

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	29
2.3	Perspectivas	38
3	La evolución de los mercados nacionales	44
3.1	Los mercados bursátiles	46
3.2	Los mercados de renta fija	60
4	Los agentes de los mercados	69
4.1	Vehículos de inversión	69
4.2	Prestación de servicios de inversión	78
4.3	Sociedades gestoras de IIC	85
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	87

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas	33
Recuadro 2:	Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico en el contexto de la crisis del coronavirus	41
Recuadro 3:	Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020	57



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional continúan siendo altamente complejos, pues no se atisba un descenso claro del número de contagios por COVID-19. De hecho, existe una segunda oleada en varios países y no hay un horizonte temporal específico para la puesta en marcha de la vacuna. Por tanto, nos encontramos en un escenario en el que se dan a conocer de forma casi continua nuevas medidas de aislamiento parcial en diferentes territorios, que añaden aún más incertidumbre a la existente en torno a la senda de recuperación económica.
- Tras la publicación del anterior boletín se han conocido los datos sobre el PIB del primer y segundo trimestre del año, que han puesto de manifiesto la severidad de esta crisis, con caídas históricas en todas las economías más importantes, no observadas desde la Segunda Guerra Mundial. Las caídas del segundo trimestre fueron superiores al 10 % en la mayoría de las economías e incluso del 20 % en las más afectadas, entre ellas, la española. A pesar de que los gobiernos, bancos centrales y otras instituciones han adoptado diferentes medidas que persiguen paliar y minimizar los efectos de la crisis, los pronósticos más relevantes apuntan a caídas del PIB cercanas al 6 % en el conjunto de las economías avanzadas este año y del 3,3 % en las economías emergentes, observándose, eso sí, una cierta heterogeneidad dentro de estos grupos.
- Los mercados financieros internacionales de renta variable, que habían experimentado caídas sustanciales de las cotizaciones durante el mes de marzo, en los momentos de mayor tensión de la crisis, se recuperaron de forma significativa en los trimestres posteriores<sup>1</sup>. En Europa se observa una heterogeneidad elevada, pues el balance acumulado del año oscila entre la ligera caída del 0,2 % del índice alemán Dax 30 y el descenso del Ibex 35, próximo al 26 %. Este balance es mucho más favorable en el caso de los índices estadounidenses de referencia, que presentan incluso revalorizaciones en 2020 (del 25 % en el índice tecnológico Nasdaq). La evolución ascendente de la mayoría de las cotizaciones a lo largo de los dos últimos trimestres ha generado un cierto debate sobre el posible desajuste entre los mercados bursátiles y los fundamentos económicos.
- En los mercados internacionales de renta fija las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo, que se habían tensionado de forma significativa en marzo y abril, mostraron en los meses posteriores una clara tendencia descendente que los ha situado en niveles inferiores a los de principios de año. En el caso de la deuda pública a 10 años, las rentabilidades finalizaban el tercer trimestre en valores negativos o próximos a cero en la mayoría de las economías europeas. Las primas de riesgo tanto del sector público como del privado también tendieron a reducirse en los últimos meses, tras el fuerte repunte experimentado en abril, aunque en este caso los valores de cierre del trimestre aún eran superiores a las cifras de principios de año, especialmente en las compañías de menor calidad crediticia.

---

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

- En el caso de la economía española, los últimos indicadores de actividad y de empleo ponen de manifiesto la severidad de la crisis, con una caída del PIB del 21,5 % en el segundo trimestre —la mayor de entre las economías europeas más importantes— y un descenso de 1.360.000 en el número de personas empleadas entre enero y junio. Las perspectivas para el conjunto de este año son desfavorables, pues se espera una caída del PIB superior al 12 %, estando los pronósticos sujetos a un grado de incertidumbre muy elevado. Esta incertidumbre, que ha hecho que numerosas instituciones ofrezcan previsiones para diferentes escenarios sin elegir ninguno de ellos como el más probable, está relacionada, entre otros elementos, con la duración de la pandemia, la efectividad de las medidas adoptadas y los cambios en los patrones de consumo y ahorro de los agentes. En este contexto, los retos más relevantes que afronta la economía española pasan por minimizar el número de personas desempleadas y asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- La crisis desencadenada por el COVID-19 dio lugar al aumento más intenso del indicador de estrés de los mercados financieros españoles en un periodo de pocas semanas. Ese indicador, que en la fecha de cierre del informe anterior (31 de marzo) se situaba en 0,56 —en la zona de estrés elevado— siguió aumentando en las semanas siguientes hasta alcanzar un nuevo tercer máximo histórico, cercano a 0,65 en mayo. Todos los segmentos experimentaron aumentos significativos de estrés, sobre todo en los indicadores relacionados con las caídas de precios y con las volatilidades, y mostraron, además, un incremento significativo del grado de correlación entre ellos. Los últimos registros del indicador lo sitúan por debajo de 0,50 —en zona de riesgo medio—, siendo el segmento de intermediarios financieros (bancos) el que muestra los valores más elevados.
- Los mercados de renta variable nacionales, que apenas se habían recuperado en el segundo trimestre de las fuertes pérdidas experimentadas en los primeros meses del año, presentaron nuevos retrocesos en el tercero. Estos retrocesos fueron intensificándose conforme aumentaban las incertidumbres a las que se enfrenta la economía española, acrecentadas por los potenciales efectos de una segunda ola de la pandemia. Así, el Ibex 35 cerró el trimestre con pérdidas del 7,1 %, lo que sitúa sus pérdidas anuales acumuladas en el 29,7 %, las mayores entre los grandes índices internacionales, en un contexto de normalización de los niveles de volatilidad y de liquidez, y de notables descensos de los volúmenes de contratación.
- En los mercados españoles de renta fija el descenso de los rendimientos de los activos observado en el segundo trimestre continuó en el tercero, situándose la mayoría de estos rendimientos —tanto de activos de deuda pública como de renta fija privada— en niveles inferiores a los de principios de año. Esta evolución tiene su origen en las compras de activos efectuadas por el Banco Central Europeo (BCE), que reducen las primas de riesgo de los activos de deuda. La disminución de los rendimientos de la deuda se ha extendido a todos los plazos, aunque es más intensa en los más largos, lo que favorece un aplanamiento de la curva de tipos de interés. Asimismo, las emisiones de deuda de los emisores españoles descendieron en el tercer trimestre en relación con el anterior, pero muestran un crecimiento significativo en lo que va de año (de un 16 %, hasta los 144.000 millones de euros, considerando las emisiones registradas en

la CNMV y las realizadas en el exterior) porque muchas compañías adelantaron sus emisiones al segundo trimestre de este año y aumentaron su importe, aprovechando las buenas condiciones del mercado para refinanciarse a plazos más largos y menor coste, todo ello con el fin de acumular suficientes recursos para afrontar la crisis actual.

- El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 5,6 % en el primer semestre del año, hasta situarse en 263.000 millones de euros, debido al efecto conjunto de los reembolsos netos producidos durante el mes de marzo (5.500 millones) tras el anuncio del confinamiento en España y por el descenso del valor de la cartera. Los reembolsos netos, que fueron atendidos con normalidad por parte de las gestoras, no se produjeron en todas las categorías de fondos, sino que se concentraron, sobre todo, en los de renta fija. Tras este periodo de turbulencias, las magnitudes más representativas del sector de la inversión colectiva han vuelto a mostrar una cierta expansión, si bien persiste cierta incertidumbre a medio plazo. En este contexto, la labor de la CNMV, tal y como se indicó en el último informe de esta serie, se centra, entre otros, en evaluar la exposición de los fondos a activos de menor liquidez y de mayor riesgo de crédito, así como en asegurar que las sociedades gestoras valoran correctamente los activos de la cartera. En este último sentido la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*, técnicas que han sido adoptadas por un importante número de entidades.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) experimentaron un crecimiento sustancial de los beneficios antes de impuestos en el primer semestre del año, que pasaron de 25 millones de euros en 2019 a 110 millones en 2020. Este avance, que se debe al comportamiento de las sociedades de valores (SV), se explica tanto por la incorporación de una entidad de gran tamaño en el contexto del *brexit* como por la mejora de los resultados de muchas compañías, especialmente por inversiones financieras y por comisiones netas. Los resultados de las agencias de valores (AV) se vieron afectados por el proceso de liquidación de una entidad con fuertes pérdidas, de manera que, exceptuando la información de esta última, el conjunto de AV habría mostrado beneficios, aunque inferiores a los de 2019. La mejora de los beneficios de las ESI fue compatible con el aumento del número de entidades en pérdidas, lo cual apoya la percepción que existe en torno a la polarización del sector. Finalmente, las condiciones de solvencia tanto de las SV como de las AV continuaron siendo satisfactorias en términos relativos.
- El presente informe contiene tres recuadros monográficos:
  - El primero describe las características más importantes de la reciente reforma parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, realizada con el fin de que el marco de gobierno corporativo de las sociedades españolas esté alineado con los más altos estándares internacionales.
  - El segundo enumera las cinco áreas de trabajo prioritarias identificadas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés), cuatro de las cuales han acabado siendo objeto de recomendaciones.

- Finalmente, el tercer recuadro resume un trabajo realizado por la CNMV para evaluar las consecuencias que la reciente prohibición sobre la constitución o el incremento de las posiciones cortas netas adoptada por la CNMV pudo tener en algunas variables clave representativas de las acciones de las compañías afectadas.

## 2 Entorno macrofinanciero

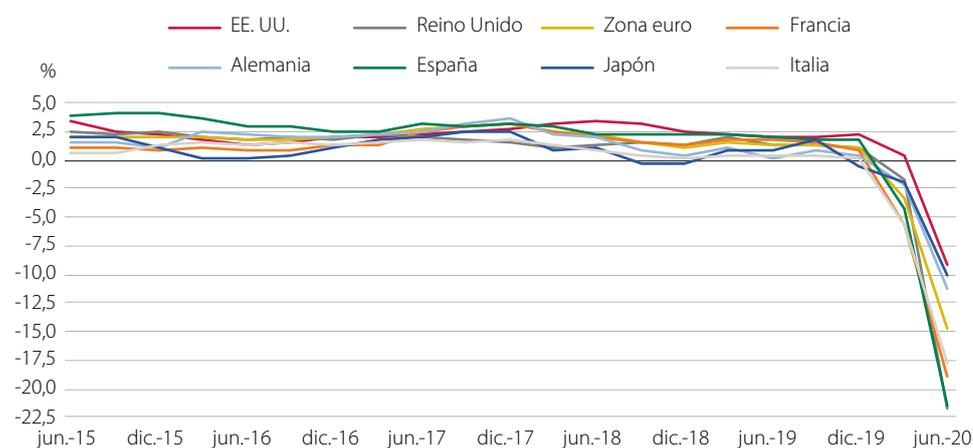
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*Las fuertes caídas del PIB del primer semestre del año, más intensas en los países europeos que en el resto de regiones, son una muestra del impacto económico que tiene la propagación del coronavirus.*

Las fuertes caídas del PIB de las economías mundiales durante el primer semestre del año ponen de manifiesto el impacto económico que tiene la propagación del coronavirus. En este contexto de gran incertidumbre, la mayoría de países experimentaron desplomes en el crecimiento económico, que han sido más intensos en los europeos. El PIB de EE. UU., que fue de los pocos países en los que se observó un avance interanual en el primer trimestre del año (0,3 %), cayó en el segundo trimestre un 9,1 % con respecto al mismo periodo de 2019. Sin embargo, destacaron las caídas del crecimiento en la zona euro, pues en los mismos trimestres se observó una disminución del PIB del 3,2 % y el 14,7 % respectivamente. La paralización de la actividad durante los meses de confinamiento a raíz de la crisis sanitaria —medida que, en general, se fue adoptando durante la segunda mitad del primer trimestre del año— dio lugar a caídas del PIB sin precedentes en la mayoría de las economías, que fueron mucho más intensas en el segundo trimestre (véase gráfico 1).

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

*Las caídas del PIB en el segundo trimestre del año fueron superiores al 10 % en las economías más importantes e, incluso, cercanas al 20 % en las más afectadas.*

Así, en las economías de la zona euro las caídas del PIB en términos interanuales en el primer trimestre del año oscilaron entre el 0,4 % en Holanda y el 5,7 % en Francia, mientras que en el segundo trimestre se intensificaron de forma significativa hasta registros negativos históricos del 17,7 % en Italia, el 18,9 % en Francia y el 21,5 % en España (la disminución del PIB en Holanda y Alemania, aun siendo elevada —del 9,2 % y el 11,3 % respectivamente— fue menor que en las anteriores economías).

En el caso del Reino Unido, al impacto del coronavirus se añade la incertidumbre en torno al *brexit*, pues aún no se ha alcanzado ningún acuerdo de salida de la Unión Europea. Así, la caída interanual del PIB en el primer trimestre fue del 1,7 % y del 21,7 % en el segundo, y en Japón esta fue del 1,9 % y el 10,1 % respectivamente. Al comenzar la crisis sanitaria en China, el impacto en su PIB fue mayor en el primer trimestre, pero mostró una recuperación de su economía en el segundo (la caída interanual fue del 6,8 % y el 1,6 %<sup>2</sup>, respectivamente, en estos trimestres).

Los bancos centrales de las economías más importantes han adoptado múltiples medidas durante los últimos meses para hacer frente a las consecuencias económicas de esta crisis. Estas medidas se han traducido en rebajas en los tipos de interés oficiales y en aumentos considerables de los importes de los programas de compra de activos, que, además, han ampliado la tipología de instrumentos susceptibles de ser adquiridos. Estas medidas se tomaron en su mayoría en marzo como respuesta a la propagación inicial del virus, aunque siguen vigentes actualmente. En el caso de la Reserva Federal, en su última reunión de septiembre mantuvo sus tipos oficiales en la horquilla del 0-0,25 % (después de 2 rebajas de tipos en marzo que los situaron en los niveles en los que estuvieron durante la crisis financiera, desde 2008 hasta 2015), indicando que no espera cambios en estos hasta que las condiciones del mercado estén alineadas con los objetivos de la autoridad monetaria de conseguir el máximo empleo y unos niveles de inflación superiores al 2 %. Estas manifestaciones se enmarcan en una nueva estrategia de política monetaria que flexibiliza el objetivo de inflación con el fin de potenciar el empleo<sup>3</sup>. Tras la reunión se publicaron las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, que en su mayoría prevén mantener estos tipos oficiales hasta 2024, lo cual implica que previsiblemente los tipos de interés de EE. UU. seguirán estando cercanos a cero durante más de 3 años. Además de esto, el banco central anunció que aumentará sus tenencias de valores del Tesoro y de valores respaldados por hipotecas al menos al ritmo actual para mantener un funcionamiento fluido del mercado y respaldar el flujo de crédito a hogares y empresas.

De la misma forma, el BCE en su reunión de septiembre no realizó cambios en su política monetaria, sino que mantuvo los mismos niveles en los tipos de interés oficiales (de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente), así como el tamaño de sus programas de compra de activos<sup>4</sup>. Como novedad, el BCE anunció a finales de septiembre que a partir del 1 de enero de 2021 los bonos con

*En septiembre la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en la horquilla del 0,00-0,25 %, tras dar a conocer las nuevas líneas de su estrategia de política monetaria.*

*El BCE también decidió mantener en el mismo nivel el tipo de interés oficial, así como el tamaño de sus programas de compra de activos.*

---

2 La información sobre el crecimiento del PIB en la economía asiática se corresponde con cifras acumuladas en el año respecto al mismo periodo del ejercicio previo.

3 A finales de agosto la Reserva Federal anunció una nueva estrategia de política monetaria, en la que describió una actualización sólida de sus herramientas. La institución estadounidense establecerá unas metas de inflación en promedio, por lo que permitirá que la inflación suba moderadamente por encima del 2 % durante algún tiempo para compensar periodos en los que haya estado por debajo de ese umbral. Además, mantendrá una política acomodaticia para evitar que el empleo caiga por debajo de sus niveles máximos establecidos. Esta flexibilización de la política respecto a la inflación está motivada por la intención de la institución de potenciar el empleo.

4 El BCE continuará con sus compras en el marco del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés) hasta al menos finales de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que finalice la fase de crisis del coronavirus (con una dotación de 1.350.000 millones de euros); también mantendrá las compras netas del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), a un ritmo mensual

cupones vinculados a determinados objetivos de sostenibilidad serán elegibles tanto como garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema como para las compras simples con fines de política monetaria, siempre que cumplan con todos los demás criterios de elegibilidad<sup>5</sup>. Desde la autoridad monetaria se señala que la fortaleza de la recuperación está rodeada de mucha incertidumbre y depende directamente de la evolución de la pandemia, y se defiende el mantenimiento de las medidas adoptadas desde marzo por haber contribuido a la recuperación de la economía de la zona euro y a la estabilidad de precios a medio plazo<sup>6</sup>. No obstante, el Consejo de Gobierno señala que está preparado para ajustar sus instrumentos de ser necesario para que la inflación avance hacia su objetivo del 2 %.

*El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,1 %, aunque admitió estar estudiando los efectos de implantar tipos negativos.*

El Banco de Inglaterra también mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,1 % tras las rebajas de tipos que llevó a cabo en marzo. Además no introdujo cambios en su programa de compra de activos, con un importe de 745.000 millones de libras. Lo más novedoso en cuanto a los futuros pasos de la institución es el hecho de que el banco central reconoció haber valorado las medidas y los efectos de implementar tipos de interés negativos en caso de ser necesario.

*Finalmente, el Banco de Japón tampoco modificó el tipo de interés oficial, que es el mismo desde principios de 2016.*

Finalmente, en su última reunión, el Banco de Japón anunció que mantendrá sin cambios su política monetaria, sin alterar el tipo de interés oficial situado en el -0,10 desde principios de 2016 ni modificar los programas de compra de activos por considerar que, por el momento, no son necesarios más estímulos para hacer frente a los efectos de la crisis sanitaria. La institución comunicó que, pese a que la economía japonesa sigue en un estado grave, ha comenzado a recuperarse gradualmente a medida que mejora la actividad empresarial.

*La evolución de los tipos durante los tres primeros trimestres de 2020 siguió una senda bajista en las principales economías, destacando las caídas del segundo trimestre y, sobre todo, en EE. UU. y el Reino Unido.*

Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las diferentes economías avanzadas se redujeron a lo largo del año a raíz de las medidas de política monetaria adoptadas en estas regiones como respuesta a la crisis provocada por el coronavirus. Así, la evolución de los tipos durante los tres primeros trimestres de 2020 siguió una senda bajista en las principales economías, sobre todo en EE. UU. y el Reino Unido, a pesar de que en los momentos iniciales de la crisis se tensionaron con cierta intensidad. En EE. UU., donde las rebajas de los tipos oficiales han sido más cuantiosas, se registró una caída acumulada de los tipos de interés a 3 meses de 168 p.b. con respecto a principios de año, siendo más intensa en el segundo trimestre (de 115 p.b. con respecto al primero) y más leve en el tercero (de 8 p.b.). Estos tipos de interés finalizaron septiembre en el 0,23 %. De la misma forma, en el Reino Unido los tipos a corto plazo disminuyeron 73 p.b. a lo largo del ejercicio, hasta el 0,07 % a finales

---

de 20.000 millones de euros, junto con las compras adicionales de activos por 120.000 millones de euros con carácter temporal hasta final de año.

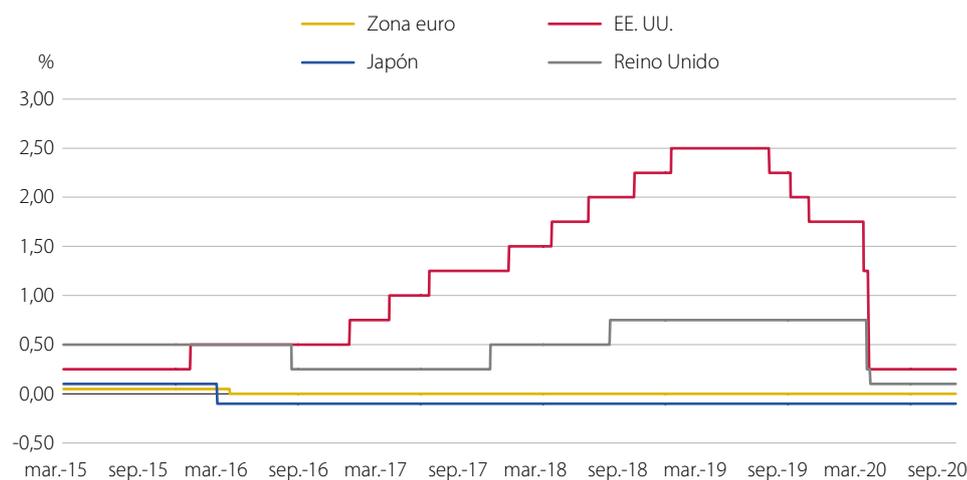
5 En todo caso los cupones deben estar vinculados a objetivos de rendimiento que se refieran a alguno de los objetivos medioambientales establecidos en el Reglamento de taxonomía de la Unión Europea o a alguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas relacionados con el cambio climático o la degradación ambiental.

6 Otra de las medidas tomadas a finales de abril y que se extenderá hasta septiembre de 2021 es la exención de determinados requisitos de calidad crediticia exigidos a activos negociables. El BCE acepta que las entidades de crédito utilicen como garantía en sus operaciones de liquidez *bonos basura* o *high yield* si hasta el 7 de abril estos cumplían los requisitos de calidad exigidos (al menos BBB-), en caso de que su calificación actual haya sido rebajada por alguna de las agencias de calificación crediticia a raíz de la crisis y siempre que dicha nueva calificación se mantenga por encima de un nivel determinado.

de septiembre, y mostraron una caída más intensa durante el segundo trimestre (de 45 p.b.). Mientras, en la zona euro, aunque los tipos de interés a 3 meses también acumulan descensos en el año (11 p.b.), estos fueron menos intensos que en el caso anterior, al partir de un nivel más reducido en los tipos y no haberse producido cambios en el tipo de interés oficial. En Japón, los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron más estables que en el resto de economías, con una caída acumulada en el año de 6 p.b.

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo fue relativamente homogénea en el tercer trimestre del año, con ligeras disminuciones en la mayoría de los países avanzados como consecuencia del deterioro de la actividad económica mundial. En general, estas caídas de la rentabilidad de los bonos soberanos se han observado a lo largo de todos los trimestres en la mayoría de países, pues los periodos de descenso en las rentabilidades han permitido compensar los momentos de tensionamiento que se produjeron en marzo y abril en los mercados de deuda. Únicamente cabe exceptuar de esta tendencia a los países europeos periféricos en el primer trimestre, en los que este tensionamiento fue de mayor intensidad.

En los países de la zona euro el descenso de las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años en el tercer trimestre osciló entre los 8 p.b. del bono alemán y los 46 p.b. del bono italiano (22 p.b. el español). En el acumulado del año la disminución oscila entre los 18 p.b. del bono portugués y los 56 p.b. del italiano (22 p.b. en el caso español). Por tanto, los niveles de las rentabilidades de la deuda siguen siendo muy bajos, hallándose en territorio negativo a finales de septiembre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en Alemania, Francia, Finlandia, Bélgica, Austria, Holanda e Irlanda; cerca de cero en España y Portugal, y próxima al 1 % en Italia y Grecia. La disminución de la rentabilidad del bono soberano en EE. UU. y en el Reino Unido fue más intensa, de 123 p.b. con respecto a diciembre de 2019 en el primer caso, hasta situarse en el 0,68 %, y de 59 p.b. en el segundo, hasta el 0,23 % (véase gráfico 3).

*Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron ligeramente respecto al trimestre anterior en las economías de la zona euro, mientras que en EE. UU. y el Reino Unido experimentaron un ligero avance...*

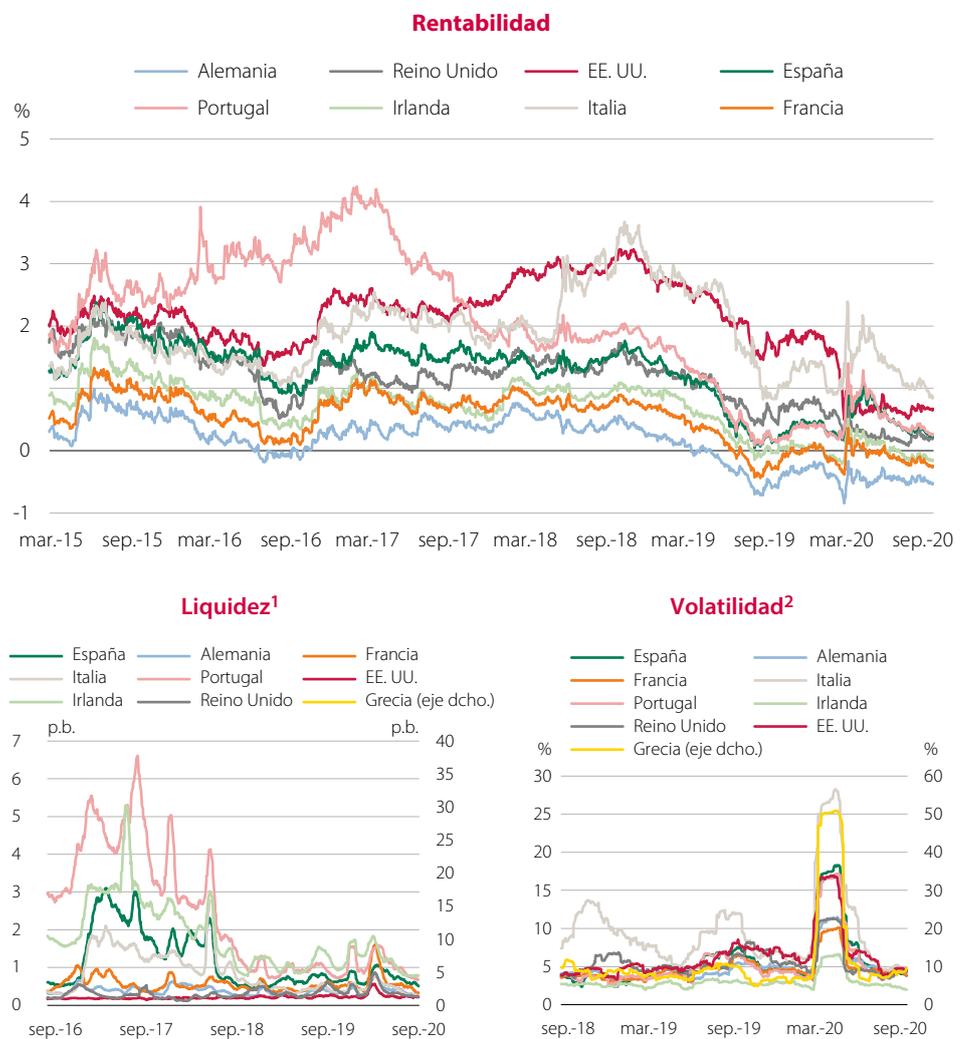
*... que en ningún caso evita que el balance anual de los rendimientos de la deuda a largo plazo sea descendente, situándose en muchos casos en nuevos mínimos históricos.*

Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron a lo largo del tercer trimestre de 2020, sobre todo en los países periféricos de la zona euro...

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron ligeramente a lo largo del tercer trimestre tras los fuertes incrementos experimentados en los primeros meses del año por la expansión del coronavirus. Las mayores caídas se registraron en los países periféricos de la zona euro, en los que con anterioridad se habían observado los mayores repuntes al haberse visto inicialmente más afectados por la pandemia. La disminución de la prima de riesgo de crédito soberano fue de 16 p.b. en Portugal, 24 p.b. en España y 36 p.b. en Italia. Sin embargo, en términos generales, el balance acumulado en el ejercicio en la mayoría de las regiones es alcista, pues el descenso de las primas de riesgo en los últimos meses no ha sido suficiente para retornar a los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 4). Así, los incrementos en los países periféricos de la zona euro oscilan entre los 12 p.b. en Portugal y los 33 p.b. en Grecia (en España aumentó 15 p.b., hasta los 56 p.b.), siendo más leves en países como Alemania o EE. UU. (3 p.b. y 5 p.b. respectivamente).

### Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



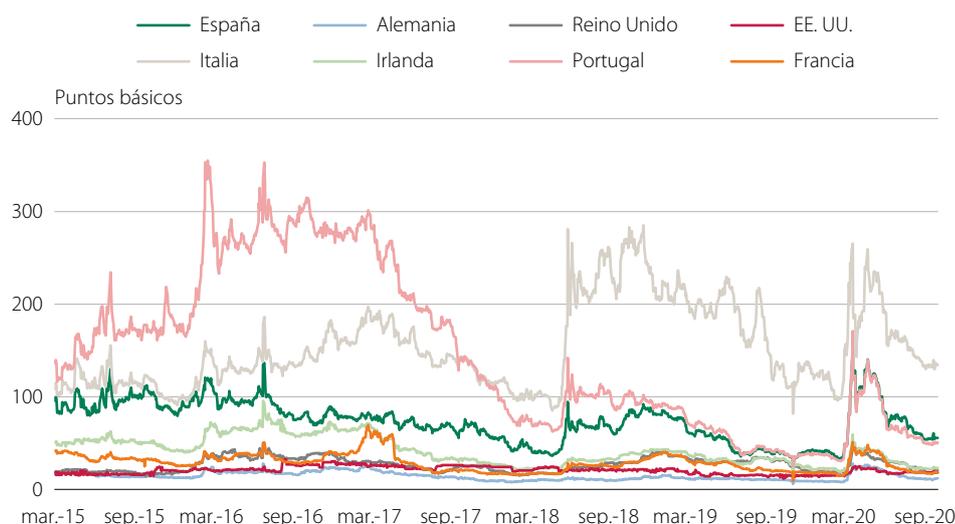
Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

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

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

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

GRÁFICO 4



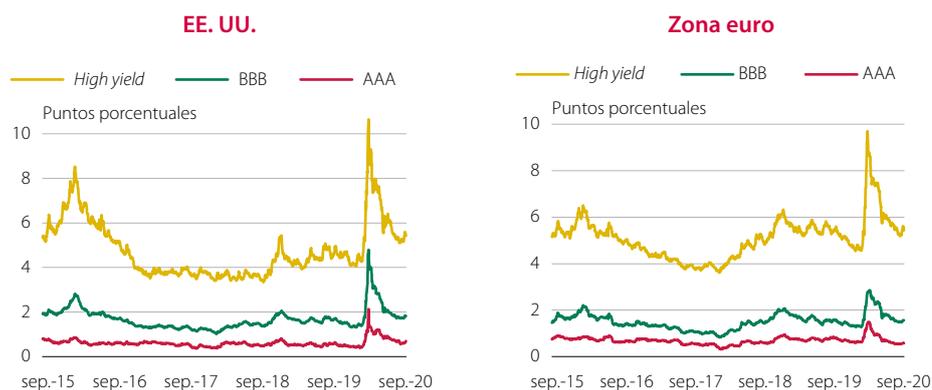
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada las primas de riesgo de crédito de las economías avanzadas muestran una tendencia similar a la de la deuda pública a lo largo de 2020, pues experimentaron un repunte considerable en los primeros momentos de la crisis en el primer trimestre —sobre todo en el segmento de deuda de menor calidad (*high yield*)— y descendieron en los dos trimestres posteriores. El descenso de las primas de riesgo en el tercer trimestre fue más intenso en EE. UU. en relación con la zona euro. En la economía estadounidense se observó una disminución de 90 p.b., hasta los 543 p.b., en el tramo *high yield*, mientras que en los tramos BBB y AAA fue de 25 y 17 p.b., hasta los 182 p.b. y los 70 p.b., respectivamente. En la zona euro, los descensos de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fueron de 62 p.b. en el tramo de peor calidad crediticia, de 27 p.b. en el tramo BBB y de 16 p.b. en los activos de mejor calidad crediticia (hasta los 544 p.b., 156 p.b. y 56 p.b. respectivamente a finales de septiembre). No obstante, los aumentos iniciales fueron más intensos que las caídas posteriores, por lo que, al igual que en la deuda soberana, en el conjunto del ejercicio las primas de riesgo de crédito acumulan incrementos en la mayoría de los segmentos de deuda (exceptuando los activos de mejor calidad crediticia en la zona euro). Estos aumentos son más intensos en la deuda *high yield* de EE. UU. (130 p.b. frente a 70 p.b. en la zona euro).

... al igual que lo hicieron las primas de riesgo de crédito en todos los segmentos de bonos, con más intensidad en EE. UU. Sin embargo, en ambos tipos de deuda el balance acumulado del año es alcista.

**Primas de riesgo de la deuda privada.  
Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años<sup>1</sup>**

GRÁFICO 5



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

<sup>1</sup> En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

*Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año registraron un aumento del 11,5 % en términos interanuales, con diferentes tendencias entre sectores.*

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año (datos del tercer trimestre semestralizados) registraron un aumento del 11,5 % con respecto al segundo semestre de 2019, situándose en 6,6 billones de dólares. Se observaron aumentos del importe de las emisiones en el sector privado no financiero (25,3 %) y en el sector público (15 %), mientras que en el sector privado financiero se registró una caída del 12,3 %. Por regiones, destaca la disminución del 61,6 % de las emisiones en Japón, lastrada por las emisiones soberanas en este país.

*Las emisiones brutas soberanas avanzaron un 15 % con repuntes en EE. UU. y Europa y una fuerte caída en Japón.*

Las emisiones brutas soberanas aumentaron hasta los 4,4 billones de dólares (15 % con respecto al segundo semestre de 2019), con tendencias distintas entre las regiones. Así, en EE. UU. y en Europa se observan avances del 46,4 % y el 33,9 % respectivamente con respecto al mismo periodo del pasado ejercicio. En cambio, en Japón las emisiones brutas soberanas cayeron drásticamente, hasta los 91.000 millones de dólares (un 83,2 % menos).

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

En relación con las emisiones de deuda efectuadas por los sectores privados, la tendencia fue heterogénea entre subsectores, con incrementos en aquellas realizadas por el sector no financiero y disminuciones en las del sector financiero. El avance de las emisiones de deuda efectuadas en el ámbito no financiero, cuyo importe agregado semestral fue de 1,2 billones de dólares, estuvo determinado por el dinamismo observado en EE. UU. y Japón (con repuntes del 44,4 % y el 36,9 % respectivamente). El balance de estas emisiones en el conjunto del año es claramente alcista, pues en el primer semestre también se observó un crecimiento significativo de las emisiones (incluso en Europa) en momentos en que las compañías aprovechan los bajos tipos en el mercado para aumentar sus emisiones en previsión de necesidades futuras y de alargar los plazos de su deuda. En el caso de las entidades financieras, las emisiones brutas de deuda pasaron desde 1,1 billones de dólares en el segundo semestre de 2019 hasta 950.000 millones en 2020 (un 12,9 % menos); con los retrocesos más notables en EE. UU. y Europa (un 16,1 % y un 25 % menos respectivamente). Cabe señalar que las entidades financieras cuentan con fuentes alternativas de financiación, entre las que destaca la que se obtiene de los bancos centrales.



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

En los mercados de renta variable, los índices más relevantes tuvieron comportamientos heterogéneos durante el tercer trimestre. Los estadounidenses y japoneses y el alemán mostraron incrementos durante el tercer trimestre del año, que fueron, no obstante, inferiores a los registrados en el segundo trimestre, cuando se recuperaron con intensidad del fuerte descenso registrado en marzo y reflejaron la leve mejora de las expectativas derivadas del levantamiento progresivo de las medidas de aislamiento. Por el contrario, el resto de los índices europeos no se revalorizaron en el tercer trimestre, destacando las caídas del británico FTSE 100 y del español Ibex 35 (véase cuadro 1).

*El comportamiento de las bolsas durante el tercer trimestre fue heterogéneo entre regiones e incluso dentro de ellas, con avances en los índices estadounidenses y japoneses...*

## Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup>

CUADRO 1

%

	2016	2017	2018	2019	I 20	II 20	III 20	% s/ dic.-19
<b>Mundo</b>								
MSCI World	5,3	20,1	-10,4	25,2	-21,4	18,8	7,5	0,4
<b>Zona euro</b>								
Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	-25,6	16,0	-1,3	-14,7
Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	-25,0	13,8	-1,8	-16,2
Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	-25,0	23,9	3,7	-3,7
Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	-26,5	12,3	-2,7	-19,6
Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	-27,5	13,6	-1,9	-19,1
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-28,9	6,6	-7,1	-29,7
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	-24,8	8,8	-4,9	-22,2
<b>EE. UU.</b>								
Dow Jones	13,4	25,1	-5,6	22,3	-23,2	17,8	7,6	-2,7
S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	-20,0	20,0	8,5	4,1
Nasdaq-Composite	7,5	28,2	-3,9	35,2	-14,2	30,6	11,0	24,5
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	0,4	19,1	-12,1	18,2	-20,0	17,8	4,0	-2,0
Topix	-1,9	19,7	-17,8	15,2	-18,5	11,1	4,3	-5,6

Fuente: Thomson Datastream.

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

... y descensos en los índices europeos, con la excepción del alemán Dax 30, que se desmarca del resto con avances cercanos al 4 %.

El análisis por regiones revela que los índices bursátiles estadounidenses presentaron los avances más significativos en el tercer trimestre del año, destacando el del tecnológico Nasdaq, de un 11,0 %, seguido por el del S&P 500, del 8,5 %, y del Dow Jones, del 7,6 %. Los dos primeros índices muestran, de hecho, una revalorización acumulada significativa en lo que va de año, sobre todo el Nasdaq (24,5 %). La mayoría de las bolsas europeas registraron caídas que oscilaron entre el 1,9 % del Mib 30 y el 7,1 % del Ibex 35, y muestran un balance acumulado del año negativo, que en el caso español es del 29,7 %, el mayor de Europa. Como excepción entre las bolsas europeas, cabe destacar la evolución de las cotizaciones del alemán Dax 30, que avanzó un 3,7 % durante el trimestre y registra la menor pérdida de valor en 2020 (-3,7 %). El índice británico FTSE 100 disminuyó un 4,9 % en el tercer trimestre del año y un 22,2 % desde diciembre de 2019. Los índices de las bolsas japonesas avanzaron en torno al 4,0 %, aunque no lograron compensar las pérdidas de los meses anteriores, por lo que el balance anual es negativo, más intenso en el índice Topix (5,6 %).

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron, en general, un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre de 2020, que se reflejó en un incremento del 7,5 % del índice MSCI de renta variable emergente con respecto a finales de junio. Como en las bolsas de las economías avanzadas, estos avances —menos intensos que los del segundo trimestre— no pudieron compensar las pérdidas de la

primera parte del año, de manera que el balance acumulado del ejercicio es negativo salvo excepciones puntuales. Este es el caso de China, donde se registraron los primeros casos del virus y, por tanto, la reanudación de actividades después del aislamiento fue anterior a la del resto de las economías. Los repuntes en las cotizaciones en los mercados de renta variable de esta economía en el segundo y tercer trimestre (8,5 % y 7,8 % respectivamente) lograron compensar la caída inicial (-9,8 %). Los demás índices asiáticos se revalorizaron en el tercer trimestre (exceptuando los de Indonesia, Hong Kong, Singapur, Tailandia y Filipinas, que retrocedieron entre un 0,7 % y un 7,6 %), destacando los repuntes en Corea del Sur, Taiwán e India (10,4 %, 7,7 % y 9,4 %, respectivamente). Por su parte, entre los índices latinoamericanos, destacó la revalorización del argentino Merval (del 6,7 % en el tercer trimestre y del 58,7 % en el segundo) aunque la tendencia acumulada en el año es negativa (-1,0 %). En Europa del Este, la evolución en el tercer trimestre fue negativa, con caídas en las cotizaciones en la mayoría de los países (destacando la observada en Hungría del 8,7 %).

Los aumentos de los precios de las acciones durante los últimos meses se producen en un contexto marcado por una recesión a escala mundial sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial, por el desarrollo de una segunda oleada de contagios del coronavirus con diferente intensidad entre países (y, por tanto, con la adopción de medidas de confinamiento parciales) y por la existencia de varias fuentes de incertidumbre muy importantes relacionadas, por ejemplo, con el *brexit* y el acuerdo comercial entre EE. UU. y China. Todos estos elementos cuestionan la fortaleza de las revalorizaciones en algunas plazas, en lo que algunos analistas identifican como desajuste (*decoupling*) entre los fundamentos económicos y las cotizaciones bursátiles. Esta percepción es más intensa en aquellas economías en las que las bolsas acumulan revalorizaciones en el año y, al mismo tiempo, tienen expectativas de caídas del PIB próximas al 10 % para este ejercicio.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes, que experimentaron fuertes repuntes durante los primeros meses del año, se redujeron a partir de abril y, en general, tuvieron un comportamiento más estable en el tercer trimestre de 2020 con ligeros incrementos en septiembre (véase panel derecho del gráfico 7). El elevado grado de incertidumbre presente en este contexto hace que los niveles de volatilidad, aun habiendo mostrado un descenso significativo en los últimos meses, se mantengan en promedio en torno al 25 %, por encima de los valores precrisis (cerca de 15 % en la mayoría de los índices).

*En ocasiones se plantea el posible desajuste entre la evolución de las cotizaciones y de la economía real.*

*Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes se redujeron a partir de abril y tuvieron un comportamiento más estable en el tercer trimestre del año.*



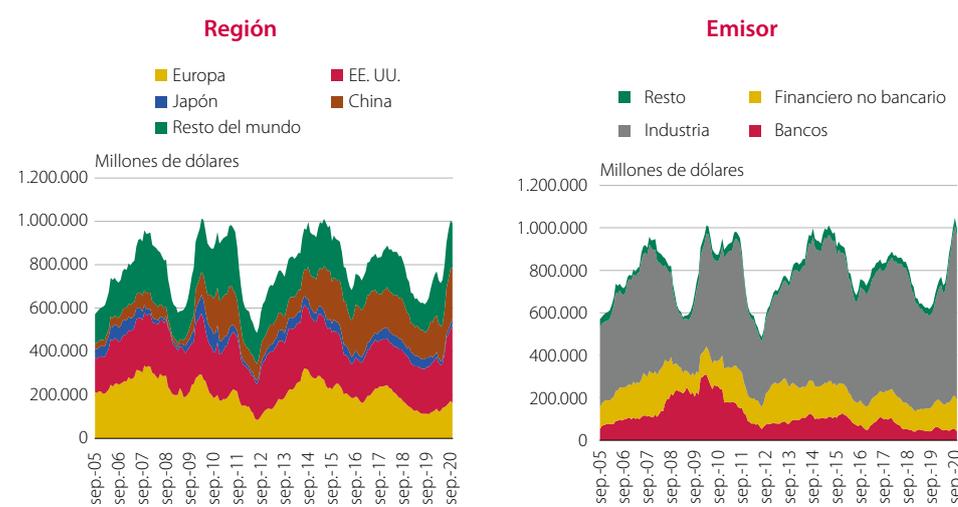
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

*El volumen de emisiones de renta variable aumentó significativamente en el tercer trimestre de 2020, con incrementos destacados en la mayoría de regiones y sectores, salvo el bancario.*

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales aumentaron significativamente durante el tercer trimestre de 2020, situándose en 334.000 millones de dólares, cerca del doble del importe registrado hace un año. De igual forma, las emisiones realizadas en los últimos 12 meses se situaron en 917.415 millones de dólares (muy por encima de los 628.394 millones alcanzados en el mismo periodo de 2019). Hasta septiembre se observaron avances en todas las regiones contempladas con respecto al mismo periodo del ejercicio previo, que oscilaron entre el 31 % en Japón y el 78,4 % en EE. UU. Por sectores, crecieron las emisiones de renta variable de las empresas industriales y del sector financiero no bancario (con avances del 89,2 % y 30,2 % respectivamente). En cambio, se observó una disminución del 27,3 % en las emisiones de acciones del sector bancario.

Emisiones internacionales de renta variable



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

En el segundo trimestre de 2020, el PIB de la economía española experimentó la mayor caída interanual de su historia (-21,5 %) debido a los efectos en la actividad de las medidas de aislamiento, que fueron efectivas prácticamente todo el trimestre. Esta caída estuvo precedida por un retroceso más leve en el anterior trimestre (-4,2 %), pues las medidas solo afectaron a una parte del mes de marzo. Estos registros se situaron entre los más desfavorables de la zona euro, en la que el PIB cayó un 3,2 % y un 14,7 % en el primer y segundo trimestre respectivamente, siendo este último también el peor dato de la serie histórica. Las secuelas económicas que deja la expansión del coronavirus se ven reflejadas en el desplome del crecimiento europeo, más intenso en países como España, cuya economía está fuertemente ligada al turismo y donde las estrictas medidas de contención adoptadas para frenar la propagación del virus, pese a haberse levantado paulatinamente, se están volviendo a implantar en determinadas áreas del país desde principios de septiembre.

Del total de la caída del PIB en el segundo trimestre (21,5 %), 18,8 puntos porcentuales (p.p.) se debieron a la contribución de la demanda nacional y el resto, a la del sector exterior. Dentro de los componentes de la demanda nacional, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo retrocedieron significativamente (25,2 % y 25,8 %, respectivamente), lo que intensificó las caídas del primer trimestre del año (6,2 % y 5,1 % respectivamente, en contraste con el avance de 2019, cuya media fue del 0,9 % y 2,7 %, respectivamente). Por su parte, el consumo público creció un 3,1 % en el segundo trimestre, algo menos que en el primero (3,7 %). La aportación negativa del sector exterior al crecimiento fue más intensa, al pasar de 0,3 p.p. a 2,7 p.p. En cuanto a la evolución de este sector, tanto las exportaciones como las importaciones acrecentaron su ritmo de descenso entre el primer y segundo trimestre del año, pasando las primeras del -5,6 % al -38,1 % y las segundas del -5,4 % al -33,5 %.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron retrocesos significativos en el segundo trimestre del ejercicio en todos los sectores exceptuando las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), cuyo valor añadido pasó de caer un 0,2 % en el primer trimestre a aumentar un 6,3 % en el segundo. El sector de la construcción mostró el mayor retroceso (del 27,5 %), seguido del de la industria (23,8 %) y del sector servicios, con una caída del 21,3 %. Dentro de este último destaca el débil comportamiento del comercio, el transporte y la hostelería (-44,9 %), actividades gravemente afectadas por las restricciones impuestas para frenar la expansión del coronavirus.

*El PIB de la economía española tuvo una caída interanual del 21,5 % en el segundo trimestre, muy superior a la de la zona euro, que fue del 14,7 %.*

*La contribución de la demanda nacional a la caída del PIB fue de 18,8 p.p., mientras que la del sector exterior fue de 2,7 p.p.*

*Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores mostraron retrocesos significativos exceptuando las ramas primarias.*

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	CE <sup>1</sup>	
					2020	2021
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>7,1</b>
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,9	-10,7	8,9
Consumo público	1,0	1,0	2,6	2,3	5,8	-0,4
Formación bruta de capital fijo, de la que:	2,4	6,8	6,1	2,7	-20,7	10,3
Construcción	1,6	6,7	9,3	1,7	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	1,8	9,2	5,5	4,5	-23,0	12,0
Exportaciones	5,4	5,5	2,3	2,3	-19,8	11,9
Importaciones	2,7	6,8	4,2	0,7	21,1	12,4
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,0	-0,2	-0,5	0,6	-0,1	0,3
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-8,7</b>	<b>6,1</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>19,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>14,1</b>	<b>18,9</b>	<b>17,0</b>
<b>Índice de precios de consumo<sup>3</sup></b>	<b>-0,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>
<b>Saldo de las AA. PP.<sup>4</sup> (% PIB)</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-10,1</b>	<b>-6,7</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>99,2</b>	<b>98,6</b>	<b>97,4</b>	<b>95,5</b>	<b>115,6</b>	<b>113,7</b>
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	<b>71,0</b>	<b>68,0</b>	<b>79,2</b>	<b>58,7</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>

Fuente: Thomson Datastream, Comisión Europea, Banco de España e Instituto Nacional de Empleo (INE).

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2020, a excepción del PIB y el IPC, que corresponden a las previsiones de verano.

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

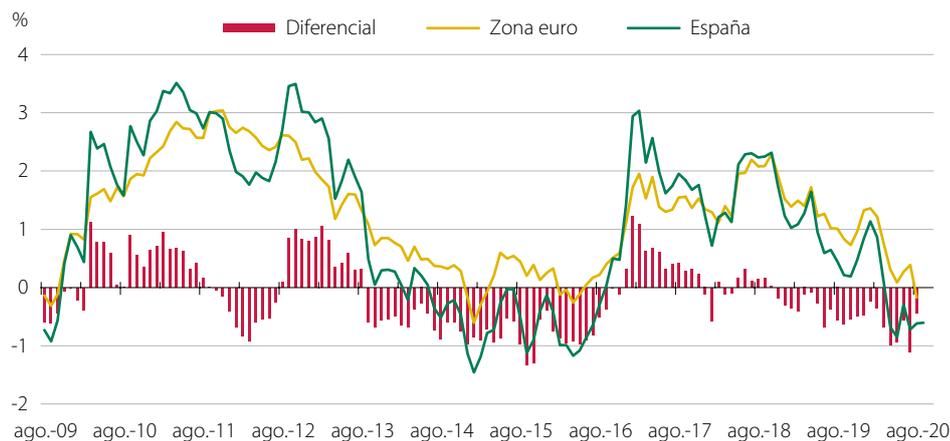
3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2016, 2017, 2018 y 2019 por una cuantía del 0,2 %, 0,04 %, 0,01 % y 0,00 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

*La tasa de inflación se sitúa en terreno negativo desde marzo y marcó un mínimo en mayo del -0,9 %, mientras que el diferencial respecto a la zona euro finalizó agosto en -0,4 p.p.*

La tasa de inflación, que comenzó el año con tasas positivas (1,1 % en enero), descendió de forma abrupta en meses posteriores hasta registrar un mínimo del -0,9 % en mayo, mes a partir del cual, con ciertos altibajos, ha aumentado levemente (último dato de septiembre: -0,4 %). La evolución bajista de los primeros meses del año estuvo ligada al comportamiento de la tasa energética, en la que se observaron registros negativos desde febrero que llegaron al -18 % en mayo. En meses posteriores esta tasa empezó a aumentar (manteniendo tasas negativas) pero contrastó con el descenso de la tasa subyacente (IPSEBENE) —que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados—, que se había mantenido estable y cercana al 1,1 % hasta junio. En los meses de verano esta tasa descendió hasta el 0,4 % por los efectos de la crisis en los precios de algunos servicios. Por otra parte, el diferencial de inflación con la zona euro disminuyó hasta -1 p.p. en abril, pero después se ha incrementado ligeramente (hasta -0,4 p.p.)



