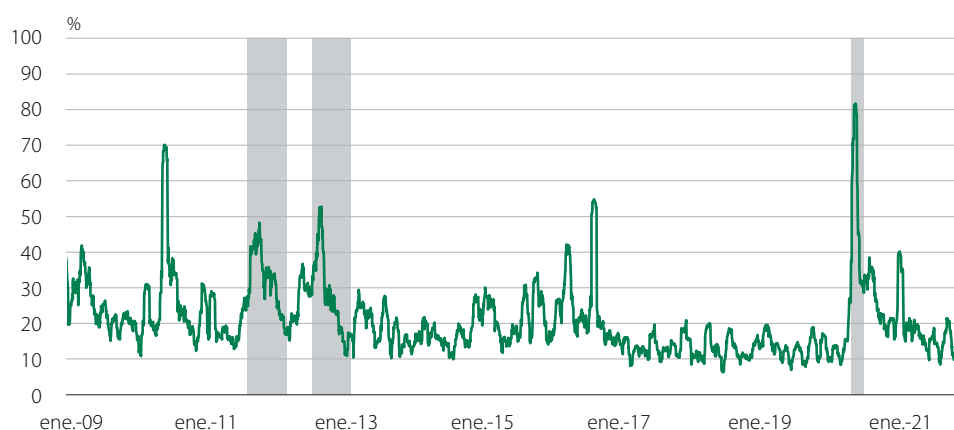
25 En el mismo periodo, la ratio PER del índice europeo Eurostoxx retrocedió hasta 16,6 veces, mientras que la del estadounidense S&P 500 se mantuvo en 21,2 veces.

26 En el primer y segundo trimestres de 2021 alcanzó valores del 17,1 % y el 13,2 %, respectivamente, mientras que en el cuarto trimestre de 2020 se había situado en el 24,3 %.

27 Al contrario de lo que ocurrió en los principales mercados de valores internacionales, la volatilidad del índice japonés Nikkei 225 disminuyó en el tercer trimestre hasta el 15,7 %, frente al 18,3 % del trimestre anterior.

Volatilidad histórica del Ibex 35

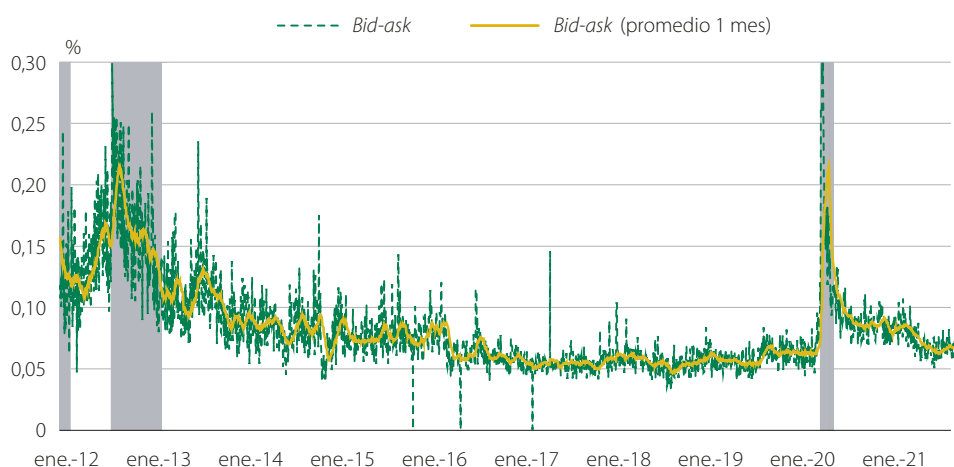
GRÁFICO 14



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibex 35 de 21 días.

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las dos prohibiciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

A pesar del ligero incremento de la volatilidad y el nuevo retroceso de los volúmenes negociados, las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— se mantuvieron en niveles similares a los del segundo trimestre y ligeramente por encima de los existentes antes del inicio de la crisis, por lo que parece que se está consolidando su normalización. En el tercer trimestre del año el *spread* se situó en promedio en el 0,066 %, en línea con el 0,065 % del segundo trimestre y por debajo del 0,081 % y el 0,084 % de los trimestres anteriores y de la media histórica del indicador (0,09 %) (véase gráfico 15).

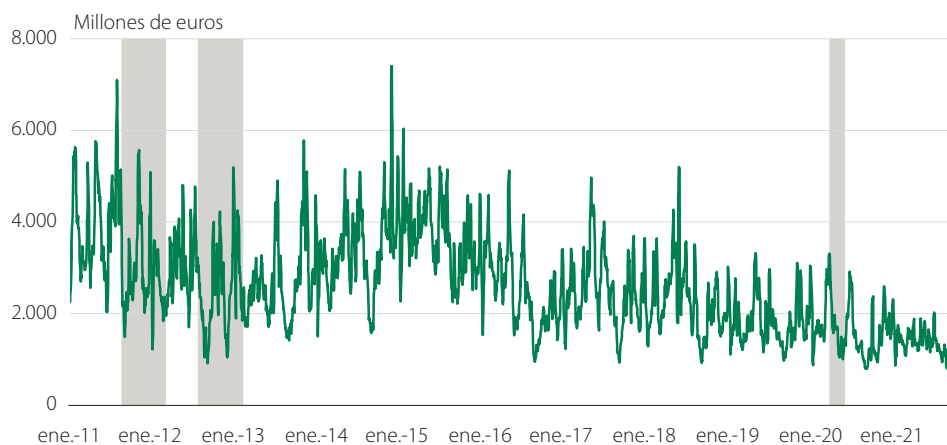
Las condiciones de liquidez evaluadas mediante el diferencial bid-ask se han estabilizado, pero presentan todavía valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis y están lastradas por el descenso de los volúmenes negociados.

En este contexto de ligeras alzas de la volatilidad y apenas variaciones de las cotizaciones, la contratación de valores españoles alcanzó su volumen más bajo en un trimestre de los últimos años...

En este contexto de ligeras alzas de la volatilidad y mantenimiento de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió de nuevo de modo destacado hasta alcanzar apenas 151.000 millones de euros en el tercer trimestre, un 2,3 % menos que en el mismo periodo del año anterior y el volumen más bajo en un trimestre durante la última década. Así, a pesar de la mejora transitoria observada en el último trimestre de 2020, parece que se consolida la tendencia a la baja de los volúmenes de negociación de la renta variable española, circunstancia que sucede, aunque en menor medida, en otras plazas europeas²⁸.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 las prohibiciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

... lo que vino acompañado de un nuevo retroceso de la proporción de negociación efectuada en BME.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, casi 78.000 millones de euros correspondieron al mercado regulado español de Bolsas y Mercados Españoles (BME), mientras que los más de 73.000 millones de euros restantes correspondieron a otros centros de negociación y mercados competidores. La contratación de acciones españolas ha retrocedido en torno a un 4 % interanual en el mercado regulado y un 0,4 % interanual en los centros competidores, lo que ha causado que la cuota de mercado de BME disminuya hasta situarse en el 51,9 %, muy cerca del mínimo histórico del 51,6 % alcanzado en el primer trimestre (52,4 % en el conjunto del año).

28 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta julio en los principales mercados europeos, con la excepción del London Stock Exchange Group, que retrocedió un 27,4 % acusando los efectos del *bretxit*, presentó ligeros retrocesos del 1,3 % en Euronext, del 2,2 % en Cboe Europe y del 8,8 % en el alemán Deutsche Börse. Asimismo, en los principales mercados de valores estadounidenses y asiáticos se mantuvo el crecimiento, con incrementos del 4,4 % y del 11,8 % para los estadounidenses NYSE y Nasdaq, respectivamente, así como del 4,2 % para el japonés Japan Exchange Group. Estas cifras no son completamente comparables con las proporcionadas para el caso español, porque estas últimas incluyen la negociación de los valores españoles en el mercado regulado localizado en España y en otros centros de negociación. Sin embargo, son útiles para contextualizar una tendencia común.

En promedio diario la contratación del mercado continuo se situó en 1.192 millones de euros en el tercer trimestre (la más baja en un trimestre de los últimos años, -4,5 % de caída interanual), por debajo del promedio del trimestre anterior (1.472 millones de euros) y del conjunto de 2021 (1.374 millones de euros).

La contratación del mercado continuo se situó en 1.192 millones de euros en el tercer trimestre del año.

Dentro de la negociación de las acciones españolas en los centros competidores de BME, destacó la recuperación de la cuota de mercado experimentada por Cboe Global Markets (Cboe), que ahora opera desde Ámsterdam, y cuya contratación (54.458 millones de euros en el trimestre) retrocedió menos que la de sus competidores. Este importe representa en torno al 74,5 % de la negociación en el exterior y el 70 % de lo contratado en BME. En el caso de los demás centros competidores de BME, Turquoise mantuvo su cuota de mercado en el 7,6 %, mientras que la del resto de los operadores, cuya peso había estado mejorando en los últimos trimestres, volvió a retroceder hasta situarse por debajo del 18 % (véase cuadro 5).

En el conjunto de centros de negociación competidores, Cboe siguió siendo el más relevante y su cuota relativa volvió a crecer.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2020	I 21	II 21	III 21
Total	932.771,9	930.616,1	805.833,0	780.343,5	178.116,8	169.201,6	150.830,9
Admitida en SIBE	932.763,1	930.607,1	805.826,6	780.341,0	178.114,0	169.199,0	150.830,5
BME	633.385,7	579.810,4	460.267,4	418.512,6	91.268,7	90.282,5	77.726,6
Cboe Equities ²	193.310,8	278.361,0	256.772,5	275.682,4	62.442,7	55.259,9	54.457,9
Turquoise	44.720,1	42.833,4	30.550,6	23.242,2	6.093,2	5.981,7	5.549,7
Otros	61.346,5	29.552,2	58.236,1	62.903,8	18.309,5	17.674,9	13.096,3
Corros	8,1	8,2	6,2	2,5	2,8	2,6	0,4
Madrid	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	6,3	7,4	3,2	2,4	2,7	2,6	0,4
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	6.908,0	3.517,1	3.480,5	4.273,8	1.056,9	1.061,9	1.106,5
BME MTF Equity ³	4.987,9	4.216,3	4.007,7	3.929,0	971,2	815,2	639,8
Latibex	130,8	151,6	136,6	79,5	11,2	8,1	7,9
ETF	4.464,1	3.027,6	1.718,0	2.551,1	400,5	345,3	404,5
Total contratación BME	649.885,3	590.732,0	469.616,6	429.348,5	93.711,3	92.515,6	79.885,7
% RV española en BME respecto al total RV española	68,3	62,6	57,4	53,9	51,8	53,7	51,9
Internalizadores sistemáticos⁴	n.d.	143.956,9	141.308,3	144.694,4	15.142,2	11.077,5	10.759,6

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se ha trasladado a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 3 Hasta septiembre de 2020 MAB. Este SMN tiene tres segmentos: BME Growth (en el que cotizan las empresas en expansión y las SOCIMI), BME IIC (en el que cotizan las SICAV y las sociedades de inversión libre) y BME ECR (en el que cotizan las entidades de capital riesgo).
- 4 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

La negociación realizada a través de internalizadores sistemáticos se mantuvo en el tercer trimestre del año, pero su peso relativo es menos de la mitad del que representaba hasta el año 2020.

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, cuyo formato de negociación no está sujeto a reglas de mercado no discrecionales, se mantuvo en el tercer trimestre por debajo del 7 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos). Este valor representa menos de la mitad de la proporción que se ha venido observando, con cierta estabilidad, desde 2019.

Las ampliaciones de capital con captación de recursos volvieron a retroceder y se concentraron en ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria.

La actividad emisora en los mercados de renta variable se situó en el tercer trimestre en 2.698 millones de euros, su valor más bajo desde el primer semestre del ejercicio 2020. De este importe, 1.390 millones de euros correspondieron a ampliaciones con contrapartida no monetaria (véase cuadro 6), que se concentraron, sobre todo, en una única operación en el marco de la fusión entre Unicaja y Liberbank. Asimismo, destacó por su volumen una ampliación de DIA por un valor próximo a 500 millones de euros, mientras que las ampliaciones de capital liberadas bajo el formato dividendo elección disminuyeron hasta poco más de 131 millones de euros, pues la mayoría de las empresas que utilizan este formato para pagar sus dividendos lo habían hecho ya a finales del segundo trimestre. Asimismo, en el tercer trimestre del año tuvo lugar la OPV de Acciona Energía, la primera OPV en el mercado español desde el primer trimestre de 2018²⁹.

El balance acumulado en el año es positivo tanto por el volumen de emisiones como por la reanudación de las salidas a bolsa.

A pesar de la escasez de emisiones en el tercer trimestre, el importe acumulado en el año es alto (14.616 millones de euros), superior al registrado en los ejercicios completos de 2018, 2019 y 2020. Además han tenido lugar varias salidas a bolsa en forma de oferta pública de suscripción (OPS) y *listing*, existiendo otras operaciones en curso. Finalmente cabe señalar el anuncio de la sociedad Opal Spanish Holdings (perteneciente a la sociedad estadounidense Otis Elevator Company) de una opa voluntaria por la totalidad del capital de Zardoya Otis.

29 Correspondiente a la inmobiliaria Metrovacesa por valor de 734 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2018	2019	2020	IV 20	I 21	II 21	III 21
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	46	33	38	14	10	10	15
Ampliaciones de capital	45	33	38	14	10	10	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	1	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones	1	0	0	0	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	52	38	16	10	14	18
Ampliaciones de capital	80	52	38	16	10	14	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	1	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones ²	1	0	0	0	0	0	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	7.389,9	8.240,6	8.903,1	3.560,3	2.969,2	8.948,7	2.567,5
Con derecho de suscripción preferente	888,4	4.729,8	6.837,2	2.787,7	0,0	7.032,8	6,3
Sin derecho de suscripción preferente	200,1	10,0	150,1	150,1	0,0	100,0	0,0
De las cuales ampliación	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	1.999,1	500,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.999,7	2.034,2	233,0	220,5	2.079,2	56,0	1.390,1
Ampliaciones de capital por conversión	388,7	354,9	162,4	0,0	0,0	68,0	41,4
Otras	913,9	611,8	770,3	26,8	117,5	1.496,0	1.129,6
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.939,7	1.565,4	1.949,0	375,2	772,5	195,8	131,1
De las cuales dividendo elección	3.915,2	1.564,1	1.949,0	375,2	772,5	195,8	131,1
Total ampliaciones de capital	11.329,6	9.806,0	10.852,1	3.560,3	2.958,2	8.948,7	2.698,6
Ofertas públicas de venta	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2.200,2
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	8	12	13	3	9	11	26
Número de emisiones	12	17	14	3	11	15	32
Importe efectivo (millones de euros)	164,5	298,3	238,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
Ampliaciones de capital	164,5	298,3	238,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
De ellas, mediante OPS	0,0	229,4	173,0	174,3	0,0	405,5	869,6
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.

3 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

4 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) son sociedades que a través de su salida a bolsa captan dinero de cara a la adquisición futura de una parte de una compañía no cotizada (entidad objeto), generalmente con potencial de crecimiento, instrumentándose normalmente dicha adquisición a través de su fusión. De este modo, la compañía objeto comienza a cotizar al fusionarse con la SPAC cotizada.

