

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macroeconómico	18
	2.1 Evolución económica	18
	2.2 Perspectivas	30
3	La evolución de los mercados nacionales	31
	3.1 Los mercados bursátiles	33
	3.2 Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	56
	4.1 Vehículos de inversión	56
	4.2 Prestación de servicios de inversión	62
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	72
	4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	74

Índice de recuadros

Recuadro 1:	El impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las infraestructuras de compensación en Europa	22
Recuadro 2:	La CNMV publica el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras	27
Recuadro 3:	Estudio sobre la práctica de <i>payment for order flow</i> (PFOF)	43
Recuadro 4:	Nueva circular de la CNMV de publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión	71

1 Resumen ejecutivo

- **El ejercicio 2022 comenzó en un marco de consolidación de la recuperación del crecimiento tras la crisis del COVID-19 en 2020, pero en el que ya se percibían una serie de incertidumbres, de diferente naturaleza, algunas de las cuales se fueron intensificando conforme avanzaba el año.** En primer lugar, se mantenía la inquietud en torno a la evolución de la pandemia, pues, a pesar de que el proceso de vacunación fue importante en numerosos países, continuaba la aparición de nuevas variantes, una de las cuales (*ómicron*) dio lugar a nuevas restricciones a finales de 2021. A esta incertidumbre se añadieron otras dos muy importantes: i) la percepción de que el giro de la política monetaria iba a ser más intenso y anterior en el tiempo a lo previsto, a la vista de las elevadas tasas de inflación registradas en la mayor parte de las economías, y ii) la posibilidad de que Rusia invadiera Ucrania y esto derivara en un conflicto bélico que comenzó, efectivamente, a finales de febrero.
- **Estos elementos dieron lugar a importantes turbulencias en los mercados financieros, en especial en los de materias primas y energía, acentuando la tendencia alcista de la inflación y haciendo más complejas las decisiones de política monetaria.** Esta complejidad se deriva de la necesidad de hacer frente al crecimiento de los precios, cuyas tasas anuales están en muchos países cerca del 10 % —es decir, en máximos de décadas—, y de no perjudicar la senda de crecimiento que, con diferente intensidad, ya se va a ver afectada por los efectos de la invasión rusa a Ucrania y las tensiones económicas que aún persisten de la pandemia, entre otros. En este contexto, países como el Reino Unido o EE. UU. se encuentran en un momento más adelantado de este giro en la política monetaria, pues ya han iniciado el proceso de subidas de tipos de interés. En la zona euro, por el momento, se ha decidido finalizar el programa de compras de activos puesto en marcha con la pandemia y reducir progresivamente el importe de las compras de los demás programas.
- **El repunte de la inflación y la guerra entre Rusia y Ucrania suponen una desaceleración de la senda de crecimiento de las economías.** Esta desaceleración dependerá de la exposición directa a la zona del conflicto y la repercusión de las sanciones adoptadas, que afecta especialmente a economías como Alemania e Italia, que presentan un alto grado de importaciones de energía de Rusia. También estará supeditada a la intensidad del repunte de la inflación experimentado por cada país, que supone una fuerte pérdida de poder adquisitivo para los agentes, y de los cuellos de botella y problemas en las cadenas de suministro producidas, así como de los efectos sobre las decisiones de gasto e inversión de los agentes, que en contextos de elevada incertidumbre tienden a aplazarse. De acuerdo con las últimas previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial de este año será

del 3,6 %, 0,8 puntos inferior al previsto hace unos meses. Se espera que el crecimiento de las economías avanzadas sea del 3,3 % (3,9 % en enero) y el de las emergentes de un 3,8 % (4,8 % en enero). Destaca la rebaja en el crecimiento previsto de Alemania e Italia, de 1,7 puntos porcentuales (p.p.) y 1,5 p.p., hasta el 2,1 % y el 2,3 %, respectivamente. En el caso de la economía española, las previsiones oscilan entre el 4,5 % (Banco de España) y el 4,8 % (FMI), tras rebajas en los pronósticos de 1 punto porcentual.

- **Los principales mercados internacionales, que habían finalizado 2021 con importantes revalorizaciones, comenzaron 2022¹ con retrocesos y repuntes de la volatilidad como consecuencia del contexto descrito.** En EE. UU. los índices bursátiles presentaron caídas que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,1 % del tecnológico Nasdaq (4,9 % en el S&P 500), mientras que en la zona euro los retrocesos fluctuaron entre el 3,1 % del Ibex 35 y el 9,3 % del Dax alemán. Los índices japoneses Nikkei 225 y Topix retrocedieron un 3,4 % y un 2,3 %, respectivamente. Los índices de las economías emergentes presentaron una evolución heterogénea por el distinto impacto de la guerra, observándose, en términos generales, avances en los índices latinoamericanos y descensos en los asiáticos.
- **El Ibex 35, con la caída del 3,1 % comentada, enlazó 3 trimestres seguidos de descensos, pero presentó el mejor comportamiento relativo de entre los grandes índices europeos junto con el británico FTSE 100 (este último se revalorizó).** La evolución del índice reflejó, en cierta medida, la menor exposición de la economía española a las zonas del conflicto y la repercusión positiva que el aumento de los precios de la energía y de los tipos de interés tuvo en sectores concretos (por ejemplo, en los bancos). Los mayores descensos de las cotizaciones se observaron en los sectores de bienes de consumo, industria e ingeniería. La volatilidad del mercado repuntó hasta niveles algo inferiores al 40 % y las condiciones de liquidez se deterioraron muy levemente. La contratación de acciones españolas presentó, en cambio, un aumento considerable, al situarse en 222.262 millones de euros, su importe más elevado desde el primer trimestre de 2020. La proporción de la negociación de estos valores en mercados y centros de negociación competidores de BME continuó al alza en este trimestre.
- **En los mercados de renta fija las rentabilidades siguieron una tendencia alcista en el primer trimestre de 2021 como consecuencia de las perspectivas de aumento en los tipos de interés oficiales.** Además, la incertidumbre y la repercusión de la guerra entre Rusia y Ucrania dio lugar a un cierto incremento de las primas de riesgo, sobre todo en el ámbito de la deuda privada. En EE. UU. el incremento de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años fue de 83 puntos básicos (p.b.), hasta el 2,33 % en el primer trimestre del año. En los países de la zona euro, el aumento de la rentabilidad del bono soberano también fue intenso, oscilando entre 73 p.b. y 136 p.b. en Alemania y Grecia, respectivamente, y llevó todas las rentabilidades a terreno positivo.
- **Los tipos de la deuda soberana española a medio y largo plazo también presentaron alzas notables en el trimestre.** Estas se extendieron a todos los

¹ La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para algunas informaciones puntuales.

plazos de la curva, que pasó a contar con valores positivos a partir del plazo de 2 años. El rendimiento del bono soberano a 10 años finalizó el trimestre en el 1,45 % (0,60 % a finales de 2021). Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector público y privado también se incrementaron, pero hasta niveles muy inferiores a los de otros periodos de crisis. Finalmente, en los mercados primarios se observó un fuerte dinamismo en el primer trimestre del año: las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 42.858 millones de euros, un 81 % más que hace 1 año, lo que se explica por las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y de titulizaciones.

- **En este contexto, el indicador de estrés de los mercados financieros españoles se sitúa actualmente en niveles medio de riesgo**, si bien mostró un aumento sustancial y progresivo desde enero hasta principios de marzo, cuando llegó a 0,46, cerca del umbral que separa el riesgo medio del alto (0,49). El aumento de los indicadores de volatilidad, como consecuencia de las incertidumbres derivadas de la invasión rusa, fueron los principales determinantes.
- **El patrimonio de los fondos de inversión, que interrumpió su crecimiento en 2020 como consecuencia de la pandemia, volvió a aumentar con fuerza en 2021, hasta situarse en 324.701 millones de euros a finales de año, un 16,1 % más que en 2021.** El 60 % de este incremento se explica por las suscripciones netas y el resto, por la revalorización de la cartera, particularmente de los activos de renta variable. Al igual que en los dos años anteriores, las inversiones más cuantiosas se dirigieron a fondos más arriesgados (35 % en fondos globales y de renta variable) y a otras fórmulas más conservadoras, como los fondos de renta fija (38 %). En paralelo también se produjo una expansión considerable de las IIC extranjeras comercializadas en España, cuyo patrimonio finalizó 2021 en 276.000 millones de euros, un 43,5 % del patrimonio total comercializado. En el ámbito específico de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), cabe señalar que, como consecuencia de un cambio normativo que exige participaciones mínimas de 2.500 euros a los accionistas para poder disfrutar de su régimen de tributación, el 77 % de las SICAV han notificado su intención de darse de baja.
- **En 2021 se mantuvo el liderazgo de las entidades de crédito en el negocio de la prestación de servicios de inversión y la progresión del modelo de negocio de las empresas de servicios de inversión (ESI) hacia servicios que van más allá de la negociación en los mercados.** Los ingresos percibidos por las entidades de crédito por distintos tipos de servicios de inversión representaron más del 85 % del total. Estas comisiones, que registraron un avance del 22,1 % en 2021, son cada vez más importantes para este tipo de entidades, en un contexto de varios años de tipos de interés reducidos, que ha erosionado otras partidas de su cuenta de resultados. Por su parte, las sociedades y agencias de valores experimentaron un aumento de sus beneficios antes de impuestos del 3,1 % en 2021, con un comportamiento divergente entre las sociedades, cuyo beneficio disminuyó un 14 %, y las agencias, cuyo beneficio se cuadruplicó. En general sigue observándose una tendencia en la que, aunque la actividad de tramitación y ejecución de órdenes continúa reportando las comisiones más significativas, otros servicios cobran más importancia en los modelos de

negocio de las ESI. Entre ellos destacan la colocación y el aseguramiento de emisiones, la gestión de carteras, el asesoramiento en materia de inversión y la comercialización de instituciones de inversión colectiva (IIC).

- El presente informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primero describe los efectos más importantes de la crisis rusa sobre los mercados financieros y, en particular, sobre los mercados de materias primas y energía.
 - El segundo alude al primer informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras publicado de forma separada por la CNMV.
 - El tercer recuadro resume los resultados más importantes de un estudio que ha realizado la CNMV en torno a la práctica conocida como PFOF (*payment for order flow*), que suscita una cierta preocupación desde el punto de vista de la protección del inversor.
 - Finalmente se comenta la nueva circular de la CNMV relacionada con la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

2 Entorno macroeconómico

2.1 Evolución económica

El ejercicio 2021 se caracterizó por una intensa recuperación económica tras la contracción experimentada en 2020 como consecuencia de la crisis del COVID-19. Así, el crecimiento del PIB mundial fue de un 5,9 %², frente a una caída del 3,1 % en 2020. No obstante, la recuperación económica fue heterogénea entre regiones, tanto por el grado en que la crisis afectó a cada economía y las diferencias en los avances del proceso de vacunación, como por la aparición de otros hechos e incertidumbres, entre los que destacaron los problemas en algunas cadenas de suministro, el encarecimiento de los precios de las materias primas y la intensificación de los riesgos geopolíticos. En EE. UU., el crecimiento del PIB en 2021 fue del 5,7 %, frente a la contracción del 3,4 % en 2020. En la zona euro, el avance se situó en el 5,3 % (-6,5 % en 2020) con cierta heterogeneidad entre las distintas economías. En Francia, Italia y España se observó una mayor intensidad en el crecimiento (7,0 %, 6,6 % y 5,1 %, respectivamente) que en Alemania (2,9 %), al recuperarse de caídas también más intensas en 2020 (entre el 8 % y el 10,8 %). El Reino Unido mostró el mayor aumento de las economías avanzadas, al pasar de una contracción del 9,3 % en 2020 a un crecimiento del 7,4 % en 2021.

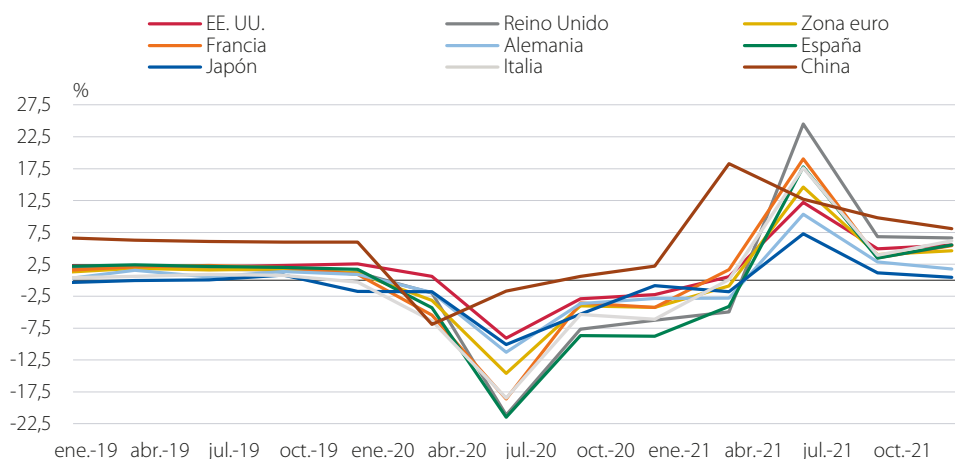
En España, la recuperación del crecimiento en 2021 tras la crisis del COVID-19 fue intensa, con un avance del 5,1 % (-10,8 % en 2020), pero algo inferior a la

2 *World Economic Outlook*, publicado por el FMI en enero de 2022.

esperada al comienzo de aquel ejercicio. El mayor incremento se registró en el segundo trimestre del año (17,8 % en tasa interanual, frente a una caída del 21,5 % el mismo trimestre de 2020) y, posteriormente, el crecimiento del PIB fue menos intenso de lo que se preveía (del 3,5 % y 5,5 % en los últimos trimestres del ejercicio) debido al impacto de distintas circunstancias indicadas anteriormente.

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 demanda nacional contribuyó en 4,7 p.p. al incremento del 5,1 % del PIB en 2021, mientras que el sector exterior lo hizo en 0,5 p.p. Se observó un comportamiento mejor de todos los componentes de la demanda interna, sobre todo en el consumo privado y la formación bruta de capital fijo, con avances del 4,7 % y el 4,3 %, respectivamente, frente a fuertes retrocesos del 12,2 % y del 9,5 % en 2020. El consumo público experimentó una leve desaceleración hasta el 3,1 % (3,3 % en 2020), si bien los avances de los 2 últimos ejercicios son los más altos desde 2009. Por su parte, en el sector exterior se observó un intenso crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones con respecto a los datos del pasado año (las primeras un 14,7 % y las segundas un 13,9 %, frente a caídas del 20,1 % y del 15,2 % en 2020, respectivamente).

Desde el punto de vista de la oferta, se registraron incrementos en la mayoría de los sectores, siendo los más intensos los experimentados por el sector del comercio, transporte y hostelería. Este sector, que experimentó el mayor retroceso en 2020 (25,7 %) a raíz de la crisis del COVID-19 y la consiguiente imposición de restricciones a la movilidad, creció un 14,2 % en 2021 ante la mejora de la situación sanitaria y el levantamiento de gran parte de estas limitaciones. Otros sectores que mostraron un comportamiento significativamente mejor que en el pasado ejercicio fueron el industrial (5,2 %), el de información y comunicaciones (5,1 %), el de Administración pública, sanidad y educación (3,1 %), el de actividades profesionales (4,7 %) y el de actividades artísticas y recreativas (0,4 %).

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,3	2,1	-10,8	5,1
Consumo privado	1,8	0,9	-12,2	4,7
Consumo público	2,3	2,0	3,3	3,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,3	4,5	-9,5	4,3
Construcción	9,5	7,1	-9,6	-2,8
Bienes de equipo y otros	4,7	3,2	-12,9	16,0
Exportaciones	1,7	2,5	-20,1	14,7
Importaciones	3,9	1,2	-15,2	13,9
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,6	0,5	-2,2	0,5
Empleo¹	2,2	2,6	-7,6	6,6
Tasa de paro	15,3	14,1	15,5	14,8
Índice de precios de consumo	1,7	0,7	-0,3	3,1
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	0,8	0,9
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-2,6	-3,1	-10,3	-6,9
Deuda pública (% PIB)	97,5	95,5	120,0	118,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	62,5	60,0	60,8	48,9

Fuente: Refinitiv Datastream, Banco de España e INE.

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

La invasión rusa sobre Ucrania tiene consecuencias negativas para el crecimiento de las diferentes economías, si bien existe una alta incertidumbre sobre la magnitud de su impacto en las sendas de recuperación. Esta invasión ha dado lugar a un fuerte encarecimiento (y volatilidad) de los precios de las materias primas y de la energía (véase recuadro 1), que ha acentuado la tendencia alcista de las tasas de inflación. Al margen de las consecuencias sobre la política monetaria que se comentan a continuación, el contexto que se presenta es de un crecimiento menos intenso, especialmente en aquellas economías más dependientes de las materias primas y de la energía, en aquellas más dependientes de las importaciones (energéticas) rusas y en aquellas que sufran un repunte más intenso de la inflación (véase epígrafe «Perspectivas»).

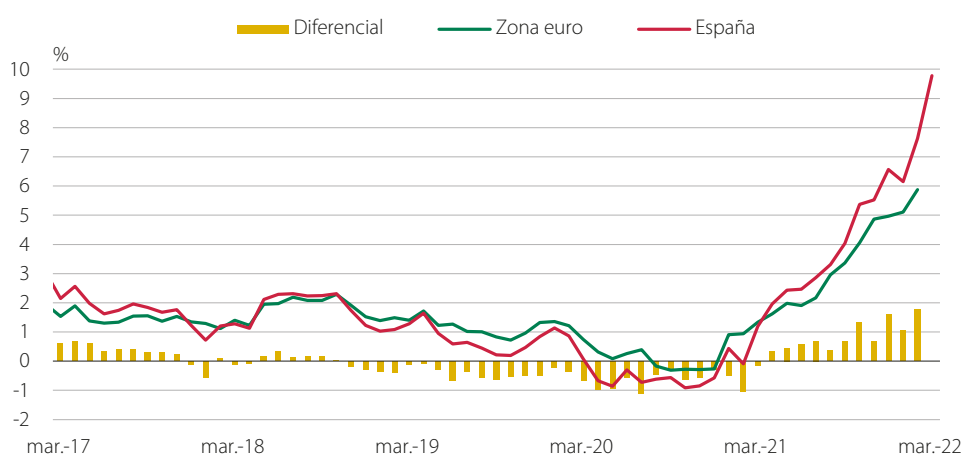
El aumento de la inflación en la mayor parte de las economías durante 2021 originó un cambio de tono en la política monetaria de muchas jurisdicciones, que está en fase más avanzada en el Reino Unido y en EE. UU. Durante la crisis del COVID-19, la mayoría de los bancos centrales puso en marcha numerosos estímulos monetarios para tratar de paliar sus efectos en la economía. El repunte de la inflación, originado en un primer momento por el encarecimiento de la energía, prosiguió en los primeros meses de 2022 al verse exacerbado por la invasión rusa sobre Ucrania, lo que ha dado lugar a una aceleración en el ritmo de retirada de estos estímulos.

La tasa de inflación en España también siguió una notable tendencia alcista durante 2021, sobre todo impulsada por el precio de la energía, que ha continuado en el primer trimestre de 2022. Así, la inflación creció desde el 0,5 % en enero de 2021 hasta el 6,6 % a finales de ese mismo año y el 9,8 % en marzo de 2022. La tasa

subyacente (IPSEBENE), que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, también siguió una senda alcista en 2021, aunque de menor intensidad. El aumento de esta tasa, que se situó en marzo de este año en el 3,4 % (2,1 % en diciembre de 2021 y 0,1 % en 2020), refleja cómo el aumento de los precios, originalmente observado en los productos energéticos, se está extendiendo de forma progresiva a otros bienes y servicios de la cesta de consumo. Por su parte, la inflación en la zona euro fue inferior a la de España durante la mayor parte de 2021 (excepto en el primer trimestre), alcanzando el diferencial más alto en diciembre (1,3 p.p.). En 2022 esta diferencia volvió a ampliarse hasta 1,8 p.p. en febrero.

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

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta febrero para la zona euro y hasta marzo para España.

El cambio en el tono de la política monetaria ya comentado dio lugar a una subida de tipos de interés en EE. UU. en marzo, de 25 p.b., hasta la horquilla del 0,25-0,50 %. Esta es la primera subida que se decide desde 2018 y su objeto principal es el de paliar el repunte de la inflación (8,6 % en marzo). Los propios miembros del Comité de Mercado Abierto vaticinan 6 subidas de tipos de interés más durante el año, hasta situarlo entre el 1,75 % y el 2,0 %. Además, la autoridad monetaria finalizó a principios de marzo su plan de compra de bonos y anunció que podría comenzar el proceso de reducción de su balance en sus próximas reuniones³.