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

La crisis actual, con la consiguiente pérdida de fuerza de la actividad económica, ha dado lugar a una intensa caída del proceso de creación de empleo, que creció de media un 2,3 % en 2019, para ocasionar un retroceso del 18,4 % en el segundo trimestre de 2020. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de ocupados en el segundo trimestre del año era 1.360.000 personas inferior a la cifra de finales de 2019 y la tasa de paro, que se situaba al cierre del ejercicio pasado en el 13,8 %, aumentó hasta el 15,3 %<sup>7</sup>. Por su parte, los costes laborales unitarios se incrementaron significativamente hasta una tasa anual del 5,1 % en el primer trimestre del año y del 7 % en el segundo (2,5 % de media en 2019), impulsados por descensos de la productividad aparente del trabajo (del 3,7 % y el 3,8 %, respectivamente) además de los aumentos en la remuneración por asalariado (del 1,3 % y el 2,9 % en cada trimestre).

*La crisis actual ha dado lugar a una intensa contracción del empleo, del 18,4 % en el segundo trimestre.*

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) hasta julio se situó en el 6,54 % del PIB, un dato que recoge el impacto de las operaciones realizadas por el conjunto de las Administraciones en un contexto marcado por la pandemia del COVID-19. La financiación procedente del Estado para garantizar la liquidez frente a la pandemia ha permitido que las comunidades autónomas registren un superávit del 0,27 % del PIB. De la misma manera, el Sistema de la Seguridad Social moderó su déficit hasta el 0,35 % del PIB por las transferencias recibidas del Estado para hacer frente al gasto en prestaciones derivado de la crisis. Finalmente, las corporaciones locales registraron un déficit del 0,26 % del PIB en el primer semestre. Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones sitúan el déficit público de este año por encima del 10 % del PIB y la deuda pública por encima del 105 %.

*El déficit de las Administraciones públicas (sin corporaciones locales) se incrementó hasta el 6,54 % del PIB entre enero y julio por el impacto de las medidas asociadas a la pandemia.*

7 El aumento de la tasa de paro no refleja completamente el descenso del número de personas empleadas, pues una parte sustancial de ellas ha pasado a considerarse inactiva por cuestiones de criterio estadístico (entre marzo y junio el número de inactivos se incrementó en algo más de 1 millón de personas). Por otro lado, los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) tampoco están incluidos en la tasa de paro, ya que, siguiendo la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se consideran ocupados. Al cierre de junio, había alrededor de 1,5 millones de trabajadores en esta situación.

La tasa de morosidad continúa en mínimos desde 2009, aunque se espera que se revierta la tendencia a medida que se prolonga el deterioro de la situación económica.

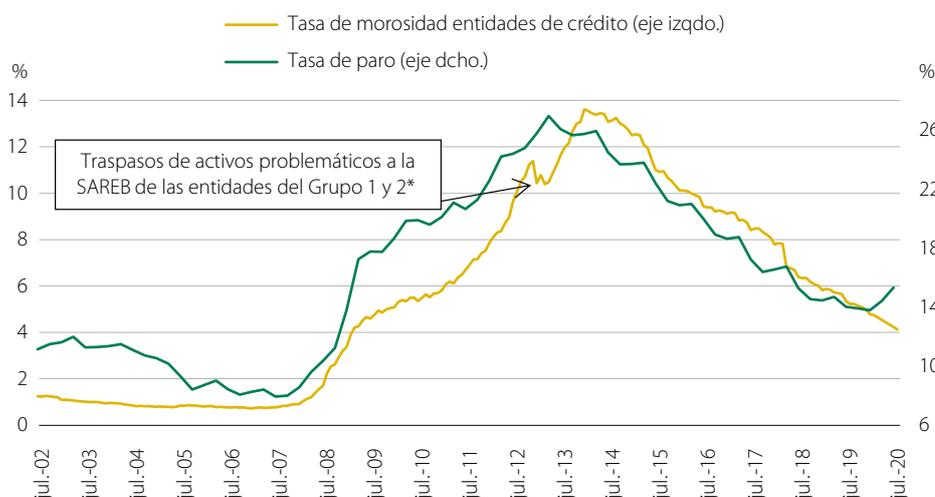
La cuenta de resultados agregada del sector bancario registró unas pérdidas de 7.144 millones de euros en la primera mitad del año.

El sector bancario, que durante los últimos años ha desarrollado su negocio afrontando retos importantes —como, por ejemplo, el reducido y prolongado contexto de bajos tipos de interés o la irrupción de compañías con fuerte carácter tecnológico (*fintech* y *bigtech*), que compiten en la prestación de servicios financieros—, debe lidiar, actualmente, con los riesgos asociados a la crisis del coronavirus. Aunque en los primeros momentos de la crisis se ha observado un aumento considerable del flujo de crédito hacia las compañías, impulsado en parte por los programas de préstamos con garantía pública, a medio plazo la severidad de la crisis económica determinará la intensidad del deterioro de la tasa de morosidad de estas entidades, que se situó en el 4,1 % en julio de 2020 (frente al 4,8 % de diciembre de 2019 y al 5,2 % de julio del ejercicio previo).

En este contexto, la cuenta de resultados de las entidades de crédito españolas registró unas pérdidas de 7.144 millones de euros en la primera mitad del año, frente a unos beneficios de 5.180 millones de euros del mismo periodo de 2019. Aunque el entorno actual de tipos de interés reducidos sigue presionando a la baja el margen de intereses (-2,9 % en el primer semestre), el elemento que explica en mayor medida las pérdidas semestrales fue el significativo incremento de las partidas relacionadas con las pérdidas por el deterioro de activos financieros y no financieros (de 1.637 millones de euros a 5.856 millones en el primer caso y de 261 millones a 6.641 en el segundo). No se observaban pérdidas tan cuantiosas en un semestre desde junio de 2012.

Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>

GRÁFICO 10



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

<sup>1</sup> Sobre la población activa.

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

En agosto la financiación bancaria a empresas y hogares avanzó un 2 % en términos interanuales, impulsada por el aumento de la financiación a las sociedades no financieras.

La financiación bancaria a las empresas y los hogares mostró un crecimiento interanual del 2 % en el mes de agosto (1,5 % en agosto de 2019), impulsada por el aumento de la financiación otorgada a las sociedades no financieras residentes (4,2 % en total), que tuvo lugar fundamentalmente a través de préstamos de entidades de crédito y préstamos titulizados fuera de balance. Por otra parte, la financiación a los hogares mostró una caída prolongada desde marzo (-0,9 % en agosto), debido sobre todo a la disminución del crédito para la adquisición de vivienda (-1,7 %).

El tamaño del sector bancario, en términos de volumen agregado de activos por su actividad en España, se incrementó un 9,1 % entre diciembre y julio hasta los 2,85 billones de euros (2,61 billones en 2019), destacando el fuerte aumento del importe de los créditos. En cuanto a las fuentes de financiación, el mayor avance se produjo en la procedente del Eurosistema, que entre diciembre y agosto creció en más de 120.000 millones de euros. También se registró un aumento notable del saldo de depósitos del denominado OSR (otros sectores residentes, que se corresponde, fundamentalmente, con empresas y hogares). Este saldo se incrementó cerca de 65 millones de euros.

*El tamaño del sector bancario creció hasta julio de 2020 debido al fuerte incremento de la concesión de créditos.*

## Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas

RECUADRO 1

En febrero de 2015, tras quedar incorporadas a la Ley de Sociedades de Capital (LSC) buena parte de las recomendaciones contenidas en el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2006, el Consejo de la CNMV, tomando como referencia las aportaciones de una comisión de expertos creada al efecto, aprobó el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Desde entonces, este nuevo Código ha sido el que ha complementado las disposiciones de la LSC con recomendaciones de buen gobierno que sirven como referencia a las sociedades cotizadas españolas, que cada año vienen informando en sus informes anuales de gobierno corporativo sobre su grado de seguimiento.

Tras más de cuatro años de vigencia de este Código, se puso de manifiesto la conveniencia de modificar algunas de sus recomendaciones para adaptarlas a los cambios legales producidos desde 2015 o para dotarlas de mayor concreción o claridad. En particular, fue el proceso regular de revisión de los informes de gobierno corporativo el que ayudó a detectar dudas de interpretación que convenía aclarar para incentivar un mayor grado de seguimiento.

El objetivo no era realizar una modificación sustancial del Código, sino efectuar una revisión parcial manteniendo el marco de gobierno corporativo de las sociedades españolas alineado con los más altos estándares internacionales. El nivel de aceptación del Código por parte de las sociedades cotizadas es elevado, su grado de seguimiento en 2019 fue del 85,7 % y se espera que con esta revisión, cuyo alcance ha sido finalmente algo mayor que lo inicialmente previsto, se introduzcan mejoras en las prácticas de gobierno corporativo de las entidades.

Desde el 15 de enero hasta el 14 de febrero de 2020, se sometió a consulta pública la propuesta de revisión, de alcance limitado, del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Esta fase de consulta suscitó gran interés y se recibieron más de 40 escritos con comentarios y aportaciones que se tuvieron en cuenta para elaborar la versión final de las modificaciones introducidas.

Tras el análisis y la valoración de los comentarios recibidos, y de conformidad con la habilitación que otorga la Orden ECC 461/2013<sup>1</sup>, de 20 de marzo, con fecha 26

de junio de 2020 el Consejo de la CNMV aprobó la revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

### **Principales modificaciones**

El proceso de revisión ha afectado, con distinto grado de intensidad, a la redacción de 20 recomendaciones de las 64 que integran el Código. En concreto, han sido objeto de modificación las recomendaciones 2, 4, 6, 7, 8, 14, 15, 22, 24, 37, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 55, 59, 62 y 64, lo que ha supuesto también revisar la redacción de los principios 2, 4, 10, 19, 20 y 24.

Las modificaciones más destacadas son:

#### **Recomendación 2. Cotización de sociedades integradas en grupos**

Con el texto anterior, la recomendación 2 se circunscribía al caso de que tanto las acciones de la sociedad como las de su sociedad matriz cotizaran. No obstante, el conflicto de interés que puede surgir entre el grupo y las sociedades que lo integran, en particular en el contexto de las operaciones intragrupo, es independiente del hecho de que cotice también la matriz (y de dónde lo haga) o no. Al tener la sociedad cotizada accionistas externos ajenos al grupo, la maximización del interés del grupo de la dominante no siempre implica la del interés social de la filial cotizada.

Por ello, en el nuevo texto se contempla no solo el supuesto de que las dos sociedades del grupo coticen, sino que es aplicable a todos los casos en los que la sociedad cotizada esté bajo el control de otra entidad.

#### **Recomendación 4. Política general de comunicación**

Las sociedades deberán contar con una política general de comunicación de información económico-financiera y corporativa a través de los canales que consideren adecuados (medios de comunicación, redes sociales u otras vías) que contribuya a maximizar la difusión y la calidad de la información a disposición del mercado, de los inversores y demás grupos de interés. Esta nueva recomendación remarca la importancia de la política de comunicación de las compañías para el mercado y la conveniencia de que se produzca de acuerdo con pautas y controles adecuados fijados con intervención del consejo de administración.

#### **Recomendación 7. Voto y asistencia telemáticas**

La situación provocada por el COVID-19, unida al objetivo de fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas, ha aconsejado modificar la recomendación 7 del Código, añadiendo que las entidades tengan previstos sistemas para que los accionistas puedan ejercer su derecho de voto por medios telemáticos e incluso que, al menos las entidades de elevada capitalización, prevean mecanismos que permitan la asistencia y la participación telemática en la junta, en la medida en que resulte proporcionado. Hasta ahora solo se recomendaba la retransmisión de las juntas generales.

## **Recomendación 8. Cuentas anuales**

Se ha modificado el texto de la recomendación para resaltar que el objetivo que tiene que perseguir el consejo de administración en la formulación de las cuentas anuales es que, hasta donde llegue su conocimiento, se apliquen correctamente los principios y criterios de contabilidad.

## **Recomendación 14 y 15. Diversidad de género**

Se han reforzado las recomendaciones sobre diversidad de género para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración. En la recomendación 15 se señala que, antes de que finalice 2022, los consejos de administración deberían contar con, al menos, un 40 % de consejeras. Hasta esa fecha, el porcentaje no deberá ser inferior al 30 %.

En la recomendación 14 se propone que las sociedades fomenten el aumento del número de altas directivas, dado que es una de las medidas más eficaces para reforzar a largo plazo la diversidad de género en los consejos de administración.

## **Recomendaciones 22 y 24. Cese de consejeros**

Se modifica la recomendación 22 al objeto de que, entre otros aspectos, el consejo tenga que analizar la situación cuando un consejero se vea afectado por circunstancias que puedan dañar el crédito y la reputación de la sociedad y, en su caso, tomar medidas sin esperar a que se produzcan ciertas decisiones formales de los tribunales (como el auto de procesamiento o el de apertura de juicio oral).

También se refuerzan los criterios de transparencia en la recomendación 24 en lo que se refiere al cese de consejeros por dimisión o por acuerdo de la junta, tanto a través del informe anual de gobierno corporativo como en el momento mismo del cese.

## **Recomendación 37. Composición de la comisión ejecutiva**

Esta recomendación es una de las que menos siguen las sociedades cotizadas. En 2019 su grado de seguimiento fue 30 puntos porcentuales inferior a la media del Código y tampoco se han observado mejoras significativas en los últimos años.

La mayoría de las entidades que no siguen esta recomendación entienden que la comisión ejecutiva es un órgano delegado netamente ejecutivo, por lo que, en su composición, se tienen muy presentes criterios de eficiencia y conocimiento del funcionamiento interno de la entidad, primando la presencia de los consejeros ejecutivos.

Para hacer compatible el objetivo de la recomendación, que es compensar el riesgo de que las funciones de la comisión ejecutiva sean ejercidas con una perspectiva distinta de la del consejo, con dotar a las sociedades de una mayor flexibilidad en cuanto a su composición, en el nuevo texto se recomienda que haya presencia de, al menos, dos consejeros no ejecutivos, siendo como mínimo uno de ellos un

consejero independiente frente a la redacción anterior, que solicitaba que la comisión ejecutiva tuviera una estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros similar a la del consejo.

#### **Recomendaciones 39, 41, 42 y 45. Riesgos e información no financiera**

Se realizan ajustes técnicos en la redacción para recoger la supervisión de la información y de los sistemas de control y gestión de riesgos, tanto de naturaleza financiera como no financiera.

En la recomendación 42 se ha ampliado el ámbito de aplicación del canal para comunicar irregularidades, pudiendo ser utilizado no solo por los empleados, sino también por otras personas relacionadas con la sociedad, tales como consejeros, accionistas, proveedores, contratistas o subcontratistas.

También se recomienda que dicho mecanismo garantice la confidencialidad y que se prevean supuestos en los que las comunicaciones puedan realizarse de forma anónima.

#### **Recomendaciones 53, 54 y 55. Sostenibilidad**

Se realizan algunos ajustes técnicos y se sustituye el término responsabilidad social corporativa por el más amplio y utilizado actualmente de sostenibilidad en relación con aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG).

#### **Recomendación 59. Retribución variable**

Se modifica el texto para aclarar que solo debe procederse al pago de la retribución variable de los consejeros cuando se haya comprobado suficientemente que se han cumplido las condiciones de rendimiento o de otro tipo previamente establecidas. Las sociedades que sigan esta recomendación deberán informar en sus informes anuales de remuneraciones sobre los criterios de comprobación que aplican.

Asimismo, se recomienda que las sociedades valoren el establecimiento de cláusulas de reducción (*malus*) por las que se difiera parte de la retribución variable y que impliquen su pérdida total o parcial en el caso de que se produzca algún evento que lo haga aconsejable.

#### **Recomendación 62. Retribución en acciones**

Esta recomendación se encuentra entre las que más dudas planteaban a las sociedades cotizadas a la hora de indicar en el informe anual de gobierno corporativo si la seguían o no. En el nuevo texto se aclara el alcance de la regla según la cual, una vez atribuidas las acciones, las opciones o los instrumentos financieros correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros ejecutivos no pueden transferir su titularidad o ejercitarlos hasta transcurrido un plazo de al menos tres años.

También se modifica la redacción para aclarar que no es necesario respetar este requisito cuando el consejero mantenga una exposición económica a la variación

del precio de las acciones por un valor de mercado que sea equivalente a un importe de al menos dos veces su remuneración fija anual.

#### Recomendación 64. Indemnización

A efectos de lo previsto en esta recomendación, algunas entidades han venido entendiendo que los pagos por resolución o extinción del contrato celebrado entre la sociedad y el consejero ejecutivo incluyen únicamente la indemnización recibida. Sin embargo, existen otros conceptos retributivos que, sin constituir una indemnización propiamente dicha, se devengan por el hecho en sí de producirse la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad.

En la modificación se precisa que entre los pagos por resolución o extinción contractual, que en conjunto no deben superar la retribución de dos años, se incluyen cualesquiera abonos cuyo devengo u obligación de pago surja como consecuencia o con ocasión de la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad, incluidos los importes no previamente consolidados de sistemas de ahorro a largo plazo y los derivados de pactos de no competencia poscontractual.

---

1 Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares muestran un fuerte incremento de la tasa de ahorro, que en junio se situó en el 11,2 % de su renta bruta disponible (RBD), casi el doble de la cifra de finales de 2019 (6,3 %) y muy cerca de los máximos registrados en 2010 en los primeros momentos de la crisis de deuda soberana europea (11,5 %). Este aumento se atribuye al denominado *motivo precaución* y se produce habitualmente cuando la incertidumbre sobre las rentas futuras es muy alta, como ocurre en la actualidad. Por su parte, tanto la ratio de riqueza bruta como la de endeudamiento presentaron descensos en el primer trimestre del año. Este descenso fue más intenso en el primer caso, debido a la caída en el valor de los activos financieros, por lo que en términos netos la riqueza de los hogares descendió (desde el 917 % de la RBD hasta el 906 %).

Las inversiones netas de los hogares se situaron en el 3,5 % del PIB en el primer trimestre del año<sup>8</sup>, ligeramente por encima del 3,2 % observado en 2019 y con una tendencia de inversión similar a la de los ejercicios previos. Dado el contexto actual de tipos de interés reducidos y las turbulencias acontecidas en las bolsas en los primeros momentos de la crisis, se observó una desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo del 2,3 % (frente al 1,7 % de 2019), así como en acciones y otras participaciones del 0,5 % (1,3 % en 2019). La inversión más significativa, al igual que en años anteriores, fue en medios de pago (5,1 % del PIB).

*La tasa de ahorro de los hogares aumentó de forma notable en el primer semestre del año por un motivo de precaución, al tiempo que disminuyó la riqueza neta por la pérdida de valor de sus activos financieros.*

*En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos frente a la renta fija y variable.*

---

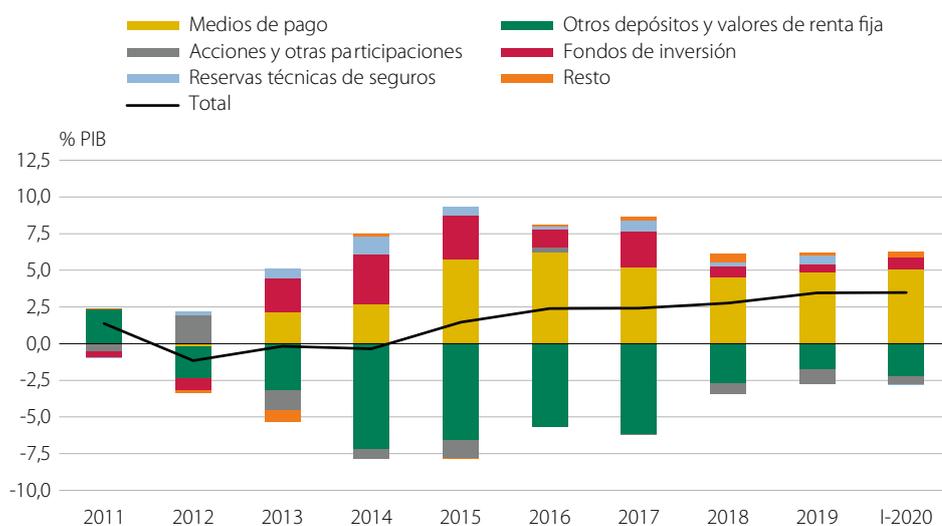
8 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2020.

La inversión en fondos de inversión registró una disminución importante en el último año, debido al fuerte volumen de reembolsos que se produjo en marzo.

En cuanto a la evolución de los flujos dirigidos a fondos de inversión, los hogares invirtieron un 0,8 % del PIB en el primer trimestre de 2020<sup>9</sup>, algo por encima del 0,5 % observado en 2019. No obstante, esta cifra, que es sensiblemente inferior a la que se observaba entre 2013 y 2017 (en torno al 2,5 % del PIB), se explica por el aumento de los reembolsos que se produjo en la segunda mitad del mes de marzo. Como se detalla en el epígrafe 4.1, en el primer trimestre de este año los fondos de inversión experimentaron unos reembolsos superiores a los 2.000 millones de euros, que se concentraron en las vocaciones de renta fija, garantizados de renta variable y gestión pasiva. En el segundo trimestre se observó una paulatina recuperación de la inversión en estos productos, que dio como resultado unas suscripciones netas agregadas cercanas a los 150 millones de euros.

### Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

### 2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI pronostican una contracción del PIB mundial del 4,4 % este año, 0,8 puntos menos que en su previsión anterior...

Las últimas previsiones publicadas por el FMI en octubre, tres meses después de su primera evaluación de la crisis, incluyeron una mejora de las expectativas de crecimiento para este año para las economías avanzadas (exceptuando España, donde no mejora su previsión anterior) y una revisión a la baja de 0,2 p.p. para las emergentes. La institución, que por primera vez espera caídas del PIB en todas las regiones que contempla, indicó que el grado de incertidumbre que rodea los pronósticos es especialmente elevado, pues depende de la magnitud y duración de la pandemia, de la efectividad de las medidas adoptadas y de las consecuencias de la situación en los hábitos de los consumidores. También advierte del fuerte aumento de la desigualdad social debido a la mayor incidencia de la crisis en las clases de rentas bajas. Dado el alto grado de incertidumbre existente, el FMI dio a conocer, junto con su escenario central de previsiones, los resultados de otros dos escenarios: uno más favorable,

9 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2020.

que vaticina una salida más rápida de la crisis, y otro más desfavorable, en el que la contención del virus es más lenta y difícil.

Los pronósticos publicados sitúan la caída de la actividad mundial en el 4,4 % este año (0,8 p.p. menos que en junio) y un crecimiento del 5,2 % en 2021. Por áreas económicas, el pronóstico para las economías avanzadas es de un descenso del 5,8 % este ejercicio (mejora de 2,3 p.p. respecto a la cifra de junio) y un avance del 3,9 % en 2021; para las emergentes la caída prevista este año es del 3,3 % (un empeoramiento de 0,2 p.p. con relación a abril) frente al avance del 6,0 % en 2021. El escenario adverso estimado por el FMI llevaría a un descenso del PIB de 0,75 p.p. para este año y de 3 p.p. para 2021 respecto a la estimación correspondiente al escenario central. Existe una heterogeneidad notable en estas zonas. Dentro de las economías avanzadas, EE. UU., Alemania, Japón o Canadá presentarían las tasas de variación menos negativas (aunque significativas), mientras que varias economías de la zona euro registrarían descensos del PIB superiores al 10 %. Dentro de las economías emergentes la disparidad es aún mayor, al observarse un rango de pronósticos que van desde un pequeño crecimiento esperado para China de casi el 2 %, por salir con anticipación de la crisis, hasta caídas de la actividad próximas al 8 % en Latinoamérica o al 10 % en la India.

Además de estos pronósticos sobre la evolución de la actividad, el FMI indicó que en las economías avanzadas esperaba un aumento agregado del nivel de deuda pública cercano a 20 p.p., hasta el 124,1 %, del PIB este año (fue de 10,5 p.p. en la crisis financiera global) y de 14,2 p.p. en el déficit público (4,9 p.p. en la crisis financiera global). Este aumento responde, en parte, a las medidas adoptadas por los gobiernos de las diferentes economías para combatir la crisis y que han tomado la forma de prórrogas, avales y préstamos públicos.

Los riesgos que rodean estas previsiones son significativos debido al alto grado de incertidumbre existente, comentado con anterioridad. De hecho, numerosas instituciones han puesto de manifiesto el alcance limitado de los modelos de previsión tradicionales y están desarrollando metodologías complementarias que incluyen, entre otros elementos novedosos, datos de alta frecuencia que permiten ajustar con mayor rapidez los pronósticos. Pues bien, los riesgos más importantes —a la baja— que se identifican sobre este escenario están relacionados con: i) la posibilidad de que una segunda oleada de contagios dé lugar a nuevas medidas de aislamiento y, en consecuencia, deteriore aún más la actividad económica; ii) los posibles cambios en el patrón de consumo-ahorro de los agentes, afectados ya de forma importante por la disminución de la renta y riqueza agregadas, y iii) otras fuentes de incertidumbre relevantes relacionadas, por ejemplo, con la negociación del acuerdo de relaciones comerciales entre EE. UU. y China o la forma final que adopte el *brexit*. A medio plazo, uno de los factores de riesgo más importantes que se identifican está relacionado con la sostenibilidad de las finanzas públicas de muchas economías tras los esfuerzos presupuestarios durante la crisis.