Las SPAC se configuran como una alternativa a las salidas a bolsa tradicionales o al *private equity* e incrementan las vías y las probabilidades de acceso de empresas a los mercados de renta variable, teniendo con ello el potencial de mejorar la estructura de financiación del sector empresarial y de la empresa, así como de limitar los riesgos asociados a un proceso de salida tradicional al mercado. Es esta una de sus claras ventajas, en la medida en que el proceso de salida al mercado consiste en una negociación de los términos del acuerdo exclusivamente entre las dos partes.

El fenómeno de las SPAC está ampliamente consolidado en los mercados de valores de EE. UU., donde han registrado unos volúmenes récord (en cuanto al número de SPAC que han salido a bolsa y al importe de los fondos captados) a lo largo de 2020 y en la primera mitad del presente año y, si bien no se trata de un fenómeno nuevo, esta fórmula de inversión también ha empezado a experimentar un importante crecimiento en determinados mercados de valores europeos en los últimos meses. Una de las premisas para la viabilidad de esta fórmula es la aplicabilidad del régimen de neutralidad fiscal previsto en la normativa europea para las fusiones, ya que de otro modo resultarían excepcionalmente gravosas, frustrando la salida a bolsa por esta vía.

Las SPAC se están configurando, por tanto, para las sociedades europeas como un medio de acceso a los mercados de capitales, pudiendo jugar un rol importante dentro de la estrategia de la Unión de los Mercados de Capitales (Capital Markets Union). Sin embargo, son sociedades que presentan ciertas particularidades y especificidades a las que los inversores deben prestar especial atención y que están asociadas, entre otros, a los instrumentos financieros que emiten las SPAC (acciones y *warrants*), a los potenciales conflictos de interés que pueden tener los promotores (*sponsors*) de estos vehículos, a la forma de instrumentar la adquisición de la entidad objeto o a la forma de ejercer el derecho de separación por parte de los inversores.

A este respecto, el pasado 15 de julio de este año, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó un documento sobre los requisitos que deben tener en cuenta los emisores cuando elaboren un folleto sobre una SPAC, al objeto de que los inversores cuenten con toda la información necesaria para adoptar sus decisiones de inversión y sobre la protección del inversor: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>.

La CNMV no es ajena a esta nueva forma de acceso a los mercados de capitales y, en este sentido, ha venido trabajando desde hace meses en el análisis de estos vehículos en diferentes ámbitos que incluyen, entre otros: reuniones con bancos de inversión y despachos de abogados, reuniones con promotores de potenciales

proyectos de SPAC, revisión de borradores de posible normativa, participación en los grupos de ESMA y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) que han desarrollado o analizado iniciativas sobre las SPAC, y contactos con otros supervisores.

Desde el punto de vista de la supervisión, la CNMV ha analizado con profundidad esta tipología de instrumentos y ha planteado una serie de criterios de supervisión que deben tenerse en cuenta en las salidas a bolsa de las SPAC, así como en su posterior *vida* como sociedades cotizadas.

En primer lugar, y de cara a la salida a bolsa de la SPAC, esta debe registrar un folleto, en el que se deberá poner especial énfasis, entre otras, en las siguientes informaciones: i) los riesgos asociados a los conflictos de interés del *sponsor*; ii) su forma de remuneración; iii) su experiencia y los posibles compromisos de *lock-up* asumidos al objeto de limitar durante un periodo de tiempo la venta de acciones de su titularidad; iv) el gobierno corporativo de la SPAC; v) la dilución que pueden experimentar los accionistas a raíz de la operación de adquisición de la entidad objeto y de la conversión en acciones ordinarias de las acciones titularidad del *sponsor*, así como del ejercicio de los *warrants*; vi) la inmovilización de los fondos aportados por los accionistas en la salida a bolsa y la remuneración de la cuenta en la que se depositarán e inmovilizarán dichos fondos; vii) los acuerdos societarios y las mayorías necesarias para la adquisición de la entidad objeto; viii) la forma de ejercicio del derecho de separación en el momento en que se apruebe la operación de integración con la entidad objeto; ix) el plazo que tiene la SPAC para la identificación y adquisición de la entidad objeto; x) la tipología de instrumentos financieros a emitir por la SPAC y las características diferenciales entre aquellos que son suscritos por los inversores y los suscritos por el *sponsor*; xi) las posibles necesidades de financiación que pudiera anticipar la SPAC que va a precisar de cara a la adquisición de la entidad objeto, o xii) la descripción del sector o la tipología de sociedades que podrían ser objeto de adquisición por la SPAC y los riesgos asociados a dichos sectores y sociedades.

En el marco de la salida a bolsa de la SPAC, deberá asegurarse que los niveles de liquidez y difusión de las acciones de la sociedad sean suficientes. En este sentido, y por las características de las SPAC —que suelen adquirir sociedades cuyo tamaño es dos o tres veces el de la SPAC—, podría presumirse que, con carácter general, dichos niveles se alcanzan con al menos 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización, si bien dichos parámetros no están fijados en ninguna norma y podrán ser modulables. Todo ello, sin perjuicio de la necesidad de cumplir con el requisito legal de que al menos el 25 % del capital debe estar distribuido entre el público.

Tras su salida a bolsa, la SPAC, como cualquier sociedad cotizada, deberá observar estrictamente las obligaciones en materia de información que emanan de la normativa del mercado de valores y, en particular, de la normativa en materia de transparencia y de abuso de mercado, debiendo proceder a la publicación de la información privilegiada que esté en su poder. En este contexto, cobra especial importancia la información que debe publicar la SPAC en relación con la entidad objeto una vez que anuncie el acuerdo para su adquisición, de manera que esta sea lo más completa posible para que, por una parte, los accionistas de la SPAC puedan

decidir si están o no de acuerdo con la operación y, en consecuencia, ejercitar o no su derecho de separación y, por otra parte, para que el precio de cotización de las acciones de la SPAC pueda formarse correctamente. El enfoque de la CNMV será procurar que las SPAC publiquen toda la información privilegiada, como cualquier otra sociedad, evitando en lo posible las suspensiones de negociación.

También es fundamental la información que debe publicar la SPAC en el momento de su fusión con la entidad objeto. En este sentido, la SPAC deberá elaborar un folleto conforme a lo previsto en el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto, salvo que resulte de aplicación alguna de las excepciones contempladas en el artículo 1.4, letra g), o en el artículo 1.5, letra f) del citado reglamento. En caso de que resulte de aplicación alguna de dichas excepciones, por ejemplo por tratarse de una fusión directa, la CNMV demandará, en todo caso, la elaboración de un folleto al objeto de que los inversores puedan tener una información completa de la sociedad adquirida, de forma que cuenten a la postre con la misma información que si el proceso hubiese sido una salida a bolsa tradicional.

Por último, es relevante llamar la atención sobre la tramitación del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, que ha sido objeto recientemente de una consulta pública. Este anteproyecto recoge en su disposición final segunda una modificación de la Ley de Sociedades de Capital, introduciendo un nuevo capítulo en el título XIV de esta ley, que regula las sociedades anónimas cotizadas, al objeto de contemplar las particularidades del régimen aplicable a las SPAC. Entre otras cuestiones, el texto define qué se entiende por SPAC, hace referencia a la inmovilización de los fondos aportados por los inversores en el marco de la oferta pública de valores que realice la SPAC para su salida a bolsa y fija los mecanismos de reembolso para los accionistas cuando se anuncie la operación de adquisición de la entidad objeto.

Sin perjuicio del texto legal que, en su caso, pueda ser finalmente aprobado, estableciendo un marco normativo sobre aspectos relevantes que afectan a esta figura novedosa para nuestros mercados, la CNMV ha definido ya su enfoque supervisor para las operaciones que puedan presentarse en los próximos meses, con base en el marco legal vigente, que no impide la verificación de estas operaciones en la actualidad.

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de deuda, que habían iniciado el trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, lo finalizaron con alzas hasta el nivel de partida por el riesgo asociado al aumento de la inflación.

Los mercados de deuda, que habían iniciado el tercer trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, experimentaron a lo largo del mes de septiembre nuevas alzas. Los tipos a largo plazo se situaron en los niveles de partida³⁰ del trimestre como consecuencia del renovado temor al alza de la inflación y a la percepción de que las presiones inflacionistas actuales —apoyadas por el aumento de los precios del

30 El rendimiento del bono soberano de EE. UU. aumentó en torno a 10 p.b. en el trimestre, hasta volver a situarse por encima del nivel del 1,5 %, mientras que el bono alemán al mismo plazo se mantuvo en el -0,2 % tras haber alcanzado niveles próximos al -0,5 % a lo largo del mes de agosto. En ambos casos, los tipos se sitúan en máximos de los últimos 3 meses.

petróleo— podrían no ser tan efímeras como se esperaba, lo que obligaría a los bancos centrales a la retirada antes de lo previsto de sus estímulos monetarios.

A la confirmación del BCE (en marzo, abril, junio y julio) de que seguiría comprando deuda a un ritmo «significativamente más elevado» que el de los primeros meses del año para apoyar la recuperación económica, se unió el anuncio del 7 de julio por parte de su Consejo de Gobierno de la adopción de una estrategia monetaria más flexible (véase recuadro 1), lo que permitió una relajación de los tipos ante la perspectiva de que el BCE mantendría el signo de su política monetaria aunque se observasen alzas adicionales de la inflación. No obstante, con posterioridad, las continuas alzas de la inflación, tanto en EE. UU. como en Europa³¹, acabaron dando lugar a las primeras señales del cambio del sesgo adoptado por los bancos centrales³² en sus políticas monetarias (véase epígrafe 2.1).

Aunque los principales bancos centrales señalaban que mantendrían el tono expansivo de la política monetaria, el repunte de la inflación en las áreas económicas más importantes aumenta la probabilidad de un cambio de sesgo en dicha política.

En este contexto, los tipos de la deuda pública española, al igual que sucedió con los de las principales economías europeas, tras los descensos iniciales al comienzo del trimestre, volvieron a incrementarse progresivamente hasta situarse en niveles similares a los de mediados de año. Asimismo, los tipos de la renta fija privada también experimentaron una evolución similar, aunque los repuntes de tipos fueron algo menos destacados en los plazos más largos, así como en el caso de la deuda corporativa con peor calificación crediticia, cuyas primas de riesgo se mantienen en niveles reducidos como consecuencia del mantenimiento del fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*). El rendimiento del bono soberano español a 10 años aumentaba apenas 4 p.b. en el trimestre, hasta situarse en el 0,46 % a finales de este, manteniéndose en niveles muy reducidos, al igual que la prima de riesgo española, que finalizó septiembre en 66 p.b., ligeramente por encima de los valores en los que empezó el año.

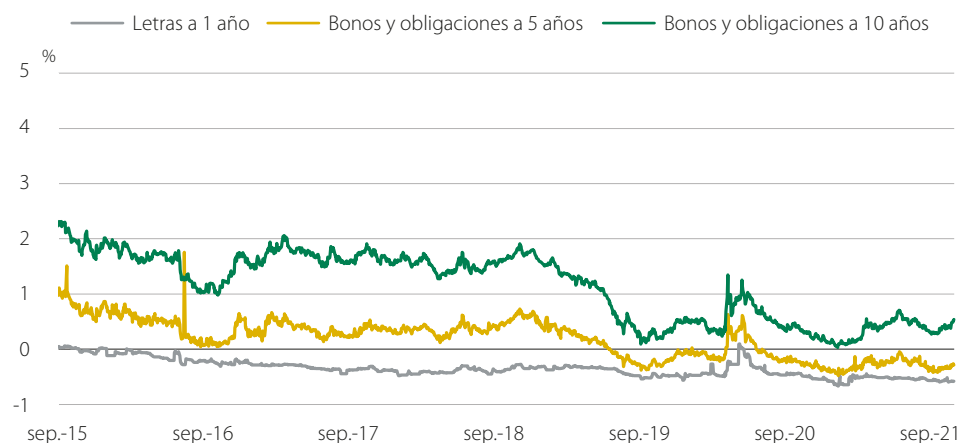
En este contexto, los tipos de la deuda española iniciaron el trimestre con descensos, pero posteriormente se incrementaron hasta los valores existentes a mediados de año.

El rendimiento de la deuda a corto plazo mostró una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el tercer trimestre, observándose ligeros descensos en el caso de la primera y algunas alzas en el caso de la segunda. El rendimiento de la deuda pública a corto plazo, que presentó nuevos descensos, acumula seis años en valores negativos para todos los tramos a corto de la curva al amparo de la política monetaria expansiva del BCE, que incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,61 %, el -0,59 % y el -0,57 %, respectivamente, ligeramente por debajo del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %). Asimismo, todas las subastas de letras realizadas en el mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos y las últimas efectuadas en septiembre alcanzaron valores inferiores al -0,50 % para todos los plazos de la curva, en línea con los de las subastas anteriores.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo disminuyó ligeramente, continuando por sexto año en valores negativos para toda la curva...

31 La inflación de EE. UU. alcanzó el 5,3 % interanual en agosto, mientras que en Alemania se situó en el 3,9 %, su nivel más elevado desde 1993. En el caso de España, el dato adelantado de septiembre recoge una variación anual del 4 %, su mayor tasa desde septiembre de 2008.

32 El Banco de Noruega anunció su primera subida de tipos (por una cuantía de 25 p.b.) desde el estallido de la pandemia.



Fuente: Refinitiv Datastream.

... mientras que el rendimiento de la deuda privada a corto plazo mostró ligeras alzas.

En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue diferente, observándose en algunos tramos valores superiores a los del trimestre anterior, al contrario de lo que había ocurrido en los últimos. Además, en el plazo de 12 meses la muestra estaba influida en trimestres anteriores por la elevada concentración de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija³³ (MARF) —en el que las empresas de tamaño medio podían acceder al mercado y emitir pagarés apoyándose en el programa de avales del ICO—, lo que elevaba los tipos de interés medios de la muestra porque estas empresas emitían a un coste sustancialmente mayor que el de las grandes empresas. En el tercer trimestre las emisiones realizadas al amparo de este último programa³⁴ han descendido de modo significativo, por lo que la muestra recoge un mayor número de emisiones de grandes empresas que se benefician de menores costes de emisión, así como de las compras de deuda del BCE en el mercado primario al entrar dentro del rango de emisores elegibles³⁵ para ellas. Los datos para el mercado español muestran que el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión en el mercado primario alcanzaba en septiembre valores que se situaban entre el 0,24 % de la referencia a 3 meses y el 0,56 % de los pagarés a 12 meses, siendo estos valores ligeramente más altos que los alcanzados en el segundo trimestre en los plazos más cortos (véase cuadro 7).

33 En 2020 se avalaron con 410,6 millones de euros 66 emisiones de 15 empresas que movilizaron recursos por importe de 597,2 millones de euros.

34 Las emisiones de pagarés en el MARF que se han visto avaladas por el programa de avales del ICO han sido, entre otras, a las siguientes compañías: Aedas Homes, Aldesa, Finycar y Hotusa. El importe máximo de los avales cubrirá el 70 % de la emisión de pagarés, que podrán tener un vencimiento máximo de 24 meses y estarán disponibles hasta el 30 de septiembre con las siguientes condiciones para su adjudicación: haber tenido registrado un programa de emisión de pagarés en el MARF antes del 23 de abril, la sede social de la compañía ha de estar localizada en España y los fondos obtenidos no se podrán destinar a dividendos.