En la misma línea, el Banco de Inglaterra también incrementó los tipos de interés oficiales. El banco central, que ya había subido sus tipos en diciembre del pasado ejercicio y en febrero del actual, volvió a hacerlo por tercera vez en su reunión de marzo, 25 p.b. hasta el 0,75 % (véase gráfico 2). Además, también acordó reducir el saldo de activos en balance de bonos del Gobierno y de bonos corporativos, dejando de reinvertir los activos que venzan.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) decidió acelerar la reducción de estímulos monetarios en 2022, pero no ha incrementado sus tipos de interés oficiales. En su última reunión de marzo no hizo cambios en ellos, manteniendo el de

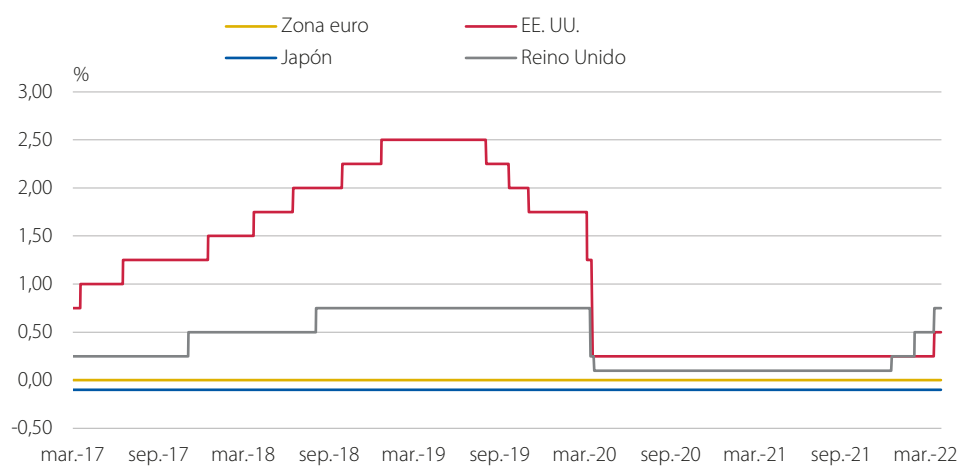
3 En marzo el balance de la Reserva Federal era de casi 9 billones de dólares.

las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 %, respectivamente. No obstante, su programa de compras de emergencia por la pandemia⁴ (PEPP, por sus siglas en inglés) finalizó en marzo y redujo su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el segundo trimestre, de 120.000 millones a 90.000 millones de euros⁵.

El giro en la política monetaria de la mayoría de las regiones observadas dio lugar a incrementos generalizados en sus tipos de interés a corto plazo, más intensos en EE. UU. y en el Reino Unido. En estas economías, los tipos de interés a 3 meses aumentaron 76 p.b. y 77 p.b. en el primer trimestre de 2022, impulsados por las subidas de tipos en ambas regiones. Por su parte, la variación en los tipos de interés a corto plazo en la zona euro y Japón con respecto a finales de año fue más ligera, de 11 p.b. y 8 p.b., hasta el -0,46 % y el -0,0 %, respectivamente, a finales de marzo.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 3



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

El impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las infraestructuras de compensación en Europa

RECUADRO 1

Este recuadro aborda, de manera particular, las consecuencias del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sobre los mercados de materias primas (energéticas y no energéticas) y, relacionado con ello, el impacto sobre las infraestructuras de compensación y liquidación de los mercados financieros, que son una pieza esencial para su buen funcionamiento.

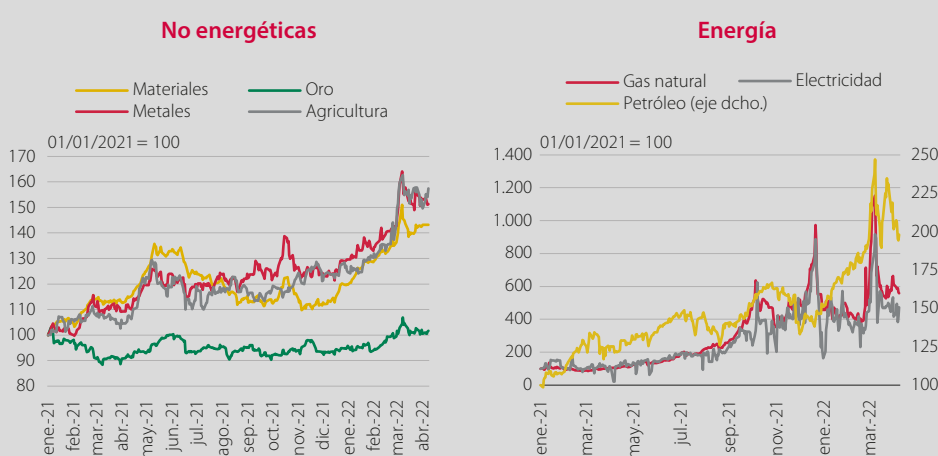
4 El PEPP está dotado con 1,85 billones de euros, tras la ampliación de este en la reunión del BCE de diciembre, con un plazo de finalización hasta marzo de 2022 y la reinversión del vencimiento de los bonos del programa hasta al menos el final de 2023.

5 Las compras netas mensuales en el marco del APP tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio.

El encarecimiento de las materias primas, particularmente energéticas, forma parte de un proceso que comenzó en 2021, a consecuencia de algunas rigideces desarrolladas en el contexto de la crisis del COVID-19. Como se observa en los paneles del gráfico R1.1, la intensificación de las tensiones entre Rusia y Ucrania en las primeras semanas de este año y el inicio del conflicto no hicieron más que acentuar esta tendencia, que llevó los precios de estos productos a máximos históricos en la semana del 7 de marzo. En esa semana, los precios de las materias primas eran entre 2,5 veces (petróleo) y 11 veces (gas natural) más altos que los registrados a principios de 2021. Desde entonces, los precios han evolucionado a la baja, si bien continúan muy por encima de los niveles de meses anteriores, siendo esta evolución determinante en el notable incremento de la volatilidad.

Precio de las materias primas

GRÁFICO R1.1



Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

El repunte de los precios y de la volatilidad en los mercados de materias primas, junto con otros elementos derivados de la guerra, como la implementación del régimen de sanciones y el aumento de la probabilidad de ciberataques, han incrementado los riesgos de mercado, de crédito y operacional de las entidades de contrapartida central (ECC) que operan con productos de energía tanto en la Unión Europea como en el Reino Unido. Las cámaras de compensación han adaptado sus sistemas de gestión de riesgos incrementando su monitorización de la actividad en el mercado y los denominados *margin calls*, cuyo tamaño y frecuencia ha aumentado como consecuencia directa de la alta volatilidad en el mercado. También se han recalibrado al alza los parámetros de los que depende la garantía de posición o margen inicial.

Los resultados de esta monitorización han puesto de manifiesto que los miembros de las cámaras han podido gestionar de forma satisfactoria el aumento de los márgenes requeridos. Sin embargo, se han identificado problemas de liquidez por parte de algunos clientes no financieros de los miembros de las cámaras (básicamente, intermediarios de energía), que han tenido que recurrir a fuentes alternativas de financiación. Por otra parte, el impacto de la exclusión de algunos bancos rusos del sistema SWIFT ha sido despreciable en las cámaras. Finalmente, se ha observado que la exposición a clientes o activos rusos es muy limitada, de manera que la ejecución de las sanciones no ha tenido un impacto relevante en las cámaras. La

incidencia más reseñable en este ámbito se ha producido en el Reino Unido, donde una ECC tuvo que suspender la compensación de los derivados relacionados con el níquel en paralelo con la suspensión de la negociación de estos productos (en LME).

La cámara de contrapartida española (BME Clearing) ha mostrado patrones similares a los observados en el resto de las ECC de la Unión Europea. La cámara, que había adoptado medidas especiales de control de riesgos en el segmento de la energía desde finales de 2021, activó mecanismos de control adicionales tras la escalada de tensión entre Rusia y Ucrania. Entre las medidas más importantes adoptadas destacan:

- El significativo aumento del tamaño del fondo de garantía frente a incumplimientos en el segmento de la energía.
- La celebración de reuniones extraordinarias del Comité de Riesgos para la actualización de los parámetros de garantía.
- La elaboración de pruebas de sensibilidad en el segmento de la energía testando escenarios hipotéticos, más adversos que los actuales.

Con el fin de mitigar el riesgo de cobertura del *default fund*, la cámara ha realizado peticiones de garantía intradiarias a partir del cálculo del riesgo en estrés. Las garantías intradiarias exigidas a los miembros activos en el segmento de la energía han tenido importes significativos, pero se han atendido sin incidencias. La CNMV, dentro de su labor de supervisión, mantiene un seguimiento estrecho de la actividad de la cámara y valora positivamente sus iniciativas, sobre las que ha realizado algunas recomendaciones adicionales ya incorporadas, por ejemplo, en lo que respecta al diseño de los escenarios hipotéticos en las pruebas de sensibilidad, para las que se recomienda una calibración más ajustada.

La evolución de diferentes indicadores del mercado laboral español daba cuenta de la intensidad de la recuperación de la economía en 2021. Así, por ejemplo, el empleo creció un 7,2 % en 2021, en línea con el incremento de la actividad económica y tras la fuerte caída experimentada en 2020 (7,6 %). De igual forma, la tasa de paro se redujo del 16,1 % a finales de 2020 al 13,3 % en diciembre de 2021 (14,8 % de media anual frente a un 15,5 % en el ejercicio anterior⁶).

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 6,87 % del PIB en el ejercicio de 2021 (10,27 % del PIB en 2020⁷). Esta disminución superior a 3 p.p. de PIB, la más elevada desde 2013, se explica por un incremento de los ingresos públicos (13,2 %) superior al menor incremento de los gastos. La Administración

6 Los datos de los primeros meses de 2022 señalan que esta tendencia continuó: en el mes de marzo el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) descendió en 840.877 personas respecto al mismo mes de 2021, hasta situarse en 3.108.763. Además, el número total de contratos registrados durante marzo se incrementó un 19,1 % con respecto a marzo del pasado año. El 30,7 % de esa contratación fue indefinida, la mayor cifra registrada.

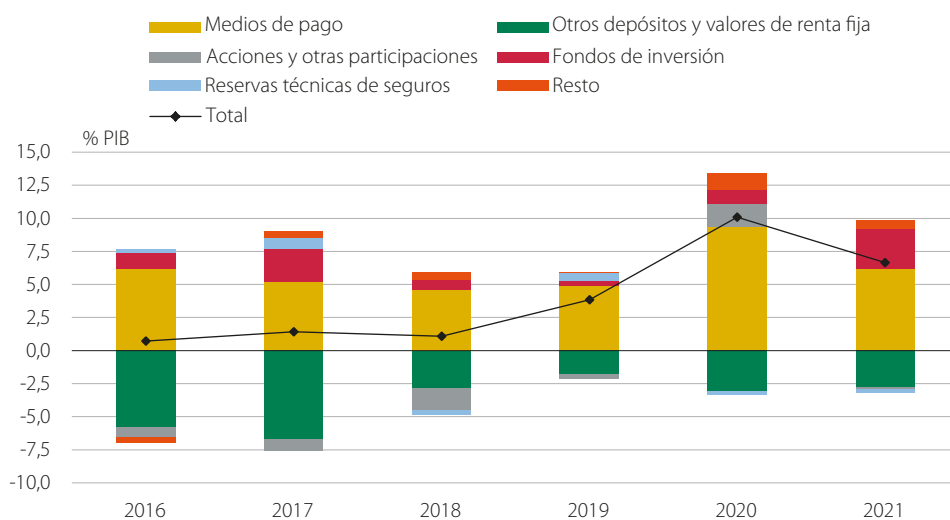
7 Estos datos incluyen la ayuda financiera. Excluyendo esta ayuda, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situaría en el 6,76 % del PIB en 2021, frente al 10,08 % registrado en 2020.

central, que sigue asumiendo la mayor parte del coste de la crisis, continúa presentando un déficit elevado, aunque este disminuyó del 7,7 % del PIB en 2020 al 6,09 % en 2021⁸. Por su parte, las comunidades autónomas también mejoraron sus cifras con respecto a 2020, sobre todo gracias a las transferencias recibidas del Estado, registrando un déficit del 0,03 % del PIB (0,22 % en el anterior ejercicio), así como la seguridad social, que, como consecuencia del aumento de las cotizaciones sociales, lo redujo un 58 %, hasta el 1,02 %. Mientras, la Administración local presentó un superávit del 0,27 % del PIB en 2021 (0,26 % en 2020). En paralelo con la disminución del déficit, el nivel de deuda pública se redujo con respecto a las cifras de finales de 2020, desde el 120 % del PIB al 118,4 % en 2021.

A diferencia de lo ocurrido en 2020, la reactivación económica experimentada en 2021 y la apertura de actividades para los hogares dieron lugar a una disminución de la tasa de ahorro de estos hasta el 11,4 % de su renta disponible (14,9 % en 2020). La tasa de ahorro media de los hogares de la zona euro también disminuyó en 2021 pero siguió en niveles más altos que la de los hogares españoles, pues en el tercer trimestre de 2021 se situaba en el 18,5 % de la renta bruta disponible (RBD). Por su parte, la ratio de endeudamiento de los hogares se redujo ligeramente tras el aumento experimentado en 2020 hasta el 102,4 % sobre su RBD, situándose a finales de 2021 en el 101,6 %. La riqueza de los hogares se incrementó del 985 % de la RBD en 2020 al 1.033 % en 2021 debido al aumento tanto de la riqueza en activos financieros como en inmobiliarios.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 4



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

Las adquisiciones netas de activos financieros de los hogares disminuyeron durante 2021, en línea con la moderación de su ahorro. Así, se situaron en diciembre de 2021 en el 6,6 % del PIB, frente al 10,1 % que representaron en 2020. Por clase de activo, la inversión en medios de pago continuó siendo la más cuantiosa, aunque su

8 El déficit de la Administración central excluyendo la ayuda financiera se sitúa en 2021 en el 5,99 % del PIB (7,51 % en 2020).

importe se redujo respecto a 2020 (6,2 % del PIB frente al 9,4 % en 2020). Se observó una ligera desinversión en acciones (0,2 % del PIB), que contrasta con la inversión observada en estos activos en 2020, en el contexto de la pandemia (1,7 % del PIB). De la misma forma, se apreció también una desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue similar a la del ejercicio anterior (2,8 % del PIB frente al 3,0 % en 2020). Finalmente, los hogares aumentaron su participación en fondos de inversión en un 3,0 % del PIB (1,0 % en 2020), siguiendo la tendencia iniciada en 2012⁹.

La recuperación de la actividad económica en 2021 se tradujo en un fuerte aumento de los resultados de las empresas cotizadas españolas no financieras. Estos resultados pasaron de mostrar pérdidas de 100 millones de euros en conjunto en 2020, derivadas de la crisis asociada a la pandemia, a unos beneficios superiores a 31.280 millones en 2021 (véase cuadro 2). En términos absolutos, los mayores incrementos se produjeron en el sector del comercio y los servicios, cuyas compañías pasaron de experimentar unas pérdidas de 6.777 millones de euros en 2020 a unos beneficios de 7.818 millones en 2021. También destacó el avance de los beneficios de las compañías energéticas, que quedaron cerca de 11.469 millones de euros, un 37 % de los beneficios totales. Los beneficios de las compañías del sector de la construcción e inmobiliario se situaron cerca de 7.000 millones de euros, 5,4 veces más que en 2020, y los de las compañías industriales quedaron ligeramente por encima de 5.000 millones, 2,6 veces más que en 2020. Se observó una mejora generalizada de los resultados, pues cerca del 80 % de las compañías obtuvo un resultado mejor que el año previo, en algunos casos de un importe muy elevado¹⁰. A pesar de esta significativa mejora de la cuenta de resultados de las entidades, cabe destacar que casi el 25 % de las compañías presentaba un resultado del ejercicio negativo en el conjunto de 2021.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 2

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Energía	7.629	17.595	5.301	16.397	3.406	11.469
Industria	3.271	7.572	2.672	6.800	1.972	5.041
Comercio y servicios	-4.037	11.986	-7.438	8.853	-6.777	7.818
Construcción e inmobiliario	3.352	5.854	1.603	3.935	1.296	6.955
Total agregado	10.216	43.007	2.138	35.984	-101	31.284

Fuente: CNMV.

El nivel de deudas de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 264.834 millones de euros en 2021, un 6,2 % más que en 2020. El mayor incremento de las deudas, tanto en términos absolutos como relativos, se observó en las empresas de

9 Para un mayor detalle sobre la composición de los flujos de inversión en fondos de inversión, véase el epígrafe 4.1.

10 Las siguientes compañías presentaron una mejora del resultado del ejercicio superior a 1.000 millones de euros: Telefónica, Repsol, IAG, Inditex y Naturgy.

la energía, con un avance del 8,4 %, hasta 95.887 millones (el 36 % del total). En el resto de los sectores el incremento de las deudas osciló entre el 4,6 % (comercio y servicios) y el 6,6 % (industria). A pesar del aumento en el nivel de las deudas, el indicador de apalancamiento —medido como el cociente entre las deudas y el patrimonio— presentó descensos de distinta intensidad entre sectores, pues el patrimonio de las compañías se incrementó en una proporción mayor. Para el conjunto de las compañías cotizadas no financieras el indicador de apalancamiento se situó en 1,0 en 2021, por debajo del 1,11 en 2020. También mejoraron de forma ostensible los indicadores de cobertura de la deuda como consecuencia de la notable mejora de los márgenes de las compañías (véase cuadro 3).

Endeudamiento: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros

	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Energía	88.495,1	95.887,4	0,91	0,90	11,60	5,45
Industria	23.499,9	25.043,9	0,55	0,54	7,18	3,31
Comercio y servicios	91.291,9	95.497,6	1,83	1,41	-	7,97
Construcción e inmobiliario	46.160,8	48.405,5	1,32	1,09	13,77	8,27
Total agregado	249.447,6	264.834,4	1,11	1,00	24,42	6,16

Fuente: CNMV.

La CNMV publica el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras

RECUADRO 2

La CNMV publicó el pasado 28 de febrero el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras, que por primera vez se publica de forma separada y que se puede consultar en el siguiente enlace: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/EINF_2020.pdf.

El documento describe la labor de supervisión realizada por el organismo en relación con los estados de información no financiera (en adelante EINF), del ejercicio 2020, publicados por los emisores de valores negociados en mercados regulados de la Unión Europea, señala buenas y malas prácticas que pueden ser útiles para mejorar la calidad de los EINF e incluye determinadas áreas prioritarias a efectos de la supervisión que la CNMV llevará a cabo sobre los EINF del ejercicio 2021.

En cuanto al número de EINF recibidos, cabe indicar que, de los 145 emisores, 43 tenían que incluir el EINF en su informe de gestión individual, y 96 en el consolidado (30 % y 71 % del total, respectivamente).

Respecto del informe de verificación del EINF, se puede señalar que ningún emisor ha tenido salvedades en dicha verificación (dos en 2019), siendo la primera vez que esto sucede desde la entrada en vigor de la obligatoriedad de este

informe a través de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre. Sin embargo, gran parte de los verificadores limitaron exclusivamente la verificación a la información exigida por la Ley 11/2018. La CNMV resalta en este ámbito la importancia de que la información verificada, así como la no verificada, se encuentren perfectamente identificadas y considera recomendable que la verificación se extienda a la totalidad del contenido del EINF.

La labor supervisora de la CNMV sobre el EINF sigue un enfoque similar al de la información financiera: formal, acerca del cumplimiento de los requisitos de presentación y otros aspectos concretos (10 empresas), y sustantiva, sobre un número específico de sociedades, centrada principalmente en las prioridades de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la CNMV, así como en aquellos otros aspectos materiales de cada entidad (10 empresas).

En relación con la revisión formal, se enviaron distintas recomendaciones a 14 emisores y se requirió a 3 entidades por: la localización del EINF, los marcos utilizados y las tablas de contenidos.

Respecto de la revisión sustantiva, se hicieron recomendaciones a 16 emisores y se requirió a 14 entidades, fundamentalmente en relación con los siguientes aspectos: i) la consideración de la doble materialidad; ii) el desglose de su definición de creación de valor, y cómo el modelo de negocio impacta y es impactado por las cuestiones no financieras; iii) la metodología y los conceptos considerados para el cálculo de la brecha salarial, la explicación de los datos, la evolución y las medidas implantadas; iv) los impactos del COVID-19; v) la descripción de los principales riesgos relativos a cuestiones medioambientales y el cambio climático, las metas de reducción de gases de efecto invernadero (GEI) y el cálculo de indicadores clave de rendimiento (KPI), y vi) las exclusiones del perímetro considerado.

En la mayoría de los casos, las explicaciones aportadas por el emisor, en respuesta al requerimiento de la CNMV, completaban adecuadamente los desgloses requeridos por la ley, o los recomendados por ESMA y la CNMV en sus prioridades para el EINF del ejercicio 2020. No obstante, se considera que existe margen de mejora en algunos aspectos, como los siguientes:

- *Modelo de negocio y creación de valor:* La CNMV considera que se trata de un tema relevante para contextualizar el resto del EINF. Las entidades deben seguir mejorando sus desgloses, que han de ser más claros y concretos: se trata de indicar qué hace una entidad para crear valor, cómo lo hace y por qué, y el rol que tienen las distintas partes interesadas (*stakeholders*) en dicho proceso de creación de valor.
- *Doble materialidad:* Se ha observado que los desgloses están más enfocados en la perspectiva de *dentro afuera*, o materialidad social y medioambiental, y que algunas entidades indican que su objetivo principal es facilitar información a sus principales grupos de interés para que puedan comprender el impacto de su actividad respecto a las cuestiones no financieras. Se recuerda a los emisores que se deben ampliar también los desgloses a la perspectiva

de *fuera adentro*, o materialidad financiera, para efectuar y publicar un análisis completo de la materialidad; por ejemplo, el impacto de los precios del carbono y las políticas asociadas al cambio climático para las empresas pertenecientes a sectores intensivos en carbono.