*...en la que las economías avanzadas experimentarían un descenso del PIB del 5,8 % y las emergentes del 3,3 %. Dentro de ambos grupos de economías se observa, eso sí, una cierta heterogeneidad pues la crisis no está afectando con la misma intensidad a todas ellas.*

*También se espera un aumento significativo del nivel de déficit y deuda pública agregado...*

*... en un contexto de mucha incertidumbre asociado a diferentes elementos: evolución de la propia pandemia, hábitos de los consumidores, acuerdos comerciales, brexit...*

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	FMI <sup>1</sup>	
					2020	2021
Mundial	3,2	3,7	3,6	2,8	-4,4 (0,8)	5,2 (-0,2)
EE. UU.	1,5	2,2	2,9	2,2	-4,3 (3,7)	3,1 (-1,4)
Zona euro	1,8	2,4	1,9	1,3	-8,3 (1,9)	5,2 (-0,8)
Alemania	1,9	2,5	1,5	0,6	-6,0 (1,8)	4,2 (-1,2)
Francia	2,0	2,3	1,8	1,5	-9,8 (2,7)	6,0 (-1,3)
Italia	0,9	1,5	0,8	0,3	-10,6 (2,2)	5,2 (-1,1)
España	3,3	3,0	2,4	2,0	-12,8 (0,0)	7,2 (0,9)
Reino Unido	1,9	1,7	1,3	1,4	-9,8 (0,4)	5,9 (-0,4)
Japón	0,9	1,7	0,3	0,7	-5,3 (0,5)	2,3 (-0,1)
Emergentes	4,4	4,7	4,5	3,7	-3,3 (-0,2)	6,0 (0,2)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en octubre de 2020 respecto a junio de 2020).

*Según el FMI el PIB de España se contraería casi un 13 % este año, sin cambios desde la previsión de junio, y reflejaría el mayor impacto de la crisis en la economía, al igual que en otras grandes economías europeas como Italia o Francia.*

Para la economía española, el FMI pronostica un descenso del PIB del 12,8 % para este año (manteniendo sin cambios su previsión de junio), la caída más alta de los países de la zona euro, seguida por Italia y Francia (-10,6 % y -9,8 %, respectivamente). La recuperación esperada para 2021 es del 7,2 % (casi 1 punto por encima de la previsión de junio y 3 más que en abril), apuntalada por los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la Unión Europea y sus efectos de generación de confianza. La economía española está siendo una de las más afectadas por la pandemia en términos económicos, pues se basa en un modelo productivo con mayor relevancia de servicios particularmente perjudicados por la crisis. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento con la zona euro sería negativo este año (es decir, mayor recesión en España), pero volvería a ser positivo el próximo.

*Los riesgos más relevantes de la economía española son los mismos identificados a escala internacional, si bien cabe enfatizar las dificultades para reanudar el ritmo de crecimiento de la actividad y la necesidad de preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas.*

Los riesgos sobre el escenario económico mundial afectan igualmente al caso español. No obstante, se enumeran aquí las vulnerabilidades propias más importantes. El primer gran reto de la economía española está relacionado con la dificultad de reanudar el ritmo de crecimiento de la actividad en tasas similares a las existentes antes de la crisis y, en consecuencia, de minimizar el número de personas desempleadas. Esta dificultad se está viendo acrecentada por una segunda ola de contagios del coronavirus, que está propiciando nuevas medidas de aislamiento parcial en determinadas zonas del territorio nacional. Como nota favorable cabe destacar el importe de recursos asignado a España en el denominado *fondo de reconstrucción*, que ascendería a 140.000 millones de euros entre ayudas directas no reembolsables y préstamos, cuya distribución será clave en la recuperación de la economía. El segundo gran reto radica en la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas en un ejercicio en el que la deuda pública puede terminar por encima del 120 % del PIB y el déficit superar el 10 %. En este sentido algunas agencias de *rating* se han pronunciado sobre el riesgo de crédito soberano asignando a la calificación de la deuda española el estado de «perspectiva negativa» o, incluso, en el caso de algunas agencias más pequeñas, rebajando dicha calificación.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés), que nació en 2010 con el fin de prevenir y mitigar el riesgo sistémico, ha trabajado intensamente desde el desencadenamiento de la crisis del coronavirus. A pesar de reconocer que el sistema financiero es más resiliente en la actualidad de lo que era en la situación previa a la crisis financiera global, la gravedad de la situación actual determina la necesidad de poner el foco en determinados aspectos que resultarán clave para que dicho sistema pueda seguir funcionando sin disrupciones. Así, el Consejo de la JERS indicaba ya en el mes de abril<sup>1</sup> la importancia de que se adoptaran medidas de forma coordinada y a tiempo por parte de las autoridades, persiguiendo, además, sinergias entre las políticas fiscales, monetarias y regulatorias. A tal fin, la institución decidió centrar su atención en cinco áreas prioritarias:

- i) Implicaciones para el sistema financiero de los esquemas de garantía y otras medidas fiscales dirigidas a proteger la economía real.
- ii) Iliquidez del mercado e implicaciones para los gestores de activos y las aseguradoras.
- iii) Impacto de las rebajas de las calificaciones crediticias de los bonos en los mercados y en el sistema financiero en su conjunto.
- vi) Restricciones al reparto de dividendos, las recompras de acciones y las retribuciones variables.
- v) Riesgos de liquidez derivados de los ajustes de los márgenes de garantía (*margin calls*).

A raíz de los trabajos realizados en distintos niveles de esta institución sobre estas cinco áreas, la JERS acabó aprobando cuatro recomendaciones que se exponen a continuación:

i) **Recomendación (ESRB/2020/4) sobre el riesgo de liquidez de los fondos de inversión**<sup>2</sup>. Esta recomendación se formuló el 6 de mayo. En las primeras semanas de la crisis se observó un aumento sustancial de los reembolsos en algunos fondos de inversión, al tiempo que las condiciones de liquidez en los mercados se deterioraban significativamente. A pesar de que la situación se estabilizó con posterioridad, la JERS consideró oportuno procurar fortalecer la gestión del riesgo de liquidez ante potenciales *shocks* adversos futuros. La JERS ya ha resaltado en el pasado las vulnerabilidades que se pueden derivar de aquellos fondos de inversión que establecen periodos muy cortos para reembolsar y que, al mismo tiempo, invierten en activos poco líquidos (lo que se conoce como *liquidity mismatch*) y, concretamente en esta ocasión, ha identificado dos segmentos de fondos de inversión que deben ser objeto de escrutinio especial desde el punto de vista de la estabilidad financiera: i) los fondos con una exposición significativa a activos de deuda corporativa y ii) los fondos con exposición al sector inmobiliario.

De esta forma, la JERS recomienda a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) que realice, en colaboración con las autoridades nacionales competentes,

un ejercicio de supervisión enfocado a los fondos mencionados anteriormente con el fin de determinar su grado de preparación para afrontar nuevos *shocks* negativos —ya sean en forma de aumento notable de los reembolsos o de incertidumbre— y valorar los activos de la cartera. Este análisis y sus conclusiones deberán ser comunicados a la JERS.

ii) **Recomendación (ESRB/2020/6) sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía**<sup>3</sup>. Esta recomendación se formuló el 25 de mayo y está motivada por el hecho de que las perturbaciones de los mercados, como las fuertes caídas de los precios de los activos y la volatilidad elevada, pueden dar lugar a aumentos en los márgenes de variación y a ajustes en los márgenes iniciales de las posiciones en efectivo, valores, productos básicos o derivados que se producen en la operativa de las entidades de contrapartida central (ECC). Si estas variaciones son significativas y se producen en un periodo de tiempo reducido, pueden afectar la gestión de la liquidez de sus participantes, sus necesidades de financiación e incluso su solvencia. En el contexto de la crisis muchos miembros compensadores han visto crecer sus márgenes iniciales y pueden haber experimentado restricciones de liquidez. Sin embargo, no se han producido impagos en ninguna ECC establecida en la Unión Europea. De cara al futuro, la capacidad de los participantes en los mercados para cubrir los ajustes de los márgenes de garantía dependerá de los niveles de volatilidad en el mercado y de la resiliencia de la gestión de la liquidez de estos participantes.

En este contexto la JERS emitió cuatro recomendaciones, con el fin de que las ECC velen por que su gestión de riesgos y su resiliencia se mantengan sólidas y sigan protegiendo a los participantes en los mercados frente a las pérdidas por impagos. Así, las recomendaciones A y D pretenden velar por que los cambios repentinos y los efectos relacionados con los márgenes iniciales y los activos de garantía sean limitados y proporcionados. La planificación de la liquidez debe ser predecible y gestionable en la medida de lo posible, limitando los ajustes inesperados y significativos de los márgenes de garantía. La recomendación B tiene el objetivo de vigilar que las ECC incorporen plenamente en sus pruebas de resistencia de liquidez toda circunstancia que pueda ocasionarles un déficit de liquidez, a fin de incentivarlas a mejorar la gestión de su dependencia de los proveedores de servicios de liquidez. La recomendación C pretende velar por que las ECC, sin perjuicio de mantener su resiliencia financiera, limiten la asimetría del pago de los márgenes de variación obtenidos intradía y por que establezcan regímenes y calendarios sobre márgenes de garantía que sean previsibles y eviten restricciones de liquidez excesivas para los miembros compensadores que puedan dar lugar a impagos.

iii) **Recomendación (ESRB/2020/7) sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19**<sup>4</sup>. Esta recomendación, que se formuló el 27 de mayo, trata de mantener el nivel de capital de las instituciones financieras con el fin de permitirles reducir el riesgo sistémico y contribuir a la recuperación económica. Para ello se recomienda a las autoridades pertinentes que soliciten a las instituciones financieras sujetas a su supervisión que, al menos hasta el 1 de enero de 2021, se abstengan de: i) repartir dividendos o comprometerse irrevocablemente a repartirlos, ii) recomprar acciones ordinarias y iii) contraer la obligación de pagar una remuneración variable a las personas que

asumen riesgos importantes, actuaciones que conllevan o pueden conllevar una reducción de la cantidad o calidad de los fondos propios al nivel del grupo de la Unión Europea. Esta recomendación incluye a las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades de seguros y de reaseguros, y las entidades de contrapartida central.

La CNMV realizó la recomendación oportuna a la ECC bajo su supervisión en el mes de julio y lo notificó a la JERS, mientras que en el caso de las empresas de servicios de inversión se decidió no realizar dicha recomendación a las entidades en virtud del principio de proporcionalidad y teniendo en cuenta su peso reducido en el conjunto del sistema financiero.

iv) **Recomendación (ESRB/2020/8) sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de deuda, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia del COVID-19<sup>5</sup>.** Esta recomendación, formulada el 27 de mayo, trata de evaluar desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la eficacia de las medidas adoptadas por los Estados miembros para proteger a las sociedades no financieras y a los hogares de los efectos de la pandemia. El elevado grado de integración de las economías de la Unión Europea y la posible repercusión de las medidas adoptadas en cada uno de ellos sobre el resto hacen necesario este enfoque a nivel europeo.

Esta recomendación genérica se desglosa en dos. La primera (A) recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que vigilen y evalúen las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas establecidas a fin de proteger la economía real. En particular se recomienda que se evalúen los elementos de diseño y adopción de las medidas (tipos de ayuda financiera, beneficiarios, duración e información sobre el uso de la medida) y las implicaciones para la estabilidad financiera (flujo de crédito a la economía real, solvencia y endeudamiento del sector no financiero, solidez de las entidades financieras...).

La segunda (B) recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que faciliten periódicamente a la JERS la información necesaria para que esta vigile y evalúe las implicaciones de las medidas nacionales, incluidas las transfronterizas e intersectoriales. En este sentido, la autoridad macroprudencial española (Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, AMCESFI) ya realizó un primer envío de información a la JERS el pasado mes de julio, que la junta evaluará junto con las contribuciones del resto de las autoridades de forma continua.

Solo una de las cinco áreas de trabajo prioritarias establecidas por la JERS en abril —relacionada con los efectos de la rebaja de las calificaciones crediticias— no ha sido objeto de recomendación, sino que permanece como área de análisis, sobre la que se ha hecho una primera publicación como nota técnica<sup>6</sup>. En esta nota se ha realizado un análisis descendente (*top-down*) que trata de cuantificar la repercusión en el sistema financiero de una rebaja masiva en las calificaciones crediticias. Este hipotético hecho podría dar lugar a rebajas significativas en los precios de los activos afectados y, presumiblemente, también podría iniciar un fenómeno de ventas forzosas que acrecentaría los descensos en los precios de los

activos. Este ejercicio se centra en los activos de deuda corporativa y contempla dos escenarios de rebajas en las calificaciones así, como tres posibles tipos de comportamiento en relación con las ventas de activos. El análisis estima que las pérdidas directas derivadas de las rebajas en las calificaciones podrían oscilar entre los 150.000 y 200.000 millones de euros, pudiendo aumentar entre un 20-30 % más debido a las ventas forzosas de activos. Estas últimas dependerían, entre otros factores, de la parte de la cartera que haya que vender, del modo en que se venda y de las condiciones de liquidez del mercado en ese momento.

La CNMV también ha iniciado una línea de trabajo que trata de evaluar el estado y la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda española desde marzo de este año, incluyendo una variedad de activos y los sectores público y privado —financiero y no financiero— (véase el artículo «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19» en este boletín).

- 1 <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>
- 2 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200514\\_ESRB\\_on\\_liquidity\\_risks\\_in\\_investment\\_funds~4a3972a25d.en.pdf?9903de66f9dbd6783563ae3a4f76febb](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200514_ESRB_on_liquidity_risks_in_investment_funds~4a3972a25d.en.pdf?9903de66f9dbd6783563ae3a4f76febb)
- 3 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608\\_on\\_liquidity\\_risks\\_arising\\_from\\_margin\\_calls~41c70f16b2.en.pdf?17da572cd7cae5ab20ae79f8786a19a7](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_liquidity_risks_arising_from_margin_calls~41c70f16b2.en.pdf?17da572cd7cae5ab20ae79f8786a19a7)
- 4 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608\\_on\\_restriction\\_of\\_distributions\\_during\\_the\\_COVID-19\\_pandemic\\_2~f4cdad4ec1.en.pdf?472c0a13909b423693bddea41c32af6b](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_restriction_of_distributions_during_the_COVID-19_pandemic_2~f4cdad4ec1.en.pdf?472c0a13909b423693bddea41c32af6b)
- 5 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608\\_on\\_monitoring\\_financial\\_implications\\_of\\_fiscal\\_support\\_measures\\_in\\_response\\_to\\_the\\_COVID-19\\_pandemic\\_3~c745d54b59.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_monitoring_financial_implications_of_fiscal_support_measures_in_response_to_the_COVID-19_pandemic_3~c745d54b59.en.pdf)
- 6 [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/system\\_wide\\_scenario\\_analysis\\_large\\_scale\\_corporate\\_bond\\_downgrades.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/system_wide_scenario_analysis_large_scale_corporate_bond_downgrades.en.pdf)

### 3 La evolución de los mercados nacionales

*Tras los máximos alcanzados en la primera mitad de mayo (cerca de 0,65), el indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha disminuido progresivamente hasta niveles inferiores a 0,49, el umbral que separa el régimen de estrés alto del medio.*

La crisis desencadenada por el COVID-19 dio lugar al aumento más intenso del indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>10</sup> en un periodo de pocas semanas. Así, el indicador de estrés, que en la fecha de cierre del informe anterior (31 de marzo) se situaba en 0,56, siguió aumentando en las semanas siguientes hasta

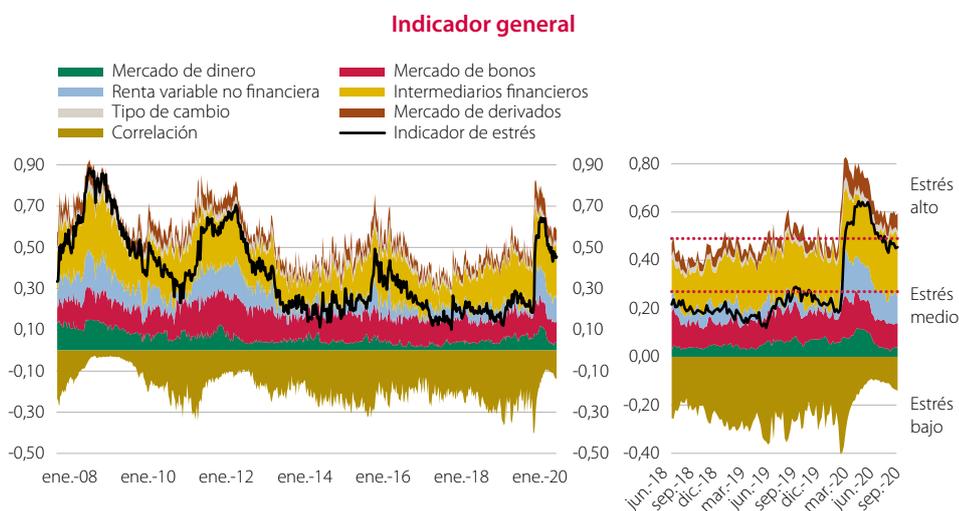
---

10 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](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

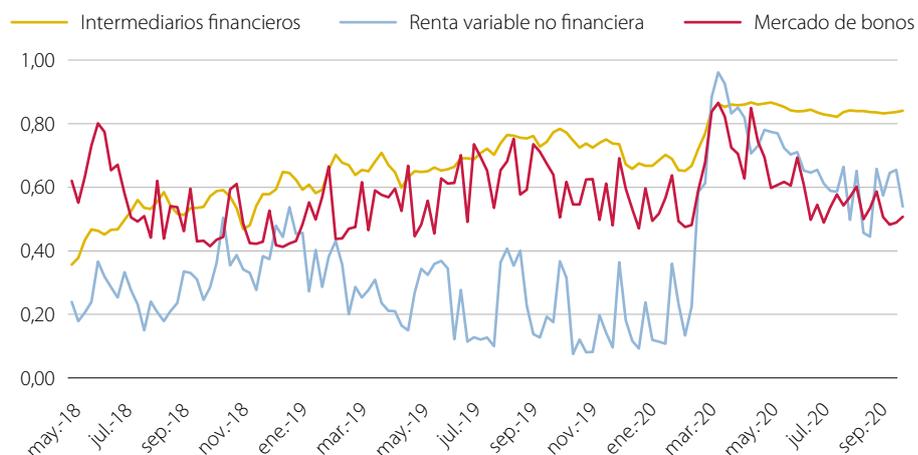
alcanzar un nuevo tercer máximo histórico, cercano a 0,65, en la primera mitad de mayo. El aumento progresivo del indicador, que en febrero se situaba claramente por debajo de 0,20, se produjo por el incremento tanto del nivel de estrés detectado en los seis segmentos evaluados como del grado de correlación del sistema (véase gráfico 12). Los tipos de indicadores que más se han tensionado en el contexto de la crisis están relacionados con caídas en los precios de los activos y rebotes de la volatilidad, siendo el comportamiento de las diferentes primas de riesgo mucho más contenido en relación con otros momentos de crisis. Este comportamiento relativamente más favorable mejor en los mercados de deuda ha evitado que el indicador general haya alcanzado niveles similares a los máximos observados en la crisis financiera global de 2008 o la crisis de deuda soberana en 2012, cuando la prima de riesgo de la deuda pública española se situó en un máximo de 634 p.b. En esta crisis, las medidas adoptadas por las autoridades, en particular el banco central, han permitido que las primas de riesgo y las condiciones de liquidez en los mercados de deuda no hayan experimentado un deterioro sustancial.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



**Indicadores sectoriales**



Fuente: CNMV.

*Todos los indicadores individuales han experimentado descensos en su nivel de estrés excepto el de intermediarios financieros —bancos—, fuertemente afectado por la pérdida de valor de sus cotizaciones. La correlación del sistema se mantiene en niveles elevados.*

*Los mercados de renta variable nacionales comenzaron el segundo semestre con retrocesos, que se fueron consolidando en el tercer trimestre debido a las malas perspectivas e incertidumbres para la economía española, acrecentadas por los efectos de una segunda ola de la pandemia.*

*En este contexto, el Ibex 35 perdió un 7,1 % en el tercer trimestre del año, hasta acumular unas pérdidas anuales del 29,7 %, las mayores de entre los grandes índices internacionales...*

Como se observa en el gráfico 12, los indicadores individuales han mostrado desde los máximos alcanzados en mayo una tendencia descendente con ciertos altibajos, que ha permitido una disminución progresiva del indicador general hasta niveles algo inferiores a 0,50, bordeando el umbral que separa los niveles de estrés alto y medio (0,49). En la fecha de cierre de este informe (30 de septiembre) el segmento que mostraba más resistencia a la baja era el de intermediarios financieros (bancos), debido al fuerte descenso de sus cotizaciones y al aumento de los indicadores de volatilidad.

### 3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían sufrido fuertes caídas hasta abril como consecuencia de la crisis del coronavirus y de las que apenas se habían recuperado en el segundo trimestre, iniciaron la segunda mitad del año con ligeros retrocesos. Estos retrocesos se fueron consolidando conforme avanzaba el tercer trimestre debido a las malas perspectivas que se atisban para la economía española en los próximos ejercicios, en un contexto de incertidumbre económica global<sup>11</sup>. A los pronósticos sobre la evolución de la actividad en España<sup>12</sup>, que son más desfavorables que los del resto de las grandes economías europeas, se une la incertidumbre sobre la expansión de una segunda ola de la pandemia a lo largo de los próximos meses. Esta última situación está forzando a gobiernos y autoridades locales a retirar algunas de las medidas de reapertura de la economía adoptadas en los últimos meses, lo que puede afectar negativamente a las expectativas de recuperación económica y, en consecuencia, a los mercados de valores.

El principal índice de las bolsas españolas finalizó el tercer trimestre con un retroceso del 7,1 %, presentando un comportamiento más desfavorable que el de otros índices de referencia<sup>13</sup> junto con el británico FTSE 100. Así, el Ibex 35, que había retrocedido un 28,9 % en el primer trimestre del año —el peor trimestre de su historia—, registró una discreta recuperación del 6,6 % en el segundo para volver a descender un 7,1 % en el tercero. Este nuevo retroceso agrava la caída anual y sitúa el índice en mínimos desde mayo, hasta acumular unas pérdidas anuales del 29,7 %, las mayores de entre los grandes índices internacionales.

---

11 Asimismo, los mercados están pendientes de la resolución del *brexit*, de las próximas elecciones en EE. UU. y de las negociaciones en torno a los acuerdos comerciales entre ese país y China

12 El Banco de España ha dado a conocer proyecciones para la economía española en el periodo 2020-2022, señalando que las perspectivas económicas a corto y medio plazo siguen estando sometidas a un grado muy elevado de incertidumbre. Por ello presenta proyecciones en dos escenarios: uno correspondiente a rebotes más moderados y otro donde se plantea mayor intensidad en el nivel de contagio. En el primer escenario la economía registraría un descenso del 10,5 % de media anual en 2020, mientras que en el segundo la caída se ampliaría hasta el 12,6 %. Asimismo, la recuperación de la actividad prevista para 2021 sería de un 7,3 % en el primer escenario y de un 4,1 % en el segundo, por lo que a finales de 2022 el nivel del PIB se situaría en 2 y 6 p.p., respectivamente, por debajo del nivel previo a la crisis.

13 Los grandes índices internacionales presentaron un comportamiento dispar en el tercer trimestre, con avances en los índices de EE. UU., Japón y Alemania, que oscilaron entre el 3,7 % del Dax 30 alemán y el 11 % del índice tecnológico estadounidense Nasdaq. En el lado contrario, los principales retrocesos correspondieron a los índices europeos, cuyas caídas oscilaron entre el 1,3 % del Eurostoxx 50 y el 7,1 % del Ibex 35 (véase epígrafe 2.1).

Las caídas de las cotizaciones vuelven a situar los índices nacionales en su nivel más bajo desde mayo y muy cerca de los valores alcanzados en 2012 —coincidiendo con la crisis de deuda en Europa— ante la perspectiva de que la recuperación de la economía española será lenta y que los rebotes de contagio deteriorarán aún más los sectores más castigados en lo que va de año, como la banca y el turismo. Estos últimos factores, unidos a la diferente composición de los índices españoles frente a sus homólogos europeos —con mayor concentración de los sectores financiero y de servicios de consumo (como el ocio, el turismo y la hostelería), en los que se espera que la recuperación sea más lenta—, así como a la importante presencia de las compañías españolas en Latinoamérica, han provocado que los índices españoles presenten el peor comportamiento entre los grandes índices internacionales. Por otra parte, el retroceso de las cotizaciones se produjo en un contexto de descenso de la negociación pero también de mejora en algunos indicadores de liquidez del mercado.

Los descensos de los principales índices del mercado español contrastan con el mantenimiento de los precios de las compañías de mediana capitalización (0,5 %) y los avances de las más pequeñas (7,8 %) gracias a la presencia de algunas empresas del sector de las energías renovables y del sector farmacéutico, que están teniendo un mejor comportamiento relativo. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron nuevos retrocesos (-7,3 % y -3,2 %, respectivamente) como consecuencia de la nueva depreciación de sus divisas respecto al euro<sup>14</sup>.