35 Entre la deuda a corto plazo que podría adquirir el BCE en el marco de su programa de compras PEPP se pueden incluir los pagarés emitidos por algunas empresas españolas como Endesa, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Red Eléctrica, Ferrovial, Naturgy, Abertis, Aena, ACS, Amadeus, Cellnex, Inmobiliaria Colonial y Viesgo. Para ser elegibles, estos activos deben contar con una calificación crediticia mínima de BBB- según Standard & Poor's, Fitch y DBRS, o de Baa3 según Moody's.

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-20	mar.-21	jun.-21	sep.-21
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,50	-0,58	-0,70	-0,70	-0,54	-0,58	-0,62
6 meses	-0,41	-0,47	-0,59	-0,59	-0,54	-0,57	-0,59
12 meses	-0,33	-0,48	-0,63	-0,63	-0,50	-0,50	-0,57
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,24	0,20	0,49	0,49	0,14	0,00	0,24
6 meses	0,19	0,52	0,55	0,55	0,51	0,27	0,47
12 meses	0,07	0,71	1,44	1,44	0,72	0,67	0,56

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Por su parte, tanto los tipos de la deuda pública como los de la privada a medio y largo plazo siguieron un comportamiento similar a lo largo del trimestre, mostrando ligeros descensos en su inicio y alzas con posterioridad hasta situarse en niveles próximos a los de partida. Las subidas se concentraron en los plazos más largos y en la deuda pública. A pesar del mantenimiento del importe de las compras de deuda mensuales³⁶ dentro de los diferentes programas del BCE³⁷, el temor de los inversores al avance de la inflación hizo que el rendimiento de la deuda pública se recuperase en los plazos más largos de la curva, si bien los tipos permanecen todavía por debajo de los máximos anuales alcanzados en mayo. A pesar del leve aumento, los rendimientos siguen en niveles negativos hasta el plazo a 7 años. En los plazos a 3, 5 y 10 años el rendimiento de la deuda pública española³⁸ se situaba en septiembre en el -0,51 %, el -0,32 % y el 0,36 %, respectivamente (véase cuadro 8).

Los activos de deuda pública apenas variaron en el tercer trimestre, aunque la mayor presión alcista se concentró en los plazos más largos, observándose rentabilidades positivas a partir de los plazos a 7 años.

36 En la actualidad, el BCE compra en torno a 100.000 millones de euros mensuales de deuda, 80.000 a través del programa de compras de emergencia contra la pandemia y otros 20.000 millones a través del resto de programas.

37 En la actualidad se encuentran vigentes el PSPP (Public Sector Purchase Programme) y el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). En el marco del primero, hasta finales de agosto el BCE había adquirido deuda pública por importe neto de 2.575.841 millones de euros, de los cuales 299.457 millones correspondían a títulos españoles; mientras que en el mismo periodo, como parte del programa PEPP, había adquirido deuda pública por importe neto de 1.337.240 millones de euros, de los cuales 140.702 millones eran títulos españoles. De este modo, el importe de la deuda pública española adquirida por el BCE se situaba en 440.429 millones de euros (más del 40 % del saldo vivo de la deuda del Estado a largo plazo).

38 El Tesoro realizó en septiembre su primera emisión de bonos verdes por un importe de 5.000 millones de euros a un plazo de 20 años, que se destinarán a financiar proyectos que impulsen los objetivos de la agenda medioambiental española. La emisión, que se realizó conforme al Marco de Bonos Verdes del Reino de España, contó con una demanda superior a 60.000 millones de euros.

El rendimiento de los activos de renta fija privada sigue próximo a sus mínimos históricos, aunque hay cierta dispersión de los tipos, puesto que no todos ellos son elegibles para las compras del BCE.

En el caso de la renta fija privada el comportamiento fue parecido, aunque en este caso las alzas se concentraron hasta el plazo a 5 años, pese a lo cual los tipos se mantienen cerca de sus mínimos históricos³⁹. La mayoría de los grandes emisores de deuda corporativa siguen beneficiándose de los programas de compras de deuda del BCE, que incluyen compras específicas de deuda corporativa, aunque no todos los emisores tienen emisiones que puedan formar parte del rango de activos elegibles⁴⁰. Al cierre de septiembre, las rentabilidades de la deuda privada a 3 y 5 años se mantenían en terreno negativo con valores del -0,05 % y el -0,02 %, respectivamente, mientras que el rendimiento de la deuda a 10 años se situaba en el 0,44 %, lo que implica una prima de riesgo de entre 8 y 46 p.b. respecto a los activos de deuda pública.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

%	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-20	mar.-21	jun.-20	sep.-21
Renta fija pública							
3 años	-0,04	-0,29	-0,53	-0,53	-0,41	-0,42	-0,51
5 años	0,43	-0,06	-0,42	-0,42	-0,24	-0,22	-0,32
10 años	1,43	0,45	0,05	0,05	0,34	0,44	0,36
Renta fija privada							
3 años	0,67	0,20	-0,20	-0,20	-0,08	-0,16	-0,05
5 años	0,55	0,23	-0,13	-0,13	-0,15	-0,15	-0,02
10 años	1,52	0,79	0,41	0,41	0,45	0,58	0,44

Fuente: Refinitiv Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano aumentó ligeramente hasta situarse en 66 p.b., algo por encima del nivel en que empezó el año. Aun así, su evolución es positiva y sigue apoyada en las compras de deuda del BCE y en las perspectivas de recuperación.

La prima de riesgo soberano —estimada como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se mantiene en valores ligeramente superiores a los del inicio del tercer trimestre, así como del propio año, y se sitúa en 66 p.b. A pesar de este ligero incremento, su nivel continúa siendo reducido al verse beneficiado por el efecto positivo de las compras de deuda pública del BCE, además de por las perspectivas de recuperación económica en un contexto de progresiva normalización de la situación sanitaria. Por otro lado, la prima de riesgo evaluada por medio del CDS (*Credit Default Swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del subyacente, el bono soberano español— finalizó el trimestre sin cambios, en torno a 30 p.b. El comportamiento de la prima de riesgo soberano —al igual que el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— va a seguir determinado a corto plazo por el apoyo del BCE a través de sus compras de deuda, si bien a medio plazo se podría ver condicionado por la intensidad de la recuperación económica y por las decisiones tanto en materia de política monetaria como de ámbito fiscal y presupuestario.

39 Hay que tener en cuenta que en esta clase de deuda la dispersión de rentabilidades es mayor y que la muestra utilizada para estimar los tipos de interés incluye un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo que incorpora cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado de inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

40 El BCE exige para realizar sus compras un *rating* mínimo de grado de inversión.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía tuvieron un comportamiento similar, aumentando 2 p.b. tanto para las entidades financieras como para las empresas no financieras. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 62 p.b., 16 p.b. por debajo de los de inicio del año, pero todavía por encima de los 55 p.b. de media de las primas de riesgo de las compañías no financieras, que retroceden 4 p.b. desde los valores de cierre de 2020.

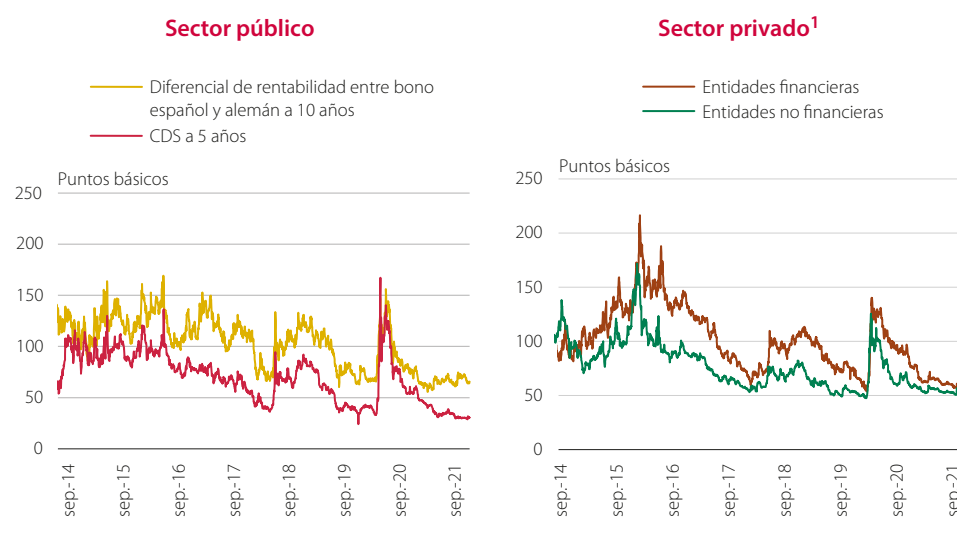
La evolución de la prima de riesgo de las compañías del sector privado fue similar, con leves alzas...

En el caso de las entidades financieras, el mantenimiento de las primas de riesgo tiene su origen en factores de diversa índole, entre los que destacan el soporte del banco central (que incluye programas específicos de compras de activos emitidos por los bancos como las cédulas hipotecarias y las titulizaciones⁴¹, así como rondas y operaciones específicas de financiación a plazos más largos en condiciones muy favorables) y la mejora de las perspectivas de recuperación económica. Estas últimas permitirán al sector una mayor generación de ingresos y contribuirán a atenuar el posible deterioro de la morosidad.

... tanto para las entidades financieras...

Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

¹ Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

41 El BCE, a través de sus programas de compras de cédulas hipotecarias (CBPP3) y de titulizaciones (ABSPP), acumulaba hasta finales de septiembre compras por importe de 297.227 y 25.977 millones de euros, respectivamente, de los cuales más del 36 % y del 61 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba a finales de julio cédulas hipotecarias por valor de 5.379 millones de euros adquiridas al amparo del programa PEPP, de las cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario.

... como no financieras para las compañías no financieras.

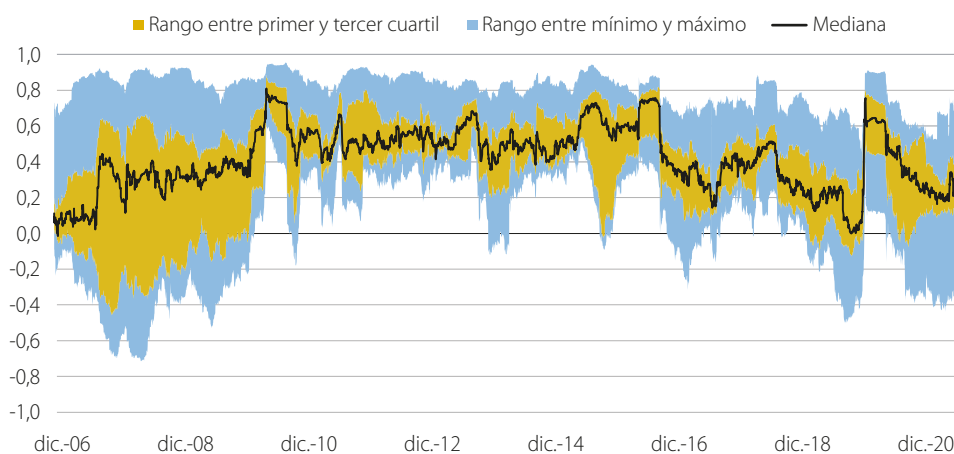
Por su parte, las primas de riesgo de las compañías no financieras, aunque también se benefician del efecto positivo de las compras⁴² del BCE —lo que favorece el mantenimiento de sus costes financieros en niveles reducidos—, presentaron leves alzas acusando el efecto del anuncio de los cambios regulatorios introducidos por el Gobierno sobre los ingresos de las compañías eléctricas, así como de las perspectivas de un cambio de sesgo en la política monetaria, lo que podría elevar sus costes financieros en el futuro.

La correlación entre los precios de los activos apenas presentó cambios, aunque se mantiene en niveles superiores a los del inicio de la crisis. Esta evolución se explica por la estabilidad de los precios de los diferentes activos en el trimestre (deuda, crédito y acciones).

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que había alcanzado en el primer trimestre de 2020 su nivel más alto desde 2016, presentó en el tercer trimestre de este año valores similares a los de trimestres anteriores y superiores a los que se observaban a comienzos del ejercicio anterior (véase gráfico 19). Esta estabilidad tuvo su origen en la evolución similar de los precios de los activos de deuda y de crédito respecto a las acciones, que apenas presentaron cambios relevantes.

Indicador de correlación entre clases de activos^{1,2}

GRÁFICO 19



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años del Banco Popular.

42 El BCE, a través de su programa de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme), acumulaba hasta finales de septiembre compras por importe de 296.778 millones de euros, de los cuales más del 22 % fue adquirido en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba a finales de julio bonos corporativos y pagarés por importe de 33.684 y 3.861 millones de euros, respectivamente, adquiridos al amparo del programa PEPP, de los cuales casi un 38 % y un 95 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario.

El volumen conjunto de las emisiones de deuda de las compañías españolas —registradas en la CNMV y en el exterior— en lo que va de año se sitúa en 149.812 millones de euros, una cifra ligeramente superior a la del mismo periodo del ejercicio anterior⁴³. El mantenimiento del volumen de las emisiones refleja el hecho de que los emisores siguen aprovechando la abundante liquidez para financiarse en buenas condiciones, aunque muchas de las operaciones actuales corresponden a refinanciaciones de vencimientos.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el tercer trimestre se situaron en 25.334 millones de euros, un 22,1 % superior a la cifra del mismo periodo del año anterior. En el conjunto del año estas emisiones alcanzan los 73.550 millones de euros, por debajo de los 77.386 millones de 2020, un descenso que se explica porque muchos emisores aprovecharon las buenas condiciones del ejercicio 2020 para dotarse de abundante liquidez y, sobre todo, por la relevancia de la financiación que se obtiene en el exterior, que ha vuelto a crecer en los últimos trimestres y se sitúa en 76.262 millones de euros (con datos hasta agosto), por encima de la cuantía registrada en la propia CNMV. También cabe tener presente que las entidades financieras siguen teniendo a su disposición otras fuentes de financiación atractivas como las rondas de financiación (TLTRO-III) del BCE.

En cuanto a la composición de las emisiones registradas en la CNMV en el tercer trimestre, tanto en términos absolutos como relativos, los mayores crecimientos respecto al segundo trimestre correspondieron a los pagarés de empresa (41,5 %), los bonos de titulización (26,6 %) y las participaciones preferentes (ninguna en el segundo trimestre). El resto de activos registró caídas, destacando la desaparición de las emisiones de cédulas territoriales y, en menor medida, las de los bonos simples. En el caso de las primeras, su emisión ha sido puntual y está condicionada por los créditos concedidos a las Administraciones públicas, mientras que en el caso de los segundos la mayor parte de las emisiones de este tipo las realizan emisores españoles en el exterior. Entre las emisiones de pagarés, destacaron las de Endesa, que alcanzaron los 4.189 millones de euros, más de la mitad del importe total de pagarés emitido. Por su parte, las emisiones de titulizaciones, que pueden utilizarse como colateral para obtener financiación del BCE, sumaron 7.184 millones de euros, de los que 5.565 millones correspondieron a un único programa de titulización de 1 entidad financiera y los 1.619 millones restantes fueron emisiones de 3 entidades de financiación, de los que a su vez 1.147 millones de euros fueron titulizaciones STS (simples, transparentes y estandarizadas).