- *Riesgos relacionados con el cambio climático y otras cuestiones medioambientales*: La práctica totalidad de las sociedades sujetas a revisión sustantiva facilita al menos el alcance 1 de las emisiones de GEI, un 90 % facilita las de alcance 2 y un 55 % las de alcance 3. Sin embargo, de las que facilitan las de alcance 3, menos de la mitad indica que dicho alcance incluye las emisiones indirectas por el uso de los bienes y servicios de la entidad por parte de sus clientes. Se considera necesario, en función de su materialidad, dar más detalles del alcance y de la metodología y los *inputs* utilizados, segmentando además las emisiones por áreas geográficas y líneas de actividad.
- *Cuestiones sociales y relativas al personal*: En este punto sería deseable una mayor segmentación de la brecha salarial, y que se facilite, al menos, por categoría profesional y país, ya que, si se desglosa de forma agregada por compañía o grupo, en ocasiones podría inducir a interpretaciones erróneas o no cumplir con el objetivo de promover la diversidad y eliminar el sesgo de género. La CNMV resalta la importancia de que se faciliten datos comparativos, una explicación de la evolución de la brecha salarial y, cuando sea relevante, una descripción de los planes y medidas para reducirla.
- *Características y presentación del EINF*: Se considera una buena práctica incluir un apartado con las bases de preparación del EINF, indicando el marco aplicado, el perímetro, las novedades respecto a periodos anteriores y otras observaciones que ayuden a comprender mejor el informe. En relación con las políticas, los emisores deberían dar más detalle, indicando si están formalizadas y los órganos involucrados en su aprobación, incluido el consejo y las comisiones especializadas.
- *Indicadores clave de rendimiento (KPI)*: A pesar de las recomendaciones realizadas en los últimos años, la información de los KPI continúa siendo un área que debería mejorar. En algunos casos sigue sin aportarse información comparativa sobre los KPI. Esto debería limitarse a casos muy particulares y deberían explicarse los motivos. También sigue siendo habitual que falten explicaciones cualitativas que acompañen los KPI relativos a las diversas cuestiones.

Plan de supervisión de los EINF de 2021: ESMA publicó, en octubre de 2021, las prioridades comunes de supervisión para los EINF del ejercicio 2021, las cuales se refieren a: los impactos derivados del COVID-19, cuestiones relacionadas con el cambio climático y desgloses relativos a la taxonomía europea sobre actividades económicas sostenibles. Adicionalmente, la CNMV ha decidido incluir como prioridades en su revisión del EINF: i) un análisis más detallado de los desgloses relativos a la huella de carbono, ii) un análisis del perímetro del EINF, iii) una evaluación de los desgloses relativos a la participación de la entidad y sus partes interesadas en la cadena de valor y iv) un análisis de la coherencia entre los estados financieros y el EINF.

2.2 Perspectivas

Las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI¹¹ han rebajado las expectativas de crecimiento mundial cerca de 1 p.p. como consecuencia de la intensificación del repunte de la inflación en la mayor parte de las economías y de las consecuencias derivadas de la guerra entre Rusia y Ucrania. Así, la institución prevé que el PIB mundial avance este año un 3,6 %, frente al 4,4 % estimado en enero. El avance esperado para las economías avanzadas es del 3,3 % (3,9 % en enero) y para las emergentes es del 3,8 % (4,8 % en enero). En EE. UU. la rebaja estaría asociada más bien al repunte de la inflación, que es más severo y generalizado que en Europa, mientras que en esta última región la ralentización se explica en mayor medida por la exposición al conflicto entre Rusia y Ucrania y la aplicación del régimen de sanciones adoptado. Destacan las rebajas del crecimiento esperado en Alemania e Italia (de 1,7 p.p. y 1,5 p.p. respectivamente), que son los países más dependientes de las importaciones energéticas rusas.

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2018	2019	2020	2021	FMI ¹	
					2022	2023
Mundial	3,6	2,8	-3,1	6,1	3,6 (-0,8)	3,6 (-0,2)
EE. UU.	2,9	2,2	-3,4	5,7	3,7 (-0,3)	2,3 (-0,3)
Zona euro	1,9	1,3	-6,4	5,3	2,8 (-1,1)	2,3 (-0,2)
Alemania	1,5	0,6	-4,6	2,8	2,1 (-1,7)	2,7 (0,2)
Francia	1,8	1,5	-8,0	7,0	2,9 (-0,6)	1,4 (-0,4)
Italia	0,8	0,3	-9,0	6,6	2,3 (-1,5)	1,7 (-0,5)
España	2,4	2,0	-10,8	5,1	4,8 (-1,0)	3,3 (-0,5)
Reino Unido	1,3	1,4	-9,3	7,4	3,7 (-1,0)	1,2 (-1,1)
Japón	0,3	0,7	-4,5	1,6	2,4 (-0,9)	2,3 (0,5)
Emergentes	4,5	3,7	-2,0	6,8	3,8 (-1,0)	4,4 (-0,3)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2022 respecto a enero de 2022).

En España, el crecimiento del PIB podría situarse este año entre el 4,5 % (Banco de España¹²) y el 4,8 % (FMI), estimaciones que son, en ambos casos, 1 punto inferiores a las previas. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, aproximadamente un tercio de la rebaja del crecimiento respondería a la energía y la dinámica de la inflación, otro tercio a factores relacionados con la confianza y la incertidumbre de los agentes, y un último tercio a factores financieros y a otros elementos. La tasa de inflación se situaría en el 7,5 %, según el Banco de España —casi

11 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

12 https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/notas/Briefing_notas/proyecciones-macroeconomicas-de-la-economia-espanola--2022-2024-.html

el doble del pronóstico previo— y un 5,3 % según el FMI, y la tasa de paro se reduciría hasta el 13,5 %, frente al 14,2 %, según el Banco de España. El crecimiento del PIB de los años posteriores seguiría desacelerándose hacia tasas cercanas al 2,5 % en 2024, con una moderación progresiva de la inflación, que el FMI estima hasta el 1,3 % en 2023.

El grado de incertidumbre que rodea estos pronósticos es muy elevado, debido, sobre todo, a la intensidad y duración del repunte de los precios, que de momento ha ido mucho más allá de lo que se esperaba hace unos meses, y de la duración de la guerra entre Rusia y Ucrania. El calendario que marquen los bancos centrales en relación con el giro de la política monetaria será otro factor decisivo en la evolución de la actividad durante los próximos meses. En el plano nacional, existen factores positivos, como la recuperación del turismo y sus servicios asociados en un contexto de retirada de restricciones relacionadas con la pandemia, pero siguen existiendo elementos de vulnerabilidad, como aquellos asociados a la necesidad de consolidar las finanzas del sector público, en particular, del nivel de endeudamiento.

3 La evolución de los mercados de valores

Si bien el indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹³ se encuentra actualmente en niveles moderados, este mostró un aumento sustancial y progresivo desde enero hasta principios de marzo, situándose en 0,46, cerca del umbral que separa el riesgo medio del alto (0,49). De esta forma, el indicador pasó de 0,23 a 0,46 en poco más de 2 meses como consecuencia de las incertidumbres existentes a nivel global, especialmente las relacionadas con las elevadas tasas de inflación y, sobre todo, las derivadas de la invasión rusa sobre Ucrania. Estos elementos provocaron un incremento generalizado de los indicadores de volatilidad, que tuvo su reflejo en el nivel de estrés del sistema financiero. El hecho de no haber alcanzado un nivel de riesgo alto, como en otras crisis anteriores, estaría relacionado no solo con los valores más bajos registrados por los indicadores de cada segmento del sistema, sino también con su correlación, que se ha mantenido durante este episodio en valores medio-altos, situándose notablemente por debajo de la observada en otros episodios de turbulencias. A partir de mediados de marzo, el descenso de los indicadores de volatilidad, especialmente en los mercados de renta variable, dio

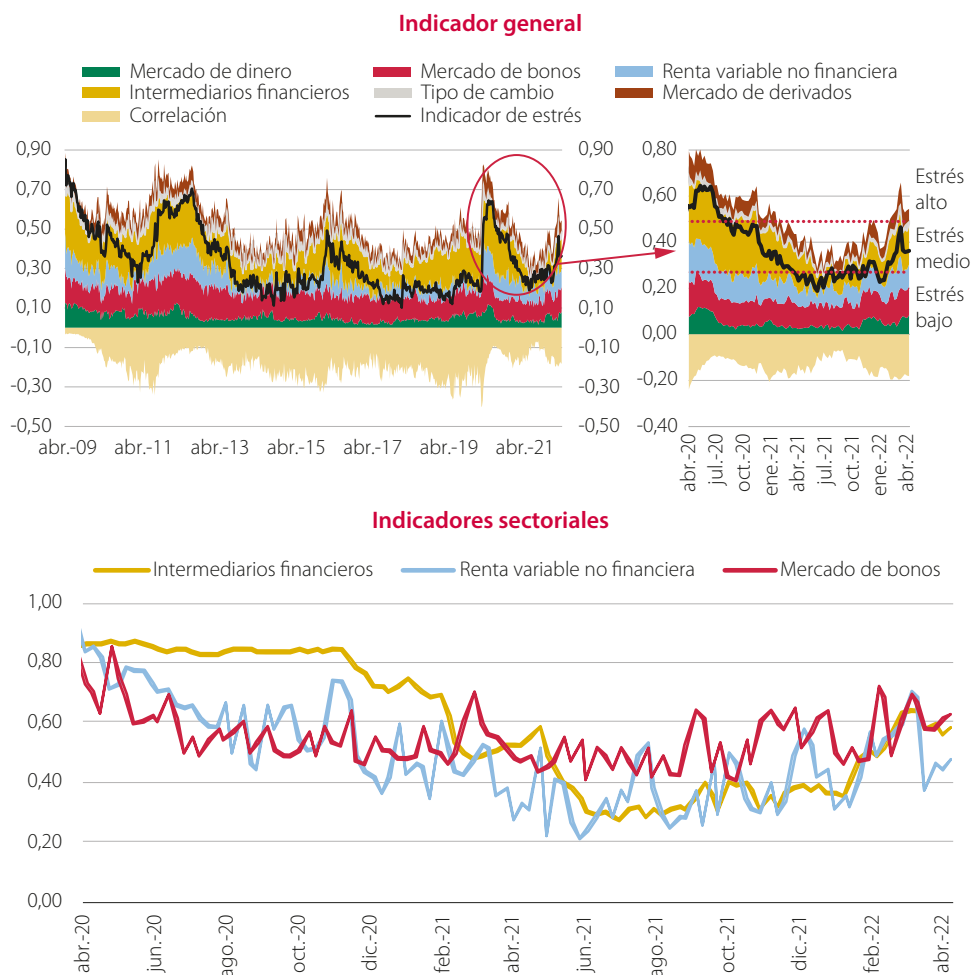
13 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en 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).

lugar a una bajada del indicador de estrés, que se ha mantenido estable alrededor de 0,36 hasta la fecha de cierre de este informe¹⁴ (véase gráfico 5).

A principios de abril, los niveles de estrés más altos se registraban en los segmentos de renta fija e intermediarios financieros, seguidos por el mercado de derivados. Así, el estrés en el mercado de renta fija se situaba por encima de 0,60, condicionado, sobre todo, por la tendencia alcista de los tipos de interés del bono soberano. En el caso del mercado de intermediarios financieros, la elevada volatilidad de las cotizaciones dio lugar a niveles de estrés en este segmento algo inferiores a 0,60 y en el mercado de derivados (0,51), el mayor nivel de estrés se originaba por la volatilidad del precio del petróleo. Cabe mencionar que este último segmento fue el que registró los mayores niveles de estrés durante el trimestre, llegando a alcanzar una cifra de 0,88 a principios de marzo. El mercado de renta variable, por su parte, se situaba a principios de abril en un nivel de estrés medio-alto (0,48).

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

14 Este indicador tiene una frecuencia semanal. El último dato que se presenta en este informe corresponde al 8 de abril.

3.1 Los mercados bursátiles

Los principales mercados internacionales, que habían finalizado 2021 con importantes revalorizaciones y habían dejado atrás los efectos de la pandemia, comenzaron 2022 con retrocesos destacados ante la perspectiva de un cambio de ciclo de los tipos de interés, a la que se unieron los efectos del estallido de la guerra en Ucrania. Aun así, las caídas se fueron moderando en la última parte del mes de marzo por las perspectivas de que se pueda alcanzar algún tipo de acuerdo que consiga encauzar el conflicto bélico y que el alza de los precios de la energía se pueda moderar¹⁵. En este escenario, los mercados siguen muy atentos a la evolución de la guerra y al coste de la energía y de las materias primas, lo que reducirá las expectativas de crecimiento para el ejercicio, en paralelo con recortes de los beneficios empresariales en los próximos meses.

Precios y rentabilidades

Por jurisdicciones, casi todos los índices de los grandes mercados internacionales presentaron caídas durante el primer trimestre, con la excepción del FTSE 100 británico y algunos índices latinoamericanos como el brasileño Bovespa, que además vinieron acompañadas de incrementos en los niveles de volatilidad.

Aunque en un primer momento los retrocesos en los índices estadounidenses fueron mayores que en los europeos, el estallido de la guerra invirtió esta tendencia. La mayor caída de los índices estadounidenses en las primeras semanas del año se explica por la perspectiva de que el proceso de endurecimiento de la política monetaria iba a ser más rápido en EE. UU. que en Europa, como ya ha demostrado la primera subida de tipos de la Reserva Federal. Sin embargo, el estallido de la guerra de Ucrania invirtió esta tendencia, puesto que el impacto económico de los efectos derivados de este conflicto se espera más intenso en Europa, al contar con menores recursos energéticos y ser más dependiente de las importaciones de energía de Rusia. En EE. UU. los índices bursátiles presentaron caídas que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,1 % del tecnológico Nasdaq¹⁶ (4,9 % en el S&P 500), mientras que en la zona euro los retrocesos oscilaron entre el 9,3 % del Dax alemán (9,2 % en el Eurostoxx 50) y el 3,1 % del Ibex 35¹⁷. El índice británico FTSE 100 se revalorizó un 1,8 %, mientras que los japoneses Nikkei 225 y Topix retrocedieron un 3,4 % y 2,3 %, respectivamente.

15 El Gobierno de EE. UU. ordenó a finales de marzo liberar 1 millón de barriles de petróleo diarios de sus reservas estratégicas durante los próximos 6 meses para frenar su subida de precios.

16 El índice tecnológico Nasdaq es más sensible en sus valoraciones a las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, así como a las proyecciones de crecimiento de los negocios, que se han moderado una vez que la situación provocada por la pandemia se ha normalizado.

17 A nivel europeo destacó el comportamiento positivo del índice portugués PSI 20, que acumuló una revalorización del 8,3 %.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 5

%	2018	2019	2020	2021	II 21	III 21	IV 21	I 22
Mundo								
MSCI World	-10,4	25,2	14,1	20,1	7,3	-0,4	7,5	-5,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21,0	3,7	-0,4	6,2	-9,2
Euronext 100	-11,2	24,9	-3,6	23,4	5,8	0,9	6,7	-6,7
Dax 30	-18,3	25,5	3,5	15,8	3,5	-1,7	4,1	-9,3
Cac 40	-11,0	26,4	-7,1	28,9	7,3	0,2	9,7	-6,9
Mib 30	-16,1	28,3	-5,4	23,0	1,8	2,3	6,5	-8,5
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9	2,8	-0,3	-0,9	-3,1
Reino Unido								
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3	4,8	0,7	4,2	1,8
EE. UU.								
Dow Jones	-5,6	22,3	7,2	18,7	4,6	-1,9	7,4	-4,6
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9	8,2	0,2	10,6	-4,9
Nasdaq-Composite	-3,9	35,2	43,6	21,4	9,5	-0,4	8,3	-9,1
Japón								
Nikkei 225	-12,1	18,2	16,0	4,9	-1,3	2,3	-2,2	-3,4
Topix	-17,8	15,2	4,8	10,4	-0,5	4,5	-1,9	-2,3

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Entre los índices bursátiles de las economías emergentes, el comportamiento fue más heterogéneo. Destacó la revalorización de los principales índices de las economías latinoamericanas¹⁸ y las caídas de gran parte de los de las economías asiáticas¹⁹, con un retroceso del 10,6 % del índice chino Shanghai Composite. En Rusia, la bolsa permaneció cerrada casi 1 mes debido a la inestabilidad económica provocada por la guerra y su principal índice se desplomó un 36 % en el primer trimestre.

Los mercados de renta variable españoles, que habían finalizado la última parte del año 2021 con leves retrocesos en las cotizaciones, iniciaron el ejercicio con nuevos descensos, siguiendo la estela de los principales mercados internacionales. Aun así, el balance trimestral fue menos desfavorable que en otros índices, pues las caídas se fueron reduciendo a lo largo del mes de marzo por la menor exposición de las empresas y entidades financieras españolas al área del conflicto y la menor dependencia de la economía española de las importaciones energéticas procedentes de Rusia.

En España, el Ibex 35, que se había revalorizado un 7,9 % en 2021, finalizó el primer trimestre de este año con una caída del 3,1 %, lo que supone encadenar 3 trimestres de retrocesos, pero también presentar el mejor comportamiento de los

18 Las alzas oscilaron entre el 6,1 % y el 18,2 % de los índices de México y de Perú. Únicamente retrocedió un 12,3 % el IBC de Venezuela.

19 Los principales índices de los mercados de Corea del Sur, Hong Kong y Taiwán retrocedieron un 7,4 %, un 6 % y un 2,9 %, respectivamente, mientras que el de Singapur avanzó un 9,1 %.

grandes índices europeos junto con el británico FTSE 100²⁰. El Ibex 35 se situó en 8.445 puntos al cierre de marzo, niveles todavía inferiores a los existentes antes del estallido de la pandemia. El comportamiento del índice fue mejor que el de las compañías de mediana capitalización, que presentaron caídas mayores (-5,9 %), pero notablemente peor que el de las compañías más pequeñas, que consiguieron mostrar un comportamiento positivo (3,1 %) gracias a la revalorización de las empresas de energías renovables. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, experimentaron importantes revalorizaciones (32,7 % y 26,2 %, respectivamente) gracias al avance de los principales mercados de valores²¹ y divisas latinoamericanas²², que se ven favorecidos por el alza de precios de las materias primas.

La mayor parte de los sectores finalizó el trimestre con pérdidas, con la excepción de algunos que se ven favorecidos por el escenario de tipos de interés y precios de la energía al alza. La intensidad de los retrocesos fue muy heterogénea entre las compañías y los sectores en función del impacto de las incertidumbres en cada uno de ellos (véase cuadro 6).

Los retrocesos más significativos correspondieron a las compañías del sector de los bienes de consumo, así como a las del sector de la industria, la ingeniería y las materias primas, afectadas por la caída de la actividad industrial²³ y el alza de las materias primas. En el caso del sector de los bienes de consumo, cabe señalar el descenso de la cotización de la compañía Inditex, que tenía una importante presencia en Rusia²⁴. Además, también destacaron las caídas de las cotizaciones de las compañías del sector de la energía, que volvieron a acusar el alza del coste de la energía y las dudas de carácter regulatorio, y las de las empresas del sector turístico, que, aunque se han visto favorecidas por la retirada de las restricciones de tipo sanitario, se vieron perjudicadas por las incertidumbres provocadas por el conflicto bélico. Asimismo, también fueron reseñables las caídas de las compañías de alimentación y las aseguradoras, mientras que el sector de las telecomunicaciones y la tecnología apenas presentó cambios.

En el terreno de las ganancias, el mejor comportamiento correspondió a las compañías petrolíferas (Repsol), favorecidas por la fuerte alza de los precios del petróleo²⁵, así como a los bancos y las inmobiliarias. Estos últimos se ven beneficiados por la perspectiva de subidas de los tipos de interés —lo que permitirá incrementar sus márgenes de intereses— y de los precios de los activos inmobiliarios. Asimismo, las empresas de transporte y distribución presentaron ligeras alzas gracias a la desaparición de las restricciones a la movilidad aérea.

20 Véase cuadro 5 de este informe para un mayor detalle. El índice británico FTSE 100 fue el único de los grandes índices internacionales que presentó una evolución positiva en el trimestre, si bien a nivel europeo destacó el comportamiento positivo del PSI portugués, que acumuló un alza del 8,3 %.

21 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, avanzó un 14,5 % en el primer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano BMV IPC lo hizo un 6,1 %.

22 En el primer trimestre del año el real brasileño se apreció un 20,8 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 5,9 %.

23 La actividad industrial se ha visto también afectada durante el mes de marzo por la huelga del sector del transporte, al producirse interrupciones en las cadenas de suministro.

24 La compañía suspendió su actividad en Rusia a raíz del conflicto bélico.

25 El precio del petróleo acumuló un alza del 38,7 % en el primer trimestre, hasta situarse en torno a 107,9 dólares, su nivel más alto de la última década.