La gran mayoría de los sectores terminaron el tercer trimestre con caídas, aunque las de mayor intensidad volvieron a concentrarse en aquellos sectores donde el impacto de los rebotes y de la crisis económica es más intenso, como la banca, el turismo y las compañías petrolíferas. Los mayores retrocesos (véase cuadro 4) se observaron en el sector del petróleo, en el que la principal compañía petrolífera (Repsol) sigue acusando los bajos precios del crudo<sup>15</sup>. Asimismo, y a pesar del anuncio de la fusión<sup>16</sup> de Bankia y Caixabank, que impulsó transitoriamente al alza las cotizaciones de los bancos, el sector bancario retrocedió más del 20 % en el trimestre en un escenario de caída de la actividad comercial y los márgenes más intenso, así como de morosidad y riesgos al alza, lo que reduce el valor de este sector en España frente al de otros países europeos<sup>17</sup>. Además, continuaron las caídas en el sector de servicios de consumo, en el que volvieron a destacar los fuertes retrocesos de la principal aerolínea (IAG), que acusa la brusca caída de su actividad, así como de las empresas del sector turístico<sup>18</sup>. A todo ello, hay que unir la salida a finales de septiembre de BBVA y Telefónica del índice bursátil europeo Eurostoxx 50<sup>19</sup>, lo que ha presionado

*... una tendencia que se explica por el hecho de que los sectores más castigados en España, banca y servicios de consumo, tienen una importancia relativa mayor en el índice.*

*La caída del índice general contrasta con los avances de las cotizaciones de los índices de empresas de tamaño mediano y pequeño, donde hay más presencia de compañías tecnológicas y farmacéuticas, que evolucionan mejor en el contexto de la crisis.*

*La mayoría de los sectores terminaron el trimestre con caídas, aunque las de mayor intensidad se concentraron en los sectores de la banca, los servicios de consumo y las compañías petrolíferas.*

14 En el tercer trimestre del año el euro se apreció respecto al real brasileño un 7 %, mientras que lo hizo un 0,2 % respecto al peso mexicano.

15 El precio del petróleo se mantuvo en torno a 41 dólares en el tercer trimestre y los precios de los futuros sobre el petróleo para los próximos meses no anticipan alzas.

16 Bankia y Caixabank anunciaron conversaciones a comienzos de septiembre sobre una posible fusión, que fue aprobada por los consejos de ambas entidades en la segunda mitad del mes.

17 La capitalización de los bancos españoles, que tradicionalmente había sido la mayor en Europa, ha caído hasta situarse en tercer lugar, por detrás de la banca francesa y la italiana.

18 Las principales compañías ligadas al sector aéreo y al turismo acumulan fuertes caídas en el año: IAG (85 %), Meliá (60 %), NH Hotel Group (45 %) y Aena (30 %).

19 Ambas compañías abandonaron el índice el 18 de septiembre, del que formaban parte desde su creación, junto a Société Générale, Fresenius y Orange.

a la baja ambas cotizaciones y sus correspondientes índices sectoriales, puesto que estas dos compañías salieron de las carteras de muchos inversores internacionales, fondos de inversión y ETF que replican los principales índices del mercado.

*Otros sectores como el de las telecomunicaciones y la construcción también registraron retrocesos importantes.*

Asimismo, también destacó la evolución negativa de los sectores de las telecomunicaciones y la construcción, así como, en menor medida, del de los seguros. En el sector de las telecomunicaciones, la principal compañía (Telefónica) sigue acusando no solo la reducción de márgenes por el efecto de la competencia, sino también las incertidumbres que afectan a sus filiales en Latinoamérica, a lo que se añade su salida del Eurostoxx 50. Por su parte, las compañías de la construcción se ven afectadas por el retroceso de la inversión en capital, mientras que las aseguradoras lo están, al igual que los bancos, por los bajos tipos de interés.

*Entre las compañías que presentaron un comportamiento positivo destacaron las compañías productoras de bienes industriales y de materias primas, las de alimentación, las inmobiliarias y las textiles.*

En la parte positiva destacaron las compañías productoras de bienes industriales y materias primas debido a la vuelta a la actividad industrial, así como a su carácter más cíclico, que les permitiría beneficiarse del previsible futuro proceso de recuperación. Asimismo, presentaron leves alzas las compañías de alimentación por su carácter anticíclico, las inmobiliarias y las del sector textil, entre las que la principal compañía (Inditex) destacó por su capacidad de adaptación al nuevo entorno competitivo y tecnológico.

*Los efectos de la crisis han alterado de modo significativo la capitalización de las compañías y, en consecuencia, el valor de la estructura productiva del país.*

Los efectos de la crisis han afectado de modo significativo la capitalización de las compañías españolas y el valor de la estructura productiva del país, de modo que la mayor compañía española por capitalización sigue siendo la textil Inditex, pero ganan peso las empresas del sector eléctrico por su carácter defensivo, debido a la estabilidad de sus negocios e ingresos, así como las de carácter tecnológico como Cellnex Telecom, en detrimento de los bancos, las compañías tradicionales de telecomunicaciones como Telefónica y las energéticas como Repsol.

Índices	2017	2018	2019	% s/				
				IV 19 <sup>1</sup>	I 20 <sup>1</sup>	II 20 <sup>1</sup>	III 20 <sup>1</sup>	dic.-19
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	3,3	-28,9	6,6	-7,1	-29,7
Madrid	7,6	-15,0	10,2	3,0	-29,4	6,4	-7,4	-30,4
Ibex Medium Cap	4,0	-13,7	8,4	11,1	-31,0	7,8	0,5	-25,3
Ibex Small Cap	31,4	-7,5	11,9	5,0	-24,6	17,5	7,8	-4,6
FTSE Latibex All-Share	9,0	10,3	16,3	7,8	-46,3	14,4	-7,3	-43,1
FTSE Latibex Top	7,3	14,8	15,3	8,4	-43,3	14,6	-3,2	-37,1
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>10,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-27,1</b>	<b>4,3</b>	<b>-40,7</b>	<b>1,0</b>	<b>-19,8</b>	<b>-52,0</b>
Banca	10,6	-29,0	-29,0	3,8	-41,9	0,9	-20,6	-53,4
Seguros	0,1	-12,8	-12,8	-0,9	-36,4	4,8	-8,7	-39,1
Inmobiliarias y otros	17,6	-26,1	-26,1	-1,3	-31,3	5,8	7,4	-22,0
<b>Petróleo y energía</b>	<b>3,9</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>-13,9</b>	<b>10,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-6,5</b>
Petróleo	9,9	-4,5	-4,5	-2,9	-40,2	-6,6	-26,5	-58,9
Electricidad y gas	2,0	8,9	8,9	-3,4	-7,7	12,9	1,0	5,3
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>2,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>4,1</b>	<b>-30,5</b>	<b>11,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-23,7</b>
Construcción	9,9	-3,4	-3,4	0,1	-29,2	11,3	-11,0	-29,9
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-19,3	-10,4	-10,4	15,9	-20,4	10,7	23,8	9,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	14,2	-25,3	-25,3	8,9	-38,7	13,8	3,5	-27,8
Ingeniería y otros	-9,9	-21,3	-21,3	1,4	-44,3	-20,9	1,3	-31,9
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>7,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-30,3</b>	<b>11,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-30,1</b>
Telecomunicaciones y otros	-5,1	-8,2	-8,2	-7,0	-23,8	13,3	-16,2	-27,7
Electrónica y software	36,6	-0,1	-0,1	11,4	-40,1	6,6	1,9	-34,9
<b>Bienes de consumo</b>	<b>-2,1</b>	<b>-16,7</b>	<b>-16,7</b>	<b>11,3</b>	<b>-19,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-20,0</b>
Textil, vestido y calzado	-10,4	-23,1	-23,1	10,7	-24,8	-0,4	0,9	-24,4
Alimentación y bebidas	5,2	-8,4	-8,4	4,0	-2,1	9,8	1,6	9,2
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,6	-6,4	-6,4	13,9	-8,6	-3,6	-5,4	-16,0
<b>Servicios de consumo</b>	<b>23,3</b>	<b>-19,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>12,3</b>	<b>-50,2</b>	<b>8,8</b>	<b>-11,8</b>	<b>-52,2</b>
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	-34,7	2,4	-49,1	4,4	-17,7	-56,3
Transporte y distribución	-15,7	32,3	-11,5	15,6	-52,5	12,5	-12,4	-53,2

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

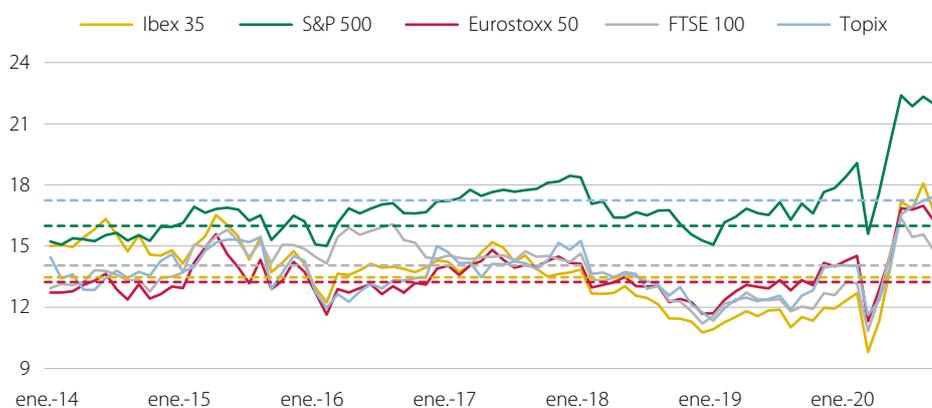
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

El nuevo retroceso de las cotizaciones propició un descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), desde 17,2 en junio a 16,6 en septiembre, manteniéndose el indicador en valores elevados y por encima de su media histórica.

El nuevo retroceso de las cotizaciones, junto con una menor volatilidad de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, provocó que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción cayese en el tercer trimestre. Es de esperar que en los próximos meses continúen los ajustes en esta ratio conforme las estimaciones de beneficios esperados recojan de modo más preciso la repercusión de la pandemia en los resultados de las empresas. El valor de esta ratio en el caso del Ibex 35 cayó desde 17,2 a mediados de junio hasta 16,6 en septiembre, aunque llegó a situarse en 18,1 veces en agosto, alcanzando así sus niveles más altos desde el año 2002. Asimismo, como refleja el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global también presentaron una evolución similar en el trimestre, aunque con distinta intensidad, lo que situaba el valor del indicador español por encima de los valores de otros índices europeos. Con la excepción del japonés Topix, todas las ratios PER de los principales índices volvieron a situarse por encima de sus valores medios durante el periodo 2010-2020.

Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad, que alcanzó en el primer trimestre su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, se ha ido moderando progresivamente hasta normalizarse en el tercer trimestre.

La volatilidad del Ibex 35, que en el primer trimestre había alcanzado su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, se fue moderando progresivamente a lo largo del segundo trimestre para normalizarse en el tercero, cuando su promedio (22,18 %) se situó en niveles moderados<sup>20</sup>, pero aún superiores a los valores registrados antes de la crisis (véase gráfico 14). Este comportamiento descendente siguió la tendencia de otros índices internacionales como el Eurostoxx 50 (20,3 % de media en el trimestre), aunque los retrocesos fueron más pronunciados en el caso de los índices estadounidenses.

20 Valores similares a los alcanzados a lo largo del ejercicio 2016 (23,7 %), aunque muy lejos de los cercanos al 10 % —en mínimos históricos— en los que había cerrado 2019.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

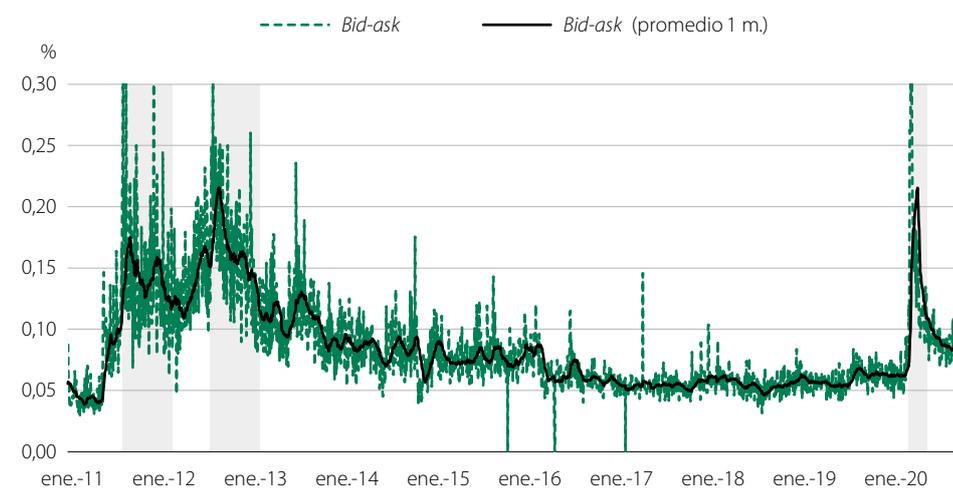
GRÁFICO 14



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

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 prohibiciones más recientes: la primera por 1 día (13 de marzo), que afectó a 69 entidades, y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, estimadas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), que se habían deteriorado de modo significativo en la primera parte del año, acusando la elevada volatilidad de los mercados y, en menor medida, las restricciones establecidas por la CNMV a la operativa en corto sobre un número elevado de valores, fueron mejorando progresivamente desde la última parte del segundo trimestre hasta alcanzar valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En promedio trimestral, este indicador se situó en el 0,086 % en el tercer trimestre del año, por debajo del 0,107 % y el 0,111 % del primer y segundo trimestre, respectivamente, así como de la media histórica del

*Las condiciones de liquidez evaluadas mediante el diferencial bid-ask han mejorado de forma progresiva hasta alcanzar valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis (y por debajo del 0,091 % de media histórica del indicador).*

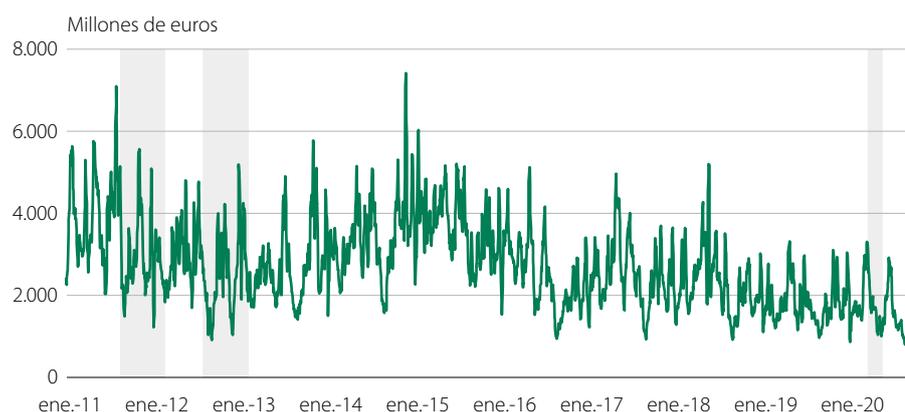
indicador (0,091 %). Sin embargo, estos valores están todavía por encima de los registros observados durante los últimos años, cercanos al 0,06 % (véase gráfico 15).

*En este contexto de nuevas caídas de las cotizaciones, la contratación de valores españoles alcanzó su nivel más bajo en un trimestre de los últimos años, retrocediendo un 16,2 % en términos interanuales.*

En este entorno de nuevas caídas de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió de modo significativo hasta alcanzar poco más de 152.000 millones de euros en el tercer trimestre del año, un 16,2 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior y el volumen más bajo en un trimestre de los últimos 5 años. Así, a pesar de la mejora transitoria del primer trimestre, se observa una tendencia de caída de los volúmenes de negociación, circunstancia que no sucede en otras plazas europeas<sup>21</sup>, en las que la contratación mantiene unos volúmenes elevados y crecientes y en las que determinadas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia<sup>22</sup> pierden incentivos debido al descenso de los niveles de volatilidad. La negociación de valores españoles acumulada en el ejercicio se situó en 583.400 millones de euros, un 2,2 % menos que en 2019. La contratación media diaria del mercado continuo en el tercer trimestre alcanzó 1.248 millones de euros (la más baja de los últimos años, -18 % en variación interanual), por debajo de los registros de los trimestres previos (1.995 millones en el primero y 1.745 en el segundo) y de los 1.820 millones de euros del ejercicio anterior.

### Contratación diaria del mercado bursátil español<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



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

1 Media móvil de 5 sesiones hábiles.

*La proporción de la negociación realizada por internalizadores sistemáticos se mantuvo en el 15 %...*

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, que es una modalidad no sujeta a reglas de mercado, mostró en el tercer trimestre del año una proporción cercana al 15 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo

21 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta agosto creció de modo destacado en los principales mercados de valores europeos e internacionales: un 33,9 % en Euronext, un 8,8 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 38,5 % en Deutsche Börse entre los mercados europeos, así como un 104,1 % y un 48,6 % en los estadounidenses NYSE y Nasdaq, respectivamente, y un 19,5 % en el japonés Japan Exchange Group.

22 Denominada *High Frequency Trading (HFT)*.

negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado y la realizada por internalizadores sistemáticos). Esta proporción se ha mantenido relativamente estable en el rango de 15-18 % desde hace casi 2 años.

En cuanto a la distribución del importe total de valores españoles negociado en el año, 312.253 millones de euros correspondieron al mercado regulado español y el resto, a otros centros de negociación y mercados competidores. El importe negociado en BME retrocede en los 3 primeros trimestres del año un 6,7 % interanual, volviendo a caer su cuota de mercado hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico del 52,1 %, 1 décima por debajo del anterior mínimo histórico alcanzado en el primer trimestre. De este modo, a pesar de la recuperación observada en el segundo trimestre, la importancia relativa de la negociación del mercado regulado presenta una tendencia decreciente, con altibajos constantes, y, en paralelo, la del resto de centros de negociación y mercados competidores se consolida, con fluctuaciones holgadamente por encima del 40 %. Además, la relevancia de estos últimos tiende a aumentar en el caso de periodos de elevada volatilidad, que favorecen la negociación algorítmica y de alta frecuencia y que habitualmente tienen lugar en mayor medida en los centros competidores del mercado regulado.

La contratación en valor absoluto de las acciones españolas en estos centros competidores presenta también caídas tanto en el trimestre como en el conjunto del año, aunque inferiores a las de BME. Volvió a destacar el mercado Cboe Global Markets (Cboe), que opera mediante dos libros de órdenes diferentes —BATS y Chi-X— y que continuó ganando peso. Su contratación fue cercana a los 59.000 millones de euros en el trimestre, lo que representa el 80 % de la negociación en el exterior y casi tres cuartas partes de lo contratado en BME. Asimismo, al contrario de lo sucedido en trimestres anteriores —cuando lo habitual era cambiar la distribución entre sus libros de órdenes en beneficio de BATS—, Chi-X recuperó parte de la contratación. En el caso de los demás centros competidores de BME, tanto Turquoise como el resto de operadores mantuvieron su cuota de mercado sin apenas cambios en el 6,3 % y 13,7 %, respectivamente, pues los retrocesos en sus volúmenes fueron similares a los de la negociación total en el trimestre (véase cuadro 5).

*... lo que permitió que la contratación en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen alcanzara el 48,1 % del total, su valor más alto de toda la serie histórica.*

*El mercado Cboe Global Markets sigue liderando la negociación de acciones españolas en el exterior, con el 80 % del total contratado, y cada vez gana mayor peso respecto a BME.*

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	I 20	II 20	III 20
<b>Total</b>	<b>877.413,3</b>	<b>932.771,9</b>	<b>930.616,1</b>	<b>805.833,0</b>	<b>244.429,7</b>	<b>186.968,4</b>	<b>152.027,8</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>877.402,7</b>	<b>932.763,1</b>	<b>930.607,1</b>	<b>805.826,6</b>	<b>244.428,6</b>	<b>186.967,8</b>	<b>152.027,6</b>
BME	631.107,2	633.385,7	579.810,4	460.267,4	126.698,3	106.928,9	78.626,0
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	22.954,9	13.130,9	13.529,9
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.833,4	30.550,6	7.954,3	5.019,6	4.607,6
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	62.025,5	51.263,8	45.202,7
Otros	32.984,5	61.346,5	29.552,2	58.236,1	24.795,5	10.624,5	10.061,4
<b>Corros</b>	<b>7,5</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4,1	6,3	7,4	3,2	1,0	0,6	0,2
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	6.033,0	6.908,0	3.517,1	3.480,5	987,7	1.265,4	1.041,4
MAB	5.066,2	4.987,9	4.216,3	4.007,7	1.145,3	809,5	629,9
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,6	29,2	24,5	16,4
ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,0	819,0	671,4	431,3
Total contratación BME	648.418,9	649.885,3	590.732,0	469.616,6	129.680,6	109.700,3	80.745,2
% de RV española en BME respecto al total de RV española	71,9	68,3	62,6	57,4	52,2	57,5	52,1

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.

Las ampliaciones de capital con captación de recursos alcanzaron su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2019 y el doble de lo emitido en la primera mitad del año. Asimismo, aumentaron las ampliaciones bajo el formato dividendo elección, destinadas al pago de dividendos.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales se situaron en 5.108,5 millones de euros en el tercer trimestre, de los que 4.024,6 millones correspondieron a ampliaciones con captación de recursos, su valor más alto desde el mismo trimestre del ejercicio 2019 y el doble de todo lo emitido en el primer semestre del año (véase cuadro 6). El importe de las ampliaciones de capital se concentró en su mayoría en ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente, mientras que el resto correspondió prácticamente en su totalidad al formato de dividendo elección. Las primeras alcanzaron los 4.000 millones, el mayor importe desde el tercer trimestre del año 2017<sup>23</sup>, correspondiendo a una única ampliación de capital de la compañía Cellnex Telecom, mientras que las segundas se situaron en 1.084 millones de euros, un importe similar al del mismo trimestre de 2019, que se corresponde con el pago en julio del dividendo según este formato de las principales compañías energéticas, de telecomunicaciones y constructoras nacionales. Como era de

23 En el tercer trimestre de 2017 tuvo lugar una ampliación de capital del Banco de Santander por un importe superior a 7.100 millones de euros.

prever, el pago de dividendos bajo el formato dividendo elección ha recuperado atractivo entre las empresas porque les permite mantener parcialmente la política de dividendos con sus accionistas e inversores y, a la vez, fortalecer sus balances para hacer frente a los efectos de la pandemia.

En el conjunto del año las ampliaciones de capital totales se sitúan cerca de los 7.300 millones de euros, por encima de los 5.670 millones del mismo periodo del ejercicio anterior. De este importe, el 78 % correspondió a ampliaciones con captación de recursos. Asimismo, como había ocurrido en el primer semestre del año y en 2019, no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el trimestre y el mantenimiento del escenario de incertidumbre esperado para los próximos ejercicios sigue dificultando alguna operación de este tipo en un futuro próximo<sup>24</sup>. Además, la sociedad MásMóvil Ibercom fue objeto de una opa que se saldó con éxito, habiendo anunciado la sociedad compradora su intención de que sea excluida de bolsa en los próximos meses.

Por otro lado, los principales bancos han anunciado su intención de recuperar los pagos de dividendo en efectivo para el próximo ejercicio, para lo que habrán de contar con el beneplácito de los supervisores financieros, que junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico instaron a las entidades financieras y aseguradoras a que suspendiesen el pago de dividendos hasta enero de 2021.

*No se ha producido ninguna OPV en lo que va de año, al igual que sucedió en 2019.*

*Las entidades financieras, que no pueden repartir dividendos en los próximos meses por las decisiones de los supervisores financieros, han anunciado su intención de retomarlos en 2021.*

---

24 A pesar de ello, sí se detecta en los mercados internacionales un aumento de OPV, relacionadas en su mayoría con empresas de carácter más tecnológico. El mercado español no parece ajeno a esta tendencia, pues en los primeros días de octubre una compañía del sector de las energías renovables indicó que estaba preparando su salida al mercado continuo mediante una OPS destinada a inversores cualificados. De materializarse, esta sería la primera salida a bolsa de una compañía desde diciembre de 2018, cuando comenzó a cotizar Solarpack.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2017	2018	2019	IV 19	I 20	II 20	III 20
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
Ampliaciones de capital	45	45	47	12	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
Ampliaciones de capital	84	80	52	15	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones <sup>2</sup> (OPV)	7	1	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>25.787,7</b>	<b>7.389,9</b>	<b>8.240,6</b>	<b>4.132,9</b>	<b>174,9</b>	<b>1.518,4</b>	<b>4.024,6</b>
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	3.132,8	0,0	50,0	3.999,5
Sin derecho de suscripción preferente	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
De las cuales ampliación	68,8	0,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	500,0	500,0	0,0	750,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	8.469,3	2.999,7	2.034,2	0,0	12,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	341,1	162,4	0,0	0,0
Otras	6.060,2	913,9	611,8	159,0	0,0	718,4	25,1
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>3.807,3</b>	<b>3.939,7</b>	<b>1.565,4</b>	<b>2,6</b>	<b>396,4</b>	<b>93,5</b>	<b>1.083,9</b>
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	1,3	396,4	93,5	1.083,9
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>29.595,0</b>	<b>11.329,6</b>	<b>9.806,0</b>	<b>4.135,5</b>	<b>571,3</b>	<b>1.611,9</b>	<b>5.108,5</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>2.944,5</b>	<b>733,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	13	8	12	4	5	3	1
Número de emisiones	15	12	17	4	6	3	1
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	200,5	18,3	9,9	35,0
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	200,5	18,3	9,9	35,0
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	196,3	0,1	0,0	0,0
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.