Por otro lado, las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron los 4.538 millones de euros en el tercer trimestre, más del doble que en el mismo trimestre de 2020 y el importe más elevado en un trimestre de los últimos años, gracias al elevado volumen de dos emisiones de bonos de titulización de Caixabank (2.301 millones) —las mayores emisiones de este tipo de activo en este mercado—. El número de emisores se situó en 47, 7 más que en 2020, entre los que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, Barceló, Hotusa o Audax Renovables.

El volumen de las emisiones de deuda de las compañías españolas se sitúa cerca de los 150.000 millones de euros en los 9 primeros meses del año, ligeramente por encima de las emisiones de 2020.

Las emisiones de deuda registradas en la CNMV crecen en el tercer trimestre pero no en el conjunto del año, pues siguen condicionadas por el elevado volumen de financiación en el exterior y porque las entidades financieras tienen a su disposición otras fuentes de financiación atractivas.

Los aumentos más relevantes corresponden a emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización, mientras que dejaron de emitirse cédulas territoriales.

Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron 4.538 millones de euros, el importe más elevado en un trimestre de los últimos años, gracias a dos emisiones de bonos de titulización de Caixabank.

43 El importe de las emisiones acumuladas hasta septiembre de 2020 alcanzó 148.524 millones de euros.

	2017	2018	2019	2020	2021		
					I	II	III ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	109.487	101.296	90.165	132.121	23.538	24.678	25.334
Cédulas hipotecarias	29.824	26.575	22.933	22.960	3.500	9.000	9.450
Cédulas territoriales	350	2.800	1.300	9.150	0	3.500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006	35.836	29.606	33.412	9.569	1.456	807
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.415	18.145	18.741	36.281	5.030	5.674	7.184
Pagarés de empresa ²	17.911	15.089	15.085	22.301	4.241	5.049	7.142
De titulización	1.800	240	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	16.111	14.849	15.085	22.301	4.241	5.049	7.142
Otras emisiones de renta fija	981	0	1.500	6.266	823	0	0
Participaciones preferentes	1.000	2.850	1.000	1.750	375	0	750
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	6.505	4.923	3.214	14.312	1.022	1.208	1.806
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0
					2021		
En el exterior por emisores españoles	2017	2018	2019	2020	I	II	III³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	84.771	87.846	100.321	90.201	31.200	31.261	13.801
A largo plazo	61.125	36.913	53.234	46.122	16.504	16.604	3.846
Participaciones preferentes	5.844	2.000	3.070	1.850	500	1.570	0
Obligaciones subordinadas	5.399	2.250	1.755	0	0	600	0
Bonos y obligaciones	49.882	32.663	48.409	44.272	16.004	14.434	3.846
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	23.646	50.933	47.087	44.078	14.696	14.657	9.955
Pagarés de empresa	23.646	50.933	47.087	44.078	14.696	14.657	9.955
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2021		
	2017	2018	2019	2020	I	II	III³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	68.976	92.600	92.342	70.798	20.890	16.077	9.751
Instituciones financieras	21.391	43.549	57.449	42.120	10.496	9.672	6.139
Sociedades no financieras	47.585	49.051	34.893	28.678	10.394	6.405	3.612

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 30 de septiembre.

2 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

3 Datos hasta el 31 de agosto.

Las emisiones en el exterior muestran un avance en el año del 7,2 %, que se origina, sobre todo, por las emisiones a corto plazo.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior, que habían crecido un 8,2 % durante la primera mitad del año, ralentizaron su ritmo hasta dejar el importe acumulado hasta agosto en 76.262 millones de euros, un 7,2 % más que en el mismo periodo de 2020. Este avance se explica por las emisiones de deuda a corto plazo, que aumentaron un 13,7 %, mientras que las de deuda a largo plazo apenas presentaron cambios. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el resto del mundo alcanzaron los 46.718 millones de euros (datos hasta agosto), un 14 % menos que en 2020, de los que casi el 44 % correspondió a sociedades no financieras —que crecen un 6,6 %— y el resto a

bancos —que retroceden un 25,2 %—, reflejando el mantenimiento del dinamismo de las sociedades no financieras en sus proyectos exteriores.

Cabe señalar el fuerte aumento de las emisiones de deuda con criterios ASG⁴⁴, por parte de los emisores españoles privados en 2021, en sintonía con el avance que se observa a escala internacional⁴⁵. Entre enero y septiembre estas emisiones superaron los 14.000 millones de euros (más del 13 % de las emisiones a largo plazo), muy por encima de los 10.000 millones emitidos en todo el ejercicio 2020 o los 9.000 millones de todo 2019. Más del 80 % del importe total se realizó en el exterior. Por sectores, destaca la relevancia de las emisiones de las entidades financieras (también en 2020), que concentran más de la mitad de este tipo de emisiones, relevando del liderazgo a las empresas de energía y *utilities*, que fueron las más importantes en los primeros años (33 % del total en 2021). El resto de las emisiones las realizaron empresas de los sectores de las telecomunicaciones, la construcción e inmobiliario.

Cabe destacar el fuerte aumento de las emisiones de deuda con criterios ASG en lo que va de año.

En cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, hay que destacar de nuevo la fuerte caída de la actividad en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), tanto en términos interanuales como respecto al segundo trimestre. Su contratación en los 9 primeros meses del año alcanzó poco más de 45.000 millones de euros, casi un tercio del importe registrado en el mismo periodo de 2020, de los que más del 58 % correspondió a deuda pública española y el 41 % restante fue deuda extranjera. Por otra parte, la negociación en los dos sistemas organizados de contratación (SOC) autorizados por la CNMV se situó en 101.814 millones de euros en el tercer trimestre, un 34,1 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior, de los que más de 80.000 millones de euros (un 79 % del total) correspondieron a deuda pública española y casi la totalidad del resto, a deuda pública extranjera. En el acumulado del año la negociación en estos sistemas se situó en 408.533 millones de euros, un 15,1 % menos que en el mismo periodo de 2020. Asimismo, la CNMV acordó la autorización de un tercer SOC, Tradition España OTF, en el que podrán negociarse valores de renta fija y derivados⁴⁶.

La actividad en los centros de negociación españoles en los 9 primeros meses del año descendió tanto en el SEND como en los SOC, aunque en el primero cayó a menos de la mitad.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión experimentó un avance del 10,5 % durante el primer semestre de 2021, hasta los 309.047 millones de euros, por lo que continúa la expansión que se viene produciendo en los últimos años, interrumpida

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 10,5 % en el primer semestre de 2021 debido tanto a las elevadas suscripciones netas (18.000 millones de euros) como a la revalorización de la cartera de inversiones (4,32 %).

44 Ambientales, sociales y de gobernanza.

45 Las emisiones de las Administraciones públicas también han crecido a un ritmo considerable durante los últimos años, liderado en un primer momento por las emisiones de las comunidades autónomas (sobre todo por Madrid, País Vasco y Andalucía) y del ICO, a las que se unió el Estado en 2021. En los 9 primeros meses de 2021 estas emisiones se sitúan cerca de los 9.000 millones de euros (casi 5.000 millones del Estado).

46 <http://www.cnmv.es/porta/verDoc.axd?t={3073cf75-ad28-47cd-a9a4-a2946fdd1095}>

únicamente en el primer semestre de 2020 por los efectos de la pandemia⁴⁷. Este aumento del patrimonio de los fondos se explica tanto por el incremento de las suscripciones netas de los partícipes como por la revalorización de los activos de las carteras, debido al buen comportamiento de los mercados financieros en el periodo. En relación con la evolución de las suscripciones y los reembolsos, tanto en el primero como en el segundo trimestre se produjeron suscripciones netas elevadas, lo que hizo que en el global del semestre la cifra se situara en casi 18.000 millones de euros, cifra que no se observaba desde 2015. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 4,32 % en el semestre, mostrando una evolución ligeramente mejor en el primer trimestre del año (2,34 %) que en el segundo (1,93 %), en línea con la evolución de los mercados financieros.

En un semestre en que los cambios de vocación y las fusiones entre fondos dieron lugar a una cierta recomposición entre vocaciones, las mayores suscripciones netas se produjeron en los fondos globales, seguidas de lejos por las de renta fija mixta y renta variable internacional, mientras que los reembolsos más elevados se produjeron en los fondos de renta variable mixta.

El análisis por vocaciones muestra que los fondos globales fueron, con diferencia, los que experimentaron las mayores suscripciones netas en el conjunto del semestre (de prácticamente 20.000 millones de euros), que se concentraron en el segundo trimestre, con unas entradas de recursos (en términos netos) de 18.500 millones⁴⁸. A cierta distancia se situaron las categorías de fondos de renta fija mixta y de renta variable internacional, que observaron unas suscripciones netas de 4.083 y 3.340 millones de euros, respectivamente (véase cuadro 10). En los fondos de renta fija, por su parte, que ya mostraban un avance importante desde 2019⁴⁹, se produjeron unas entradas de recursos de 2.562 millones de euros. Por el contrario, en los fondos de renta variable mixta, que habían crecido de forma sostenida desde 2017, se produjeron los reembolsos netos más elevados (6.904 millones de euros en el semestre), después de que entre abril y junio las salidas de recursos ascendieran a más de 8.000 millones, como consecuencia de las bajas que hubo en el trimestre⁵⁰. A su vez, los fondos garantizados y los de retorno absoluto, como viene sucediendo en los últimos años, también experimentaron reembolsos netos positivos, de 2.268 y 1.833 millones de euros, respectivamente.

47 Cabe recordar que en los primeros 3 meses de 2020 se produjo una disminución patrimonial del 10,5 %, que se compensó con una recuperación del 11,8 % en los siguientes 9 meses del año.

48 Es importante mencionar que de esta última cifra, algo más de 5.600 millones de euros correspondían a fondos de inversión ya existentes que pertenecían, previamente, a otras vocaciones. Asimismo, alrededor de 8.300 millones de suscripciones fueron consecuencia de la absorción por parte de un fondo global de un único fondo procedente de la categoría de renta variable mixta.

49 En 2020, como se ha mencionado en informes anteriores, la categoría de fondos de renta fija, a pesar de que en el mes de marzo fue la que sufrió con más fuerza los efectos negativos derivados de la pandemia, con unos reembolsos netos de más de 2.700 millones de euros, cerró el año con unas suscripciones netas de más de 2.000 millones.

50 A pesar de que el número de bajas no fue excesivamente elevado, con una cifra total de cinco, una de ellas se correspondió con un fondo de patrimonio elevado absorbido por un fondo perteneciente a otra categoría (véase nota al pie 43).

Millones de euros

	2018	2019	2020	1S2021	2020		2021	
					III	IV	I	II
Total fondos de inversión	7.841,8	2.467,5	660,3	17.643,5	680,6	1.938,1	7.009,8	10.633,7
Rta. fija ¹	-2.766,0	10.732,6	2.062,6	2.561,9	2.141,4	1.714,0	1.324,9	1.237,0
Rta. fija mixta ²	-1.063,7	-1.506,1	2.619,5	4.083,9	-988,9	219,6	4.789,7	-705,8
Rta. vble. mixta ³	2.485,9	3.288,8	1.601,4	-6.903,9	1.036,4	147,0	1.375,3	-8.279,2
Rta. vble. euro ⁴	1.848,7	-3.588,2	-2.007,7	218,1	-485,7	-319,2	82,3	135,8
Rta. vble. internacional ⁵	3.864,1	4.113,8	2.633,1	3.339,6	174,0	1.078,9	2.082,0	1.257,6
Gar. rta. fija	-575,8	-282,6	-707,4	-561,7	-156,9	-245,4	-226,2	-335,5
Gar. rta. vble. ⁶	-667,2	-1.857,0	-2.254,2	-1.706,2	-347,2	-380,2	-299,6	-1.406,6
Fondos globales	9.448,9	-2.553,9	-1.501,2	19.602,3	-580,3	-92,7	1.075,3	18.527,0
De gestión pasiva ⁷	-2.790,4	-3.026,8	-23,8	-1.157,0	158,5	179,9	-862,2	-294,8
Retorno absoluto	-1.899,6	-2.852,9	-1.761,9	-1.833,3	-270,7	-363,5	-2.331,7	498,4

Fuente: CNMV.

- Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.
- Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- Incluye: renta variable euro.
- Incluye: renta variable internacional.
- Incluye: GRV y garantía parcial.
- Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El rendimiento de la cartera de los fondos en el primer semestre de 2020 fue positivo en casi todas las categorías excepto en la de fondos de renta fija y garantizados de renta fija, con una rentabilidad del -0,1 % y el -0,7 %, respectivamente. Del resto, las vocaciones que registraron un peor comportamiento en el conjunto del semestre fueron la de fondos garantizados de renta variable (0,1 %), seguida de los fondos de renta fija mixta (1,9 %). Por el contrario, las categorías con un mayor porcentaje de renta variable en sus carteras experimentaron las mayores rentabilidades en el primer semestre del año, que fueron algo más elevadas en el periodo enero-marzo. Así, en las vocaciones de renta variable euro y renta variable internacional el rendimiento entre enero y junio fue del 13,2 % y el 14,1 %, respectivamente.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo en la mayoría de categorías, con valores superiores en aquellas vocaciones con los porcentajes más altos de renta variable.

El número de fondos continuó descendiendo en el primer semestre del año, con 15 instituciones menos, hasta las 1.629, prolongando una tendencia que comenzó en 2013, aunque cada vez a un ritmo menor⁵¹. El mayor retroceso, en línea con la

El número de fondos continuó descendiendo entre enero y junio de este año hasta las 1.629, por la disminución en las categorías de fondos garantizados de renta variable, gestión pasiva y fondos de retorno absoluto. Por el contrario, aumentó el número de fondos de renta variable internacional.

51 Aunque no se trata de una categoría de fondos en sí misma, cabe señalar el número de fondos que se están adaptando a los criterios del reglamento europeo sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad, que a mediados de octubre se situaba en 137 para aquellos del artículo 8 y en 6 para los del artículo 9. Estos artículos distinguen (en materia de información precontractual) los productos

evolución de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta variable y de gestión pasiva, con ocho vehículos menos en ambos casos. Los fondos de retorno absoluto también experimentaron un notable descenso, con siete fondos menos, mientras que los de renta variable euro observaron una disminución de seis fondos. En el lado opuesto destacan los fondos de renta variable internacional, en los que las elevadas suscripciones de los últimos años se han producido en paralelo al aumento de su oferta, con nueve instituciones nuevas.

El número de partícipes superó los 14,3 millones a finales del semestre, destacando el avance en los fondos globales, de renta variable internacional y de renta fija.