Índices	2019	2020	2021	I 21 ¹	II 21 ¹	III 21 ¹	IV 21 ¹	I 22 ¹
Ibex 35	11,8	-15,5	7,9	6,3	2,8	-0,3	-0,9	-3,1
Madrid	10,2	-15,4	7,1	6,2	2,3	0,9	-0,6	2,3
Ibex Medium Cap	8,4	-9,7	8,6	8,3	0,4	-2,6	2,6	-5,9
Ibex Small Cap	11,9	18,9	1,8	9,3	-0,4	-6,4	-0,1	3,1
FTSE Latibex All-Share	16,3	-22,0	5,8	-2,1	24,1	-15,4	2,9	32,7
FTSE Latibex Top	15,3	-19,1	13,5	1,3	22,1	-7,4	-0,9	26,2
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-2,6	-26,4	20,3	14,8	10,0	3,0	-7,5	6,3
Banca	-3,4	-27,5	20,7	15,0	10,5	3,1	-7,8	6,8
Seguros	-0,5	-23,6	7,3	13,6	-1,6	0,7	-4,7	-2,7
Inmobiliarias y otros	-11,0	-16,0	7,4	4,6	2,8	4,3	-4,1	5,1
Petróleo y energía	14,4	5,0	-1,6	-1,5	-4,1	-8,7	14,1	-1,1
Petróleo	-1,1	-40,8	26,5	28,0	0,1	7,0	-7,6	14,3
Electricidad y gas	18,4	14,2	-4,2	-4,5	-4,7	-11,4	18,8	-4,1
Mat. básicos, industria y construcción	24,9	-2,5	9,3	5,0	-1,3	-0,7	6,2	-10,2
Construcción	29,1	-16,3	15,2	3,8	-2,1	3,9	9,1	-5,8
Fabricación y montaje de bienes de equipo	21,1	50,7	-20,4	-0,1	-9,0	-14,0	1,8	-19,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	4,4	-0,1	28,7	17,9	0,7	-1,2	9,7	-10,6
Ingeniería y otros	19,1	-6,1	29,2	11,2	15,8	-0,1	0,1	-19,2
Tecnología y telecomunicaciones	4,5	-21,9	9,0	6,5	4,3	-0,5	-1,3	-0,5
Telecomunicaciones y otros	-4,5	-25,8	15,7	10,3	8,7	0,8	-4,3	-0,8
Electrónica y <i>software</i>	19,8	-18,8	1,2	1,7	-1,8	-3,1	4,6	-0,1
Bienes de consumo	34,8	-15,3	0,9	5,6	4,0	2,3	-10,1	-21,3
Textil, vestido y calzado	40,6	-17,3	9,5	7,9	5,7	7,1	-10,4	-30,6
Alimentación y bebidas	1,8	10,6	-1,6	1,0	0,9	-4,5	1,1	-5,4
Productos farmacéuticos y biotecnología	38,0	-18,3	-17,9	1,5	1,2	-7,0	-14,0	1,1
Servicios de consumo	8,6	-36,7	-1,9	10,5	-4,8	3,8	-10,2	3,3
Ocio, turismo y hostelería	6,9	-27,8	27,5	11,3	4,0	6,0	4,0	-3,6
Transporte y distribución	12,5	-38,8	-2,6	10,3	-5,8	5,6	-11,3	4,2

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

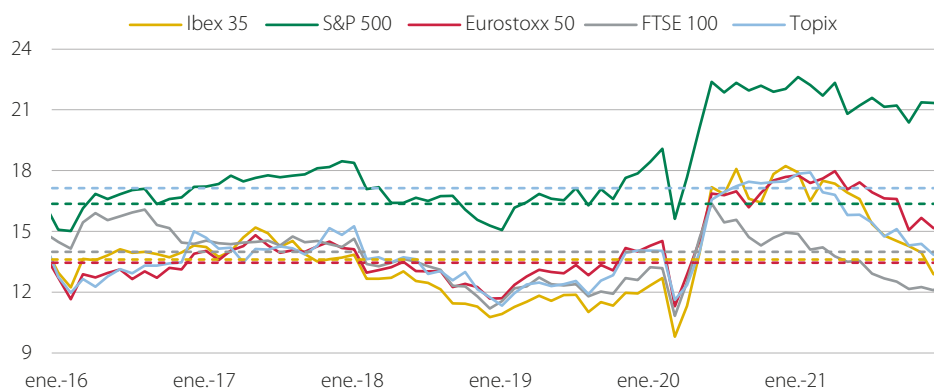
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable experimentó caídas en el primer trimestre con respecto a mediados de diciembre de 2021 (véase gráfico 13). El retroceso de las cotizaciones en el trimestre, junto con el mantenimiento o leve deterioro de los beneficios esperados para los próximos meses, permitió que la ratio PER disminuyese

en la mayoría de los índices hasta los valores más bajos alcanzados tras el estallido de la pandemia e incluso cotas inferiores. El valor de esta ratio en el caso del Ibex 35 retrocedió desde 12,9 a mediados de diciembre, su valor mínimo de 2021, hasta 11,3 en marzo, ligeramente por debajo del valor alcanzado por la ratio del índice europeo Eurostoxx 50. Como muestra el gráfico 6, las ratios PER de los índices bursátiles internacionales más relevantes experimentaron una evolución similar en el trimestre, situándose por debajo de sus valores medios alcanzados durante la última década (excepto en el caso del índice estadounidense S&P 500).

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

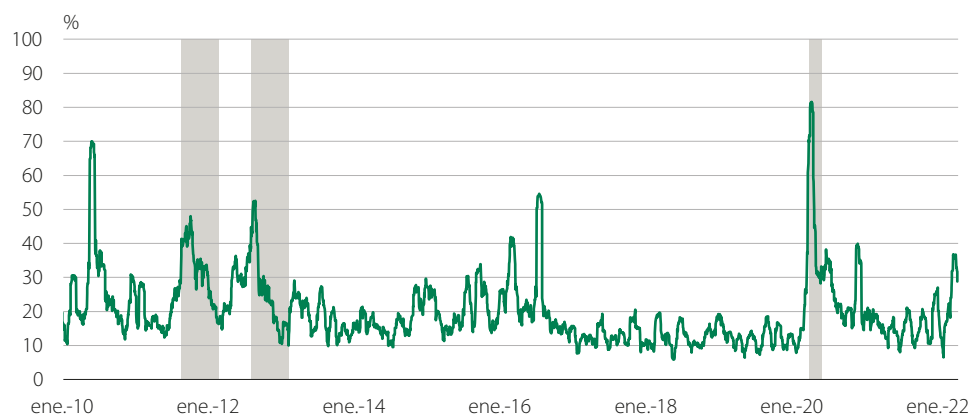
GRÁFICO 6



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad histórica del Ibex 35, que se había incrementado en el último trimestre de 2021, siguió al alza en los 3 primeros meses de este año, superando el 30 % en marzo tras el estallido del conflicto bélico. Estos valores elevan el promedio trimestral (22,15 %) por encima de los valores promedios alcanzados en el trimestre anterior (18,05 %) y en todo el ejercicio 2021 (15,9 %). De extenderse el conflicto en el tiempo, es probable que el valor de este indicador se mantenga en niveles elevados, tal y como ocurrió en marzo. Este comportamiento alcista de la volatilidad también se observó en otros índices internacionales como el estadounidense Dow Jones (15,81 % de media en el trimestre), pero fue más relevante en los índices europeos por su mayor exposición económica al área del conflicto. Así, la volatilidad del índice europeo Eurostoxx 50 se elevó casi 10 p.p. en el primer trimestre, hasta situarse en promedio por encima del 27 %, y alcanzó valores superiores al 40 % en marzo.



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. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa 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 instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones 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.

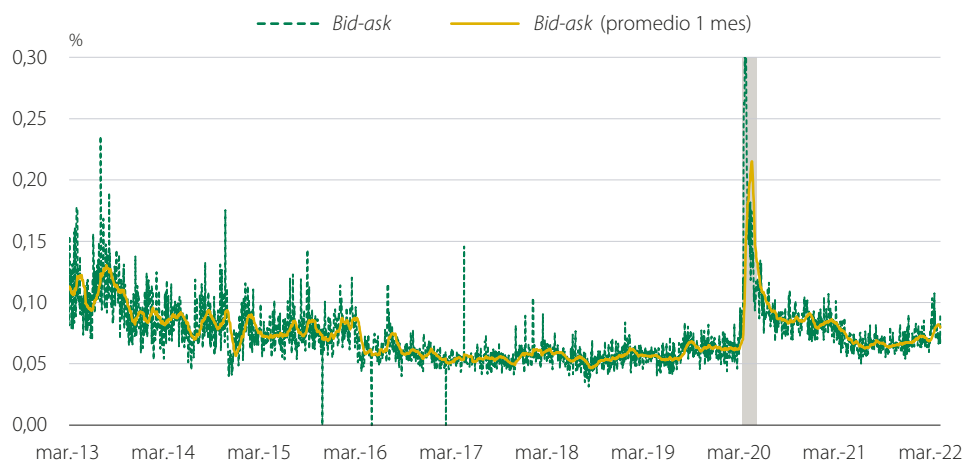
Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)—, que habían empeorado ligeramente desde el segundo semestre de 2021, mantuvieron esta tendencia en los primeros meses de 2022, pese a lo cual permanecen en niveles satisfactorios. A pesar del incremento del volumen negociado, el alza de la volatilidad provocó que el *spread* experimentase un leve repunte en el trimestre, hasta situarse en promedio en el 0,074 %, por encima de la media de los 2 últimos trimestres (0,066 % y 0,068 % en el tercero y cuarto de 2021, respectivamente), aunque por debajo de la media histórica del indicador (0,09 %) (véase gráfico 8).

En este contexto de alza de la volatilidad y de retrocesos en las cotizaciones, la contratación de renta variable española creció en el primer trimestre del año hasta situarse en 222.262 millones de euros, su importe más elevado desde el primer trimestre de 2020. Este importe, que supone un aumento tanto respecto al trimestre anterior como al mismo periodo del ejercicio previo, interrumpe la tendencia a la baja de los volúmenes de negociación observados en la renta variable española durante 2021. Así, la contratación media diaria del mercado continuo entre enero y marzo de 2022 se situó en 1.701 millones de euros (16,1 % más en términos anuales), por encima del promedio del trimestre anterior (1.672 millones de euros) y del conjunto de 2021 (1.449 millones de euros).

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

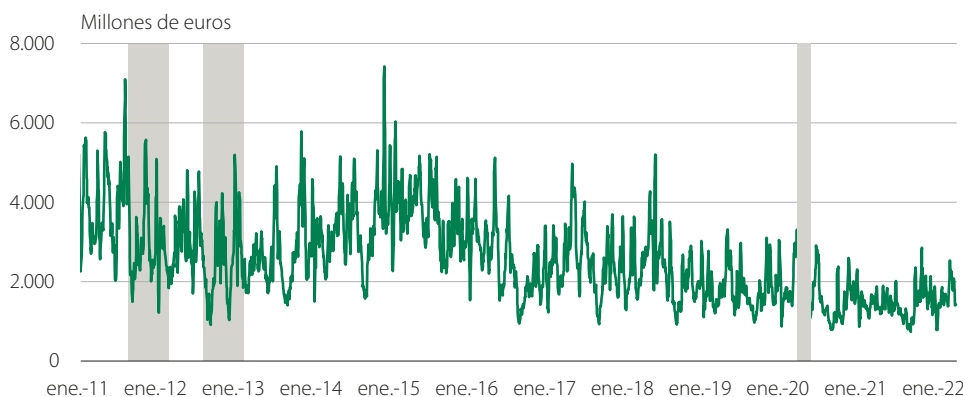
GRÁFICO 8



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 las restricciones a la operativa 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 instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones 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.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa 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 instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones 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.

El volumen de la contratación de los centros de negociación y mercados competidores superó por primera vez en la historia la del mercado regulado español, cuya cuota de mercado alcanzó un mínimo del 48,3 %²⁶. Este porcentaje se calcula

26 La cuota de mercado de BME alcanzó en el cuarto trimestre de 2021 el 55,5 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales, mientras que en el conjunto del ejercicio se situó en el 53,3 %.

respecto a la contratación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales. La contratación de estos centros competidores alcanzó 115.700 millones de euros, mientras que la efectuada en BME fue de 106.560 millones de euros. Aunque la contratación total creció un 24,8 % en términos interanuales, el avance fue más intenso en los mercados y centros de competidores de BME (33,2 %), mientras que este último registró un incremento del 16,8 %. Estos datos parecen indicar que la tendencia a la deslocalización de la negociación de valores españoles, que se había detenido en la última parte de 2021, se ha reanudado en los primeros meses de 2022.

En cuanto a la composición de la negociación efectuada en los mercados y centros competidores, volvió a destacar en valor absoluto el mercado Cboe Global Markets (Cboe). Este mercado, que opera desde Ámsterdam, mejoró su posición de liderazgo claro al superar su contratación los 90.200 millones de euros en el trimestre, lo que representa el 78 % de la negociación en el exterior y casi el 85 % de lo contratado en BME. En el caso del resto de centros competidores, tanto Turquoise como los demás disminuyeron sus cuotas de mercado en beneficio de Cboe, hasta niveles de apenas el 5 % y el 17 %, respectivamente (véase cuadro 7).

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	III 21	IV 21	I 22
Total	930.616,1	805.833,0	780.343,5	690.205,8	150.830,9	192.056,5	222.262,9
Admitida en SIBE	930.607,1	805.826,6	778.341,0	690.198,4	150.830,5	192.054,8	222.260,7
BME	579.810,4	460.267,4	418.512,6	365.170,2	77.726,6	105.892,4	106.560,5
Cboe Equities ²	278.361,0	256.772,5	275.682,4	238.466,3	54.457,9	66.305,7	90.240,6
Turquoise	42.833,4	30.550,6	23.242,2	23.101,3	5.549,7	5.476,8	5.685,3
Otros	29.552,2	58.236,1	62.903,8	63.460,6	13.096,3	14.379,9	19.774,3
Corros	8,2	6,2	2,5	7,4	0,4	1,6	2,3
Segundo mercado	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	3.517,1	3.480,5	4.273,8	4.236,0	1.106,5	1.118,3	2.167,5
BME MTF Equity ³	4.216,3	4.007,7	3.929,0	3.536,5	639,8	1.110,4	933,0
Latibex	151,6	136,6	79,5	48,8	7,9	21,7	29,4
ETF	3.027,6	1.718,0	2.551,4	1.549,0	404,5	398,7	556,9
Total contratación BME	590.732,0	469.616,6	429.348,5	374.655,6	79.885,7	108.543,1	110.249,5
% RV española en BME respecto al total RV española	62,6	57,4	53,9	53,3	51,9	55,5	48,3
Internalizadores sistemáticos⁴	143.956,9	141.308,3	144.694,4	48.469,9	11.077,5	10.759,6	10.912,6

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

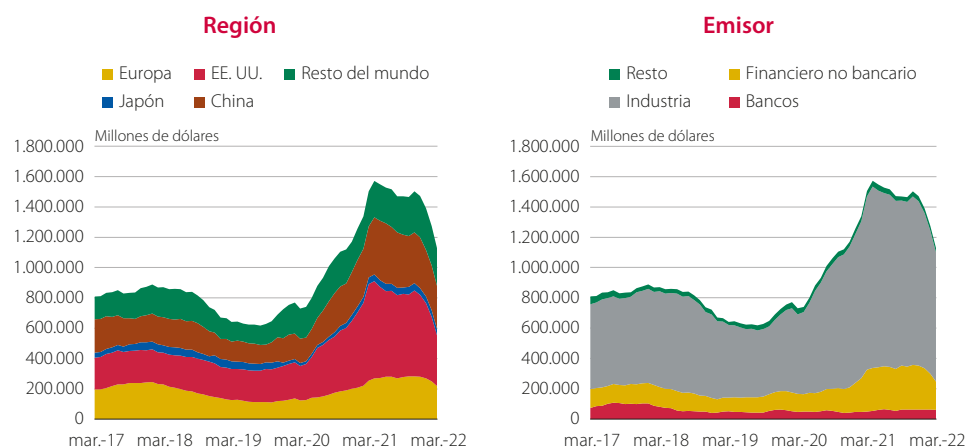
- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente BME MTF Equity. 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 *brexít*.
- 3 Hasta septiembre de 2020 se denominaba 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*.

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó por debajo del 5 % de la negociación total de los valores españoles. Este porcentaje, que se estima tomando como negociación total la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos, representa su valor más bajo de los últimos años. Además, consolida la tendencia a la baja de esta modalidad de negociación observada en el último año y supone un avance significativo en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación de los valores de renta variable hacia centros de negociación en los que se opere conforme a reglas de mercado no discrecionales.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales disminuyó de forma significativa durante el primer trimestre del año (en términos interanuales). Este importe fue cercano a los 133.000 millones de dólares en el trimestre, muy por debajo de los 475.000 millones de dólares de hace 1 año. Se observaron descensos en todas las regiones, destacando los de EE. UU. y Europa, donde el volumen emitido se situó cerca de 28.000 y 19.000 millones de dólares respectivamente (frente a 231.000 y 82.000 millones de dólares, respectivamente, en 2021). En el resto de áreas la caída también fue notable, situándose las emisiones de instrumentos de renta variable en torno a 3.900 millones en Japón y 37.700 millones en China (6.300 millones y 90.100 millones de dólares en el primer trimestre de 2021, respectivamente). Por sectores, las emisiones de las empresas del sector financiero no bancario disminuyeron sustancialmente (se dividieron por cinco con respecto a las del primer trimestre de 2021) al igual que las del sector industrial y las de las empresas de *utilities* (lo hicieron por más de tres). El descenso en el volumen de emisiones de renta variable en el sector bancario fue menos pronunciado (un 14,5 %). En términos absolutos cabe señalar el retroceso de las emisiones en el sector industrial y en el financiero no bancario (casi 231.000 y 105.000 millones de dólares menos, respectivamente).

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 31 de marzo.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales se situaron en 1.368,9 millones de euros en el primer trimestre, menos de la mitad que hace 1 año. El 70 % de este importe correspondió a ampliaciones con captación de recursos (véase cuadro 8). Más de la mitad del importe de las ampliaciones de capital

se debió a sendas colocaciones aceleradas de Atrys Health y Edreams, mientras que el resto fueron, en su mayoría, operaciones bajo el formato de dividendo elección utilizado como forma de remuneración a los accionistas.

En el primer trimestre del año la compañía Atrys Health se incorporó al mercado continuo bajo el formato de *listing* procedente de BME Growth. No hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV). La única salida a bolsa anunciada, la de Ibercaja, fue pospuesta como consecuencia de la inestabilidad de los mercados. Así, aunque se esperaban varias operaciones de salida a bolsa en los próximos meses, es previsible que gran parte de ellas se retrasen o se cancelen mientras persista el escenario actual de incertidumbres. Por otra parte, se anunciaron dos ofertas públicas de adquisición (opas): la primera sobre Mediaset por parte de Mfe-Mediaforeurope N.V. y la segunda sobre Metrovacesa por parte de Fomento de Construcciones y Contratas, S. L.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2019	2020	2021	II 21	III 21	IV 21	I 22
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	33	38	44	10	16	8	9
Ampliaciones de capital	33	38	44	10	15	8	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	0	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	52	38	52	14	19	9	10
Ampliaciones de capital	52	38	51	14	18	9	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	0	1	0	1	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.240,6	8.903,1	13.673,0	8.752,8	2.567,4	156,2	946,1
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	7.032,8	6,3	21,2	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	10,0	150,1	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	500,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	741,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.034,2	233,0	3.525,3	56,0	1.390,1	0,0	17,4
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	68,0	41,4	0,0	0,0
Otras	611,8	770,3	2.878,1	1.496,0	1.129,6	135,0	187,7
Ampliaciones de capital liberadas⁴	1.565,4	1.949,0	1.264,9	195,8	131,1	165,5	422,8
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	195,8	131,1	144,2	422,8
Total ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	8.948,7	4.898,8	321,7	1.368,9
Ofertas públicas de venta	0,0	0,0	2.200,2	0,0	2.200,2	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	12	13	60	11	26	14	11
Número de emisiones	17	14	77	15	32	19	14
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,0	2.441,0	692,3	1.230,6	434,7	347,0
Ampliaciones de capital	298,3	238,0	2.441,0	692,3	1.230,6	434,7	347,0
De ellas, mediante OPS	229,4	173,0	1.654,0	405,5	869,6	379,1	216,5
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.

En julio de 2021, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) emitió un comunicado¹ advirtiendo de los riesgos que conlleva la práctica del *payment for order flow* (PFOF) para la protección al inversor y su posible incompatibilidad con la regulación MiFID II. La Comisión Europea, posteriormente, propuso la prohibición del PFOF durante la revisión de MiFID. Los acuerdos de PFOF consisten en pagos que recibe un intermediario financiero si envía las órdenes que recibe de sus clientes a un centro de negociación concreto.

Con la finalidad de contribuir a la toma de decisiones y aplicación de políticas adecuadas en este ámbito, la CNMV realizó un estudio, publicado en marzo de este año², en el que se hace una comparativa entre el precio de ejecución de órdenes enviadas por un intermediario financiero a un centro de negociación con el que existe un acuerdo de PFOF y el precio de transacciones comparables en otros centros de negociación.

La base de datos utilizada en el análisis contiene todas las transacciones de acciones españolas realizadas por un intermediario financiero en un centro de negociación con el que había concertado un acuerdo de PFOF durante el primer semestre de 2021. El precio de ejecución de cada transacción se compara después con el precio de transacciones sobre el mismo instrumento ejecutadas en el mismo segundo en cualquiera de los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

En concreto, se incluyen 4.676 transacciones realizadas en el centro de negociación PFOF con 50 códigos ISIN únicos, identificándose un total de 48.773 transacciones comparables en los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

La metodología aplicada para el análisis se basa en la propuesta por la autoridad para los mercados financieros de los Países Bajos (AFM³) y compara el precio de la transacción en el centro de negociación PFOF con el rango de precios observado en las transacciones comparables en los otros 10 centros de negociación. Las transacciones se clasifican como mejor, similar o peor ejecución siguiendo los siguientes criterios:

- Si se trata de una compra, se considera que el centro de negociación PFOF ofrece peor ejecución cuando el precio obtenido es más alto que el máximo registrado en cualquiera de las transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación. Asimismo, se considera mejor ejecución si el precio es más bajo que el mínimo registrado para las transacciones comparables.
- Si se trata de una venta, se considera que el centro de negociación PFOF ofrece peor ejecución cuando el precio obtenido es más bajo que el mínimo registrado en cualquiera de las transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación. Asimismo, se considera mejor ejecución si el precio es más alto que el máximo registrado para las transacciones comparables.

- Si en el centro de negociación PFOF se obtiene un precio que se sitúa dentro del rango de precios registrados para transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación, entonces se considera que la calidad de la ejecución es similar.