La evolución de los precios de la renta variable durante los últimos meses ha venido marcada, a nivel global, por la expansión del COVID-19. La rápida evolución de esta pandemia obligó a muchos países a implantar medidas de confinamiento sobre sus poblaciones que causaron una interrupción notable de su actividad productiva. En este contexto los índices bursátiles más importantes registraron fuertes descensos durante el primer trimestre del año y en especial durante el mes de marzo.

Concretamente, el 12 de marzo de 2020 los índices bursátiles europeos experimentaron caídas extraordinariamente elevadas. La del Ibex 35 fue del 14,1 %, la mayor en una sola jornada en sus 28 años de historia. Ante esta situación, la CNMV acordó prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y sobre todas las acciones ilíquidas<sup>1</sup>, cuando dicha caída hubiese superado el 20 %. La prohibición afectó a 69 valores en total y se realizó al amparo de lo previsto en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012.

Tras una nueva sesión de fuertes caídas el 16 de marzo, conforme al artículo 20 del citado reglamento, la CNMV prohibió, durante un mes que se prorrogó a dos<sup>2</sup>, la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente. En esa fecha, el Ibex 35 cayó un 7,9 %, que se acumulaba a los descensos anteriores. La prohibición se realizó en atención a la excepcionalidad de la situación y a la incertidumbre existente en el mercado, que podía estar reforzando la tendencia vendedora y alentando una espiral bajista. Al día siguiente, las autoridades supervisoras equivalentes a la CNMV de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia adoptaron medidas similares.

La norma permite adoptar esta medida para preservar la estabilidad financiera y la confianza de los inversores en momentos en los que hay turbulencias que se pueden traducir en movimientos de precios desordenados. Pero esta actuación también puede afectar a la eficiencia de los mercados, es decir, una prohibición de este tipo puede reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez, como la horquilla *bid-ask* o el propio volumen de negociación. Por ello, la CNMV decidió realizar un estudio<sup>3</sup> para determinar cuál había sido el impacto, en términos de eficiencia de mercado, de las restricciones sobre la operativa en corto descrita anteriormente. En concreto, se examinó su repercusión en algunas medidas de liquidez (como la horquilla *bid-ask*, el volumen de contratación o la ratio de Amihud<sup>4</sup>) y también en la evolución y la volatilidad intradía de los precios. Además, el estudio analizó si la prohibición pudo influir en el riesgo de crédito de los emisores financieros y no financieros cuyos valores cotizan en los mercados de renta variable. Para ello, se trató de establecer la relación entre las prohibiciones y la cotización de los CDS a 5 años de varios emisores españoles.

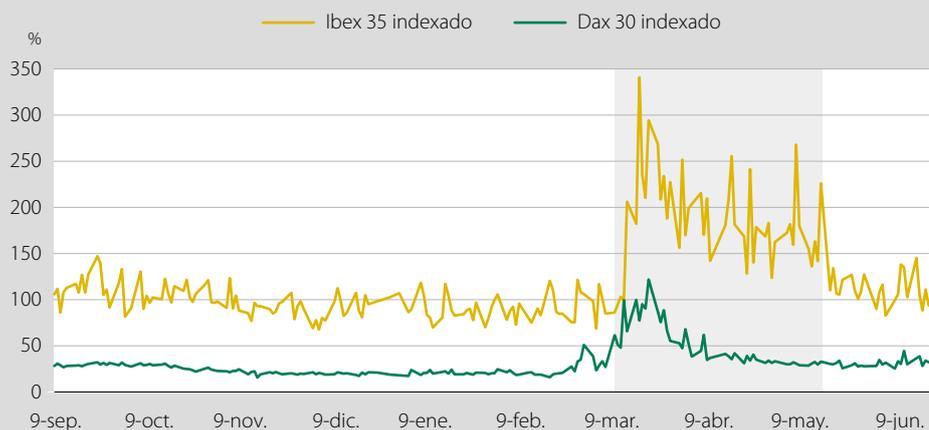
La primera parte del análisis se basó en establecer una comparativa entre lo sucedido durante el periodo de las prohibiciones con los componentes del Ibex 35 y con los de otro índice comparable en un mercado sin prohibición, en este caso el Dax 30 alemán. Se estudiaron variables relacionadas con las rentabilidades, volatilidades y medidas de liquidez de las acciones cotizadas que integran el Ibex 35 y el Dax 30 entre el 9 de septiembre de 2019 y el 19 de junio de 2020. Por tanto, se recogieron datos suficientes de sesiones previas y posteriores a la adopción de la prohibición de aumentar o constituir posiciones cortas netas por parte de la CNMV. En una segunda parte del análisis y utilizando el mismo periodo de tiempo, se observó cómo pudieron influir estas restricciones en el riesgo de crédito de los emisores de los valores sujetos a ellas, en comparación con los valores del mercado en el que no lo estaban.

De los análisis descriptivos y econométricos que se realizaron en el estudio se obtuvieron las siguientes conclusiones:

- Los diferenciales *bid-ask* de las acciones del Ibex 35 y del Dax 30 se incrementaron en los primeros días tras el establecimiento de la prohibición y después tendieron a reducirse. El incremento inicial en términos relativos fue más intenso en el caso de los valores españoles, por lo que, a pesar de la disminución posterior, solo se alcanzaron los valores precrisis una vez se levantó la prohibición. En cambio, en los valores alemanes la recuperación fue más rápida. El análisis econométrico revela que los valores sujetos a la prohibición habrían experimentado un deterioro de la liquidez en relación con la situación de no prohibición, efecto que, aunque atenuado, persiste una vez levantada la prohibición.

**Bid-ask diarios de los mercados español y alemán**  
(índice = 100 corresponde a 12/03/2020)

GRÁFICO R3.1



Fuente: Datastream y elaboración propia. El área sombreada indica el periodo en el que la CNMV prohibió la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles.

- La contratación de las acciones del Ibex 35 disminuyó una vez se adoptó la prohibición hasta alcanzar cotas inferiores a la de la contratación registrada en el periodo anterior a la crisis. Una vez que la prohibición concluyó, se

produjo un nuevo aumento de esta. Por su parte, la contratación de los componentes del Dax 30 durante la prohibición disminuyó de forma notable tras dicho anuncio y su tendencia fue similar a la de los del Ibex 35. Una vez levantada la prohibición, la contratación de ambos mercados siguió comportándose de manera similar. En este caso, del análisis econométrico se concluye que la prohibición no tuvo un impacto significativo en la contratación de los valores sujetos a ella.

- La media de la ratio de Amihud aumentó durante el periodo de prohibición tanto para los valores integrantes del Ibex 35 como los del Dax 30. Esto sugiere que ambos mercados perdieron profundidad durante el periodo, lo que cabría atribuir al entorno generalizado de grandes turbulencias. Si se atiende a la evolución temporal durante la prohibición, se observa que los componentes del Ibex 35 perdieron más profundidad que los del Dax 30. Sin embargo, una vez la prohibición dejó de estar en vigor, ambos mercados ganaron en profundidad y alcanzaron cotas similares a las registradas antes de esta. Por su parte, el análisis econométrico no encontró evidencia de que la prohibición tuviera un efecto negativo en la ratio de Amihud de los valores sujetos a ella. La mayor pérdida de profundidad de los valores españoles podría explicarse en mayor medida por el mayor riesgo-país de estos valores que por la prohibición en sí misma.
- Para ambos índices de renta variable se observa que la volatilidad fue mayor durante la prohibición que en el periodo inmediatamente anterior. Solo en las últimas sesiones, una vez que la prohibición ya no estaba en vigor, los niveles de volatilidad fueron similares a los valores previos a las turbulencias. No se observó que la volatilidad tuviera un comportamiento diferente durante la prohibición con respecto al que hubiera tenido sin ella.
- Tampoco se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún efecto diferencial en la evolución de los precios de las acciones que componen el Ibex 35 en relación con la evolución de los precios de las acciones del Dax 30, ni tampoco con respecto a la situación anterior a la prohibición.
- Finalmente, se pudo comprobar cómo los diferenciales de crédito aumentaron de forma notable en torno a los días previos a la puesta en marcha de la prohibición. Estos diferenciales se fueron reduciendo a medida que la pandemia en Europa se fue moderando, si bien se encontraban todavía por encima de su nivel precrisis. En este sentido, los valores alemanes se recuperaron en mayor medida que los españoles. En cuanto al análisis econométrico, no se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún tipo de influencia en los diferenciales de riesgo de crédito de los emisores de renta variable españoles durante su vigencia ni después de que se levantara.

En definitiva, el análisis realizado no ha encontrado evidencia reseñable de efectos imputables a la prohibición de constituir o incrementar las posiciones cortas netas en variables relevantes como los volúmenes de contratación, los precios, la volatilidad o el riesgo de crédito de los emisores afectados, identificando únicamente un aumento mayor en los diferenciales *bid-ask* (es decir, un cierto deterioro de su liquidez), que después ha persistido en cierta medida.

- 1 Según el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012.
- 2 La prohibición se realizó en un principio hasta el 17 de abril, prorrogable por periodos adicionales no superiores a tres meses si fuese necesario. En la práctica, las prórrogas se realizan cada mes. En este caso la prohibición estuvo en vigor hasta el 18 de mayo, después de una prórroga que comenzó el 18 de abril.
- 3 El estudio completo está disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe\\_ventas\\_en\\_corto\\_23072020.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_ventas_en_corto_23072020.pdf)
- 4 La ratio de iliquidez de Amihud se define para cada uno de los valores considerados como:

$$\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{|r_t|}{\text{€}V_t}, \text{ donde } |r_t| \text{ es la rentabilidad diaria en valor absoluto y } \text{€}V_t \text{ la contratación diaria en euros.}$$

La ratio se ha calculado teniendo en cuenta 5 sesiones, por tanto  $t$  es igual a 5. Al ser una ratio de iliquidez, cuanto mayor sea su valor, menos liquidez existe para ese valor. Cuando se ha calculado la ratio para todo un mercado, se ha calculado como la media simple de la ratio individual de los valores que cotizan en ese mercado.

### 3.2 Los mercados de renta fija

*Las tensiones registradas en los mercados de deuda en los primeros momentos de la crisis se disiparon con posterioridad tras las medidas adoptadas por el BCE, entre las que destacó un plan específico para paliar los efectos de la pandemia, el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).*

Los mercados de deuda, que en marzo habían sufrido tensiones transitorias en las primas de riesgo de la deuda pública y privada de aquellos Estados y compañías más vulnerables, vieron cómo los descensos en los rendimientos de estos activos observados en el segundo trimestre continuaron en el tercero hasta situarse en su mayoría en niveles inferiores a los de principio del año. Esta evolución se debió a las medidas extraordinarias adoptadas por los bancos centrales y que fueron ratificadas en meses posteriores. Como se mencionó en el epígrafe 2.1, estas medidas incluyen abundantes compras de deuda tanto pública como privada y operaciones de financiación a los bancos en condiciones favorables<sup>25</sup>, además de una perspectiva de estabilidad de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos por un periodo de tiempo prolongado.

*En este contexto, los tipos de la deuda pública y privada, así como las primas de riesgo, presentaron, en general, descensos en el tercer trimestre del año.*

En este contexto, los tipos de interés de la deuda española, tanto pública como corporativa, al igual que los de las grandes economías europeas, presentaron ligeras caídas en el tercer trimestre. Estas caídas fueron algo más intensas en las economías del sur de Europa, en las que la repercusión de las compras del BCE es mayor. Así, el rendimiento del bono soberano español disminuía 22 p.b. en el trimestre mientras que la prima de riesgo lo hacía 16 p.b., hasta situarse en 77 p.b., todavía por encima de los 65 p.b. en los que empezó el año. A este comportamiento también contribuyó el efecto positivo de los fondos de reactivación económica acordados en el seno de la Unión Europea.

*A pesar de la abundante liquidez, las emisiones de renta fija del tercer trimestre descendieron en relación con el trimestre anterior, pues las compañías ya habían acumulado recursos en los meses anteriores.*

A pesar de la abundante liquidez y de las mayores facilidades para colocar deuda gracias a las compras del BCE, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV descendieron en el tercer trimestre en relación con el anterior, pero siguen presentando importantes avances en términos interanuales (del 40 % en lo que va de año). Muchas compañías habían acumulado ya en el segundo trimestre suficientes recursos financieros para afrontar las incertidumbres y la crisis

25 El BCE adjudicó 174.464 millones de euros a 388 entidades en la subasta de liquidez a plazo de 3 años de septiembre, lo que supone un 86 % menos que el récord histórico de la subasta de junio, en la que se adjudicaron 1,308 billones de euros.

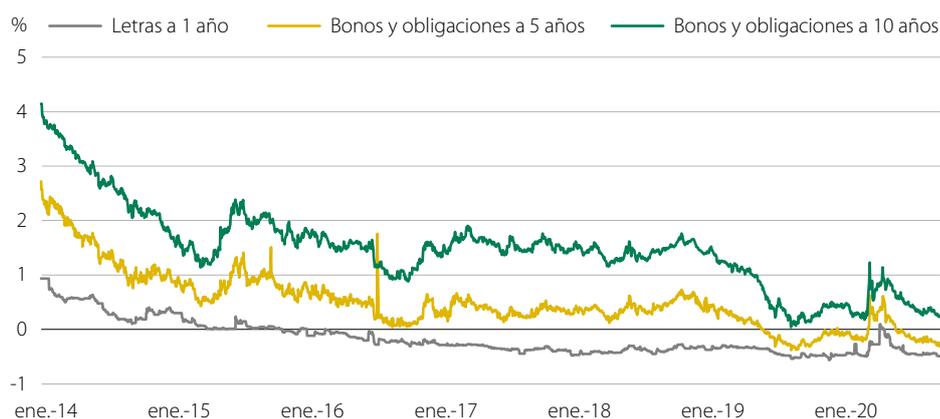
económica, aprovechando las condiciones del mercado para refinanciarse a plazos más largos y a un coste más reducido.

El rendimiento de la deuda a corto plazo presentó una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el tercer trimestre, registrándose leves retrocesos en el caso de la primera y ligeras alzas en el de la segunda. Los tipos de la deuda pública a corto plazo se acercan a sus mínimos históricos y se encaminan hacia su sexto año consecutivo de valores negativos para todo el tramo de la curva, al amparo de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, que incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días. Así, a finales de septiembre el rendimiento en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,51 %, el -0,46 % y el -0,49 %, respectivamente, su nivel más bajo en el año y en torno a los valores de cierre de 2019. Estos tipos se situaban alrededor del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %), con el que habitualmente se alinean y del que se habían alejado durante gran parte de la primera mitad del año. Por otro lado, todas las subastas de Letras en el mercado primario continuaron adjudicándose a tipos negativos y la última efectuada en septiembre alcanzó valores del -0,50 % para todos los plazos de la curva, en línea con los de la subasta anterior.

*El rendimiento de las Letras del Tesoro presentó leves descensos, acercándose nuevamente a sus mínimos históricos...*

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue diferente, observándose valores superiores a los del trimestre anterior, como ocurrió ya en el segundo trimestre. Así, a pesar de que los pagarés a corto plazo se pueden beneficiar de los avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO), lo que contribuiría a reducir sus tipos de interés de emisión, y de las compras del BCE en el mercado primario, en la práctica solo un número reducido de emisores cumplen las condiciones para beneficiarse del programa de avales<sup>26</sup> del primero o entran en el rango de emisores

*... mientras que el de la renta fija privada a corto plazo aumentó levemente.*

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

elegibles<sup>27</sup> para las compras del segundo. Los datos para el mercado español muestran que el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión en el mercado primario alcanzaba en septiembre valores que se situaban entre el 0,39 % de la referencia a 3 meses y el 1,02 % de los pagarés a 12 meses (véase cuadro 7).

### Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 7

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-19	mar.-20	jun.-20	sep.-20
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,58	-0,28	-0,48	-0,51
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,47	-0,24	-0,45	-0,46
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,48	-0,28	-0,45	-0,49
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	0,39	0,24	0,20	0,20	0,19	0,36	0,39
6 meses	0,26	0,19	0,52	0,52	0,23	0,52	0,69
12 meses	0,19	0,07	0,71	0,71	0,58	0,71	1,02

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

*Los distintos programas de compras de activos del BCE dan lugar a descensos en los rendimientos a largo plazo de los activos de deuda pública...*

Por su parte, los tipos de la deuda a medio y largo plazo, tanto pública como privada, mostraron un comportamiento similar a lo largo del trimestre, con suaves descensos al amparo del programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), cuyas adquisiciones incluyen activos de emisores públicos y privados<sup>28</sup> y que se unió al antiguo programa de compras Asset Purchase Programme (APP), que todavía sigue vigente<sup>29</sup>. En el caso de la deuda pública estas compras, que ya alcanzan en torno a un 30 % de la deuda española, presionan los tipos a la baja y tienden a amortiguar los anuncios desfavorables relacionados con su calificación crediticia<sup>30</sup>. Así, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años alcanzaba al cierre de septiembre valores del -0,43 %, el -0,24 % y el 0,25 %, respectivamente (véase cuadro 8), observándose por primera vez en el ejercicio valores negativos en el

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

28 El programa de compras de emergencia, que comenzó en marzo, acumulaba compras por importe de 571.309 millones de euros hasta el 2 de octubre; estas, en su mayor parte, correspondían a deuda pública seguida de pagarés y bonos corporativos. Asimismo, los pagarés fueron adquiridos en su mayoría en el mercado primario (85 %), mientras que la deuda corporativa fue adquirida en un porcentaje cercano al 45 % en el mercado primario. Por otro lado, las compras de deuda pública española al amparo de este programa alcanzaban a finales de septiembre 61.030 millones de euros, en torno a un 12 % del total de las compras de activos públicos.

29 Hasta agosto, el BCE había adquirido deuda pública por un importe neto de 2.381.771 millones de euros, de los cuales 280.702 millones correspondían a títulos españoles.

30 Como, por ejemplo, cuando Standard & Poor's anunció a finales de septiembre el cambio de la perspectiva del *rating* de España a negativa como consecuencia de la pandemia.

ejercicio hasta el plazo de 7 años, a la vez que los tipos a 10 años alcanzaban su nivel más bajo desde el mes de marzo.

En el caso de la renta fija privada el comportamiento fue similar, observándose ligeros retrocesos para todos los plazos de la curva, lo que llevó a sus rendimientos a situarse en mínimos históricos. La mayor parte de los grandes emisores de deuda corporativa se benefician de las compras de deuda del BCE, que incluye un programa específico de compra de deuda corporativa<sup>31</sup>, ampliado en la actualidad con las compras de este tipo de deuda desde el nuevo programa PEPP<sup>32</sup>. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en esta clase de deuda la dispersión de rentabilidades es mayor<sup>33</sup>, porque no todos los emisores tienen emisiones que forman parte del rango de activos elegibles<sup>34</sup>. Al cierre de septiembre las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,12 %, el 0,06 % y el 0,64 %, respectivamente, lo que representaba una prima de riesgo de entre 30 y 55 p.b. respecto a los activos de deuda pública. Por otro lado, nuevas empresas continúan recibiendo rebajas en sus calificaciones crediticias<sup>35</sup> o un cambio a la baja en su perspectiva como consecuencia de los riesgos que afrontan sus actividades<sup>36</sup>.

... y también de los activos de renta fija privada, aunque en estos últimos hay mayor dispersión, puesto que no todos ellos son elegibles.

### Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo

CUADRO 8

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-19	mar.-20	jun.-20	sep.-20
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	-0,09	-0,04	-0,29	-0,29	0,02	-0,28	-0,43
5 años	0,31	0,43	-0,06	-0,06	0,26	-0,11	-0,24
10 años	1,46	1,43	0,45	0,45	0,68	0,47	0,25
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	0,44	0,67	0,20	0,20	0,48	0,19	0,12
5 años	0,41	0,55	0,23	0,23	0,65	0,40	0,06
10 años	1,16	1,52	0,79	0,79	1,49	0,77	0,64

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

31 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) acumulaba hasta el 18 de septiembre un volumen de compras por importe de 233.073 millones de euros, de los cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario.

32 El BCE acumulaba a finales de julio bonos corporativos por importe de 17.620 millones de euros y pagará por valor de 34.845 millones de euros adquiridos en el marco de este programa.

33 La muestra utilizada para estimar los tipos de interés incluye un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo que incorpora cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

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

35 Entre ellas destacan compañías como Amadeus, IAG, NH Hoteles, Gestamp, Codere, DIA o Madrileña Red de Gas.

36 Según el análisis que se publica en este mismo Boletín sobre la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda de las compañías españolas entre marzo y junio de este año, se ha producido un aumento notable del importe de la deuda dentro de la categoría más baja del grado inversión (BBB y BBB-). El saldo de la deuda BBB del conjunto de emisores españoles, incluidas las AAPP, habría pasado de 149.000 millones de euros a 165.000 millones y el saldo de deuda BBB- lo habría hecho de 55.000 millones de euros a 79.000 millones.

*La prima de riesgo soberano siguió descendiendo en el tercer trimestre del año, acercándose a los niveles de comienzos del ejercicio gracias a las compras de deuda del BCE...*

La prima de riesgo soberano —medida como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— inició el trimestre en 93 p.b. y desde entonces ha mantenido una tendencia decreciente que la ha llevado a cerrar el periodo en el entorno de los 77 p.b. Al igual que en el caso de los rendimientos de los activos de deuda, las compras de deuda pública del BCE y el anuncio de los fondos para la reactivación económica acordados en el seno de la Unión Europea han permitido que la presión sobre las primas de riesgo siga relajándose y esta se aproxime a los niveles en que comenzó el año. Por otro lado, la prima de riesgo evaluada a través del CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado tiene menor grado de liquidez que el de su subyacente, el bono español— cerró el trimestre en torno a 55 p.b., por lo que presenta un descenso más intenso que la prima de riesgo evaluada mediante la diferencia de rendimientos. El comportamiento de la prima de riesgo soberano —al igual que el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— a corto plazo seguirá determinado por el apoyo del BCE a través de sus compras, si bien a medio plazo se podría ver condicionado por la evolución económica y las medidas presupuestarias y de política fiscal adoptadas.

*... que también benefició a la evolución de la prima de riesgo de las compañías del sector privado...*

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía siguieron una trayectoria similar a la de la deuda pública, aunque sus descensos fueron algo más moderados tanto para las entidades financieras como para las empresas no financieras. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 93 p.b., 12 p.b. por debajo de su inicio del trimestre, pero muy por encima de los 65 p.b. de comienzos de año; mientras que en el caso de las compañías no financieras la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 68 p.b., frente a los 52 p.b. del cierre de 2019.

*... tanto financieras...*

En el caso de las entidades financieras, el descenso de las primas de riesgo se produce, como en la deuda soberana, por la intensidad de las compras de activos del BCE, que, además del programa PEEP<sup>37</sup>, incluye programas específicos de títulos emitidos por los bancos, como las cédulas hipotecarias y las titulaciones<sup>38</sup> (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente). En los próximos meses, las entidades financieras se enfrentan a un escenario de incertidumbres y riesgos crecientes como consecuencia de la fuerte caída de la actividad económica, que puede tener repercusión en las primas de riesgo de estos emisores. Este escenario presiona aún más a la baja el margen de intereses de las entidades y favorece el deterioro de los niveles de morosidad, aunque el recorrido de estos últimos podría verse atenuado por los bajos tipos de interés.

---

37 El BCE acumulaba a finales de julio cédulas hipotecarias (*covered bonds*) por importe de 3.128 millones de euros adquiridos al amparo de este programa.