En línea con lo ocurrido con el patrimonio, el número de partícipes experimentó un incremento del 13,2 % entre enero y junio, de modo que el semestre se cerró con un total de 14,3 millones de partícipes. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se contabiliza tantas veces como el número de contratos que mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En la categoría de fondos globales se observó el mayor aumento en el número de partícipes (casi 511.000) como consecuencia, en parte, de los cambios de vocación que se produjeron hacia esta categoría. También en los fondos de renta variable internacional y de renta fija, como en los 2 últimos años, se produjo un importante incremento, con 502.000 y 486.000 partícipes más, respectivamente. Por el contrario, las categorías de fondos de retorno absoluto, renta variable mixta y garantizados experimentaron descensos en el número de partícipes (99.000, 97.000 y 67.000 partícipes respectivamente).

Durante el mes de julio de 2021 tanto el patrimonio como el número de partícipes mostraron avances, mientras que la oferta de fondos se redujo en 5.

Según los datos provisionales del mes de julio, las magnitudes principales de los fondos de inversión siguen siendo positivas, por lo que continúa la expansión de la primera mitad del año. Así, el patrimonio de los fondos de inversión creció un 1,2 % hasta alcanzar casi los 313.000 millones de euros al cierre de julio y el número de partícipes lo hizo un 1,9 %, situándose en 14,6 millones. El número de fondos, por su parte, continuó reduciéndose, con 5 vehículos menos.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo de forma notable durante 2020 y en la primera mitad de 2021 y se situó en niveles mínimos de los últimos años...

En relación con las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, la proporción de activos menos líquidos, que había oscilado durante varios años entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada, comenzó a descender en 2020 y ha continuado haciéndolo durante el primer semestre de 2021. De esta forma, en junio de este año el porcentaje se situaba en el 3,8 % de dicha cartera, con un volumen total de activos considerados de liquidez reducida que ascendía a 2.426 millones de euros, lo que representa únicamente el 0,8 % del patrimonio total de los fondos de inversión.

financieros que promueven, entre otras, características medioambientales o sociales, siempre y cuando las empresas en las que hacen la inversión observen buenas prácticas de gobernanza (artículo 8) y los productos financieros que tienen como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

Número				2020				2021
	2018	2019	2020	1S2021	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	1.725	1.710	1.644	1.629	1.654	1.644	1.642	1.629
Rta. fija ¹	279	281	276	272	276	276	279	272
Rta. fija mixta ²	168	173	174	182	170	174	181	182
Rta. vble. mixta ³	184	185	186	186	183	186	188	186
Rta. vble. euro ⁴	113	113	104	98	108	104	100	98
Rta. vble. internacional ⁵	236	263	276	285	279	276	278	285
Gar. rta. fija	67	66	55	51	57	55	53	51
Gar. rta. vble. ⁶	163	155	133	125	136	133	130	125
Fondos globales	242	255	248	253	250	248	252	253
De gestión pasiva ⁷	172	133	118	110	117	118	114	110
Retorno absoluto	99	84	72	65	76	72	65	65
Patrimonio (millones de euros)								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	309.047,2	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2
Rta. fija ¹	66.889,3	78.583,2	81.015,9	83.503,3	78.775,6	81.015,9	82.209,7	83.503,3
Rta. fija mixta ²	40.471,0	40.819,9	43.200,4	48.143,1	41.957,1	43.200,4	48.373,9	48.143,1
Rta. vble. mixta ³	23.256,0	28.775,8	30.432,7	24.893,5	29.019,2	30.432,7	32.601,3	24.893,5
Rta. vble. euro ⁴	12.177,7	10.145,1	7.091,1	8.232,2	6.399,0	7.091,1	7.771,9	8.232,2
Rta. vble. internacional ⁵	24.404,9	34.078,9	37.722,5	46.464,6	32.763,6	37.722,5	42.746,1	46.464,6
Gar. rta. fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	3.585,6	4.397,6	4.177,0	3.929,5	3.585,6
Gar. rta. vble. ⁶	14.556,0	13.229,1	11.037,1	9.339,3	11.328,0	11.037,1	10.745,2	9.339,3
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.944,5	62.913,0	39.057,4	40.944,5	43.120,7	62.913,0
De gestión pasiva ⁷	16.138,6	14.073,8	14.014,3	13.587,1	13.223,8	14.014,3	13.571,5	13.587,1
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	8.383,9	10.161,5	10.057,4	7.793,7	8.383,9
Partícipes								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.660.100	14.325.481	12.237.441	12.660.100	13.586.390	14.325.481
Rta. fija ¹	2.709.547	3.668.324	4.135.294	4.621.057	4.002.906	4.135.294	4.435.899	4.621.057
Rta. fija mixta ²	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.406.147	1.184.715	1.203.280	1.364.227	1.406.147
Rta. vble. mixta ³	624.290	707.159	745.112	648.612	737.674	745.112	806.042	648.612
Rta. vble. euro ⁴	831.115	598.901	530.107	737.047	487.843	530.107	705.654	737.047
Rta. vble. internacional ⁵	2.225.366	2.655.123	3.043.542	3.545.847	2.914.093	3.043.542	3.298.703	3.545.847
Gar. rta. fija	165.913	154.980	135.320	115.807	141.812	135.320	127.437	115.807
Gar. rta. vble. ⁶	494.660	428.470	356.439	308.880	368.979	356.439	348.061	308.880
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.759	1.920.588	1.355.646	1.409.759	1.506.594	1.920.588
De gestión pasiva ⁷	543.192	429.428	511.251	530.215	438.709	511.251	513.333	530.215
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	488.319	602.106	587.040	477.482	488.319
Rentabilidad⁸ (%)								
Total fondos inversión	-4,89	7,12	0,78	4,32	1,08	4,14	2,34	1,93
Rta. fija ¹	-1,44	1,38	0,62	-0,09	0,60	0,68	-0,16	0,07
Rta. fija mixta ²	-4,27	4,75	-0,03	1,90	0,90	2,45	0,85	1,04
Rta. vble. mixta ³	-6,45	9,25	0,59	5,04	1,71	4,37	2,56	2,42
Rta. vble. euro ⁴	-13,01	14,27	-8,75	13,23	-2,25	16,61	8,58	4,28
Rta. vble. internacional ⁵	-12,34	22,18	2,83	14,06	2,62	11,94	7,87	5,74
Gar. rta. fija	0,09	3,98	1,68	-0,74	0,83	0,59	-0,52	-0,22
Gar. rta. vble. ⁶	-1,33	3,62	0,70	0,08	0,43	0,81	0,08	0,00
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	5,45	1,46	5,18	3,10	2,28
De gestión pasiva ⁷	-3,16	7,45	0,44	5,72	0,10	4,82	3,28	2,36
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	2,13	1,42	2,80	0,97	1,15

Fuente: CNMV. * Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación).

1 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.

2 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.

3 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

8 Rentabilidad anual para 2018, 2019 y 2020. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... con disminuciones en todas las categorías de activos de renta fija, excepto en la renta fija no financiera, cuyo porcentaje se mantuvo estable.

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo del semestre, a excepción de los activos de renta fija no financiera, en los que el porcentaje era el mismo que al cierre de 2020 (véase cuadro 12). Así, en esta última categoría se observó un aumento de los activos considerados de baja liquidez de 126 millones de euros desde diciembre de 2020 hasta junio de 2021, mientras que en los activos de renta fija financiera con un *rating* inferior a AA se produjo una disminución de 134 millones (en esta última categoría ya se había producido una reducción de más de 850 millones de euros a lo largo de 2020). Las titulaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, aunque también se redujo, alcanzando un 50,8 %. Estos últimos activos presentan, no obstante, un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-20	mar.-21	jun.-21	dic.-20	mar.-21	jun.-21
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	8	5	5	1,0	0,6	0,7
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	986	980	852	3,3	3,3	2,8
Renta fija no financiera	1.078	998	1.204	3,9	3,3	3,9
Titulaciones	398	383	365	56,8	51,6	50,8
Titulización AAA	128	118	107	86,3	85,6	92,0
Resto de titulaciones	270	264	258	49,0	43,8	42,8
Total	2.470	2.365	2.426	4,2	3,8	3,8
% sobre patrimonio FI	0,88	0,81	0,79	-	-	-

Fuente: CNMV.

1 Se han considerado activos con liquidez reducida aquellos activos de renta fija privada con un vencimiento superior a 1 año y para los que no existe un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja entre enero y junio de 2021, con 96 bajas y tan solo 3 altas, hasta situarse en 2.334...

Siguiendo la tendencia de los últimos años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en el primer semestre de 2021, al producirse 96 bajas y tan solo 3 altas. Así, a finales de junio había un total de 2.334 SICAV registradas frente a las 2.429 de diciembre de 2020⁵². Más de dos tercios de las bajas (67) fueron consecuencia de procesos de liquidación, mientras que 13 fueron absorbidas en procesos de fusión y 15 se transformaron en otro tipo de entidades (6 de ellas en S. L. y 9 en S. A.). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el de accionistas, que retrocedió un 3,7 %, hasta alcanzar los 348.825 a finales de junio. Prácticamente todas las SICAV cotizan en MTF Equity (antiguo MAB).

... lo que no impidió que el patrimonio aumentara un 4,9 % gracias al elevado rendimiento que se produjo en la cartera de estas instituciones.

A pesar del descenso del número de vehículos, el patrimonio de estas IIC se incrementó en los primeros 6 meses de 2021 un 4,9 %, hasta alcanzar los 28.291 millones de euros. Este avance se explica únicamente por el rendimiento de la cartera de estas

52 En 2016, el número de SICAV llegó a alcanzar las 3.368.

instituciones, que fue cercano a los 2.000 millones de euros en el conjunto del semestre. Por el contrario, las recompras de acciones por parte de las propias SICAV (en las que se incluye el patrimonio de las SICAV que se dan de baja) generaron una disminución patrimonial de 657 millones de euros. El patrimonio medio por SICAV se incrementó en el primer semestre de 2021 en poco más de 1 millón de euros, situándose en 12,1 millones al cierre de junio.

IIC de inversión libre

La inversión libre sigue teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que, a pesar del avance paulatino de sus principales magnitudes en los últimos años, continúa representando menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva lo conforman dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un avance del 8,9 % durante los primeros 5 meses del año, hasta situarse a finales de mayo en 3.883 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 9,9 %, hasta los 3.201 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre la expansión fue menor, con un incremento patrimonial de algo menos de 30 millones de euros, hasta los 682 millones.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, en las dos categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del 5,1 % hasta mayo, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 3,7 %. Al igual que en los FI, el rendimiento fue superior en el primer trimestre del año, sobre todo en el caso de las IIC de IIC de inversión libre.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de junio ascendía a 80, 4 más que a finales del año anterior. Como se observa en el cuadro 13, este aumento se produjo tanto en las IIC de inversión libre, que pasaron de 69 a 71 tras producirse 6 altas y 4 bajas, como en las IIC de IIC de inversión libre, que aumentaron de 7 a 9. Cabe mencionar que es el primer movimiento en el registro de estas últimas entidades desde 2018. De ellas, 8 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación desde hace más de 5 años, aunque continúan estando obligados a remitir información a la CNMV) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en mayo con un patrimonio de 303,6 millones de euros, un importe ligeramente inferior al de la totalidad de los 8 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró en los 5 primeros meses de 2021 un incremento similar al que experimentó el patrimonio, concretamente del 8,2 %, por lo que a finales de mayo había un total de 11.087. El análisis por tipología de IIC revela que este avance se produjo en ambos tipos de vehículos, debiéndose estas variaciones, en gran medida, a las 4 nuevas altas producidas (en términos netos) en el periodo. Así, en el subsector de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 3,0 %, hasta los 8.067, mientras que en el de las IIC de IIC de inversión libre el avance fue del 22,8 %, hasta los 3.509 partícipes.

Las IIC de inversión libre, que siguen teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España...

... experimentaron una expansión de su patrimonio entre enero y mayo del 8,9 %, que fue mayor en las IIC de inversión libre puras.

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue positiva, en línea con la recuperación de los precios de los activos de renta variable.

El número de entidades al cierre de junio era de 80, 4 más que en diciembre de 2020, tras producirse 6 altas y 4 bajas de IIC de inversión libre pura y 2 altas en fondos de IIC de inversión libre.

El número de partícipes y accionistas mostró un avance del 8,2 % gracias a las altas producidas durante el periodo en las 2 tipologías de vehículos.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 13

	2018	2019	2020	2020			2021	
				1521	III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	7	7	7	9	7	7	8	9
Partícipes	2.804	2.859	2.858	3.509	2.865	2.858	3.020	3.509
Patrimonio (millones de euros)	468,8	566,7	652,8	682,0	622,0	652,8	666,0	682,0
Rentabilidad (%)	-1,28	5,23	3,71	3,71	1,59	2,44	3,22	0,47
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	49	62	69	71	67	69	73	71
Partícipes	4.444	7.548	7.961	8.197	7.968	7.961	8.067	8.197
Patrimonio (millones de euros)	2.262,2	2.832,4	2.912,6	3.201,1	2.695,2	2.912,6	3.085,3	3.201,1
Rentabilidad (%)	-6,47	10,35	1,77	5,06	1,63	7,66	2,77	2,23

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo, excepto en el número de entidades, que son hasta junio.

IIC inmobiliarias

A pesar de la mejoría en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias de los últimos años, las magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron retrocediendo por el trasvase del negocio hacia las SOCIMI.

Las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias, que experimentaron un retroceso sustancial a raíz de la crisis del sector inmobiliario iniciada en 2008 y no se recuperaron con posterioridad en línea con la mejoría de la actividad, siguieron evolucionando de forma negativa. Esta evolución se explica, en parte, porque la inversión inmobiliaria en España se empezó a canalizar con fuerza a través de SOCIMI⁵³ (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario), que han presentado un gran dinamismo en los últimos 6 años, si bien parecen estar estabilizándose: al cierre de junio había un total de 80 SOCIMI registradas⁵⁴, 1 menos que a finales de 2020.

Los FII muestran el comportamiento más desfavorable, con solo dos vehículos desde 2018, ambos en proceso de liquidación.

En contraste con la expansión de las SOCIMI, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes durante los últimos años, que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos. Así desde finales de 2018 hay solo dos FII registrados en la CNMV (ambos en proceso de liquidación), con unas magnitudes muy estables. A 30 de junio de este año, estos 2 fondos mostraban un patrimonio de 311 millones de euros y 483 partícipes.

La baja de una de las tres SII que estaban registradas en la CNMV provocó que el patrimonio de estas instituciones se redujera un 1,9 %.

A diferencia de los FII, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) habían mostrado una cierta expansión en su patrimonio a lo largo de los últimos años, que se interrumpió en el primer semestre de este ejercicio. Entre enero y junio se produjo un retroceso patrimonial de poca magnitud (-1,9 %), hasta los 890 millones de euros, como consecuencia de 1 baja que se produjo en el periodo⁵⁵ y que dejó el número de SII en 2.

53 Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento, o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT).