La metodología ofrece una clasificación de mejor/peor ejecución conservadora, ya que requiere, en esos casos, que el precio de ejecución del centro de negociación PFOF se sitúe fuera del rango de todos los precios observados en los otros 10 centros de negociación de transacciones comparables. En el documento publicado por la CNMV se detallan algunas de las limitaciones de esta metodología.

Los resultados del análisis se detallan en el cuadro R3.1. El 86,4 % de las transacciones realizadas en el centro de negociación PFOF se clasifica como peor ejecución, con un deterioro en el precio del 0,14 %. El 10,2 % se considera de ejecución similar y solo el 3,3 % entra dentro de la categoría de mejor ejecución. De media, una transacción ejecutada en el centro de negociación con acuerdo de PFOF conlleva una pérdida de 1,09 euros por cada 1.000 euros negociados, si se compara con el precio de ejecución más desfavorable observado en los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

Precios de ejecución en el centro de negociación PFOF

CUADRO R3.1

	Porcentaje de transacciones (%)	Diferencia media en precios ¹ (%)	Diferencia en precios por 1.000 euros negociados ¹
Peor	86,4	-0,14	-1,41
Mejor	3,3	0,24	2,36
Similar	10,2	0,05	0,46
Total	100,0	-0,11	-1,09

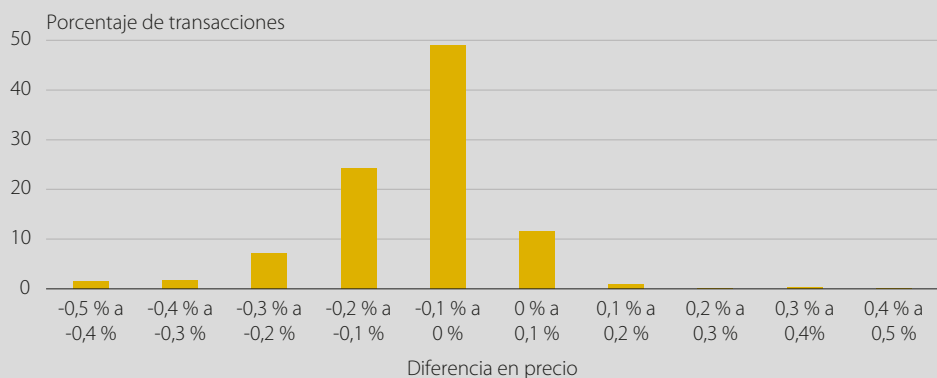
Fuente: CNMV.

1 Un número positivo indica una mejora de precio, mientras que un número negativo indica un deterioro en el precio.

El gráfico R3.1 muestra la distribución de las diferencias en los precios de ejecución.

Distribución de la diferencia en precios

GRÁFICO R3.1



Fuente: CNMV.

Lo anterior sugiere que esta práctica no suele operar en beneficio de los clientes finales, si bien para determinar cuál es el efecto total para los inversores de los acuerdos de PFOF (peores precios de ejecución, pero comisiones más bajas o inexistentes), se deberían incluir tanto los componentes implícitos (calidad de la ejecución) como explícitos (comisiones). En este análisis solo se han incluido los costes implícitos.

- 1 ESMA (2021). *ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by "zero-commission brokers"*. Public Statement.
- 2 CNMV (2022). *Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks*. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Analisis_PFOFen.pdf
- 3 AFM (2022). *Assessing the quality of executions on trading venues: The "comparative Pricing Model"*.

3.2 Los mercados de renta fija

En los mercados de renta fija, las rentabilidades siguieron una tendencia alcista en el primer trimestre de 2022, como consecuencia de las perspectivas de aumento en los tipos de interés oficiales. El final de la política monetaria expansiva de los bancos centrales de las principales economías, materializado en la reducción o eliminación de sus programas de compras y el incremento (o expectativa de incremento²⁷) de los tipos de interés oficiales, ha dado lugar a un aumento de los tipos de interés de la deuda pública. Todo esto, combinado con la incertidumbre y la repercusión de la guerra entre Rusia y Ucrania, han provocado un cierto incremento de las primas de riesgo públicas y privadas.

Tipos de interés

La rentabilidad del bono soberano a 10 años aumentó con fuerza en las principales economías avanzadas en un contexto de repunte de la inflación y endurecimiento del mensaje de los bancos centrales. En EE. UU. el incremento de los tipos de interés de la deuda pública fue de 83 p.b., hasta el 2,33 %, en el primer trimestre del año, impulsado por la subida de los tipos de interés oficiales de marzo y la expectativa de que se vayan a producir más durante el año. Conviene mencionar que se observa también un aplanamiento de la curva de tipos de los 2 años en adelante, lo cual ha sido indicativo de recesión en el pasado.

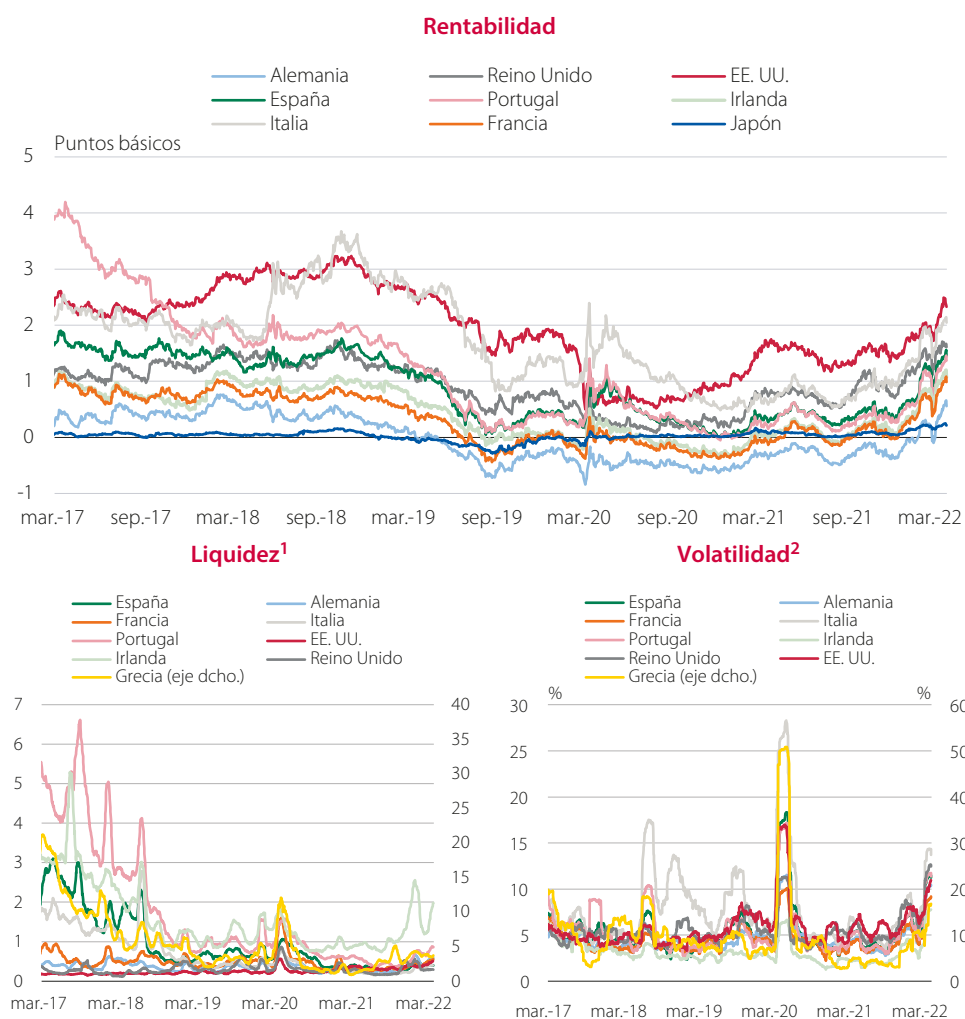
En los países de la zona euro, el aumento de la rentabilidad del bono soberano también fue intenso, oscilando entre los 73 p.b. y los 136 p.b. en Alemania y Grecia, respectivamente. La rentabilidad del bono soberano alemán, que estaba en terreno negativo desde mayo de 2019, pasó a terreno positivo en enero de 2022 y se situaba a finales de marzo en 0,55 % (la rentabilidad más cercana a 0 de la zona euro). Cerca del 1 % se encontraban las rentabilidades en Holanda (0,80 %), Finlandia (0,89 %), Austria (1,0 %), Francia (0,99 %), Irlanda (1,06 %) y Bélgica (1,03 %). En los países periféricos de la zona euro, los aumentos de la rentabilidad de la deuda

27 Este es el caso del BCE: la institución no ha anunciado subidas de tipos, pero el mercado ha llegado a descontar hasta dos subidas este año.

soberana a largo plazo fueron similares a los del resto de los países europeos, por lo que sus niveles siguieron siendo más elevados. Así, a finales de marzo estos rendimientos se situaban en el 2,67 % en Grecia, el 2,04 % en Italia, el 1,45 % en España y el 1,37 % en Portugal. En el Reino Unido, por su parte, el incremento en los tipos de interés del bono a 10 años fue de 64 p.b., situándose en marzo en el 1,61 %, mientras que en Japón se observó el aumento más leve, de 14 p.b., hasta el 0,21 % a finales del primer trimestre del año.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 11



Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.

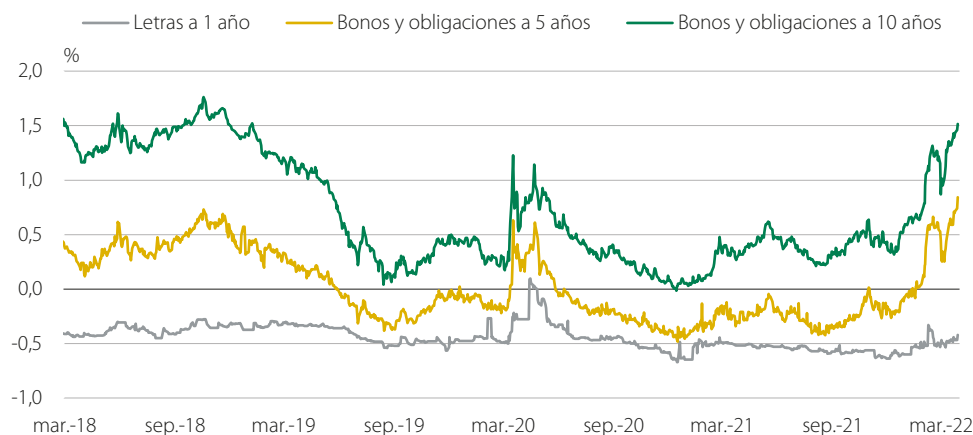
2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En España, el rendimiento de la deuda a corto plazo presentó una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el primer trimestre, observándose ligeros aumentos en el caso de la primera y algunos retrocesos en el caso de la segunda. A pesar de la perspectiva de un endurecimiento próximo de la política monetaria del BCE, el rendimiento de la deuda pública a corto plazo continuó presentando valores negativos por séptimo año consecutivo al amparo de esta misma política monetaria de carácter netamente expansivo. A pesar de que la institución ha

anunciado una reducción del tamaño de sus programas de compras de deuda, sigue realizando compras de deuda pública por cuantías todavía elevadas y mantiene los tipos de interés oficiales aún sin cambios. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,66 %, el -0,58 % y el -0,48 %, respectivamente, lo que supone un aumento de entre 5 p.b. y 12 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 9).

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 12



Fuente: Refinitiv Datastream.

El rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo mostró un comportamiento divergente, con descensos en el primer trimestre del año. Esta evolución se explica por la composición de la muestra de compañías disponible para calcular los promedios. En trimestres anteriores, había una presencia elevada de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por empresas de menor tamaño que, aunque se financian a un coste reducido, presentan tipos de interés superiores a los de las grandes sociedades y elevan los tipos de interés medios de la muestra. En este último trimestre, el importe de las emisiones de las empresas más pequeñas en el MARF se ha reducido, por lo que la muestra incorpora un mayor número de emisiones de grandes compañías que se benefician de menores costes de emisión y, en consecuencia, reducen los tipos medios de la muestra. Los datos para el mercado español reflejan que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en marzo valores que se situaban entre el 0,21 % de la referencia a 3 meses y el 0,68 % de la referencia a 12 meses, niveles sustancialmente menores a los existentes a finales de 2021 (véase cuadro 9).

%	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,58	-0,70	-0,78	-0,58	-0,62	-0,78	-0,66
6 meses	-0,47	-0,59	-0,63	-0,57	-0,59	-0,63	-0,58
12 meses	-0,48	-0,63	-0,60	-0,54	-0,57	-0,60	-0,48
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,20	0,49	0,38	0,00	0,24	0,38	0,21
6 meses	0,52	0,55	0,50	0,27	0,47	0,50	0,45
12 meses	0,71	1,44	0,81	0,67	0,56	0,81	0,68

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de la deuda a medio y largo plazo presentaron fuertes alzas en el trimestre al incorporar, como ya se ha comentado, las expectativas de endurecimiento de la política monetaria. Los incrementos de tipos se extendieron a todos los plazos de la curva, que pasó a contar con valores positivos a partir del plazo de 2 años. Su evolución no solo dependió de estas expectativas, sino también del volumen de compras de la autoridad monetaria²⁸. La intensidad de los aumentos fue más elevada en los tramos medios y largos de la curva. Como se observa en el cuadro 10, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó en marzo en el 0,20 %, el 0,56 % y el 1,27 %²⁹ (de media mensual), respectivamente, lo que supone entre 37 p.b. y 90 p.b. más que en diciembre.

El comportamiento de la renta fija privada fue similar, observándose importantes aumentos de los tipos en la mayoría de los plazos de la curva. Aunque gran parte de los grandes emisores de deuda corporativa se han beneficiado de los programas de compras de deuda del BCE³⁰, estas se verán sustancialmente reducidas a partir de ahora, lo que presiona al alza tanto las rentabilidades de estos emisores como las de aquellos cuyas emisiones no formen parte del rango de activos elegibles³¹. Al cierre

28 En la actualidad se encuentra vigente el PSPP (Public Sector Purchase Programme) en el marco del APP (Asset Purchase Programme), mientras que el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) concluyó en marzo. En el marco del primero, el BCE había adquirido a finales de marzo deuda pública por importe neto de 2,53 billones de euros, de los cuales 307.664 millones correspondían a títulos españoles; y en el marco del programa PEPP había adquirido deuda pública por importe neto de 1,65 billones de euros, de los cuales 189.664 millones eran títulos españoles. Por tanto, el importe de la deuda pública española en manos del BCE superaba los 497.000 millones de euros (en torno al 45 % del saldo de deuda del Estado a largo plazo).

29 Los tipos a 10 años han llegado a superar durante el mes de marzo el 1,5 %, su nivel más alto desde finales de 2018.

30 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme) acumulaba hasta finales de marzo un volumen de compras por importe de 328.695 millones de euros, de los cuales casi el 23 % fue adquirido en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba hasta finales de marzo bonos corporativos por importe de 40.313 millones de euros y pagarés por valor de 5.862 millones de euros adquiridos en el marco del programa PEPP.

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

de marzo, las rentabilidades de los activos de deuda privada a 3, 5 y 10 años se situaban en valores de 0,49 %, 0,78 % y 1,46 %, respectivamente, entre 37 p.b. y 90 p.b. más que en diciembre. Además, implican una prima de riesgo de entre 19 p.b. y 29 p.b. respecto a los activos de deuda pública.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22
Renta fija pública							
3 años	-0,29	-0,53	-0,46	-0,42	-0,51	-0,46	0,20
5 años	-0,06	-0,42	-0,18	-0,22	-0,32	-0,18	0,56
10 años	0,45	0,05	0,43	0,44	0,36	0,43	1,27
Renta fija privada							
3 años	0,20	-0,20	0,12	-0,16	-0,05	0,12	0,49
5 años	0,23	-0,13	0,13	-0,15	-0,02	0,13	0,78
10 años	0,79	0,41	0,56	0,58	0,44	0,56	1,46

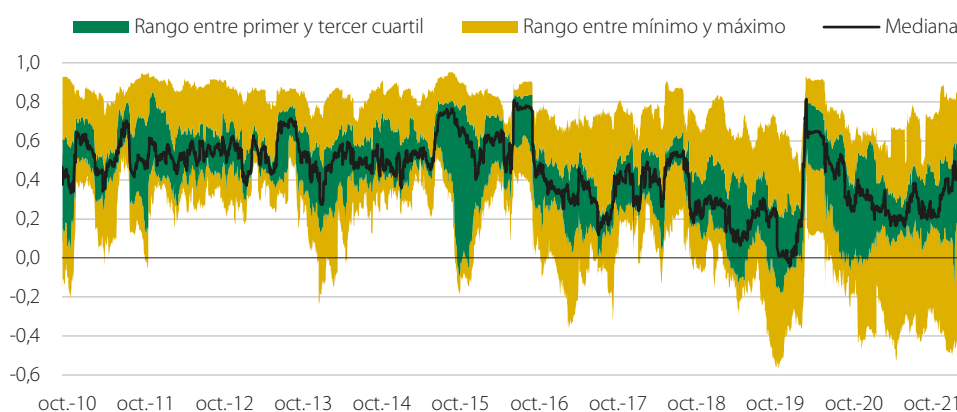
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros continuó con la tendencia alcista observada en la segunda mitad de 2021. Este indicador alcanzó en febrero sus niveles más elevados desde finales del ejercicio 2020 (véase gráfico 13). Este incremento en el grado de correlación tiene su origen en la evolución similar de los precios de los activos de deuda y de crédito respecto al precio de las acciones, puesto que ambos corrigen sus valoraciones y caen conforme aumentan las expectativas de un incremento en los tipos de interés.

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

GRÁFICO 13



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

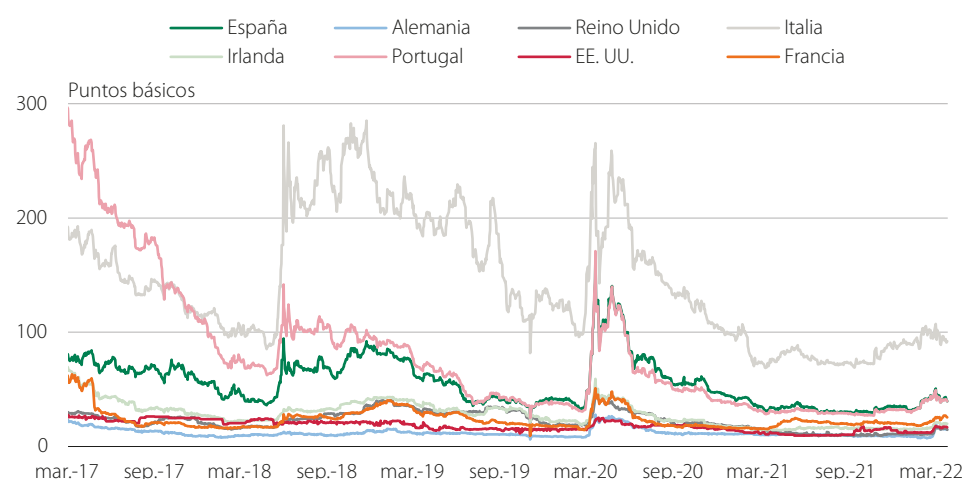
- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores.
- 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.

Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas se incrementaron ligeramente durante el primer trimestre de 2022. Esta tendencia deja atrás la senda bajista que se observó en 2021 tras los máximos registrados a consecuencia de la incertidumbre provocada por la crisis del COVID-19. Estos leves aumentos oscilaron entre 1 p.b. en Japón y 18 p.b. en Grecia. Las primas de riesgo más elevadas se observaron durante la primera semana de marzo, días después del comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania, y posteriormente disminuyeron. En la zona euro, si bien sería posible que la expectativa de aumento en los tipos de interés diera lugar a incrementos superiores en las primas de riesgo de las economías más endeudadas, esta circunstancia no se ha producido y los diferenciales se mantienen relativamente estables. En España el incremento de la prima de riesgo en el trimestre fue de 5 p.b. (hasta 40 p.b.) y en Francia y Alemania, de 6 p.b. (hasta 25 p.b. y 15 p.b., respectivamente). Por su parte, en EE. UU. y en el Reino Unido los repuntes hasta marzo de 2022 fueron ligeramente inferiores, de 3 p.b. y de 4 p.b. (hasta 17 p.b. y 15 p.b., respectivamente).