38 El programa de compras de cédulas hipotecarias acumulaba hasta el 25 de septiembre compras por importe de 287.735 millones de euros, de los cuales más del 37 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de titulaciones (*asset-backed securities*) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 29.261 millones de euros, de los que más del 52 % fue adquirido en el mercado primario.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

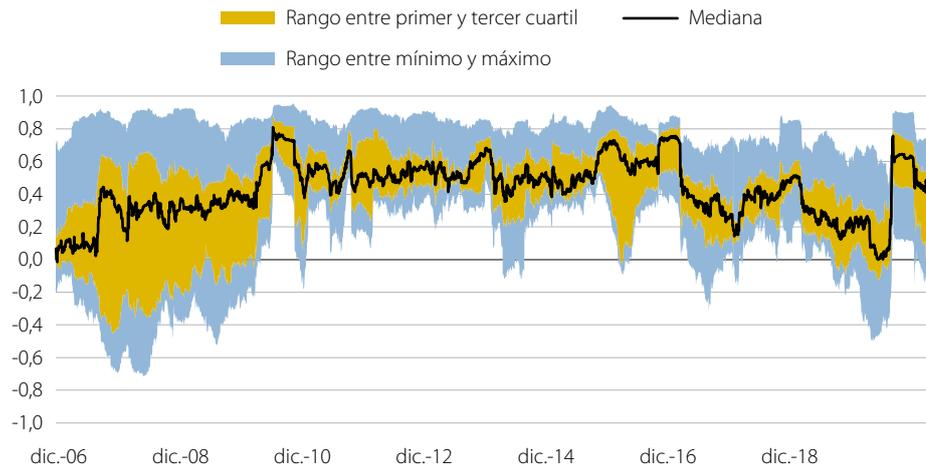
1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

En el caso de las compañías no financieras, el descenso de las primas de riesgo fue similar, pese a lo cual se mantienen muy por encima del nivel en el que comenzaron el año. Así, aunque estas compañías también se benefician del efecto positivo de las compras de deuda corporativa por parte del BCE y de las mayores facilidades para acceder a financiación a un coste reducido, sus primas de riesgo acusan el deterioro de sus negocios y las incertidumbres sobre su evolución futura, así como un previsible incremento de sus costes financieros como consecuencia del incremento de su riesgo de crédito.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que, como consecuencia de la crisis, había crecido con mucha intensidad en el primer trimestre del año hasta situarse en su valor más alto desde el segundo semestre de 2016, siguió moderándose en el tercer trimestre, como ya había ocurrido el anterior (véase gráfico 19). Este descenso se originó por la diferente evolución del precio de los activos de deuda y crédito respecto al de las acciones gracias al apoyo del BCE. Así, las incertidumbres y los riesgos originados a raíz de la crisis, que se tradujeron en caídas generalizadas de precios, se mantienen en los activos de renta variable, mientras que el resto de los activos presenta una evolución alcista debido a las medidas de soporte de la autoridad monetaria.

... como no financieras.

*La correlación entre los precios de los activos, que había aumentado con mucha intensidad en el primer trimestre del año, tendió a reducirse con posterioridad debido a la diferente evolución entre los precios de las acciones, a la baja, y de la deuda, al alza.*



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría ocasionar una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistémico.
- 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.

*Tras el fuerte aumento de las emisiones de deuda en el segundo trimestre del año, estas se estancaron en el tercero.*

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el tercer trimestre de 2020 se situaron en 20.731 millones de euros, casi la mitad de las registradas en el trimestre anterior y un 3,8 % más que en el mismo periodo de 2019. En el conjunto del año estas emisiones alcanzan los 77.374 millones de euros (muy por encima de los 55.146 millones de 2019) gracias al dinamismo observado en el primer semestre. En este periodo se observó un avance sustancial de las emisiones de las compañías, que crecieron un 61 % respecto al mismo periodo de 2019, con el objetivo de aumentar sus recursos financieros y de refinanciarse a plazos más largos, ante la posibilidad de que las condiciones financieras se endurezcan en el futuro. En este primer semestre la actividad emisora en el exterior también se incrementó, aunque con menos intensidad (un 7,1 %, hasta situarse en 58.119 millones de euros), por lo que se observó una disminución considerable de la diferencia entre el volumen de las emisiones realizadas en el exterior y las registradas en la CNMV.

*Los aumentos más relevantes se han producido en las emisiones de titulización.*

En cuanto a la composición de las emisiones del tercer trimestre, los crecimientos más relevantes se observaron en las cédulas territoriales, en los bonos de titulización y en mucha menor medida en los pagarés. El resto de activos registró caídas significativas, destacando las de las cédulas hipotecarias y las de las cédulas de internacionalización. En el caso de las primeras, su actividad está condicionada por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que continúa reduciéndose hasta alcanzar su nivel más bajo de los últimos años<sup>39</sup>; mientras que las segundas son un

<sup>39</sup> Hasta julio, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a los hogares caía un 1,7 % en tasa interanual, hasta situarse en 512.591 millones de euros.

activo muy específico que se emite con carácter puntual. En relación con las cédulas territoriales, se registró un volumen de 4.400 millones, que, unido a los 4.750 millones del trimestre previo, sitúan las emisiones de estos activos en el nivel más alto desde 2015. Por su parte, las emisiones de titulizaciones, que pueden utilizarse como colateral para obtener financiación en las subastas de liquidez del BCE, sumaron cerca de 8.200 millones de euros; de estas, una correspondió al Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE) y el resto a 3 programas de titulación de 2 entidades financieras, y de ellas apenas 80 millones de euros fueron titulaciones STS (*single, transparent and standardised*).

Por otro lado, las emisiones efectuadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se situaron en 1.926 euros en el tercer trimestre, con lo que la cifra acumulada en el año es de 6.571.000 millones de euros, un 11 % menos que entre enero y septiembre de 2019. La mayor parte del importe de las emisiones del tercer trimestre correspondió a pagarés (96 %) y fueron realizadas por más de 30 compañías, entre las que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, Sacyr o Gestamp.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior, que se habían incrementado más de un 7 % durante el primer semestre, ralentizaron su evolución con posterioridad y dejaron el importe acumulado hasta agosto en 67.034 millones de euros, un 3,5 % menos que en el mismo periodo del año anterior. Este retroceso se debió a la caída de las emisiones de bonos y obligaciones, que pasó de 38.000 millones en 2019 a 35.000 millones en 2020. Las emisiones de pagarés aumentaron cerca de un 2 % respecto a las del ejercicio previo hasta superar los 32.000 millones de euros. Por su parte, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el resto del mundo retrocedieron un 24 %, hasta los 51.000 millones de euros, de los que algo más de un tercio correspondió a empresas no financieras y el resto, a bancos.

*Las emisiones efectuadas en el MARF caen un 11 % en lo que va de año, hasta los 6.571 millones de euros.*

*Las emisiones en el exterior ralentizaron su crecimiento, concentrándose la menor actividad emisora en las emisiones a largo plazo.*

## Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

	2016	2017	2018	2019	2020		
					I	II	III <sup>1</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>101.296</b>	<b>90.161</b>	<b>20.203</b>	<b>35.840</b>	<b>20.731</b>
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	6.250	10.100	1.160
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	0	4.750	4.400
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.602	6.159	1.885	373
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35.505	29.415	18.145	18.741	3.066	5.060	8.193
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	22.960	17.911	15.089	15.085	4.728	7.780	5.605
De titulización	1.880	1.800	240	0	0	0	0
Resto de pagarés	21.080	16.111	14.849	15.085	4.728	7.780	5.605
Otras emisiones de renta fija	1.500	981	0	1.500	0	6.266	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	0	0	1.000
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	4.279	6.505	4.923	3.214	861	516	2.020
Emisiones aseguradas	421	0	0	0	0	0	0
					2020		
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>1</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>58.587</b>	<b>84.760</b>	<b>89.358</b>	<b>100.321</b>	<b>26.098</b>	<b>30.377</b>	<b>8.915</b>
A largo plazo	31.655	61.095	38.425	53.234	14.384	16.579	3.733
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	3.070	1.500	0	350
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	0	0	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.852	34.175	48.409	12.884	16.579	3.383
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	26.932	23.665	50.933	47.087	11.714	13.798	5.182
Pagarés de empresa	26.932	23.665	50.933	47.087	11.714	13.798	5.182
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					2020		
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>3</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>56.674</b>	<b>66.790</b>	<b>91.446</b>	<b>92.284</b>	<b>18.315</b>	<b>20.216</b>	<b>6.582</b>
Instituciones financieras	11.427	19.742	43.234	57.391	14.152	10.757	4.141
Sociedades no financieras	45.247	47.585	48.212	34.893	4.163	9.459	2.442

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 30 de septiembre.

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

3 Datos hasta el 31 de agosto.

La actividad en los centros de negociación españoles en los nueve primeros meses del año descendió en el SEND, pero aumentó en los SOC.

En relación con la actividad registrada en centros de negociación españoles, cabe destacar el descenso del 6 % de la actividad en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) en los 9 primeros meses del año, hasta situarse en 126.600 millones de euros. De este importe el 79,3 % correspondió a deuda pública española y el 20,6 %, a deuda extranjera. Por otro lado, la negociación en los 2 sistemas

organizados de contratación (SOC u OTF, por sus siglas en inglés) que la CNMV autorizó a principios de 2018 —CAPI y CIMD— alcanzó 154.472 millones de euros en el tercer trimestre, de los que casi 132.000 millones (más del 85 %) correspondieron a deuda pública española. En el acumulado del año la negociación en estos sistemas se situó en 481.211 millones de euros, casi un 25 % más que en el mismo periodo de 2019.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero

##### Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión se contrajo un 5,6 % durante el primer semestre de 2020, hasta los 263.619 millones de euros, como consecuencia de los momentos complejos que vivió el sector tras el anuncio del confinamiento en nuestro país a mediados de marzo. El descenso del patrimonio de los fondos se explica tanto por el aumento de los reembolsos netos de los partícipes, en un entorno de gran incertidumbre, como por la disminución del valor de los activos de las carteras, debido a la inestabilidad en los mercados financieros. En relación con la evolución de las suscripciones y los reembolsos, cabe mencionar que el aumento de los reembolsos netos se produjo tan solo en el primer trimestre, en particular en el mes de marzo, en el que esta cifra se situó alrededor de los 5.500 millones de euros (entre enero y febrero se habían producido unas suscripciones netas positivas de 3.500 millones). Aproximadamente la mitad de los reembolsos netos se produjeron en los fondos de renta fija<sup>40</sup>. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el -4,26 % a lo largo del semestre, mostrando una evolución dispar en los dos trimestres, en línea con la evolución de los mercados financieros. Así, en el primer trimestre de 2020 la rentabilidad de los fondos de inversión se colocó en el -9,3 %, mientras que en el segundo fue del 5,6 %.

*El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 5,6 % en el primer semestre de 2020 debido a los elevados reembolsos producidos durante el mes de marzo (5.500 millones de euros), tras el anuncio del confinamiento en España, y agravado por el descenso del valor de la cartera.*

---

40 En este contexto, los trabajos principales de la CNMV estuvieron relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos en cada entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles sus obligaciones, así como las herramientas de gestión de la liquidez que tenían disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia, en ciertos casos, de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*. En relación con las herramientas macroprudenciales disponibles cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV. Para un mayor detalle sobre las actuaciones de la CNMV en el ámbito de las IIC durante la crisis, véase el recuadro «Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19» publicado en el *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de este año.

Las categorías con mayores reembolsos fueron las de renta fija y garantizados de renta variable, mientras que las suscripciones más elevadas se produjeron en los fondos de renta fija mixta y renta variable internacional.

El análisis por vocaciones revela que los fondos de renta fija fueron los que experimentaron los mayores reembolsos netos en el conjunto del semestre (de 1.793 millones de euros), que se concentraron en la segunda mitad de marzo, como ya se ha mencionado. De hecho, como se observa en el cuadro 10, estos fondos registraron unas suscripciones netas de casi 1.400 millones de euros en los meses posteriores (abril-junio). En los fondos garantizados de renta variable los reembolsos netos semestrales también fueron relativamente elevados, de 1.527 millones de euros, pero esta tendencia no supuso una novedad, pues viene observándose desde hace varios años. Los fondos de renta variable euro y los fondos globales, por su parte, experimentaron unos reembolsos netos de 1.203 y 1.128 millones de euros en el semestre, tras haber registrado salidas de fondos en los dos trimestres. Por el contrario, en los fondos de renta fija mixta se produjeron las suscripciones netas más elevadas (3.389 millones de euros en el semestre), después de que entre enero y marzo las entradas de recursos en esta categoría ascendieran a más de 3.700 millones. A su vez, los fondos de renta variable internacional experimentaron unas suscripciones netas de 1.380 millones de euros, como consecuencia, al menos parcialmente, de las altas producidas en esta vocación (véanse cuadros 10 y 11).

### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

	2017	2018	2019	1S2020	2019		2020	
					III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>21.325,0</b>	<b>7.841,8</b>	<b>2.467,5</b>	<b>-1.958,3</b>	<b>295,6</b>	<b>2.247,9</b>	<b>-2.103,9</b>	<b>145,6</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	-1.792,8	4.352,6	914,1	-3.186,6	1.393,8
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	3.388,8	-949,3	1.618,4	3.742,5	-353,7
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	5.498,6	2.485,9	3.288,8	418,0	-0,8	693,1	411,2	6,8
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.202,8	-518,3	-466,0	-836,8	-366,0
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.514,0	3.864,1	4.113,8	1.380,2	2.843,5	1.492,7	1.735,7	-355,5
Gar. rta. fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	-305,1	-126,2	-278,9	-261,3	-43,8
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-309,5	-667,2	-1.857,0	-1.526,7	-745,2	-1.078,6	-1.313,7	-213,0
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	-828,1	-3.325,4	495,4	-574,7	-253,4
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-362,2	-780,1	-1.295,8	-1.099,7	737,5
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.127,6	-454,9	153,5	-720,6	-407,0

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): 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.

El rendimiento de la cartera de los fondos en el primer semestre de 2020 fue negativo en todas las categorías excepto en la de garantizados de renta fija, con una rentabilidad del 0,25 %. Cabe mencionar que en todos los casos la rentabilidad del primer trimestre fue negativa, mientras que la del segundo se situó en terreno positivo también en todos ellos. Las categorías que registraron un peor comportamiento en el conjunto del semestre fueron las de renta variable pura, como consecuencia de las caídas de las cotizaciones bursátiles en el año: -19,94 % en el caso de la de renta variable euro y -10,47 % en la de renta variable internacional (-28,48 % y -23,11 % en el primer trimestre). Las categorías con un componente mixto mostraron un rendimiento algo menos negativo: un -5,24 % en renta variable mixta y un -6,59 % en fondos globales.

El número de fondos continuó descendiendo en el primer semestre del año, con 18 instituciones menos, hasta las 1.692. Así pues, se prolonga una tendencia que comenzó en 2013, aunque actualmente su ritmo es menor. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta variable, con 10 vehículos menos, seguidos por las categorías de gestión pasiva y de fondos globales, en las que el descenso en el número de fondos fue de 8 en cada una. En el lado opuesto destacan los fondos de renta variable internacional, en los que las elevadas suscripciones de los últimos años se han producido en paralelo al aumento de su oferta, con 12 instituciones nuevas.

A diferencia de lo ocurrido con el patrimonio y el número de fondos, el número de partícipes experimentó un incremento del 1,7 % entre enero y junio, de modo que cerró el semestre con un total de 11,9 millones de partícipes. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En las categorías de fondos de renta fija y de renta variable internacional se observaron los mayores aumentos en cuanto al número de partícipes (125.000 y 121.000, respectivamente), seguidos por los fondos de renta fija mixta, con 117.000 partícipes más, en línea en los tres casos con el incremento en el número de fondos. Por el contrario, las categorías de fondos de renta variable euro, retorno absoluto y garantizados experimentaron descensos en el número de partícipes (98.000, 36.000 y 54.000 partícipes respectivamente).

Según los datos provisionales del mes de julio, las magnitudes principales de los fondos de inversión son ligeramente positivas, por lo que continúa la recuperación observada en el segundo trimestre. Así, el patrimonio de los fondos de inversión creció un 0,58 % hasta superar los 265.000 millones de euros al cierre de julio y el número de partícipes lo hizo un 2,24 %, con lo que se sitúa en 12,21 millones. El número de fondos, por su parte, se redujo de forma sustancial, con 24 vehículos menos.

En relación con las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, la proporción de activos menos líquidos, que había oscilado varios años entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada, descendió en junio de este año hasta el 5,1 % de dicha cartera. Así, al cierre del primer semestre, el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 2.785 millones de euros, lo que representa el 1,1 % del patrimonio total de los fondos de inversión.

*El rendimiento de la cartera de los fondos fue negativo en el primer trimestre y positivo en el segundo para todas las categorías, experimentando los valores más extremos las categorías con más renta variable en sus carteras.*

*El número de fondos continuó descendiendo entre enero y junio de este año hasta los 1.692, por la disminución en las categorías de fondos garantizados de renta variable, gestión pasiva y fondos globales. Por el contrario, aumentó el número de fondos de renta variable internacional.*

*El número de partícipes superó los 11,9 millones a finales del semestre, destacando el avance en aquellas categorías en las que se incrementó la oferta de fondos.*

*Durante el mes de julio de 2020 tanto el patrimonio como el número de partícipes mostraron avances, mientras que la oferta de fondos se redujo en 24.*

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

Principales magnitudes de los fondos de inversión\*

CUADRO 11

	2017	2018	2019	2019		2020		
				1S2020	III	IV	I	
<b>Total fondos de inversión (número)</b>	<b>1.741</b>	<b>1.725</b>	<b>1.710</b>	<b>1.692</b>	<b>1.723</b>	<b>1.710</b>	<b>1.697</b>	<b>1.692</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	290	279	281	283	283	281	283	283
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	155	168	173	175	171	173	173	175
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	176	184	185	186	186	185	187	186
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	111	113	113	110	113	113	112	110
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	211	236	263	275	257	263	272	275
Gar. rta. fija	79	67	66	63	66	66	66	63
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	188	163	155	145	159	155	147	145
Fondos globales	225	242	255	247	252	255	254	247
De gestión pasiva <sup>7</sup>	202	172	133	125	148	133	119	125
Retorno absoluto	104	99	84	81	86	84	82	81
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>								
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>265.194,8</b>	<b>259.095,0</b>	<b>279.377,4</b>	<b>263.619,4</b>	<b>273.100,7</b>	<b>279.377,4</b>	<b>250.126,3</b>	<b>263.619,4</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	70.563,9	66.889,3	78.583,2	76.179,4	77.871,1	78.583,2	73.475,8	76.179,4
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	43.407,0	40.471,0	40.819,9	42.581,8	38.959,2	40.819,9	41.312,7	42.581,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	22.386,7	23.256,0	28.775,8	27.511,7	27.613,4	28.775,8	25.829,7	27.511,7
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	12.203,2	12.177,7	10.145,1	7.027,7	10.034,3	10.145,1	6.618,2	7.027,7
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	24.064,6	24.404,9	34.078,9	31.757,0	30.447,0	34.078,9	27.636,0	31.757,0
Gar. rta. fija	5.456,7	4.887,4	4.809,3	4.517,4	5.143,1	4.809,3	4.505,2	4.517,4
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	15.417,5	14.556,0	13.229,1	11.626,5	14.395,0	13.229,1	11.684,0	11.626,5
Fondos globales	35.511,5	42.137,2	43.041,9	39.071,8	41.702,5	43.041,9	37.120,7	39.071,8
De gestión pasiva <sup>7</sup>	19.477,8	16.138,6	14.073,8	13.054,6	15.355,0	14.073,8	11.708,7	13.054,6
Retorno absoluto	16.705,9	14.172,5	11.818,3	10.289,6	11.577,6	11.818,3	10.233,0	10.289,6
<b>Participes</b>								
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>10.287.454</b>	<b>11.217.569</b>	<b>11.739.183</b>	<b>11.944.057</b>	<b>11.227.036</b>	<b>11.739.183</b>	<b>11.751.437</b>	<b>11.944.057</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.627.547	2.709.547	3.668.324	3.793.867	3.376.056	3.668.324	3.660.775	3.793.867
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.204.871	1.044.836	1.087.881	1.203.900	1.204.871
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	584.408	624.290	707.159	715.404	695.444	707.159	707.919	715.404
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	710.928	831.115	598.901	500.778	553.832	598.901	532.060	500.778
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.775.877	2.512.222	2.655.123	2.732.902	2.775.877
Gar. rta. fija	190.075	165.913	154.980	145.787	161.392	154.980	148.317	145.787
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	527.533	494.660	428.470	383.372	461.897	428.470	391.235	383.372
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.376.316	1.291.172	1.359.915	1.355.885	1.376.316
De gestión pasiva <sup>7</sup>	638.966	543.192	429.428	435.035	474.947	429.428	396.398	435.035
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	609.793	652.278	646.042	619.085	609.793
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>								
<b>Total fondos inversión</b>	<b>2,42</b>	<b>-4,89</b>	<b>7,12</b>	<b>-4,26</b>	<b>0,71</b>	<b>1,57</b>	<b>-9,30</b>	<b>5,56</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-0,13	-1,44	1,38	-0,65	0,42	-0,26	-2,43	1,82
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1,10	-4,27	4,75	-3,29	0,69	0,59	-6,97	3,96
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3,23	-6,45	9,25	-5,24	0,97	1,68	-11,06	6,54
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	11,16	-13,01	14,27	-19,94	-1,13	5,95	-28,48	11,94
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	8,75	-12,34	22,18	-10,48	1,37	6,91	-23,11	16,43
Gar. rta. fija	0,72	0,09	3,98	0,25	1,39	-1,07	-0,94	1,20
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1,61	-1,33	3,62	-0,54	1,42	-0,63	-1,86	1,35
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	-6,59	0,77	2,04	-12,00	6,15
De gestión pasiva <sup>7</sup>	2,13	-3,16	7,45	-4,26	0,96	1,28	-9,29	5,54
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	-3,19	0,35	0,75	-7,50	4,66

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): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.
- Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- Incluye: renta variable euro.
- Incluye: renta variable internacional.
- Incluye: GRV y garantía parcial.
- Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde el segundo trimestre de 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.
- Rentabilidad anual para 2017, 2018 y 2019. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo del semestre (véase cuadro 12). Los activos de renta fija con un *rating* inferior a AA constituyen la categoría en la que los activos de liquidez reducida experimentaron una disminución más elevada en valor absoluto, 666 millones de euros desde diciembre de 2019 hasta junio de 2020, lo que provocó que el porcentaje cayera del 6,7 % de la cartera de estos activos a un 4,3 %. Las titulaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, aunque también se redujo hasta alcanzar un 63,9 %. Estos últimos activos tienen, no obstante, un peso muy escaso en las carteras de los fondos.

... con disminuciones en todas las categorías de activos de renta fija.

## Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida <sup>1</sup>					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-19	mar.-20	jun.-20	dic.-19	mar.-20	jun.-20
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	72	11	6	5,6	1,2	0,6
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.844	1.395	1.178	6,7	5,3	4,3
Renta fija no financiera	1.339	1.115	1.146	6,2	5,1	4,5
Titulizaciones	630	483	455	75,1	66,0	63,6
Titulización AAA	14	13	140	35,6	34,3	83,9
Resto de titulaciones	616	470	315	77,0	67,7	57,4
<b>Total</b>	<b>3.885</b>	<b>3.003</b>	<b>2.785</b>	<b>7,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,39</b>	<b>1,20</b>	<b>1,06</b>	-	-	-

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)

Al igual que en los últimos cuatro años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en el primer semestre de 2020, ya que se produjeron 52 bajas en estos 6 meses y tan solo 1 alta. Así, a finales de junio había un total de 2.518 SICAV registradas frente a las 2.562 de diciembre de 2019, habiendo llegado esta cifra a alcanzar las 3.368 entidades en 2016. La mayor parte de las bajas (37) fueron consecuencia de procesos de liquidación, 6 fueron absorbidas en procesos de fusión, 1 fue revocada y 8 se transformaron en otro tipo de entidades (6 de ellas en S. L. y 2 en S. A.). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,3 % hasta alcanzar los 385.359 a finales de junio. Prácticamente todas las SICAV (más del 99 %) cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja entre enero y junio de 2020, con 52 bajas y tan solo 1 alta, hasta situarse en 2.562...

El patrimonio de estas IIC, por su parte, se redujo un 8,9 %, al pasar de 28.793 millones de euros a finales de 2019 a 26.228 millones al cierre de junio de este año. De esta contracción, 2,7 p.p. se explican por las recompras de acciones tanto por parte de las propias SICAV como de las SICAV que se dieron de baja, mientras que la

... lo que unido a la caída de su rendimiento dio lugar a un descenso del patrimonio del 8,9%.

mayoría, los 6,2 p.p. restantes, se justifican por el rendimiento negativo obtenido por estas, en línea con el comportamiento de los mercados financieros. El patrimonio medio por SICAV descendió desde los 11,2 millones de euros en 2019 hasta los 10,4 millones en el primer semestre de 2020.

## IIC de inversión libre

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

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado 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). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

*... experimentaron una contracción de su patrimonio entre enero y mayo del 4,1 %, que se centró, sobre todo, en las IIC de inversión libre puras.*

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un retroceso del 4,1 % durante los primeros 5 meses del año, hasta situarse a finales de mayo en 3.260 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre se produjo un descenso del 4,7 %, hasta los 2.700 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el cambio fue mucho menor, con un retroceso patrimonial de poco más de 7 millones de euros, hasta los 460 millones.

*El número de entidades al cierre de junio era de 72, 3 más que en diciembre de 2019, tras producirse 5 altas y 2 bajas de fondos de inversión libre pura. En el resto de entidades no se produjeron movimientos.*

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados —especialmente los de renta variable— en las dos categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del -8,2 % hasta mayo, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -1,1 %. Al igual que en los FI, el rendimiento positivo del segundo trimestre del año (abril y mayo en este caso) no compensó la elevada contracción producida en los 3 primeros meses.