54 De ellas, 4 cotizaban en el mercado continuo y 76 en BME Growth (antiguo MAB).

55 La entidad que se dio de baja estaba en proceso de liquidación desde 2017.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España creció con fuerza entre enero y junio de este año, como viene sucediendo de forma ininterrumpida desde que existe la obligación de reportar esta información a la CNMV. Así, entre 2008 y 2020 este volumen se multiplicó por más de 10 y pasó de 18.000 millones de euros a prácticamente 200.000 millones. El aumento patrimonial registrado en el primer semestre de 2021 fue del 25,3 %, hasta situarse cerca de los 250.000 millones de euros. Como se observa en el gráfico 20, el fuerte ritmo de crecimiento de los últimos años ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de las IIC comercializadas en España se haya incrementado de forma significativa, desde valores que rondaban el 10 % en el inicio de la crisis financiera hasta superar el 42 % a mediados de 2021, después de crecer en estos últimos 6 meses más de 3 p.p.

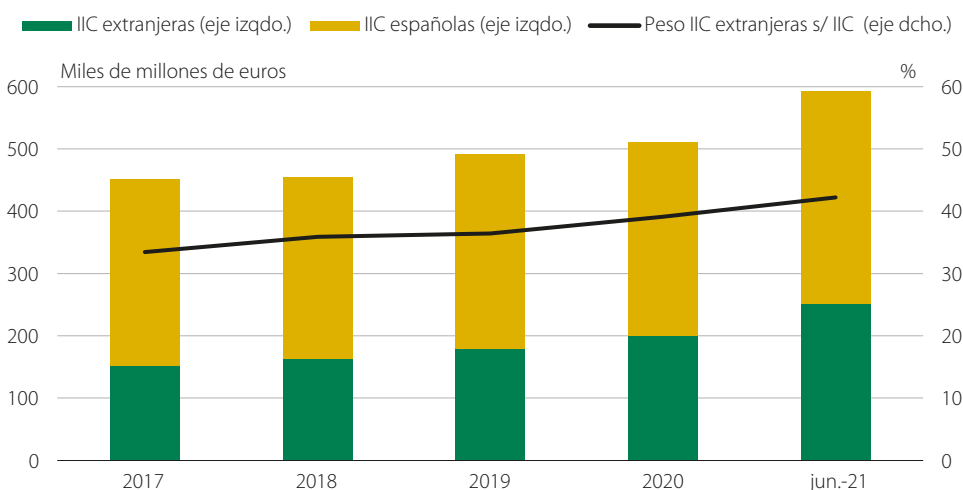
En línea con la expansión patrimonial, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante el primer semestre en 10 entidades, por lo que al cierre del semestre había un total de 1.058 vehículos de este tipo (423 fondos y 635 sociedades). Este incremento se produjo únicamente en los fondos de inversión, con 16 instituciones más, ya que el número de sociedades se redujo en 6. Cabe mencionar que, a pesar del descenso en el número de sociedades extranjeras, en términos de volumen de inversión, estas experimentaron un crecimiento del 26,2 %, mayor que el de los fondos (19,9 %). La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo, con 14 más, hasta los 486. Por otro lado, cabe mencionar que, como consecuencia del *brexit*, se dieron de baja los 23 vehículos que procedían del Reino Unido.

El patrimonio de las IIC extranjeras se incrementó en el primer semestre del año un 25,3 %, siguiendo la tendencia expansiva de la última década, con lo que aumenta su importancia relativa en la comercialización de IIC en España hasta el 42 %.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 10 durante el periodo enero-junio de 2021, hasta un total de 1.058 vehículos (423 fondos y 635 sociedades).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España¹

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

¹ Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

Perspectivas

La importante expansión observada en la industria de la inversión colectiva podría ralentizarse en los próximos meses si se confirma el descenso del ahorro de los hogares.

El aumento de la tasa de ahorro de los hogares que se ha producido a raíz de la pandemia, tanto por un motivo de precaución como por la imposibilidad de materializar algunas decisiones de consumo, ha afectado de forma muy positiva al sector de la inversión colectiva. A corto plazo el contexto de tipos de interés reducidos puede seguir fomentando las suscripciones netas en estos activos debido a la elevada diversidad de su oferta, si bien el ritmo de expansión del sector podría atenuarse si se prolonga el observado descenso del ahorro de los hogares (tras los máximos de los últimos meses) a medida que el consumo privado se recupera. Por otra parte, se mantiene la posibilidad de que un conjunto de inversores más vulnerables en términos financieros experimenten necesidades de liquidez en el contexto de recuperación económica y, en consecuencia, reembolsen sus participaciones en fondos de inversión. Sin embargo, este riesgo es menor respecto a meses anteriores.

4.2 Prestación de servicios de inversión

La prestación de servicios de inversión puede ser realizada por varios tipos de entidades, entre las que destacan las entidades de crédito, que reciben casi el 90 % de los ingresos que genera este negocio.

En España, las entidades de crédito son, con diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión, ya que concentran la mayor parte de los ingresos generados por esta actividad. Así, con datos de cierre de 2020, las entidades de crédito perciben cerca del 90 % del total de comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Este porcentaje, que se había ido incrementando paulatinamente en los últimos años debido, en parte, al hecho de que varias entidades bancarias habían absorbido a las sociedades y agencias de valores que pertenecían al mismo grupo bancario, permanece más o menos estable desde hace dos años.

Las sociedades y agencias de valores son las segundas en importancia, mientras que las EAF y SGC realizan servicios específicos.

Por su parte, las sociedades y agencias de valores siguen manteniendo todavía un peso relativo de cierta importancia, especialmente en las actividades de tramitación y ejecución de órdenes, que son las que suponen el mayor porcentaje de sus ingresos por comisiones, aunque están en claro retroceso, a la vez que están aumentando las comisiones provenientes de otros servicios de inversión. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, las EAF y las SGC. Para las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión, la CNMV solo supervisa el cumplimiento de las normas de conducta.

Las entidades de este sector cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV son las sociedades y agencias de valores, las SGC y las EAF. Para las entidades de crédito que están autorizadas para prestar servicios de inversión, la CNMV también realiza labores de supervisión en relación con el cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y la protección de los clientes. Así, en este epígrafe se presenta la evolución de la actividad del sector de la prestación de servicios de inversión y la situación económico-financiera de las entidades que lo conforman. Dada la distinta periodicidad de la recepción de información dependiendo del tipo de entidad, en el presente informe (tercer trimestre) se analiza la evolución del primer semestre del año de las sociedades y agencias de valores, mientras que en el informe correspondiente al primer trimestre se realiza, con datos de

cierre del año anterior, un análisis de todas las entidades que prestan servicios de inversión⁵⁶.

Antes de exponer los resultados de sociedades y agencias de valores durante el periodo enero-junio de este año, se presentan, a modo de resumen, algunas cifras correspondientes al cierre de 2020. El número de entidades de crédito registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendió a 111, mientras que el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se situó en 4.738 millones de euros (un 8,5 % más que en 2019). De estos, 2.133 millones correspondieron a la prestación de servicios de inversión, lo que supuso un aumento del 15,5 % respecto al año precedente. En el caso de las EAF, en 2020 se observó, al igual que en 2019, una contracción del sector, que fue consecuencia de la disminución del patrimonio asesorado en un 44,5 % (32,4 % en 2019) hasta los 12.049 millones de euros⁵⁷, con un descenso mucho mayor del patrimonio asesorado correspondiente a clientes no minoristas. Esta gestión patrimonial supuso unos ingresos por comisiones de 45,3 millones de euros.

Por otro lado cabe recordar, como ya se mencionó en el informe publicado en el primer trimestre, que la información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España se realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad. No obstante, desde un punto de vista menos formal (atendiendo al modelo de negocio), se estima, con datos de 2020, que alrededor de un 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, porcentaje que ha ido descendiendo paulatinamente desde 2016, cuando era del 73 %. El 33 % restante corresponde a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

En 2020, las entidades de crédito autorizadas en la CNMV (111) percibieron 4.738 millones de euros en concepto de comisiones por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC, un 8,5 % más que en 2019.

Un análisis sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio revela que el 67 % de los ingresos relacionados con esta actividad es percibido por bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.

56 En el caso de las sociedades de cartera, subsector en el que por el momento solo existe una entidad registrada, debido a su menor relevancia en relación con las demás, no se les dedica un subepígrafe específico.

57 Esta importante pérdida de cuota de mercado en el segmento del asesoramiento en materia de inversión tiene su origen, al menos en parte, en la mayor competencia que proviene de las entidades de crédito en este tipo de servicios.

Las normas de conducta del mercado de valores establecen un deber general de información por parte de las entidades prestadoras de servicios de inversión a sus clientes, que deben ser adecuadamente informados, incluida la comunicación verbal, de una forma imparcial, clara y no engañosa, cumpliendo una serie de requisitos establecidos en la legislación vigente¹. En concreto, la información transmitida verbalmente por el personal comercial a los clientes con carácter previo a la prestación del servicio de inversión es un aspecto clave en el proceso de comercialización, por lo que debe ser correcta, completa y comprensible para el inversor al que se dirige.

Para conocer de primera mano si esta información se proporciona de forma adecuada, la CNMV realizó entre los meses de septiembre y noviembre del año pasado un segundo ejercicio de supervisión de la comercialización de productos financieros en oficinas bancarias mediante clientes simulados, herramienta comúnmente conocida por el término inglés *mystery shopping*. La primera actuación de este tipo se llevó a cabo a finales de 2016 y el objetivo de ambos ejercicios ha sido el de comprobar el modo en que se comercializan en la práctica una serie de productos financieros, centrándose esta segunda actuación en los fondos de inversión.

Para ello, en la prueba piloto de 2016 la comprobación se realizó sobre una muestra representativa de entidades que aglutinaban en torno al 50 % de las sucursales bancarias, mientras que en el ejercicio de 2020 este porcentaje aumentó hasta el 68 %. Con este fin, se realizaron visitas a un total de 800 sucursales (450 en 2016) de estas entidades, distribuidas en grandes poblaciones de todo el territorio nacional.

En estas visitas, los clientes simulados solicitaban de forma activa asesoramiento para la adquisición de fondos de inversión, que las entidades financieras ofrecieron casi siempre dentro del ámbito del asesoramiento o de la gestión de carteras. Por lo tanto, y a diferencia de la anterior comprobación, las recomendaciones implícitas no reconocidas como asesoramiento fueron muy escasas. Asimismo, se obtuvo un mejor resultado en relación con la oferta de productos, ya que, en un mayor número de casos, se ofrecieron tanto fondos gestionados por el propio grupo como fondos de otras gestoras, y no se identificaron situaciones relevantes en las que el empleado de la entidad bancaria condicionara al cliente durante la realización del test de conveniencia o idoneidad.

Las conclusiones del segundo ejercicio han sido mucho más positivas que las del primero. No obstante, se identificaron algunas deficiencias y debilidades en las prácticas comerciales al informar verbalmente al cliente sobre ciertos aspectos del servicio de asesoramiento. Entre ellas, cabe destacar:

- En determinados casos, al informar sobre si todos los **fondos recomendados estaban gestionados por el propio grupo o se incluían fondos de otras gestoras**, la información facilitada era contradictoria.

- Se produjeron también algunos casos en los que no se indicó al cliente si se realizaría un **seguimiento posterior de las recomendaciones**, o tan solo se facilitó esta información después de que el cliente preguntase al respecto.
- En casi la mitad de los casos no se informó de forma proactiva, es decir, antes de ser preguntados por el cliente, de la **existencia de costes asociados al asesoramiento o al propio instrumento financiero**. Asimismo, en alguna ocasión se informó de forma explícita de la inexistencia de costes, hecho que no era correcto.
- En muy pocas ocasiones se especificó si el **asesoramiento era independiente o no independiente**, y en muchos de los casos en los que sí que se hizo, las explicaciones no eran correctas.
- Algunas entidades no facilitaron **documentación de soporte explicativa** en relación con el servicio de asesoramiento en esta primera fase, lo que, aunque no es obligatorio, se considera una buena práctica.

Después de observar las debilidades mencionadas en las prácticas comerciales al informar verbalmente del servicio de asesoramiento, las entidades afectadas fueron requeridas para que ajustaran sus procedimientos con el fin de corregir estas deficiencias y adoptaran las medidas oportunas para reforzar la formación de su red de ventas.

1 El artículo 77 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, establece que la información a proporcionar a los clientes cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión debe aclarar si el asesoramiento se presta de forma independiente o no y si se basa en un análisis general o más restringido de los distintos tipos de instrumentos financieros. A este último respecto, se debe informar si la gama ofrecida se limita a productos emitidos o facilitados por entidades vinculadas o relacionadas de alguna forma con la empresa de servicios de inversión que pueda mermar la independencia del asesoramiento facilitado. Asimismo, se debe indicar si se proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados. Por otra parte, se establece la obligación de informar sobre todos los costes y gastos asociados, relacionados tanto con los servicios de inversión como con los auxiliares, incluidos los costes de asesoramiento, cuando proceda, así como el coste del producto recomendado o comercializado al cliente.

Sociedades y agencias de valores

Durante el primer semestre de 2021, la actividad de las sociedades y agencias de valores, tras haber mostrado una mejora puntual en 2020⁵⁸, continuó contrayéndose, lo que prolonga la tendencia de los últimos años, tanto por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros como por el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera de nuestro país. De esta forma, los resultados agregados antes de impuestos ascendieron a cerca de 99 millones de euros durante los 6 primeros meses de 2021, frente a los 110 millones del mismo periodo del año anterior, lo que

En el primer semestre de 2021, las sociedades y agencias de valores experimentaron una contracción de su actividad: el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 99 millones de euros, un 10 % menos que en el mismo periodo de 2020.

58 Cabe señalar, como ya se ha mencionado en informes anteriores, que el crecimiento de 2020 se debió exclusivamente a una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera que, debido al *brexit*, decidió traspasar a España parte de la actividad que realizaba en el Reino Unido.

supone un descenso del 10,0 %. La reducción de los beneficios se produjo únicamente en las sociedades de valores, ya que las agencias han experimentado una mejora de sus resultados en relación con los últimos ejercicios.

A finales de junio estaban registradas en la CNMV un total de 92 sociedades y agencias de valores, 3 menos que en 2020.

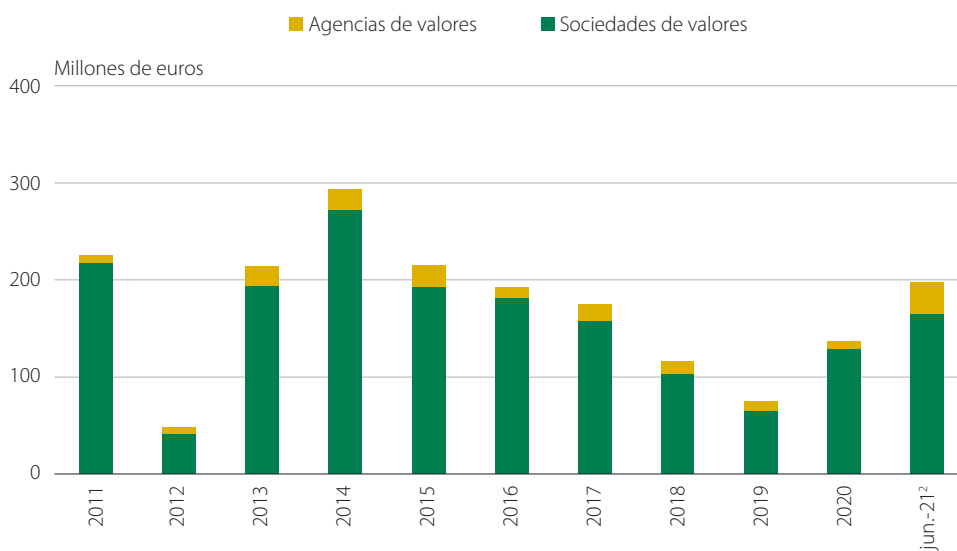
A finales de junio de 2021 estaban registradas en la CNMV un total de 92 sociedades y agencias de valores, 3 menos que a finales de 2020, tras haberse producido 5 altas y 8 bajas. De las bajas, 4 se debieron a una absorción por parte de una entidad que ya era, en todos los casos, el socio único de la entidad. De este modo, después de que en 2019 se interrumpiera un largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera, parece que el sector vuelve a experimentar un nuevo reajuste.