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

GRÁFICO 14



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

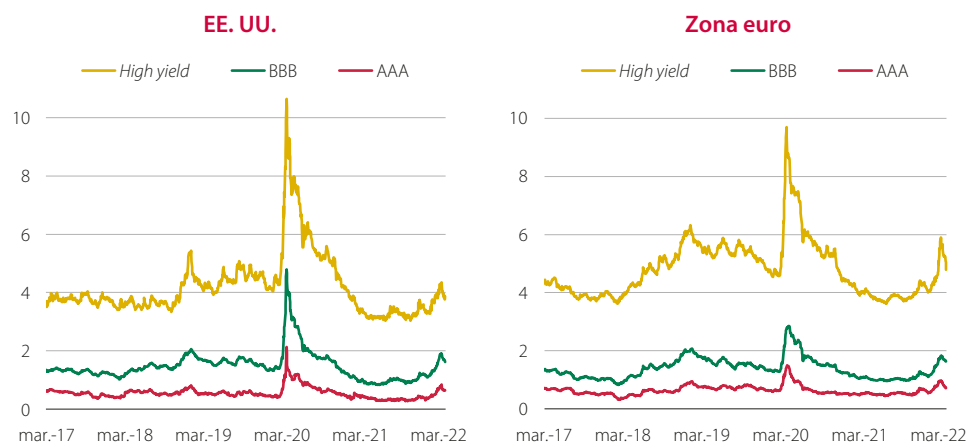
Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas mostraron incrementos en todos los tramos de deuda y fueron algo más intensos que los observados para las primas de riesgo soberano. Estos aumentos fueron más significativos en la zona euro que en EE. UU. en los activos de peor calidad crediticia, mientras que sucedió lo contrario en la deuda AAA. En EE. UU., la prima de riesgo de la deuda *high yield* creció 46 p.b. en el primer trimestre del año (hasta 387 p.b.), al igual que la de la deuda BBB, que lo hizo 45 p.b. (hasta 162 p.b.) y la de la deuda AAA, que se incrementó 29 p.b. (hasta 65 p.b.). En la zona euro, el avance de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 64 p.b. en el segmento *high yield* (hasta 479 p.b.), de 47 p.b. en el BBB (hasta 164 p.b.) y más leve en el tramo AAA, de 12 p.b., hasta situarse en 54 p.b. a finales de marzo de 2022. Como se observa en el gráfico 15, y al igual que para las primas de riesgo de crédito soberano, el repunte más importante se

produjo durante las primeras semanas de marzo, probablemente influido por el comienzo de la guerra entre Ucrania y Rusia, y con posterioridad se observó una disminución. En el segmento *high yield* los niveles máximos de las primas de riesgo fueron de 566 p.b. en la zona euro y 436 p.b. en EE. UU., por debajo de los máximos registrados en la crisis del COVID-19.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 15

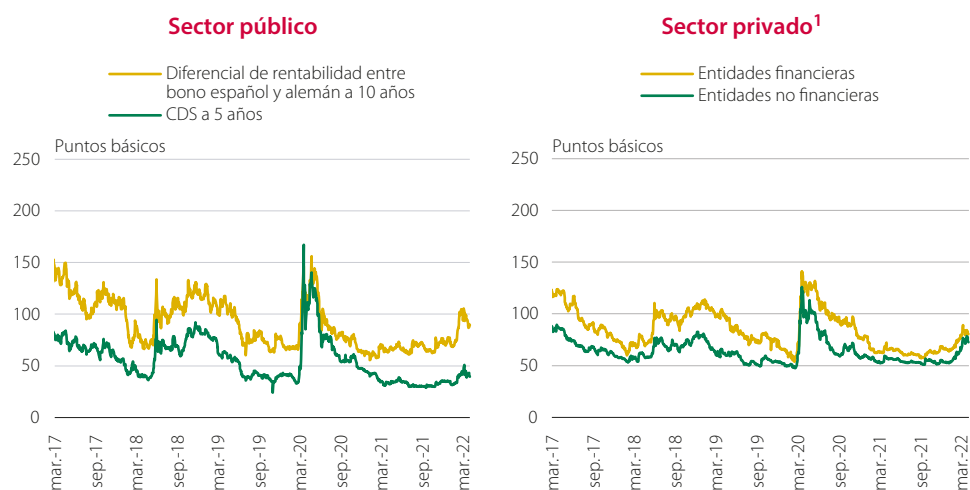
Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

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

En España, la prima de riesgo soberano, medida como el diferencial con el rendimiento de la deuda soberana alemana, cerró el trimestre en 89 p.b., aunque a lo largo del mismo llegó a superar los 100 p.b., su nivel más elevado desde el primer semestre de 2020. Este indicador, calculado como la diferencia entre el rendimiento de la deuda soberana española y alemana a 10 años, finalizó el trimestre por encima del valor de principios de año (77 p.b.). En otros países de la zona euro se observaron aumentos similares en las primas de riesgo (de entre 8 y 15 p.b. en la mayoría de los casos). La evolución de la prima de riesgo, que está condicionada a corto plazo por el apoyo del BCE a través de sus compras de deuda soberana, se verá afectada por el grado de reducción del tamaño de estas compras, el progreso de la situación económica y la evolución de las finanzas públicas, que ya cuentan con un elevado endeudamiento.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía también presentaron alzas, aunque la intensidad de estas fue mayor en el caso de las compañías no financieras respecto a los bancos. Si bien ambos tipos de sociedades acusan el descenso de las compras de deuda por parte del BCE, el efecto de la finalización del programa PEPP es más significativo en la deuda corporativa que en la deuda bancaria³². Asimismo, aunque ambos sectores están afectados por las perspectivas de ralentización del crecimiento económico, las entidades financieras siguen beneficiándose del mantenimiento de una financiación en condiciones ventajosas y del previsible impacto positivo del alza de los tipos de interés en sus márgenes, circunstancia que, en el caso de las empresas no financieras, supone un incremento de sus gastos financieros. Como recoge el gráfico 18, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 80 p.b., 16 p.b. más que a principios de año, y el de las entidades no financieras se situaba en 72 p.b., 19 p.b. más.

Emisiones

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año (datos semestralizados) disminuyeron un 20,8 % en términos interanuales y se situaron en 6,7 billones de dólares³³. Esta caída se debió principalmente a la disminución de las emisiones del sector no financiero y del sector público, ambas cercanas al 25 %. Por regiones, se observaron descensos en las principales economías, siendo el más destacable el de EE. UU. (26,7 %, hasta 3,2 billones de dólares), seguido del de Europa (17,3 %, hasta 1,4 billones de dólares) y el de Japón (13,2 %, hasta 723.000 millones de dólares).

32 El programa de compras PEPP acumulaba a finales de marzo deuda corporativa y pagarés por importe de 40.313 y 5.862 millones de euros, respectivamente, frente a 6.067 millones de euros de *covered bonds* (cédulas hipotecarias) emitidos por entidades financieras.

33 La disminución de las emisiones netas de deuda a largo plazo fue más intensa (del 56,6 %, hasta 1,4 billones de dólares) y se debió tanto a la caída en las emisiones brutas como al ligero aumento de los vencimientos en su conjunto.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2022 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Las emisiones brutas de deuda soberana retrocedieron en su conjunto un 24,5 % con respecto al primer semestre de 2021, hasta 4,1 billones de dólares. Esta disminución está relacionada con las menores necesidades de financiación de las Administraciones públicas en 2021 respecto a 2020, ejercicio en que la pandemia dio lugar a un aumento sustancial del gasto. Se observaron caídas en todas las regiones, las más intensas en Europa y en EE. UU., donde disminuyen un 30,7 % y un 27,5 %, hasta 647.000 millones de dólares y 2,2 billones de dólares, respectivamente. En Japón los descensos fueron más leves, del 9,5 %, hasta 616.000 millones de dólares.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por los sectores privados también disminuyeron con respecto al primer semestre de 2021, especialmente en el sector no financiero. Su caída fue del 26 %, hasta 983.000 millones de dólares, destacando sobre todo la reducción de las emisiones a largo plazo de este sector en Japón (41,8 %, hasta 54.000 millones de dólares). En EE. UU. y en Europa también se registraron retrocesos con respecto al mismo periodo de 2021, aunque menos intensos (del 34,3 %, hasta 275.000 millones de dólares y del 25,1 %, hasta 461.000 millones, respectivamente). Según se ha mencionado, las emisiones brutas en el ámbito financiero también experimentaron una caída, si bien esta fue más leve (del 4,4 %, hasta 1,6 billones de dólares) y con disparidad entre regiones. Mientras que en EE. UU. y

en Japón se observaron disminuciones del 24,4 % y del 10,8 %, hasta 528.000 y 53.000 millones de dólares, respectivamente, en Europa se registró un aumento de las emisiones brutas del sector financiero de un 8,5 %, hasta 508.000 millones de dólares (47,1 % en términos netos).

En relación con las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles, el importe registrado de estas emisiones en la CNMV se situó en 42.858 millones de euros en el primer trimestre de 2022, un 81 % más que hace 1 año. Por el contrario, las emisiones realizadas en el exterior en los 2 primeros meses de este ejercicio alcanzaron 13.231 millones de euros, menos de la mitad que las registradas en el mismo periodo de 2021.

Se produjo un crecimiento significativo de las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y de las titulaciones. Las emisiones de estos activos mostraron los mayores aumentos tanto en términos absolutos como relativos: su volumen emitido durante el primer trimestre multiplicó casi por cinco y tres, respectivamente, el de 2021. Asimismo, destacó el retroceso de las emisiones de bonos y obligaciones debido al descenso del importe emitido por la SAREB³⁴, que registró 2 emisiones por un importe agregado de 4.235 millones de euros frente a 9.470 millones en 2021. En el caso de las cédulas hipotecarias, se aprecia una intensificación de la actividad emisora observada durante 2021, mientras que el importante crecimiento de las emisiones de titulización podría estar asociado a su uso como colateral para obtener financiación en las próximas subastas de liquidez del BCE. Aunque la evidencia se corresponde solo con un trimestre de información y es prematuro aventurar una conclusión fuerte, parece que las medidas derivadas de la Ley 5/2021, que exime a los emisores de la obligación de elaboración de folleto para las emisiones de pagarés con un vencimiento inferior a los 365 días, y otras adoptadas por la CNMV para simplificar y agilizar los procesos de emisión están teniendo un impacto positivo.

Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron 3.107 millones de euros en el primer trimestre, un 22,5 % más que en el mismo trimestre de 2021. La mayor parte de esta cifra correspondió a pagarés (97 %). El número de emisores se situó en 70, 17 más que en el ejercicio anterior, entre los que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, MásMóvil o Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los 2 primeros meses del año disminuyeron hasta 13.231 millones de euros. A falta de un mes de datos, este importe se sitúa por debajo del observado en el primer trimestre de 2021, originándose este descenso tanto por la deuda a corto plazo como por la deuda a largo plazo. De consolidarse esta tendencia, se podría deducir que los grandes emisores, especialmente las sociedades no financieras, cubrieron en 2021 gran parte de sus necesidades de financiación y que, en el actual contexto de subidas de tipos, menores compras de deuda del BCE y volatilidad en los mercados, han optado por reducir sus emisiones. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el exterior se situaron en 13.610 millones de euros (datos hasta febrero), un 9 % menos que en 2021. De este importe, casi el 60 % correspondió a entidades financieras y el resto, a empresas no financieras.

34 Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 11

	2018	2019	2020	2021	2021		2022
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	101.296	90.161	132.111	101.171	25.485	27.320	42.858
Cédulas hipotecarias	26.575	22.933	22.960	28.700	9.450	6.750	14.300
Cédulas territoriales	2.800	1.300	9.150	5.500	0	2.000	3.040
Bonos y obligaciones no convertibles	35.836	29.602	33.412	25.257	807	13.274	4.372
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	300
Bonos de titulización	18.145	18.741	36.281	18.376	7.184	488	14.022
Pagarés de empresa ²	15.089	15.085	22.292	20.180	7.293	3.597	6.824
De titulización	240	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	14.849	15.085	22.292	20.180	7.293	3.597	6.824
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	6.266	623	0	0	0
Participaciones preferentes	2.850	1.000	1.750	2.335	750	1.210	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.923	3.214	14.312	4.600	1.806	563	951
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0
					2020		2021
En el exterior por emisores españoles	2018	2019	2020	2021	III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	87.846	100.321	90.201	123.250	26.726	34.063	13.231
A largo plazo	36.913	53.234	46.122	60.644	11.001	16.535	6.968
Participaciones preferentes	2.000	3.070	1.850	3.820	1.000	750	0
Obligaciones subordinadas	2.250	1.755	0	1.350	0	750	0
Bonos y obligaciones	32.663	48.409	44.272	55.474	10.001	15.035	6.968
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	50.933	47.087	44.078	62.606	14.657	17.520	6.264
Pagarés de empresa	50.933	47.087	44.078	62.606	14.657	17.520	6.264
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							
	2018	2019	2020	2021	2021		2022
					III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	92.600	92.342	71.048	69.190	14.216	17.735	13.610
Instituciones financieras	43.549	57.449	42.120	40.204	8.922	10.914	8.127
Sociedades no financieras	49.051	34.893	28.928	28.986	5.294	6.821	5.483

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

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

3 Datos hasta el 28 de febrero.

El importe de las emisiones de deuda ASG de los emisores españoles se situó en 3.740 millones de euros en el primer trimestre (3.821 millones en el mismo periodo del año anterior). Cabe destacar que, si bien el importe emitido fue relativamente parecido en ambos ejercicios, el número de emisiones realizadas este año fue de 5 (4 verdes y 1 social), por debajo de las 18 registradas en 2021. Todas ellas excepto una se realizaron en el exterior.

En el ámbito de la actividad registrada en los centros de negociación españoles, destaca la fuerte caída de la contratación en el mercado SEND y el avance en los sistemas organizados de contratación (SOC). La negociación en el SEND se situó en 5.178 millones de euros en el primer trimestre del año, cerca de la cuarta parte que en el mismo periodo de 2021. De este importe, casi el 60 % correspondió a

deuda pública extranjera y el resto, casi en su totalidad, a deuda pública española. Por el contrario, la negociación en los 3 SOC autorizados por la CNMV alcanzó 397.053 millones de euros en el primer trimestre, 2,5 veces más que en el mismo periodo del ejercicio anterior, de los que casi 132.000 millones de euros correspondieron a deuda pública española. Asimismo, cabe destacar que casi el 63 % del total negociado tuvo lugar en el SOC Tradition Financial Services España, que fue autorizado por la CNMV en julio de 2021.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España, que interrumpió su crecimiento en 2020 como consecuencia de la pandemia, volvió a aumentar con fuerza en 2021, situándose en 324.701 millones de euros a finales de año, un 16,1 % más que al cierre del ejercicio anterior. Este avance patrimonial se explica en más de un 60 % por las nuevas entradas de recursos, a lo que se sumó un rendimiento elevado de los activos en sus carteras gracias, fundamentalmente, al buen comportamiento de los mercados de renta variable a nivel mundial. Así, en el conjunto del ejercicio la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 6,3 % (1,8 % en el cuarto trimestre). Por lo que se refiere a las suscripciones netas, que también fueron positivas en todos los trimestres, las entradas de recursos acumuladas durante los 12 meses fueron de 27.620 millones de euros, una cifra que no se alcanzaba desde 2003. Cabe mencionar, no obstante, que después del segundo trimestre, aunque continuaron siendo cuantiosas, las suscripciones netas fueron descendiendo hasta los 3.640 millones de los últimos 3 meses del año³⁵.

Como en los dos años anteriores, las inversiones más cuantiosas se decantaron por los fondos considerados más arriesgados en búsqueda de rentabilidad (35 % en fondos de renta variable y globales) y por las fórmulas más seguras, en principio, como la renta fija (38 %³⁶). Así, en el conjunto del ejercicio la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue la de los fondos globales, con un total de 22.755 millones de euros, de los que más de 18.000 millones se concentraron en el segundo trimestre³⁷, seguida por la categoría de renta fija, con una cifra de 7.674 millones. También experimentaron suscripciones netas elevadas los fondos de renta fija mixta y renta variable internacional, con 6.575 y 5.261 millones de

35 De hecho, los datos provisionales correspondientes al mes de enero parecen indicar que las suscripciones netas podrían haber entrado en terreno negativo.

36 Estos porcentajes se han calculado en términos brutos y no se incluyen las suscripciones procedentes de un cambio de vocación.

37 De esta cifra, cabe mencionar que algo más de 5.600 millones de euros correspondían a fondos de inversión ya existentes que pertenecían, previamente, a otras vocaciones.

euros, respectivamente. En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos garantizados de renta variable, con una salida de recursos de 2.949 millones de euros³⁸, y a los fondos de retorno absoluto, con 3.042 millones (véase cuadro 12).

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2021, como se ha mencionado, fue del 6,3 %, con rentabilidades positivas en los 4 trimestres del año. Estas oscilaron entre el 0,1 % del tercer trimestre y el 2,34 % del primero. Como se puede observar en el cuadro 13, casi todas las categorías obtuvieron un rendimiento positivo en el global del año, a excepción de los fondos de renta fija (-0,3 %) y los garantizados de renta fija (-1,3 %). Por el contrario, los fondos con mayores porcentajes de renta variable en sus carteras experimentaron las mayores revalorizaciones gracias al buen comportamiento de estos mercados a nivel global durante 2021. Así, los fondos de renta variable euro e internacional registraron un rendimiento del 16,7 % y el 21,1 %, respectivamente.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.467,5	660,3	27.620,3	7.009,8	10.633,7	6.337,3	3.639,6
Rta. fija ¹	10.732,6	2.062,6	7.674,2	1.324,9	1.237,0	2.632,1	2.480,2
Rta. fija mixta ²	-1.506,1	2.619,5	6.574,7	4.789,7	-705,8	761,9	1.728,9
Rta. vble. mixta ³	3.288,8	1.601,4	-4.179,3	1.375,3	-8.279,2	1.091,9	1.632,7
Rta. vble. euro ⁴	-3.588,2	-2.007,7	13,8	82,3	135,8	-88,8	-115,3
Rta. vble. internacional ⁵	4.113,8	2.633,1	5.260,9	2.082,0	1.257,6	600,9	1.320,5
Gar. rta. fija	-282,6	-707,4	-1.787,1	-226,2	-335,5	-228,7	-996,8
Gar. rta. vble. ⁶	-1.857,0	-2.254,2	-2.949,3	-299,6	-1.406,6	-943,3	-299,9
Fondos globales	-2.553,9	-1.501,2	22.755,0	1.075,3	18.527,0	4.878,0	-1.725,3
De gestión pasiva ⁷	-3.026,8	-23,8	-2.700,6	-862,2	-294,8	-500,6	-1.043,0
Retorno absoluto	-2.852,9	-1.761,9	-3.041,9	-2.331,7	498,4	-1.866,2	657,6

Fuente: CNMV.

- 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 de la CNMV): fondos del mercado monetario (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.

38 Esta categoría lleva 12 años experimentando continuas salidas de recursos, lo que ha hecho que en este periodo haya perdido más del 70 % del patrimonio que gestionaba, hasta situarse ligeramente por encima de los 8.000 millones de euros.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose en 2021, con un descenso en el número de vehículos de 63, hasta situarse en 1.452³⁹. Se produjeron 76 altas y 139 bajas. Los mayores retrocesos, de forma similar a 2020, se produjeron en los fondos de gestión pasiva, con 30 fondos menos, y en los garantizados de renta variable, con una reducción de 19. En cambio, los fondos de renta variable internacional, cuyo número ya había aumentado los 2 años anteriores (40 fondos más en total), mostraron un nuevo crecimiento en 2021 con 30 instituciones. También se incrementó de manera notable la oferta de fondos globales, con 15 más que en 2020.

El número de IIC que a finales de año se habían acogido a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación era de 183⁴⁰. Estos artículos señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9). De ellas, 176 (170 fondos de inversión, 2 fondos de inversión libre y 4 SICAV) se habían acogido al artículo 8 y 7 (6 fondos de inversión y 1 fondo de inversión libre) al artículo 9. El número de partícipes de estas instituciones era de 5.057.460 y su patrimonio de 68.400 millones de euros.

El número de partícipes, por su parte, experimentó un incremento del 24,9 % a lo largo de 2021, con un aumento de más de 1 millón de inversores tan solo en el último trimestre, hasta cerrar el año con un total de 15,8 millones⁴¹. En línea con los datos de suscripciones netas, las categorías de fondos de renta fija y fondos globales fueron las que experimentaron los mayores avances a lo largo de 2021, con 1,3 millones más de partícipes los primeros y algo menos de 600.000 los segundos. Por el contrario, en los fondos garantizados de renta variable se produjo el mayor retroceso en el número de partícipes, con un descenso de más de 90.000 (-25,6 %).

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión continuaron siendo satisfactorias en 2021, con un ligero descenso del peso de los activos con liquidez reducida hasta el 3,8 % (4,2 % en 2020). Es importante destacar que este porcentaje ha ido disminuyendo paulatinamente, con algunos altibajos, desde los máximos alcanzados en 2010, cuando llegaron a representar más del 30 % de la cartera de renta fija privada. Así, a 31 de diciembre de 2021 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 2.471 millones de euros, lo que suponía el 0,76 % del patrimonio total de los fondos. Como se observa en el cuadro 14, durante el año se produjo un aumento, en términos absolutos, de los activos menos líquidos en la cartera de renta fija no financiera, que se situaron en 1.294 millones de euros, 216 millones más que en 2020. En cambio, el peso de los activos menos líquidos en la cartera de titulizaciones se redujo en más de 7 p.p. durante 2021, hasta alcanzar el 49,7 % del total (353 millones de euros), tras haber llegado a representar más del 90 % en 2018. En términos generales, la mejora de la liquidez se produjo como consecuencia del elevado número de activos que pasaron a tener una vida residual inferior a 1 año.

39 Entre enero y febrero de este año, el número de fondos de inversión se ha mantenido constante.

40 Correspondientes a un total de 188 compartimentos.

41 Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos.

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 13

Número	2019	2020	2021	2021			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.710	1.644	1.611	1.642	1.629	1.604	1.611
Rta. fija ¹	281	276	266	279	272	265	266
Rta. fija mixta ²	173	174	181	181	182	183	181
Rta. vble. mixta ³	185	186	192	188	186	187	192
Rta. vble. euro ⁴	113	104	94	100	98	96	94
Rta. vble. internacional ⁵	263	276	307	278	285	295	307
Gar. rta. fija	66	55	43	53	51	50	43
Gar. rta. vble. ⁶	155	133	114	130	125	117	114
Fondos globales	255	248	263	252	253	252	263
De gestión pasiva ⁷	133	118	88	114	110	93	88
Retorno absoluto	84	72	61	65	65	64	61
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0
Rta. fija ¹	78.583,2	81.015,9	88.422,8	82.209,7	83.503,3	86.173,0	88.422,8
Rta. fija mixta ²	40.819,9	43.200,4	50.869,7	48.373,9	48.143,1	48.904,9	50.869,7
Rta. vble. mixta ³	28.775,8	30.432,7	28.141,1	32.601,3	24.893,5	25.970,6	28.141,1
Rta. vble. euro ⁴	10.145,1	7.091,1	8.279,6	7.771,9	8.232,2	8.180,2	8.279,6
Rta. vble. internacional ⁵	34.078,9	37.722,5	51.222,2	42.746,1	46.464,6	47.217,0	51.222,2
Gar. rta. fija	4.809,3	4.177,0	2.346,7	3.929,5	3.585,6	3.356,7	2.346,7
Gar. rta. vble. ⁶	13.229,1	11.037,1	8.094,9	10.745,2	9.339,3	8.394,1	8.094,9
Fondos globales	43.041,9	40.944,5	67.591,0	43.120,7	62.913,0	67.783,8	67.591,0
De gestión pasiva ⁷	14.073,8	14.014,3	12.500,4	13.571,5	13.587,1	13.137,3	12.500,4
Retorno absoluto	11.818,3	10.057,4	7.231,2	7.793,7	8.383,9	6.513,4	7.231,2
Participes							
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	13.586.390	14.325.481	14.783.710	15.816.557
Rta. fija ¹	3.668.324	4.135.294	5.476.096	4.435.899	4.621.057	4.766.153	5.476.096
Rta. fija mixta ²	1.087.881	1.203.280	1.459.004	1.364.227	1.406.147	1.411.225	1.459.004
Rta. vble. mixta ³	707.159	745.112	721.346	806.042	648.612	681.278	721.346
Rta. vble. euro ⁴	598.901	530.107	778.138	705.654	737.047	774.026	778.138
Rta. vble. internacional ⁵	2.655.123	3.043.542	3.882.184	3.298.703	3.545.847	3.671.230	3.882.184
Gar. rta. fija	154.980	135.320	77.430	127.437	115.807	109.449	77.430
Gar. rta. vble. ⁶	428.470	356.439	265.043	348.061	308.880	273.878	265.043
Fondos globales	1.359.915	1.409.759	1.989.428	1.506.594	1.920.588	2.046.838	1.989.428
De gestión pasiva ⁷	429.428	511.251	505.514	513.333	530.215	522.529	505.514
Retorno absoluto	646.042	587.040	659.411	477.482	488.319	524.138	659.411
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	7,12	0,78	6,31	2,34	1,93	0,10	1,81
Rta. fija ¹	1,38	0,62	-0,31	-0,16	0,07	0,05	-0,28
Rta. fija mixta ²	4,75	-0,03	2,49	0,85	1,04	0,02	0,56
Rta. vble. mixta ³	9,25	0,59	7,18	2,56	2,42	-0,03	2,05
Rta. vble. euro ⁴	14,27	-8,75	16,72	8,58	4,28	0,42	2,66
Rta. vble. internacional ⁵	22,18	2,83	21,14	7,87	5,74	0,42	5,77
Gar. rta. fija	3,98	1,68	-1,29	-0,52	-0,22	-0,02	-0,54
Gar. rta. vble. ⁶	3,62	0,70	0,06	0,08	0,00	-0,03	0,01
Fondos globales	8,45	-0,31	7,90	3,10	2,28	0,01	2,32
De gestión pasiva ⁷	7,45	0,44	9,82	3,28	2,36	0,40	3,48
Retorno absoluto	3,94	0,94	3,02	0,97	1,15	-0,07	0,95

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

- 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 de la CNMV): 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 a 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 de la CNMV): IIC de gestión pasiva, IIC que replica un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- Rentabilidad anual para 2019, 2020 y 2021. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-20	jun.-21	dic.-21	dic.-20	jun.-21	dic.-21
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	8	5	6	1,0	0,7	0,8
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	986	852	817	3,3	2,8	2,7
Renta fija no financiera	1.078	1.204	1.294	3,9	3,9	4,0
Titulizaciones	398	365	353	56,8	50,8	49,7
Titulización AAA	128	107	91	86,3	92,0	91,5
Resto de titulizaciones	270	258	262	49,0	42,8	42,9
Total	2.470	2.426	2.471	4,2	3,8	3,8
% sobre patrimonio FI	0,88	0,79	0,76			

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)

En línea con la tendencia de los últimos 6 años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2021, ya que se produjeron 153 bajas y tan solo 6 altas, por lo que a finales del ejercicio había 2.280 vehículos registrados. Esta contracción tuvo su reflejo en el número de accionistas, que retrocedió un 2,9 %, hasta alcanzar los 351.617. En cambio, el patrimonio de estos vehículos se incrementó un 5,8 %, hasta los 28.502 millones de euros, como consecuencia únicamente de la revalorización de los activos de la cartera de estos vehículos, sobre todo de la de renta variable. Estas variaciones hicieron que el patrimonio medio por SICAV aumentara de forma sustancial, de 11,1 millones de euros a finales de 2020 a 12,5 millones 1 año después. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el BME MTF Equity (antiguo MAB).

Entre los meses de enero y febrero de este año, después del cambio legislativo que se ha producido para estas entidades, alrededor del 77 % de las que estaban operativas ha informado de su baja como SICAV. Este cambio normativo, articulado a través de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, establece una participación mínima de 2.500 euros, conjuntamente con el requisito ya existente de un mínimo de 100 partícipes, para que los accionistas puedan continuar acogidos al régimen impositivo previo, según el cual tributaban un 1 % en el Impuesto de Sociedades, de la misma forma que los fondos de inversión.

IIC de inversión libre

El patrimonio total de las IIC de inversión libre⁴² ha experimentado un avance significativo en los últimos años, que fue del 22,7 % en 2021, hasta alcanzar

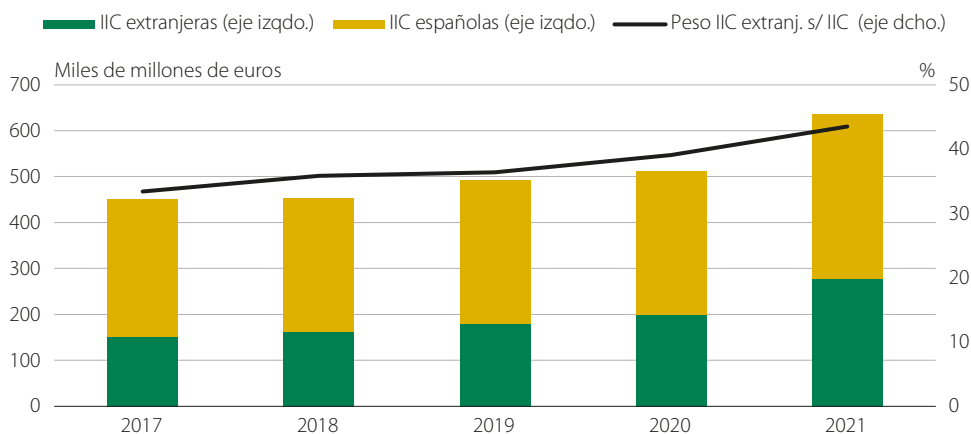
42 Las IIC de inversión libre están formadas por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). Ambas figuras pueden constituirse en forma de fondos o sociedades.

4.374 millones de euros al cierre del ejercicio. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Del patrimonio conjunto de estas instituciones, un 81 % correspondía a IIC de inversión libre (81,7 % 1 año antes) y el 19 % restante a IIC de inversión libre. Por su parte, el número total de IIC de inversión libre registradas en la CNMV al cierre de 2021 ascendía a 83, 7 más que al final del año anterior. Como se puede observar en el cuadro 3.1 del anexo estadístico, el incremento se dio tanto en el segmento de las IIC de inversión libre, que cerró el ejercicio con 73 instituciones (10 altas y 6 bajas), como en el de IIC de inversión libre, cuyas 3 altas, después de 3 años sin movimientos, hicieron que hubiera 10 vehículos a finales de diciembre. En los dos primeros meses de este año no se han producido apenas movimientos, tan solo un alta y una baja en el registro de IIC de inversión libre.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, con un rendimiento positivo en todos los trimestres del año para ambos tipos de vehículos. Así, las IIC de inversión libre registraron una revalorización de su cartera de inversión del 5,9 % hasta diciembre, mientras que en las IIC de inversión libre esta fue del 9,3 %. Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró una tendencia similar a la experimentada por el patrimonio, con un avance del 31 %, por lo que a finales de diciembre había un total de 14.171. Este movimiento fue especialmente intenso en las IIC de inversión libre, ya que, gracias a las altas producidas durante el ejercicio, el número de partícipes aumentó un 88,4 %, hasta los 5.385. En el caso de las IIC de inversión libre el incremento fue del 10,4 %, hasta un total de 8.786 partícipes a final de año.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España ha aumentado de forma notable durante los últimos años, siendo especialmente intenso el avance del último, del 38,5 %. Así, al cierre de 2021, el patrimonio de estas entidades ascendía a 276.232 millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 18, este ritmo de crecimiento ha hecho que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España haya ido aumentando de forma significativa en los últimos años, hasta situarse en el 43,5 % en 2021. En línea con la evolución patrimonial, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV se incrementó en 2021 en 24 entidades (15 en 2020), por lo que a finales de diciembre había un total de 1.072 vehículos de este tipo (417 fondos y 655 sociedades). La mayoría de las altas correspondió, al igual que en ejercicios anteriores, a vehículos procedentes de Luxemburgo, con 25 más, hasta situarse en 497.



Fuente: CNMV.

Perspectivas

Las perspectivas respecto a la inversión colectiva son complejas como consecuencia de la incertidumbre por los acontecimientos de los últimos meses. Por una parte, la finalización de las restricciones relacionadas con la pandemia ha dado lugar a un incremento del consumo de los hogares, que ha ido en detrimento de su tasa de ahorro y, en consecuencia, de los recursos disponibles para invertir en activos financieros. Además, el fuerte aumento de la inflación también supone una reducción de la disponibilidad de recursos. Adicionalmente, cabe tener presente que un contexto de incertidumbre como el actual favorece retrasos en los procesos de toma de decisiones (tanto de consumo como de inversión) de los agentes. Por otra parte, el previsible aumento de los tipos de interés puede modificar la composición de la cartera de activos financieros de los hogares a medio plazo. Teniendo en cuenta todos estos factores, es previsible que la industria de la inversión colectiva continúe recibiendo flujos de inversión, pero de cuantía inferior a los de ejercicios anteriores, y que la comercialización de IIC extranjeras mantenga un papel preponderante.

4.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito son, con notable diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión en España y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (más del 85 % del total). Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, aún conservan un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios (véase cuadro 15). Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión ¹	Entidades de crédito (EE. CC. ²)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	716	4.634	5.350	86,6
Colocación y aseguramiento de valores	89	426	516	82,7
Tramitación y ejecución de órdenes	271	650	921	70,5
Gestión de carteras	41	711	752	94,5
Asesoramiento en materia de inversión	90	848	938	90,4
Comercialización de IIC	223	2.000	2.223	89,9
Total servicios auxiliares	381	1.251	1.633	76,6
Administración y custodia	38	746	784	95,2
Otros servicios auxiliares	344	505	849	59,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye: sociedades y agencias de valores, EAF y sucursales de ESI extranjeras.

2 Incluye bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sucursales de entidades de crédito extranjeras.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 108 a finales de 2021, 3 menos que en 2020⁴³. Respecto a estas bajas, cabe mencionar que dos de ellas fueron consecuencia de dos procesos de integración bancaria⁴⁴. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 416, 69 menos que el año anterior. Este importante retroceso tuvo su origen en las bajas de entidades establecidas en el Reino Unido como consecuencia del *brexit*. Del total de entidades extranjeras, 361 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 55 a través de sucursales, procediendo casi la totalidad de otros Estados miembros de la Unión Europea (411 entidades).

El importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y la comercialización de IIC aumentó un 22,6 % en 2021, hasta situarse en 5.886 millones de euros (véase cuadro 16). La prestación de servicios de inversión supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 2.635 millones de euros, un 21,6 % más que en 2020, con un incremento sustancial en todas las partidas, a excepción de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que se mantuvieron prácticamente constantes. En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, estas entidades percibieron 1.251 millones de euros, un 18,6 % más que en 2020.

43 De las 108, se puede considerar que 98 estaban activas en la prestación de servicios de inversión.

44 Estas entidades eran Bankia y Liberbank, que se integraron en Caixabank y Unicaja Banco, respectivamente.

Ingresos de las entidades de crédito¹ por la prestación de servicios de valores y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 16

Importes en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	% s/ total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	1.735	1.847	2.166	2.635	16,2
Colocación y aseguramiento de valores	217	296	354	426	2,6
Tramitación y ejecución de órdenes	510	498	642	650	4,0
Gestión discrecional de carteras	414	479	527	711	4,4
Asesoramiento en materia de inversión	595	573	644	848	5,2
Por servicios auxiliares	965	923	1.055	1.251	7,7
Administración y custodia	667	650	651	746	4,6
Elaboración de informes y análisis financieros	184	148	234	280	1,7
Otros servicios auxiliares	115	125	169	225	1,4
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.222	4.084	4.010	4.865	29,9
Instituciones de inversión colectiva	1.688	1.597	1.581	2.000	12,3
Fondos de pensiones	892	927	972	1.152	7,1
Seguros	1.507	1.437	1.377	1.604	9,9
Otros	135	123	79	109	0,7
Total	6.922	6.854	7.231	8.751	53,8
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.388	4.367	4.802	5.886	36,2
Ingresos totales por comisiones	14.928	15.176	15.193	16.927	100,0

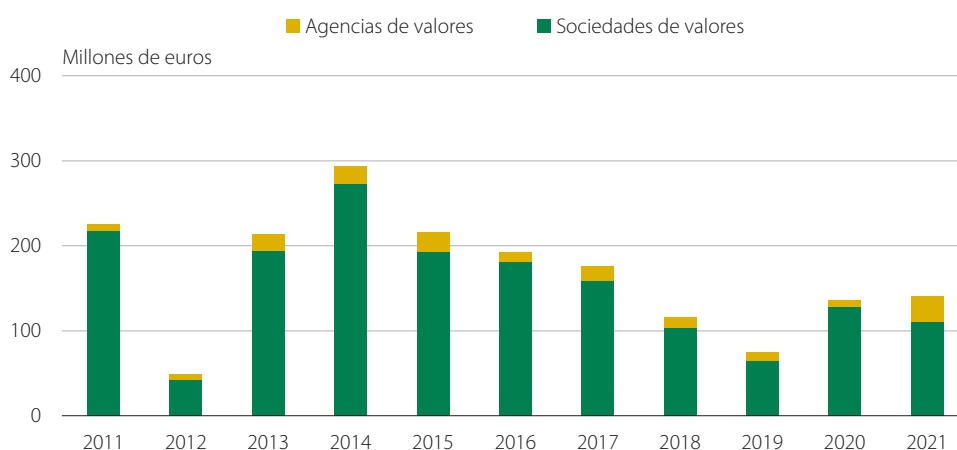
Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sucursales de entidades de crédito extranjeras.

Sociedades y agencias de valores

En 2021 la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores fue similar, en términos cuantitativos, a la de 2020. No obstante, parece confirmarse un proceso de cambio en el modelo de negocio de una parte sustancial de estas entidades. Así, su principal negocio tradicional, que era la intermediación en los mercados de valores, está perdiendo peso de forma progresiva como consecuencia, al menos parcial, del desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera del país. En cambio, están teniendo cada vez más relevancia las actividades de comercialización, gestión y asesoramiento a terceros.

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2021 un beneficio conjunto antes de impuestos de 140,7 millones de euros, un 3,1 % más que 1 año antes. Aunque en términos agregados no se produjeron grandes cambios, se observó una redistribución importante entre los dos tipos de entidades: mientras que en las agencias de valores se produjo un gran crecimiento de sus resultados (el beneficio se multiplicó por 4), las sociedades de valores experimentaron un retroceso del 14 % (véase gráfico 19).



Fuente: CNMV.

A finales de 2021, un total de 91 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV, 4 entidades menos que a finales de 2020, con lo que se interrumpe la tendencia expansiva de los últimos años. Esta contracción, que fue el resultado de 7 altas y 11 bajas, tuvo su origen, al menos en parte, en procesos de integración llevados a cabo por grupos bancarios extranjeros de sus agencias y sociedades de valores. En el lado opuesto, muchas de las entidades que se dieron de alta estaban vinculadas a grupos financieros no bancarios, lo que unido al hecho anterior pone de manifiesto la transformación de este sector hacia una composición con una presencia creciente de entidades independientes y pertenecientes a grupos no bancarios. Por otra parte, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 53 (2 menos que en 2020), y 8 entidades mantenían sucursales en otros países (4 más que 1 año antes).

El número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se contrajo de forma ostensible en 2021 como consecuencia del *brexit*. A este respecto, es importante mencionar que las entidades del Reino Unido perdieron su pasaporte comunitario para operar en España el día 1 de enero de 2021, por lo que, a partir de esa fecha, en caso de seguir ejerciendo su actividad, deben registrarse como entidades extracomunitarias. De esta forma, el número de entidades extranjeras acogidas al régimen de libre prestación de servicios disminuyó a lo largo del año de 3.053 hasta 905, mientras que el de las que operaban mediante sucursal lo hizo de 66 a 41.

Las sociedades de valores experimentaron un descenso significativo de sus ingresos con respecto a 2020, causado tanto por la contracción del resultado de inversiones financieras (-66,3 %) como de las comisiones percibidas (-8,3 %). Dentro de estas últimas, se produjo un notable descenso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, las más importantes para las sociedades de valores, del 35,4 % hasta situarse en 164,3 millones de euros⁴⁵. En cuanto al resto de comisiones, la

45 Esta reducción se explica, en su mayor parte, por el cese de actividad de la sociedad de valores que pertenecía a Credit Suisse —que se transformó en entidad de crédito—, cuya principal actividad era la tramitación y ejecución de órdenes.

mayoría de las partidas experimentó aumentos, entre los que destaca el de las pérdidas por colocación y aseguramiento de valores, que pasó de poco más de 5 millones de euros a 86,3 millones. También se incrementaron los ingresos por asesoramiento en materia de inversión (36,7 %), por comercialización de IIC (26,7 %) y por gestión de carteras (20,8 %). Los gastos de explotación, por su parte, descendieron un 30,1 %, en línea con la menor actividad del sector. No obstante, esta reducción y el notable aumento de «Otras» ganancias no lograron compensar la contracción de los ingresos, por lo que el resultado antes de impuestos acabó reduciéndose un 14 %, hasta un importe de 110,7 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-21)

CUADRO 17

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-20	dic.-21	% var.	dic.-20	dic.-21	% var.
1. Margen de intereses	35.957	41.565	15,6	932	454	-51,3
2. Comisiones netas	310.868	265.790	-14,5	143.162	173.785	21,4
2.1. Comisiones percibidas	525.812	481.945	-8,3	165.094	202.333	22,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	254.307	164.293	-35,4	22.035	14.140	-35,8
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	5.279	86.324	1.535,2	2.157	1.481	-31,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	39.260	36.880	-6,1	754	425	-43,6
2.1.4. Gestión de carteras	13.128	15.860	20,8	14.554	22.874	57,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.813	7.944	36,7	33.990	40.142	18,1
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.960	5.306	170,7	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	50.985	64.608	26,7	62.134	91.375	47,1
2.1.9. Otras	155.080	100.728	-35,0	29.469	31.896	8,2
2.2. Comisiones satisfechas	214.944	216.155	0,6	21.932	28.548	30,2
3. Resultado de inversiones financieras	97.113	32.733	-66,3	-5.562	666	-
4. Diferencias de cambio netas	-981	972	-	-596	213	-
5. Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	-62,7	-372	-989	-165,9
MARGEN BRUTO	535.216	375.458	-29,8	137.564	174.129	26,6
6. Gastos de explotación	396.091	276.737	-30,1	132.069	145.812	10,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	14.665	9.599	-34,5	2.130	2.200	3,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-533	156	-	26	-38	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	124.993	88.966	-28,8	3.339	26.155	683,3
9. Otras ganancias y pérdidas	3.736	21.754	482,3	4.417	3.846	-12,9
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	128.729	110.720	-14,0	7.756	30.001	286,8
10. Impuesto sobre beneficios	25.801	17.239	-33,2	4.920	7.199	46,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	102.928	93.481	-9,2	2.836	22.802	704,0
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	-2.773	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	102.928	90.708	-11,9	2.836	22.802	704,0

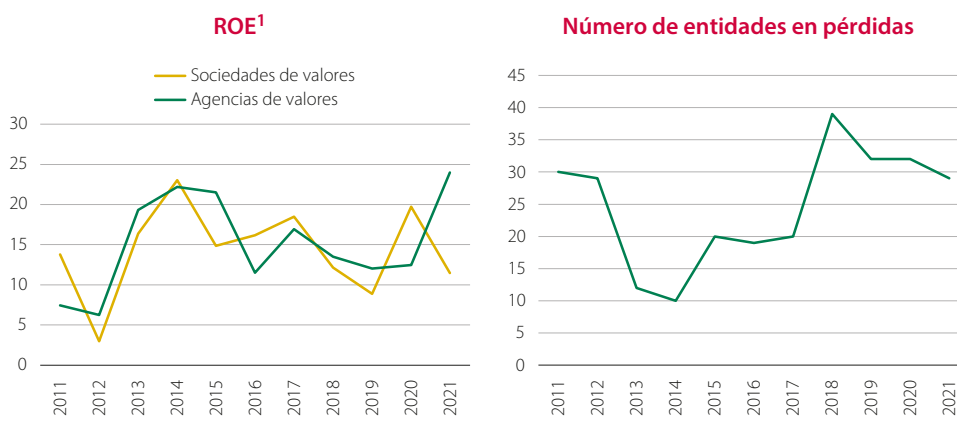
Fuente: CNMV.