El número de ESI extranjeras que operan en España ha descendido de forma notable como consecuencia del brexit. La mayoría de las entidades españolas que prestan servicios en la UE lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios.

Dado que gran parte de las ESI extranjeras que operaban, o podían hacerlo, en España procedían del Reino Unido, la culminación del *brexit* al cierre de 2020 provocó un abrupto descenso del número de entidades comunitarias que prestan servicios de inversión en nuestro país, que pasó de 3.128 a 932, con un descenso tanto en la modalidad de libre prestación de servicios (de 3.062 a 881) como mediante sucursal (de 66 a 41). Es importante mencionar que estas bajas no tuvieron su reflejo en los vehículos procedentes de países extracomunitarios, ya que se produjeron únicamente 2 altas, hasta alcanzar los 5 vehículos. Por su parte, como también es habitual, la mayoría de las entidades españolas que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50 (55 a finales de 2020), y tan solo 7 mantenían sucursales en otros países (8 entidades 6 meses antes), siendo todas ellas sociedades de valores.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAF y las SGC.

² Dato anualizado.

Como se aprecia en el cuadro 14, las sociedades de valores experimentaron un descenso de su beneficio agregado antes de impuestos de más de 27 millones de euros, hasta los 83 millones, en el primer semestre del año. Esto fue consecuencia tanto del incremento de las comisiones satisfechas (34,4 %, hasta los 143 millones de euros) como de la reducción del resultado de inversiones financieras (-66,6 %, hasta los 23 millones). Cabe mencionar que al incremento de las comisiones satisfechas contribuyó, de forma especial, una sola entidad, la de mayor tamaño, que aumentó sustancialmente los pagos de comisiones por operaciones con valores y por aseguramiento y colocación de emisiones. De hecho, excluyendo dicha entidad, las comisiones satisfechas apenas experimentaron cambios en el primer semestre de 2021, con un aumento de solo el 0,7 %. En paralelo al avance de las comisiones satisfechas, también se produjo un incremento de las comisiones percibidas del 29,8 %, que alcanzaron a finales de junio los 320 millones de euros.

El beneficio de las sociedades de valores se contrajo hasta los 83 millones de euros, un descenso al que contribuyeron, especialmente, el empeoramiento del resultado de las inversiones financieras y el aumento de las comisiones satisfechas.

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones fueron las principales responsables del avance general, ya que de ser prácticamente inapreciables (1,3 millones al cierre de 2020) pasaron a ser las segundas en importancia, con una aportación a los ingresos por comisiones de 70 millones de euros⁵⁹. Por su parte, los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes —los más relevantes— experimentaron un incremento del 3,0 % con respecto al primer semestre de 2020, hasta superar los 124 millones de euros⁶⁰. En cuanto al resto de comisiones, destaca el aumento de las comisiones por comercialización de IIC, que habían retrocedido los últimos 3 años, hasta los 31 millones de euros (27,0 %).

Las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones fueron las responsables principales del aumento de las comisiones percibidas.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se incrementaron un ligero 1,9 %, lo que unido al descenso de los ingresos se tradujo en una contracción del resultado de explotación del 37,3 %, que pasó de 107,7 millones de euros en el primer semestre de 2020 a 67,5 millones en el mismo periodo de 2021. El resultado antes de impuestos descendió en una menor proporción, concretamente un 24,9 %, hasta los 82,7 millones de euros, debido al aumento de la partida de «Otras ganancias» por un importe cercano a los 13 millones de euros. Como suele ser habitual, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector, una tendencia que, además, ha ido en aumento. En concreto, tan solo 2 sociedades de valores acumularon el 57 % del total del resultado neto de las sociedades con beneficios, mientras que 4 concentraban más del 75 %.

Un número reducido de entidades generó la mayor parte de los beneficios de este sector: tan solo dos sociedades de valores concentraron más de la mitad del resultado de las entidades con beneficios.

59 Estas comisiones proceden casi de forma exclusiva de la entidad anteriormente mencionada, en concreto 67 millones del total de 70 millones.

60 Este incremento tuvo su origen en la entidad que trasladó parte de su actividad a España como consecuencia del *brexit*, cuyo negocio consiste, sobre todo, en la tramitación y ejecución de órdenes. Así, si se excluye esta entidad del análisis, los ingresos provenientes de esta partida se hubieran situado algo por encima de los 52 millones de euros, un 12,3 % por debajo del valor del primer semestre de 2020.

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-20	jun.-21	% var.	jun.-20	jun.-21	% var.
1. Margen de intereses	12.589	9.586	-23,9	551	75	-86,4
2. Comisiones netas	140.318	177.191	26,3	65.697	76.041	15,7
2.1. Comisiones percibidas	246.775	320.279	29,8	75.912	87.169	14,8
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	120.852	124.513	3,0	14.004	8.087	-42,3
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	1.270	70.129	5.422,0	1.172	601	-48,7
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.646	18.384	-15,1	417	286	-31,4
2.1.4. Gestión de carteras	5.513	6.577	19,3	6.648	9.371	41,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.809	2.764	-1,6	10.948	9.908	-9,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	358	1.497	318,2	0	418	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	24.390	30.969	27,0	29.299	42.114	43,7
2.1.9. Otras	69.936	65.447	-6,4	13.423	16.387	22,1
2.2. Comisiones satisfechas	106.457	143.088	34,4	10.215	11.128	8,9
3. Resultado de inversiones financieras	70.866	23.639	-66,6	-6.788	464	-
4. Diferencias de cambio netas	8.055	281	-96,5	-13	-3	76,9
5. Otros productos y cargas de explotación	43.893	29.888	-31,9	-403	-1.869	-363,8
MARGEN BRUTO	275.721	240.585	-12,7	59.044	74.708	26,5
6. Gastos de explotación	163.336	166.515	1,9	61.153	59.041	-3,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.116	6.407	25,2	1.490	516	-65,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-468	152	-	4	-18	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	107.737	67.511	-37,3	-3.604	15.169	-
9. Otras ganancias y pérdidas	2.315	15.167	555,2	3.467	1.043	-69,9
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	110.052	82.678	-24,9	-137	16.212	-
10. Impuesto sobre beneficios	13.523	14.898	10,2	1.410	2.537	79,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	96.529	67.780	-29,8	-1.547	13.675	-
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	96.529	67.780	-29,8	-1.547	13.675	-

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia y que en los últimos años han tendido a especializarse en determinados servicios de inversión distintos de la tramitación y ejecución de órdenes,...

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros, ya que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. En una parte de ellas el grueso de sus ingresos procede de la tramitación y ejecución de órdenes, una relevancia que ha ido disminuyendo con los años, ya que en muchos casos han tendido a especializarse en otros servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Por otra parte, las entidades independientes predominan en este subsector, pues tan solo dos de ellas pertenecían a entidades financieras que, además, eran bancos de inversión, por lo que la mayor parte de sus ingresos provenían de la prestación de servicios de inversión.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores se incrementó en el primer semestre de 2021 con respecto al mismo periodo del año anterior, ya que abandonó el terreno negativo para situarse en 16,2 millones de euros⁶¹. Este resultado es también superior al del periodo enero-junio de 2019, cuando fue de 7,4 millones. El avance de los beneficios tuvo su origen en el aumento de las comisiones percibidas y del resultado de las inversiones financieras. En el caso de esta última partida, no obstante, la mejora se debió únicamente al mal resultado de 2020 originado por una sola entidad (véase nota al pie 57). Las comisiones percibidas, por su parte, se incrementaron un 4,8 %, hasta superar los 87 millones de euros.

Dentro de los ingresos por comisiones percibidas, destacaron las comisiones por la comercialización de IIC, que, siendo ya las más elevadas, crecieron un 43,7 % y superaron los 42 millones de euros. Por otra parte, los ingresos procedentes de la gestión de carteras, aunque todavía minoritarios, también experimentaron un importante avance en el primer semestre de este año, que fue del 41,0 %, hasta alcanzar los 9,4 millones de euros. Por el contrario, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes se redujeron de forma notable (-42,3 %) y se situaron en poco más de 8 millones de euros, pasando a ser las cuartas en importancia.

El incremento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores se produjo en paralelo al de las comisiones satisfechas a terceros, aunque, tanto en términos absolutos como relativos, este último fue de una magnitud mucho menor (+8,9 %). Esto permitió que el margen bruto agregado presentara un avance del 26,5 % hasta situarse en 74,7 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación experimentaron una contracción del 3,5 % en relación con el mismo periodo de 2020, con un retroceso del 5,8 % de los gastos de personal. La conjunción de un crecimiento de los ingresos y una reducción de los gastos de explotación hizo que el resultado de explotación fuera de 15,2 millones de euros, frente a las pérdidas de 3,6 millones en el periodo enero-junio de 2020⁶².

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un aumento sustancial durante el primer semestre del año, al pasar del 18,7 % al 20,9 %, hecho que tuvo su origen en las agencias de valores, cuyo ROE creció casi 16 p.p., hasta situarse en el 28,1 %, por el comportamiento favorable de sus resultados. En el caso de las sociedades de valores, la ratio se mantuvo estable en el 19,7 %, como consecuencia de un descenso de los beneficios similar al de los fondos propios (véase panel izquierdo del gráfico 22).

... experimentaron unos beneficios antes de impuestos de 16,2 millones de euros, cifra muy superior a la del primer semestre de los 2 años anteriores (5,9 millones en 2020, excluyendo una entidad intervenida, y 7,4 millones en 2019).

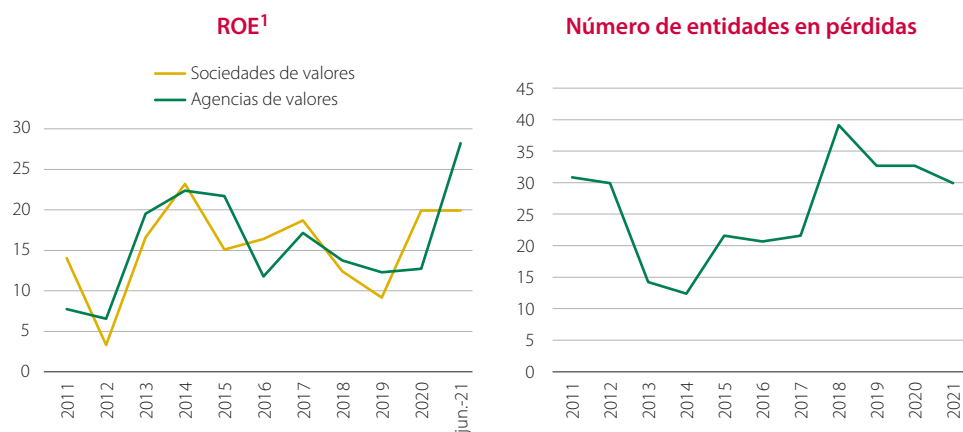
Los ingresos percibidos por comisiones se incrementaron en su conjunto un 14,8 %, hasta los 87 millones de euros, entre los que destacan los procedentes de la comercialización de IIC, que crecieron un 43,7 %.

Un incremento de las comisiones satisfechas inferior al de las percibidas y un descenso de los gastos de explotación permitieron que el resultado neto de explotación aumentara hasta los 15 millones de euros.

La rentabilidad sobre fondos propios de las ESI se incrementó como consecuencia del aumento en las agencias de valores derivado de su crecimiento de los beneficios.

61 Es importante recordar que el deterioro de los resultados del primer semestre de 2020 se debió casi exclusivamente a una agencia de valores, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., cuyas pérdidas ascendieron a 6 millones de euros y que fue intervenida por la CNMV en marzo de 2020. En mayo de este año se produjo su liquidación definitiva. Sin esta entidad, los beneficios antes de impuestos en los primeros 6 meses de 2020 hubieran sido de 5,9 millones de euros.

62 Si se excluye del análisis a la entidad mencionada en la nota anterior, el resultado de explotación del primer semestre de 2020 hubiera sido de 2,5 millones de euros.



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El retroceso de los beneficios del sector fue compatible con una reducción tanto en el número de entidades en pérdidas como en el volumen de estas.

La contracción de los beneficios del sector no impidió que se produjera un descenso del número de entidades en pérdidas. Así, en junio de 2021, 10 sociedades de valores y 19 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 2 y 1 entidades menos, respectivamente, que al cierre de 2020. Esto tuvo su reflejo en el importe acumulado de las pérdidas, ya que para ambos tipos de entidades se redujo aproximadamente a la mitad en relación con el mismo periodo de 2020: en el caso de las sociedades de valores pasó de 12,8 a 6,2 millones de euros y en el de las agencias, de 8,1 a 4,6 millones⁶³.

Las condiciones de solvencia del sector continuaban siendo holgadas en el primer trimestre de 2021. A partir del segundo trimestre ha entrado en vigor un cambio en la normativa europea referente a la remisión de información, por lo que de momento no hay datos disponibles.

En relación con la solvencia de estas entidades, los valores de marzo de este año siguen mostrando un sector, en conjunto, con unos niveles elevados de solvencia en términos relativos, a pesar de que esta se ha reducido desde finales del ejercicio anterior. Así, a finales de marzo el margen de recursos propios era 2,1 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2020 esta cifra era de 2,8. Este margen, que ha venido siendo sustancialmente mayor en las sociedades de valores con respecto a las agencias, se ha ido igualando en los dos últimos años, de forma que a finales del primer trimestre de 2021 se situaba en valores similares (véase gráfico 23). Es importante señalar que a partir del segundo trimestre de 2021 los datos de la ratio de solvencia no están disponibles debido a la entrada en vigor de una nueva normativa europea⁶⁴, que implica un cambio en los requerimientos de información que deben remitir las entidades a la CNMV. Con esta nueva legislación la información que deberán remitir será menor para todas ellas⁶⁵.

63 Tanto para el cálculo de las entidades con resultado negativo antes de impuestos como para el volumen de estas pérdidas se han tenido en cuenta únicamente las entidades vivas a fin de periodo.