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos, como se ha mencionado, experimentó un aumento sustancial, al prácticamente cuadruplicarse y alcanzar 30 millones de euros en 2021. El avance de los resultados se debió al crecimiento de las comisiones percibidas (22,6 %), que superaron los 200 millones de euros. Del mismo modo que para las sociedades de valores, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las agencias descendieron un 35,8 %, hasta poco más de 14 millones de euros. A pesar de ello, en este caso el resto de comisiones compensaron con creces esta contracción, destacando el aumento de las comisiones por comercialización de IIC: un 47,1 %, hasta superar 90 millones de euros. También crecieron las comisiones por asesoramiento en materia de inversión (18,1 %) y las derivadas de la gestión de carteras (57,2 %). Este aumento de los ingresos provocó que los gastos de explotación también crecieran, en concreto un 10,4 %, aunque esto no evitó la mencionada mejora de los resultados.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un descenso notable durante el ejercicio, al pasar del 18,7 % al 13,7 % (en 2020 se había doblado). En línea con la evolución de los beneficios, el comportamiento fue dispar entre las dos tipologías de entidades: mientras que en las sociedades de valores se produjo un descenso del ROE del 19,7 % en 2020 al 11,5 % en 2021, en las agencias de valores esta ratio mostró un aumento del 12,5 % al 24 % (véase el panel izquierdo del gráfico 20). Por otra parte, el número de entidades en pérdidas se redujo en 3 hasta situarse en 29: 13 sociedades de valores (1 más que en 2020) y 16 agencias de valores (4 menos que en 2020), con un importe total de pérdidas que descendió desde 27,7 millones de euros en 2020 hasta 25,2 millones en 2021.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

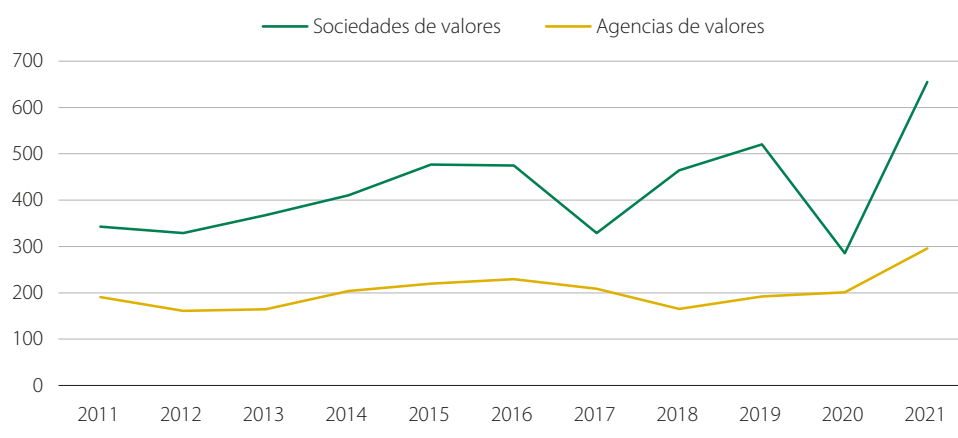
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles de solvencia relativamente elevados (aunque con importes absolutos reducidos) durante 2021: a finales de año el margen de recursos propios era 5,4 veces superior al volumen de recursos exigibles. Esta cifra fue considerablemente mayor que la que se había observado en 2020 (2,8 veces) a causa, principalmente, de dos factores. Por un lado, se produjo la baja de una entidad de gran tamaño, la sociedad de valores de Credit Suisse, cuyo nivel de solvencia era menor que la media del sector. Por otro lado, la entrada en vigor del

Reglamento (UE) 2019/2033⁴⁶ ha tenido como consecuencia una menor exigencia de recursos propios a la mayoría de las sociedades. Como suele ser habitual, este margen de recursos propios fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias: mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 6,5, para las segundas fue de 2,9 (véase gráfico 21). Por otra parte, 4 agencias cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios (ninguna sociedad).

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

Al cierre de 2021 había registradas en la CNMV 140 EAF, cifra que permanece constante desde 2019. El patrimonio total asesorado por estas entidades, en cambio, se incrementó el año pasado un 10,6 %, hasta los 19.264 millones de euros. A pesar de este avance, cabe recordar que entre 2018 y 2020 la cifra se redujo prácticamente a la mitad, lo que podría deberse a la mayor competencia proveniente de las entidades de crédito en el servicio de asesoramiento en materia de inversión, una tendencia que podría haber llegado ya a un punto de cierta estabilidad. Como se observa en el cuadro 18, el aumento del patrimonio asesorado se produjo únicamente en el ámbito de los clientes minoristas, con un incremento del 29,5 %, hasta situarse en 8.858,8 millones de euros. Esta tendencia, que se observa desde hace algunos años, parece indicar que el modelo de negocio de las EAF está basculando hacia uno con mayor protagonismo del segmento minorista.

El beneficio conjunto de este tipo de entidades, por su parte, aumentó de forma notable, al pasar de 4,8 millones de euros en 2020 a 7,5 millones en 2021. Este avance se debió al incremento de los ingresos por las comisiones percibidas de los clientes y, en menor medida, de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 37,4 millones de euros en 2020 a 44,7 millones en 2021.

46 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 por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014.

Miles de euros

	2019	2020	2021	% var. 21/20
NÚMERO DE ENTIDADES	140	140	140	0,0
PATRIMONIO ASESORADO¹	21.627.677	17.423.050	19.263.515	10,6
Clientes minoristas	8.313.608	6.907.284	8.858.793	28,3
Clientes profesionales y otros	13.314.069	10.515.766	10.404.722	-1,1
NÚMERO DE CLIENTES¹	6.437	7.264	9.317	28,3
Clientes minoristas	6.005	6.867	8.890	29,5
Clientes profesionales	414	384	427	11,2
Otros	18	13	-	-
INGRESOS POR COMISIONES	56.963	45.782	56.190	22,7
Comisiones percibidas	56.029	45.153	55.657	23,3
De clientes	46.112	37.363	44.723	19,7
De otras entidades	9.917	7.790	10.934	40,4
Otros ingresos	934	629	532	-15,4
PATRIMONIO NETO	32.089	30.177	34.140	13,1
Capital social	5.770	5.454	6.125	12,3
Reservas y remanentes	17.260	18.979	21.245	11,9
Resultado del ejercicio	8.172	4.837	7.456	54,1
Resto de fondos propios	888	907	-686	-175,6

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

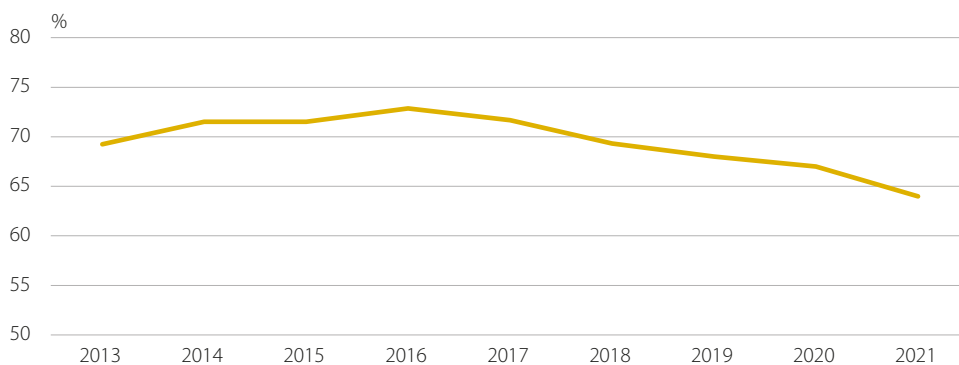
Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

Resulta de interés analizar el negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión atendiendo al modelo de negocio de las entidades, en lugar de al tipo de entidad. Habitualmente, la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión⁴⁷ se presenta en función del tipo de entidad que la realiza (entidad de crédito, ESI o SGIIC). Sin embargo, una visión menos formal aconsejaría llevar a cabo el análisis atendiendo al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales. En este epígrafe se delimita con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se realiza por parte de bancos que se podrían denominar *comerciales*, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la efectúan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales, y por bancos especializados en la provisión de este tipo de servicios.

47 Incluida la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal.

Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial¹ en los ingresos totales derivados de la prestación de servicios de inversión²

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

- 1 Este grupo de entidades incluye a los bancos comerciales (entendiendo por bancos comerciales aquellos que no están especializados en la provisión de servicios financieros) y a las ESI y SGIC que pertenecen a ellos.
- 2 Incluye la actividad de gestión de IIC, aunque esta no sea un servicio de inversión desde un punto de vista legal.

Los cálculos efectuados revelan que en 2021 el 64 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁴⁸ correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos. El restante 36 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Estas cifras vienen a confirmar la tendencia descendente del peso de la banca comercial en este sector, que fue del 67 % en 2020 y había alcanzado el 73 % en 2016 (véase gráfico 22).

Perspectivas

El negocio de la prestación de servicios de inversión parece consolidar una serie de tendencias que se observan desde hace algunos años y que consisten en la preponderancia de las entidades de crédito en la provisión de estos servicios y en la orientación de las ESI hacia servicios que históricamente han sido menos relevantes para ellas. El negocio de la prestación de servicios de inversión ha tenido una consideración estratégica para las entidades de crédito, que han ido incorporando, en su gran mayoría y de forma progresiva, en sus matrices el negocio de sus sociedades y agencias de valores. Todo ello en un entorno de tipos reducidos que erosionaba sus márgenes de intereses y que favorecía el interés en este ámbito de negocio. Por su parte, el sector de las sociedades y agencias de valores muestra una presencia cada vez mayor de entidades independientes (sin estar bajo el paraguas de bancos comerciales tradicionales) que se orientan más a la prestación de servicios que antes eran menos relevantes. El negocio por excelencia para las ESI, la tramitación y ejecución de órdenes en los mercados, sigue siendo muy importante, pero pierde envergadura progresivamente, en parte por los descensos en los volúmenes de negociación que se observan en los mercados desde hace algunos años. En este contexto, es previsible que actividades como el asesoramiento financiero, la gestión de carteras o la comercialización de IIC sigan cobrando más importancia.

48 Medido a través de las comisiones percibidas e incluyendo la gestión de IIC.

El pasado 17 de febrero de 2022 entró en vigor la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión. En ella se desarrollan las normas, principios y criterios por los que debe regirse esta actividad publicitaria, que queda sujeta a supervisión de la CNMV. El objetivo es que la publicidad de estos productos ofrezca contenidos veraces, comprensibles y no engañosos, y que incluya de forma visible los riesgos asociados a ellos.

La nueva Circular 2/2020 establece que la publicidad sobre criptoactivos deberá ser clara, equilibrada e imparcial, y los mensajes proporcionarán información sobre los riesgos del producto de manera fácilmente legible y perceptible. Asimismo, deberá incluir con un formato y posición que garanticen su relevancia la siguiente advertencia: «La inversión en criptoactivos no está regulada, puede no ser adecuada para inversores minoristas y perderse la totalidad del importe invertido».

Adicionalmente, la norma define el modo en que la CNMV supervisará la actividad publicitaria y establece un régimen de comunicación previa obligatoria para campañas de publicidad masiva, definidas como las dirigidas a 100.000 personas o más. Estas campañas deberán ser comunicadas a la CNMV con una antelación mínima de 10 días. El resto de acciones publicitarias también quedarán sujetas a la actuación supervisora de la CNMV, que puede requerir el cese o la rectificación, pero no exigen comunicación previa.

La circular establece requisitos bastante detallados acerca de los contenidos y formatos de las piezas publicitarias. Por ejemplo, existen restricciones para utilizar rentabilidades o para emplear adjetivos superlativos o, respecto del formato, se exige que las advertencias obligatorias ocupen, con carácter general, al menos un quinto del espacio.

El incumplimiento de las normas recogidas en la circular podrá constituir una infracción grave, de conformidad con el artículo 292.4 de la Ley del Mercado de Valores.

Con esta circular no se regulan los propios criptoactivos, su emisión ni los servicios prestados sobre ellos. Su objetivo es reforzar el marco legal de protección de los ciudadanos en el ámbito de la publicidad, en un contexto en el que se han intensificado las campañas publicitarias para invertir en estos productos no regulados. La CNMV, conjuntamente con otros supervisores, ha seguido advirtiendo de los riesgos de invertir en este tipo de productos¹.

En cuanto al ámbito subjetivo de aplicación, la norma se aplica a:

- Los proveedores de servicios sobre criptoactivos cuando realicen estas actividades publicitarias.
- Los proveedores de servicios publicitarios. Esto incluye a personas físicas que, de forma remunerada, publiquen y promocionen criptoactivos (productos o servicios promocionados a través de los llamados *influencers*).

- Cualquier otra persona física o jurídica que realice, por iniciativa propia o por cuenta de terceros, dicha actividad.

La circular excluye expresamente de su ámbito de aplicación la actividad publicitaria sobre los siguientes tipos de criptoactivos:

- Criptoactivos que tengan la naturaleza de instrumentos financieros incluidos en el anexo del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en cuyo caso se aplicará la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.
- Criptoactivos que no sean susceptibles de ser objeto de inversión.
- Criptoactivos de utilidad o *utility tokens*, siempre que cumplan con determinados requisitos.
- Criptoactivos únicos no fungibles, siempre que cumplan con determinados requisitos.

Asimismo, la circular tampoco es de aplicación a:

- La documentación explicativa de las emisiones de criptoactivos o *white papers*.
- Las campañas publicitarias corporativas cuando cumplan con determinados requerimientos.
- Las presentaciones dirigidas a analistas o inversores institucionales.
- Las publicaciones de los analistas financieros o comentaristas independientes.
- La publicidad sobre seminarios o cursos sobre criptoactivos, siempre que no promuevan su adquisición.

1 <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={17510971-c6cb-4b94-95d6-509b4061598f}>

4.3 Sociedades gestoras de IIC

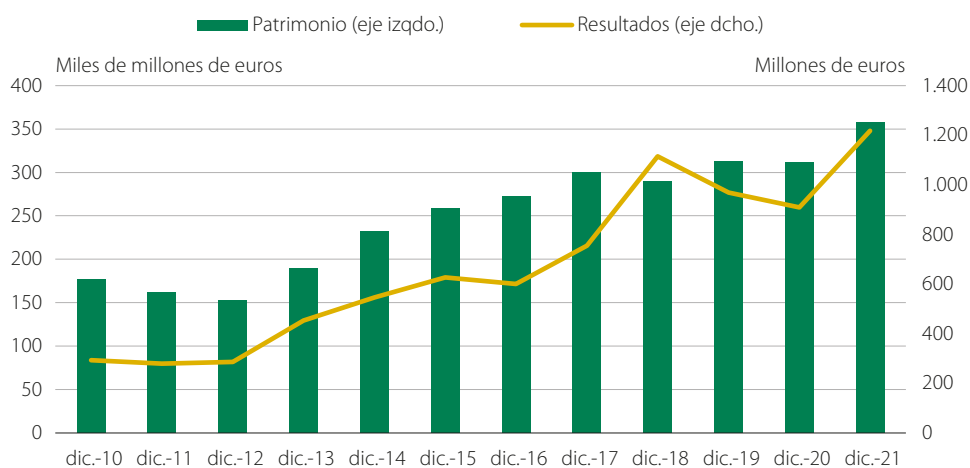
En 2021 el número de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) permaneció estable (en 123), pero no su patrimonio gestionado, que experimentó un avance del 15,2 %, hasta superar ligeramente la cifra de 358.000 millones de euros⁴⁹. Como en años anteriores, alrededor del 90 % de este patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, seguido por las SICAV,

49 Esta cifra se corresponde con la información obtenida a partir de los estados reservados que las IIC nacionales remiten a la CNMV.

con un 8,2 %. Es importante destacar, independientemente de estas cifras, que la gestión de IIC extranjeras por parte de las sociedades gestoras nacionales experimentó un fuerte crecimiento en 2021, llegando a superar 23.000 millones de euros, lo que supone un aumento del 48,2 % en relación con el año previo. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2021: la cuota conjunta de las 3 mayores gestoras era del 49,5 % del patrimonio total, 6 p.p. más que en 2020⁵⁰.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC se incrementaron un 34 % en 2021 hasta 1.218,1 millones de euros, gracias al aumento de las comisiones percibidas (20,6 %). La causa principal de esta evolución estuvo en las comisiones por gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 85 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras—, que aumentaron un 18,6 %, hasta 3.026 millones de euros (véase cuadro 19). Este importe representó el 0,84 % del patrimonio, ligeramente por encima del 0,82 % de finales de 2020 y en línea con el porcentaje observado en 2019. Como consecuencia del mayor crecimiento de los beneficios en relación con los fondos propios de estas entidades, se produjo un aumento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde el 87,2 % a finales de 2020 hasta el 103,5 % en 2021. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se redujo a la mitad, hasta situarse en 14, con un valor total de 5,7 millones de euros.

50 Este notable incremento fue consecuencia, en gran medida, de la fusión entre Caixabank y Bankia, que provocó la baja de la SGIIC que pertenecía a Bankia y el traspaso de la gestión de todos sus activos a la SGIIC del grupo Caixabank.

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
2021	358.349	3.026	0,84	47,74

Fuente: CNMV.

1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)

Capital riesgo

La actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2021 la tendencia alcista de los últimos años, con un número elevado de nuevas entidades, mucho mayor en lo que se refiere a vehículos que a sociedades gestoras. Así, el número de vehículos de inversión registrados en la CNMV se incrementó en 125 (88 en 2020), tras 143 altas y 18 bajas, mientras que el número de gestoras lo hizo en tan solo 3 (13 en 2020), como consecuencia de las 7 altas y 4 bajas producidas.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁵¹, se produjeron un total de 101 altas y 13 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 276 fondos de capital riesgo (FCR) y 231 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se produjeron 5 altas y 3 bajas, todas de sociedades, por lo que 31 de diciembre de 2021 había un total de 33 vehículos (13 fondos y 18 sociedades). También se inscribieron 13 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y 1 fondo de emprendimiento social europeo (FESE), lo que hizo que a finales de año hubiera un total de 44 y 6 entidades, respectivamente, de estas tipologías⁵².

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

52 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.

Las entidades de inversión colectiva cerradas, al igual que en los 2 últimos años, experimentaron un importante dinamismo en 2021 y cerraron el ejercicio con 81 vehículos de este tipo. Esta cifra, repartida en 43 fondos (FICC) y 38 sociedades (SICC), supone un aumento de 20 vehículos en relación con el dato de cierre de 2020, gracias a las 22 altas y 2 bajas producidas a lo largo del año. Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2021

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2020	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2021
Entidades				
Fondos de capital riesgo	235	47	6	276
Fondos de capital riesgo pyme	13	0	0	13
Fondos de capital riesgo europeos	31	13	0	44
Fondos de emprendimiento social europeo	4	2	0	6
Sociedades de capital riesgo	184	54	7	231
Sociedades de capital riesgo pyme	18	5	3	20
Total entidades de capital riesgo	485	121	16	590
Fondos de inversión colectiva cerrados	33	12	2	43
Sociedades de inversión colectiva cerradas	28	10	0	38
Total entidades de inversión colectiva cerradas	61	22	2	81
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	119	7	4	122

Fuente: CNMV.

Los datos correspondientes a 2021, facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI,) muestran un incremento del 20 % en el volumen de inversión respecto a 2020, hasta 7.494 millones de euros en 841 operaciones. Este aumento fue consecuencia, en gran medida, de la recuperación de las grandes operaciones (superiores a 100 millones de euros), con 10 inversiones que concentraron más de la mitad del volumen total de inversión. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, el segmento de *venture capital* (fases semilla y arranque) fue, como en ejercicios precedentes, el más activo en cuanto a número de operaciones. De hecho, en 2021 este segmento superó todos los máximos históricos, con un total de 691 operaciones en las que se invirtieron 1.942 millones de euros. De esta cifra, más de 1.500 millones fueron invertidos por vehículos internacionales.

Plataformas de financiación participativa

En 2020 continuó el descenso en el número de PFP registradas, después de unos primeros ejercicios de intensa actividad tras la publicación de la Ley 5/2015⁵³. Así,

53 Muchas de las solicitudes correspondientes a 2015 y 2016 se correspondían con plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su actividad.

a lo largo del año se registró únicamente 1 nueva plataforma (2 en 2020) y se produjo 1 baja, por lo que el número de PFP registradas en la CNMV se mantuvo en 27, la misma cifra que 1 año antes. De todas ellas, 9 se correspondían con vehículos de valores, 8 eran de préstamos y 10 eran mixtas.

Por otra parte, cabe destacar la entrada en vigor el 10 de noviembre de 2021 del Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP⁵⁴). El reglamento establece requisitos uniformes para la prestación de servicios de financiación participativa en el ámbito de la Unión, lo que obliga a las PFP autorizadas en España a adaptarse para cumplir con las exigencias que el reglamento impone. Para ello disponen de un periodo transitorio que finaliza el 10 de noviembre de 2022.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Total
2015	1	0	0	1
2016	4	8	0	12
2017	3	1	4	8
2018	3	1	1	5
2019	2	0	2	4
2020	0	1	1	2
2021	0	0	1	1
Total acumulado¹	9	8	10	27

Fuente: CNMV.

1 La suma de los distintos años no coincide con el total acumulado como consecuencia de las bajas producidas: dos en 2019, tres en 2020 y una en 2021.

54 CNMV - Servicios de financiación participativa.