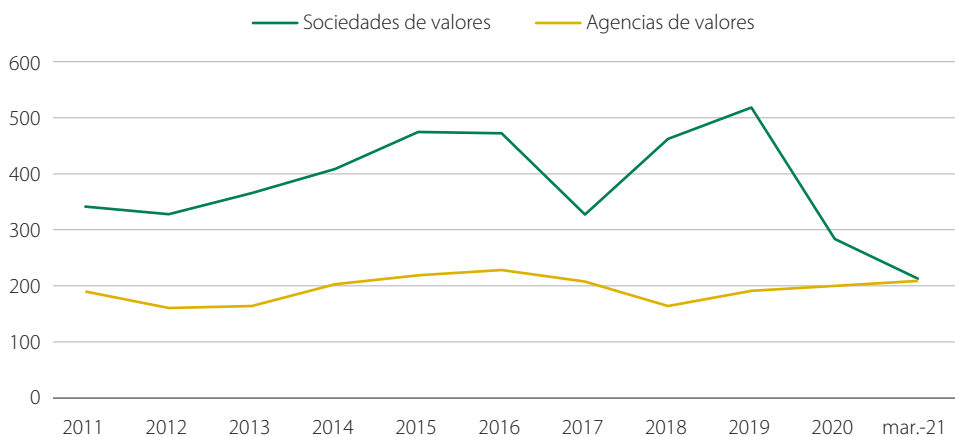
64 Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

65 Únicamente a las ESI con unos activos superiores a los 15.000 millones de euros se les aplicará el anterior régimen de solvencia. A fecha de cierre de este informe no existe ninguna ESI española que cumpla con este requisito.

y con una menor periodicidad (anual) para aquellas que se consideren pequeñas y no interconectadas⁶⁶.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Perspectivas

Es prematuro pronosticar las posibles consecuencias estructurales de la reciente crisis del coronavirus sobre el sector de intermediarios financieros, pues lo que se observa en los últimos datos es un mantenimiento de las tendencias observadas en años anteriores, que se manifiestan en un elevado grado de competencia entre entidades (especialmente entre los bancos, que han acabado absorbiendo, de forma mayoritaria, a sus sociedades de valores) y en un sector de ESI muy concentrado, con una importancia creciente de las entidades independientes, que busca especialización en servicios de inversión tradicionalmente menos importantes como las actividades de comercialización o gestión de carteras. En consecuencia, su principal actividad, la intermediación en los mercados de valores, continúa perdiendo relevancia, afectada parcialmente por la disminución de los volúmenes de negociación y por el traslado de parte de la negociación de los valores españoles hacia centros de negociación distintos a los tradicionales.

La crisis del COVID-19 no ha modificado las tendencias de este sector, caracterizado por la elevada competencia y el fomento, por parte de las ESI, de servicios de inversión tradicionalmente menos importantes, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

A finales de junio de 2021 había un total de 125 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 2 más que al cierre de 2020, después de haberse producido 3 altas y haberse dado 1 entidad de baja. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró el primer semestre del año con un incremento del 9,9 % respecto al cierre del año anterior, hasta situarse ligeramente

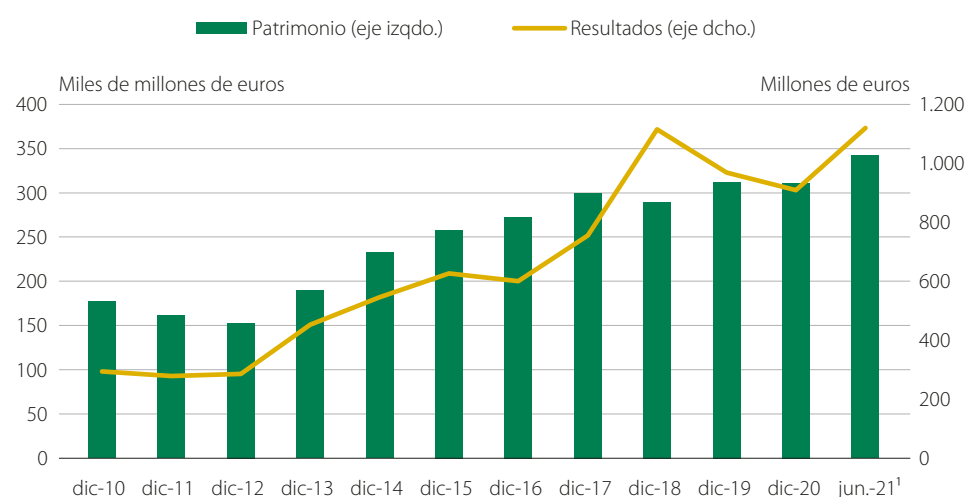
El número de SGIIC se mantuvo prácticamente constante durante los 6 primeros meses del año, tras producirse 3 altas y 1 baja, mientras que el patrimonio gestionado se incrementó un 9,9 %, hasta los 342.000 millones de euros.

66 Se consideran ESI pequeñas y no interconectadas las entidades cuyos ingresos, activos gestionados y operativa están por debajo de ciertos umbrales. En España alrededor del 50 % de las entidades estaría en este grupo.

por debajo de los 342.000 millones de euros. Esta recuperación tiene lugar tras un 2020 marcado por la pandemia, especialmente el primer semestre, en el que se produjo una ligera contracción del 0,4 % (véase gráfico 24). Más del 95 % del aumento del patrimonio gestionado en 2021 tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, que, como se ha mencionado en un epígrafe previo, experimentó un avance importante durante el periodo.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

1 Datos anualizados.

El resultado de estas entidades se incrementó de forma sustancial en el primer semestre de 2021 en relación con el mismo periodo del año anterior (+30,5 %), con un importante avance de las comisiones de gestión de IIC, las más importantes, hasta los 1.401 millones de euros.

En línea con el avance patrimonial de estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se incrementaron en el primer semestre del año un 30,5 % con respecto al mismo periodo de 2020, hasta los 560 millones de euros (véase gráfico 24). Este notable avance se explica, sobre todo, por el aumento de la principal fuente de ingresos de las SGIIC, que son las comisiones de gestión de las IIC, que representaban en junio el 86 % del total de las comisiones percibidas por estas entidades. Así, los ingresos derivados de estas comisiones pasaron de 1.221 millones de euros en el primer semestre de 2020 a 1.401 millones en el mismo periodo de 2021 (+14,8 %). Este incremento se explica básicamente por el avance del patrimonio gestionado, ya que la comisión media de gestión de IIC no experimentó cambios, manteniéndose en el 0,82 % (véase cuadro 15).

La gestión de carteras y de entidades de capital riesgo, que son las siguientes actividades en la generación de ingresos para las SGIIC, crecieron con fuerza.

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo fueron, aunque a una distancia considerable, las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIIC, con un peso del 8,1 % y el 2,7 % del total de comisiones percibidas, respectivamente. Aunque estos porcentajes son reducidos, han ido aumentando de forma progresiva en los últimos ejercicios. Así, en ambos casos, la cifra de comisiones obtenidas por estas actividades experimentó un avance sustancial durante el primer semestre de 2021: las comisiones por gestión discrecional de carteras se incrementaron un 35,5 %, hasta los 132,6 millones de euros, y las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo crecieron a un ritmo similar, un 35,6 %, hasta los 47,7 millones.

Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC se redujo ligeramente en los primeros seis meses de 2021, aunque parece observarse una cierta estabilización de este cociente en los últimos tres años. En ejercicios anteriores se había producido una tendencia descendente de esta proporción, que tuvo su movimiento más importante en 2018, con la entrada en vigor de la normativa MiFID II⁶⁷. Así, el porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de IIC en 2012 al 48,5 % en junio de 2021.

Por otra parte, el aumento de los beneficios agregados tuvo su reflejo en el comportamiento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), que pasó del 79,4 % en junio de 2020 hasta el 98,9 % en el mismo mes de 2021. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se redujo de 29 a 19, y el volumen de dichas pérdidas pasó de 5,6 a 3,2 millones de euros.

El porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores se mantuvo en niveles similares a los de los dos años anteriores, después de una importante reducción en 2018, tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.

En consonancia con el aumento de los beneficios, la rentabilidad sobre fondos propios se incrementó hasta el 98,9 % y el número de entidades en pérdidas bajó hasta 19.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 15

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	2.551	0,82	49,72
jun.-21 ²	341.959	2.802	0,82	48,47

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Durante los ocho primeros meses de 2021 continuó la expansión que viene produciéndose en el sector del capital riesgo en los últimos años, con una elevada y continua inscripción de nuevos vehículos. Así, el número de entidades registradas en la

Entre enero y agosto de 2021 se produjo una importante expansión en el sector del capital riesgo...

67 Esta importante reducción de 2018 coincidió con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores.

CNMV pertenecientes a esta categoría aumentó en 78 (76 vehículos de inversión y 2 gestoras), después de producirse 94 altas y 16 bajas.

... que se produjo especialmente en las entidades de capital riesgo tradicionales, tanto en fondos como en sociedades.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁶⁸, que continúan siendo con diferencia las más numerosas, el nivel de actividad fue elevado, ya que se produjeron un total de 62 altas. Esto, unido a las 11 bajas, hizo que a finales de agosto hubiera un total de 260 fondos de capital riesgo (FCR) y 210 sociedades de capital riesgo (SCR). Por su parte, las entidades de capital riesgo pyme, como ya sucedía en 2020, experimentaron pocos movimientos desde enero hasta agosto, con 4 altas y 3 bajas, todas ellas de sociedades, por lo que continuaba habiendo los mismos fondos que a 31 de diciembre de 2020 (13) y 1 sociedad más (19). Por otra parte, se inscribieron 8 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 39, y se dieron de alta 2 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), hasta alcanzar los 6 a finales de agosto⁶⁹.

También las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tienen una elevada flexibilidad en su política de inversión, experimentaron un aumento significativo en el número de vehículos registrados.

Las entidades de inversión colectiva cerradas experimentaron, como viene sucediendo desde 2018, un importante dinamismo en los 8 primeros meses de 2021, con 14 altas producidas a lo largo del periodo. De esta forma, a 31 de agosto había un total de 75 vehículos de esta tipología, de los cuales 40 eran fondos (FICC) y 35 eran sociedades (SICC). Esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2021

CUADRO 16

Entidades	Situación a 31/12/2020		Situación a 31/08/2021	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Fondos de capital riesgo	235	31	6	260
Fondos de capital riesgo pyme	13	0	0	13
Fondos de capital riesgo europeos	31	8	0	39
Fondos de emprendimiento social europeo	4	2	0	6
Sociedades de capital riesgo	184	31	5	210
Sociedades de capital riesgo pyme	18	4	3	19
Total entidades de capital riesgo	485	76	14	547
Fondos de inversión colectiva cerrados	33	7	0	40
Sociedades de inversión colectiva cerradas	28	7	0	35
Total entidades de inversión colectiva cerradas	61	14	0	75
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	119	4	2	121

Fuente: CNMV.

En 2020 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 22,9 %, hasta los 16.000 millones de euros (el 71 % correspondía a fondos y el 29 % restante, a sociedades).

En línea con los datos de registro, a lo largo de 2020 el patrimonio de las ECR se incrementó un 22,9 % (en 2019 ya lo había hecho un 24,2 %), hasta superar los 16.000 millones de euros. Este avance fue superior en los fondos de capital riesgo, cuyo

68 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

69 Los FCRE y los FESE son figuras contempladas en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital riesgo europeos y el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos.

patrimonio aumentó un 40,5 %, hasta los 11.346 millones de euros, mientras que en las sociedades el avance fue del 6,2 %, hasta los 4.682 millones (véase cuadro 17).

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, es decir, los fondos pyme, los europeos y los de emprendimiento social europeo—, se produjo una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores a lo largo de 2020 a favor de las personas físicas, hecho que ya se había observado en los dos ejercicios anteriores. Esto hizo que se situaran como los segundos inversores con mayor tenencia de participaciones, con 1.601 millones de euros (un 14,1 % del total), tan solo por detrás de las entidades extranjeras, cuya inversión también experimentó un importante avance, concretamente del 63,2 %, hasta los 2.125 millones de euros. El tercer puesto lo ocuparon las Administraciones públicas, con 1.434 millones de euros, lo que supone un 11,1 % más que en 2019.

Por el contrario, en el caso de las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen las SCR pyme—, se produjo un descenso en la importancia relativa de las personas físicas (-79,8 %, hasta los 150 millones de euros), quedando su participación en el capital en tan solo un 3,2 % frente al 86,8 % de las personas jurídicas. Por su parte, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 67,5 % en el capital total de las SCR (65,3 % en 2019). Por otra parte, cabe destacar el aumento de la inversión de las entidades extranjeras, que, a diferencia del caso de los fondos, era prácticamente nula hasta 2019 y que en 2020 se situó en los 734 millones de euros.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2021 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran un aumento del 27 % en el volumen de inversión en relación con el mismo periodo de 2020, hasta alcanzar los 2.057 millones de euros. Con este avance, no obstante, no se han alcanzado las cifras del primer semestre de 2019, cuando se invirtieron alrededor de 4.000 millones de euros. El número de operaciones, en cambio, superó tanto las de 2020 como las de 2019, con un total de 394 (344 y 328 en los años previos), de las que 359 correspondieron a inversiones inferiores a los 5 millones de euros.

En los FCR aumentó, especialmente, la inversión por parte de las entidades extranjeras y de las personas físicas.

En las SCR, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo se incrementó un 27 % en el primer semestre del año, superando los 2.000 millones de euros en un total de 394 operaciones, 50 más que en el mismo periodo de 2020.

Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 17

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2019 ¹	2020 ¹	2019 ²	2020 ²
Personas físicas				
Residentes	1.074,54	1.509,35	738,79	143,97
No residentes	53,56	92,14	5,45	6,41
Personas jurídicas				
Bancos	175,55	253,68	112,35	121,91
Cajas de ahorros	90,48	117,80	11,56	11,50
Fondos de pensiones	729,17	866,43	11,69	20,92
Compañías de seguros	613,43	901,40	85,15	53,56
Sociedades y agencias de valores	0,63	2,18	0,00	0,00
Instituciones de inversión colectiva	484,18	514,19	7,77	16,70
Entidades de capital riesgo nacionales	301,20	435,24	42,45	37,67
Entidades de capital riesgo extranjeras	406,98	420,67	165,09	54,12
Administraciones públicas	1.290,91	1.433,68	176,99	185,88
Fondos soberanos	3,42	9,38	4,90	9,63
Otras empresas financieras	770,17	953,02	1.428,52	1.437,85
Empresas no financieras	1.091,52	1.398,45	1.450,13	1.722,28
Entidades extranjeras	1.302,00	2.125,04	56,08	734,43
Otros	245,01	312,91	110,34	125,19
TOTAL	8.632,75	11.345,55	4.407,26	4.682,00

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

2 Incluye SCR pyme.

Según el tipo de inversor destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que invirtieron el 75 % del volumen total, y según la fase de desarrollo del proyecto, el *venture capital* protagonizó 316 operaciones con un volumen de 731 millones de euros, con lo que se sitúa en máximos históricos.

Como en los últimos años, los fondos internacionales mostraron un elevado interés por el mercado español en los primeros meses de 2021, siendo responsables de 96 operaciones que concentraron el 75 % del volumen total de inversión. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó el *venture capital* (fases semilla y arranque), que se mantuvo muy activo a lo largo de los 6 primeros meses del año y protagonizó 316 operaciones, con un volumen de inversión de 731 millones de euros, superando así todos los máximos registrados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, el sector parece mostrar todavía cierta ralentización, ya que se produjo un descenso del 34 % en el volumen invertido en relación con el mismo periodo de 2020, hasta los 693 millones de euros.