*La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue negativa, en línea con las caídas de los precios de los activos de renta variable.*

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al final de junio ascendía a 72, 3 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 13, este aumento se produjo en las IIC de inversión libre, que pasaron de 62 a 65, tras producirse 5 altas y 2 bajas (todas de fondos de inversión libre), mientras que las IIC de IIC de inversión libre se mantuvieron en 7, cifra que permanece constante desde 2018. De estas últimas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación desde hace más de 4 años) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en mayo con un patrimonio de 271,1 millones de euros, un importe similar al de la totalidad de los 6 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

*El número de partícipes y accionistas mostró un avance del 4,8 %, que se produjo únicamente en las IIC de inversión libre puras como consecuencia de las altas.*

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró, a pesar de la contracción patrimonial, un incremento del 4,8 % en los primeros 5 meses de 2020, por lo que a finales de mayo de este año había un total de 10.910. El análisis por tipología de IIC revela que este avance se debió únicamente a las IIC de inversión libre, subsector en el que se produjo un aumento del 6,7 %, hasta 8.053, ya que en las IIC de IIC de inversión libre apenas se produjeron movimientos y finalizaron mayo con 2.857 partícipes (2 menos que en diciembre). Estas variaciones son consecuencia, casi exclusivamente, de las 3 nuevas altas (en términos netos) de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 13

	2017	2018	2019	2019		2020		
				152020	III	IV	I	
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	8	7	7	7	7	7	7	7
Partícipes	3.596	2.804	2.859	2.857	2.861	2.859	2.855	2.857
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	559,9	562,4	566,7	546,8	559,9
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	-1,10	1,10	0,83	-3,49	2,48
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	47	49	62	65	58	62	62	65
Partícipes	3.656	4.444	7.548	8.053	6.451	7.548	8.025	8.053
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.700,1	2.467,1	2.832,4	2.523,3	2.700,1
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	-8,23	0,22	3,94	-13,75	6,40

Fuente: CNMV.

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

### IIC inmobiliarias

Durante la crisis financiera iniciada en 2008, el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias fue uno de los más perjudicados, lo que provocó que las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias experimentaran un continuo e importante retroceso. No obstante, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en este sector desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron evolucionando de forma negativa. Una de las razones principales es que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de SOCIMI<sup>41</sup> (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Estas entidades cotizan en un segmento específico del mercado BME Growth (anteriormente MAB), que ha presentado un gran dinamismo a lo largo de los últimos 3 o 4 años, y parece estar estabilizándose: al cierre de junio había un total de 77 SOCIMI registradas, la misma cifra que a finales de 2019.

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

En contraste con la expansión de las SOCIMI, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes durante los últimos años, que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar el proceso. De esta forma, desde un máximo de 10 FII con un patrimonio total que alcanzaba prácticamente los 9.000 millones de euros a mediados de 2007, se pasó a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, que continuaban todavía registrados en la CNMV a mediados de 2020, con unas magnitudes muy estables desde entonces. Así, a 30 de junio de este año, estos 2 fondos contaban con un patrimonio de 310 millones de euros y 483 partícipes.

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

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

*Por el contrario, las SII experimentaron un notable aumento del patrimonio (17,3 %), aunque este resulta muy poco significativo en el total de la inversión colectiva.*

A diferencia de los FII, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron, al igual que en los años precedentes, un incremento patrimonial durante los 6 primeros meses de 2020, concretamente del 17,3 %, hasta los 897,2 millones de euros, volumen que, no obstante, resulta poco significativo en el conjunto de la inversión colectiva española. De este aumento, alrededor de dos tercios fue consecuencia de los rendimientos positivos obtenidos durante el periodo<sup>42</sup>, mientras que el tercio restante se debió a las suscripciones netas efectuadas por los partícipes. El número de SII se mantuvo constante en tres a lo largo del primer semestre de este año, con una de ellas en proceso de liquidación.

### **IIC extranjeras comercializadas en España**

*El patrimonio de las IIC extranjeras se contrajo en el primer semestre del año un 3,9 %, después de varios años de crecimiento ininterrumpido...*

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España se contrajo ligeramente entre enero y junio de este año, por primera vez desde que existen registros de estos vehículos en la CNMV. Cabe recordar, a modo de ejemplo, que entre 2008 y 2019 se multiplicó por 10 y pasó de 18.000 millones de euros a prácticamente 180.000 millones. El descenso registrado, no obstante, se produjo únicamente en el primer trimestre del año, con una reducción patrimonial del 6,2 %, mientras que en el segundo recuperó parte de lo perdido, con un incremento del 2,4 %, hasta situarse en 171.883 millones de euros. Este descenso en los 3 primeros meses fue consecuencia, al menos parcialmente, del mal comportamiento de los mercados financieros, sobre todo del mercado de renta variable.

*... aunque en términos porcentuales se produjo un ligero aumento del peso de estas instituciones sobre el patrimonio total de las IIC comercializado en España hasta alcanzar el 36,9 %.*

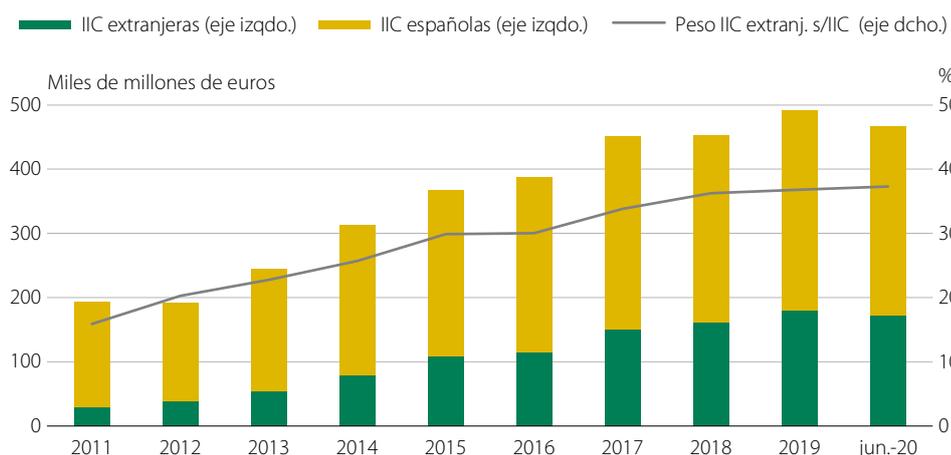
Como se observa en el gráfico 20, el fuerte ritmo de crecimiento de los últimos años ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de las IIC comercializadas en España haya crecido de forma significativa, desde valores que rondaban el 10 % al inicio de la crisis financiera hasta superar el 36 % en 2019. En los primeros meses de 2020, a pesar de la contracción en el volumen de inversión, este porcentaje se incrementó ligeramente hasta el 36,9 %, pues la disminución patrimonial de las IIC españolas fue superior a la de las extranjeras.

---

42 Cabe mencionar que más de la mitad de la revalorización de la cartera de las SII fue consecuencia de los rendimientos de una sola entidad, que se obtuvieron mayoritariamente por la prima de emisión de acciones de una ampliación de capital.

## Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

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

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante el primer semestre de 2020 en 9 entidades, por lo que a su cierre había un total de 1.042 vehículos de este tipo (402 fondos y 633 sociedades). Este incremento se produjo tanto en las sociedades de inversión, con 6 instituciones más, como en los fondos, con 3 más, después de que estos últimos hubieran descendido de forma importante en 2019 (30 menos). La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo, —con 7 más, hasta los 469—, mientras que en el resto de jurisdicciones apenas se produjeron movimientos.

*El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 9 durante el periodo enero-junio de 2020, hasta un total de 1.042 vehículos (402 fondos y 633 sociedades).*

## Perspectivas

A pesar de que los últimos datos disponibles parecen indicar que la industria de la inversión colectiva se ha estabilizado tras las turbulencias de marzo, mostrando, incluso, una expansión de sus magnitudes más importantes, es razonable asumir un cierto nivel de incertidumbre en relación con sus perspectivas a corto y medio plazo. Esta incertidumbre se explicaría por el desconocimiento de la evolución de la pandemia, de las medidas que se adopten —en constante evolución— y, en último término, de su repercusión en la economía real. Por una parte, una contracción mayor de la economía puede llevar a una necesidad de liquidez de los hogares más vulnerables en términos financieros, con la consiguiente desinversión en algunos activos, entre ellos los fondos de inversión. Por otra parte, también se está produciendo un aumento del ahorro de los hogares por un motivo de precaución: en el segundo trimestre del año la tasa de ahorro se situó en el 31,1 % de la renta bruta disponible en tasa trimestral y en el 11,2 % en tasa anual, lo que podría traducirse en una mayor adquisición de activos financieros. El balance neto de ambos efectos es complicado de pronosticar en este momento.

*A pesar de que las magnitudes de las IIC se han estabilizado e incluso muestran una cierta expansión, superando las tensiones registradas en marzo, sus perspectivas a medio plazo son inciertas.*

## 4.2 Prestación de servicios de inversión

*La prestación de servicios de inversión pueden realizarla varios tipos de entidades, entre las que destacan las entidades de crédito, que reciben casi el 90 % de los ingresos que genera este negocio.*

*Las sociedades y agencias de valores son las segundas en importancia, mientras que las empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera realizan servicios específicos.*

*La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera. Para las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión, la CNMV solo supervisa el cumplimiento de las normas de conducta.*

*En 2019, las entidades de crédito autorizadas en la CNMV percibieron 3.812 millones de euros en concepto de comisiones por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC, un 2,1 % menos que en 2018.*

Las entidades de crédito son, con diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión, concentrando la mayor parte de los ingresos que genera esta actividad. Así, con datos de cierre de 2019, las entidades de crédito perciben alrededor del 90 % del total de comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Este porcentaje se ha ido incrementando en los últimos años como consecuencia, al menos parcialmente, de que varias entidades bancarias hayan absorbido a las sociedades y agencias de valores que pertenecían al mismo grupo bancario.

Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, todavía conservan un peso relativo de cierta importancia, especialmente en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, que, como se verá más adelante en este epígrafe, suponen más del 90 % de sus ingresos por comisiones, aunque ofrecen un amplio abanico de servicios. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Las entidades de este sector cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las entidades de asesoramiento financiero. En el caso de aquellas entidades de crédito que están autorizadas para prestar servicios de inversión, la CNMV también realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con la protección de los clientes inversores. El objetivo de este epígrafe es presentar la evolución de la actividad del sector de la prestación de servicios de inversión y la situación económico-financiera de las entidades que lo conforman. Dado que la periodicidad de la información recibida en la CNMV es distinta dependiendo del tipo de entidad, en los informes correspondientes al primer trimestre del año —con datos de cierre del ejercicio anterior— se realiza un análisis de todas ellas<sup>43</sup>, mientras que en los informes del tercer trimestre se estudia la evolución durante el primer semestre de las sociedades y agencias de valores. De esta forma, en el presente documento, se presentan los resultados de estas últimas instituciones durante el periodo enero-junio de este año.

Cabe recordar, a modo de resumen, que en 2019 el número de entidades de crédito registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendió a 112. Asimismo, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se situó en 3.812 millones de euros (un 2,1 % menos que en 2018), de los cuales 1.578 millones correspondieron a la prestación de servicios de inversión, que en este caso aumentaron un 4,8 % respecto al año precedente. En el caso de las EAF en 2019 se observó una contracción del sector, tanto por la disminución del número de empresas, que pasó de 158 a 140 en 1 año, como por el 32,4 % de descenso en el volumen de patrimonio asesorado, hasta los 21.389 millones de euros. Esta gestión patrimonial supuso unos ingresos por comisiones de 56 millones de euros.

---

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

Por otro lado cabe recordar, como ya se mencionó en el informe publicado en el primer semestre, que la información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España se realiza atendiendo al tipo de entidad que se encarga de dicha actividad. No obstante, desde un punto de vista menos formal (atendiendo al modelo de negocio), se estima, con datos de 2019, que algo más del 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto lo desarrollan entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

## Sociedades y agencias de valores

Durante el primer semestre de 2020, la actividad de las sociedades y agencias de valores se incrementó de forma notable, por lo que parece detenerse la contracción de los últimos años, que ha sido consecuencia tanto de la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros como del desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera del territorio nacional. De esta forma, los resultados agregados antes de impuestos ascendieron a cerca de 110 millones de euros durante los 6 primeros meses de 2020 frente a los poco más de 24,6 millones del mismo periodo del año anterior. No obstante, hay que tener en cuenta dos factores a la hora de analizar este importante aumento. Por un lado, son resultados de tan solo la primera mitad del año, por lo que habría que esperar a la totalidad del ejercicio para ver si realmente se está produciendo un cambio de tendencia o si, por el contrario, estos resultados se deben a otros factores ocasionales asociados, por ejemplo, a la pandemia. Por otro lado, este resultado está influenciado por el buen comportamiento de una sociedad de valores que, como consecuencia del *brexit*, trasladó parte de su actividad a España, consistente sobre todo en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

El aumento de beneficios se produjo únicamente en las sociedades de valores, ya que las agencias pasaron de tener beneficios agregados positivos durante el primer semestre de 2019 a experimentar pérdidas en el mismo periodo de 2020. Más de la mitad de la contracción de beneficios de estas últimas se debió exclusivamente a una sola entidad, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., de la que en el mes de marzo se acordó una intervención por parte de la CNMV, tras haber informado la propia entidad de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de las posiciones en derivados de un número limitado de clientes. En la actualidad, la entidad está en proceso de liquidación.

A finales de junio de 2020 estaban registradas en la CNMV un total de 93 sociedades y agencias de valores, 2 menos que a finales de 2019, tras haberse producido 4 altas y 6 bajas. De las primeras, dos correspondieron a la creación de nuevas entidades (una sociedad de valores y una agencia) mientras que otras dos fueron consecuencia de una transformación desde otro tipo de vehículo<sup>44</sup>. De las seis bajas, cuatro se

*Un análisis sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio revela que el 70 % de los ingresos relacionados con esta actividad es percibido por bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.*

*En el primer semestre de 2020, las sociedades y agencias de valores observaron un aumento de su actividad: el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 110 millones de euros, cuadruplicando el resultado obtenido en el mismo periodo de 2019.*

*El comportamiento fue desigual entre entidades, ya que las sociedades de valores incrementaron sus beneficios, mientras que en las agencias se produjo una reducción de estos.*

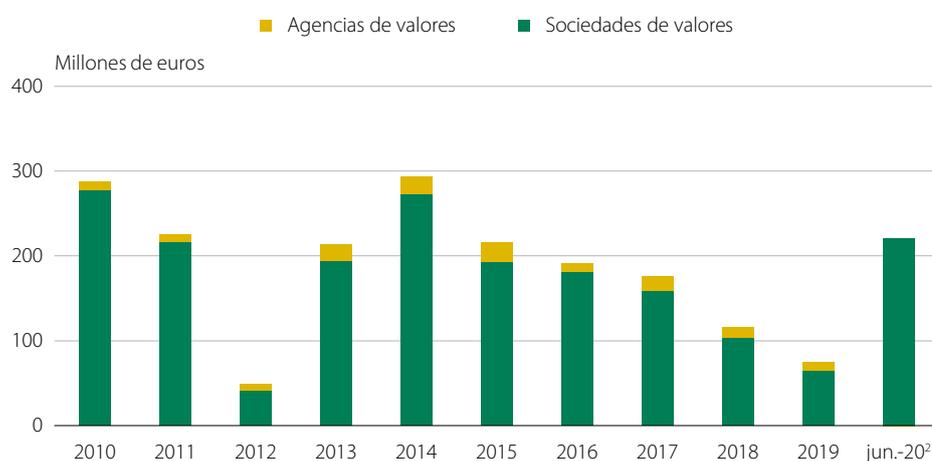
*A finales de junio estaban registradas en la CNMV un total de 93 sociedades y agencias de valores, 2 menos que en 2019.*

44 En particular, se produjo un alta de una EAF que se transformó en agencia de valores y la otra correspondió a una agencia de valores que cambió su régimen jurídico para actuar como sociedad de valores.

debieron a una absorción por parte de una entidad bancaria que ya era, en todos los casos, el socio único de la entidad. De este modo, después de que en 2019 se interrumpiera un largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera, no se puede descartar que el sector vuelva a experimentar, ante el escenario de crisis que se ha desencadenado en los últimos meses, un nuevo reajuste.

## Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

2 Dato anualizado.

*La mayoría de las entidades españolas que prestan servicios en la Unión Europea lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios (50) y solo 6 mediante sucursales.*

Como viene sucediendo en los últimos años, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España creció en los 6 primeros meses de 2020, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 3.020 a 3.036, como mediante sucursal, que lo hizo de 65 a 66 (alrededor de la mitad de estas últimas estaban radicadas en el Reino Unido). Por su parte, y como también es habitual, la mayoría de las entidades españolas que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50, y tan solo 6 mantenían sucursales en otros países, en ambos casos la misma cifra que al cierre de 2019.

*El beneficio de las sociedades de valores se incrementó de forma importante hasta los 110 millones de euros, un aumento al que contribuyeron, especialmente, el resultado de las inversiones financieras y las comisiones percibidas.*

Como se aprecia en el cuadro 14, las sociedades de valores experimentaron un aumento de su beneficio agregado antes de impuestos de casi 97 millones de euros, hasta los 110 millones, en el primer semestre del año. A ello contribuyó, de forma especial y como ya se ha mencionado, una sola entidad, aunque hubo varias sociedades cuyos beneficios se incrementaron de forma sustancial. De hecho, alrededor del 60 % de las entidades pertenecientes a este sector observó un aumento de sus resultados. En términos agregados, todas las partidas favorecieron este buen comportamiento de la cuenta de pérdidas y ganancias, aunque destacan por encima de los demás el resultado de las inversiones financieras, que se incrementó más de un 300 % hasta superar los 70 millones de euros, y de las comisiones netas, que superaron los 140 millones de euros, 22 millones más que en el periodo enero-junio del año pasado. El avance de esta última partida fue consecuencia del mayor aumento de las comisiones percibidas (62 millones de euros) respecto a las satisfechas (40 millones; véase cuadro 14).

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes fueron las responsables del avance general, ya que experimentaron un incremento del 83,2 % con respecto al primer semestre de 2019, hasta superar los 120 millones de euros. La mayor parte de este aumento se debió a la contribución de la sociedad anteriormente mencionada, que trasladó parte de su actividad a nuestro país a causa del *brexit*. No obstante, sin la contribución de dicha entidad estas comisiones también habrían mostrado un crecimiento positivo, aunque mucho más moderado (18,3 %). En cuanto al resto de comisiones, todas registraron retrocesos, de mayor o menor cuantía, destacando el descenso de las percibidas por asesoramiento en materia de inversión, que se contrajeron un 63 %, después de haber crecido con fuerza en 2019, año en el que se doblaron. Las comisiones satisfechas, por su parte, aumentaron de forma notable, concretamente un 60,9 %, hasta los 106 millones de euros.

*Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes fueron las causantes del aumento general, con un avance del 83,2 % hasta los 120 millones de euros.*

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se incrementaron un 12,7 %, con un aumento de las dos subpartidas que los componen, sobre todo de la relativa a los gastos de personal, que se incrementó un 15,3 %. El menor incremento de los gastos en relación con los ingresos se tradujo en un avance importante del resultado de explotación, que se quintuplicó y pasó de 16,2 millones de euros en el primer semestre de 2019 a 107,7 millones en el mismo periodo de 2020. El resultado antes de impuestos aumentó en un porcentaje similar y se situó en 110,0 millones de euros debido a la existencia de otras ganancias por valor de 2,3 millones de euros. Como suele ser habitual, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector, una tendencia que, además, ha ido en aumento. En concreto, tan solo 2 sociedades de valores acumularon el 43,5 % del total de los resultados de las sociedades con beneficios, mientras que 4 concentraban el 68,5 %.

*Como en años anteriores un número reducido de entidades generó la mayor parte de los beneficios de este sector.*

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun.-20)

CUADRO 14

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-19	jun.-20	% var.	jun.-19	jun.-20	% var.
1. Margen de intereses	12.446	12.589	1,1	609	551	-9,5
2. Comisiones netas	118.404	140.318	18,5	58.008	65.697	13,3
2.1. Comisiones percibidas	184.559	246.775	33,7	66.889	75.912	13,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	65.962	120.852	83,2	11.788	14.004	18,8
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.153	1.270	-41,0	208	1.172	463,5
2.1.3. Depósito y anotación de valores	22.946	21.646	-5,7	421	417	-1,0
2.1.4. Gestión de carteras	6.163	5.513	-10,5	6.462	6.648	2,9
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	7.599	2.809	-63,0	6.738	10.948	62,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	16	358	2.137,5	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	27.276	24.390	-10,6	29.171	29.299	0,4
2.1.9. Otras	52.444	69.936	33,4	12.102	13.423	10,9
2.2. Comisiones satisfechas	66.155	106.457	60,9	8.881	10.215	15,0
3. Resultado de inversiones financieras	17.277	70.866	310,2	738	-6.788	-
4. Diferencias de cambio netas	-79	8.055	-	25	-13	-
5. Otros productos y cargas de explotación	15.570	43.893	181,9	266	-403	-
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>163.618</b>	<b>275.721</b>	<b>68,5</b>	<b>59.646</b>	<b>59.044</b>	<b>-1,0</b>
6. Gastos de explotación	144.913	163.336	12,7	52.294	61.153	16,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	2.239	5.116	128,5	309	1.490	382,2
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	248	-468	-	-28	4	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>16.219</b>	<b>107.737</b>	<b>564,3</b>	<b>7.071</b>	<b>-3.604</b>	<b>-</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	1.038	2.315	123,0	343	3.467	910,8
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>17.257</b>	<b>110.052</b>	<b>537,7</b>	<b>7.414</b>	<b>-137</b>	<b>-</b>
10. Impuesto sobre beneficios	-922	13.523	-	1.010	1.410	39,6
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>18.179</b>	<b>96.529</b>	<b>431,0</b>	<b>6.404</b>	<b>-1.547</b>	<b>-</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>18.179</b>	<b>96.529</b>	<b>431,0</b>	<b>6.404</b>	<b>-1.547</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

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

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros, ya que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias recibe el grueso de sus ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes, porcentaje que ha ido disminuyendo con los años, ya que en muchos casos han tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Por otra parte, las entidades independientes predominan en este subsector, 52 agencias de un total de 55 lo son, 2 más que en diciembre de 2019.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió hasta situarse en terreno negativo, ya que experimentaron en su conjunto unas pérdidas de 0,13 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió casi exclusivamente a una agencia de valores, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., cuyas pérdidas ascendieron a 6 millones de euros y que, como ya se ha mencionado, está en proceso de liquidación. Si se excluye esta entidad, aunque también se hubiera producido un descenso de los beneficios del 21,0 %, el resultado antes de impuestos hubiera sido positivo, concretamente de 5,9 millones de euros. Este retroceso de unos 1,5 millones de euros fue consecuencia de un aumento de los costes superior al incremento de los ingresos.

*... experimentaron unos beneficios antes de impuestos de 5,9 millones de euros, un 21 % menos que en el primer semestre de 2019 (excluyendo una entidad en proceso de liquidación).*

Debido a la distorsión que puede generar la entidad que se encuentra en proceso de liquidación, se ha realizado el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias sin tomar en consideración sus resultados. Dentro de los ingresos por comisiones percibidas, que en conjunto aumentaron un 14,2 % hasta superar los 75 millones de euros, destacaron por su avance las partidas de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes (23,6 %) y de comisiones por asesoramiento en materia de inversión (62,5 %), si bien es cierto que esta última había experimentado una importante contracción durante 2019. El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC, por ejemplo, que son las más cuantiosas, apenas crecieron (0,4 %).

*Los ingresos percibidos por comisiones se incrementaron en su conjunto un 14,2 %, hasta los 75 millones de euros.*

El incremento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores se produjo en paralelo al de las comisiones satisfechas a terceros, que crecieron un 15,3 %. Este comportamiento de los ingresos por comisiones tuvo como consecuencia que el margen bruto agregado presentara un avance del 9,6 %, hasta situarse en 64,8 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación experimentaron un aumento del 17,3 % en relación con el mismo periodo de 2019, con un incremento del 20,3 % de los gastos de personal. La conjunción de un crecimiento de los ingresos menor al de los gastos de explotación hizo que el resultado de explotación fuera de 2,5 millones de euros, lo que supone un descenso de casi 4,5 millones si se compara con el periodo enero-junio de 2019.

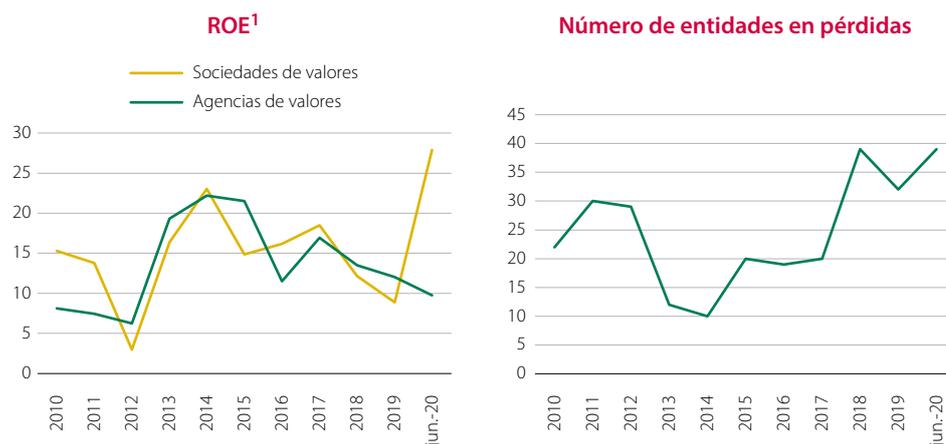
*Un aumento de los gastos de explotación inferior al de los ingresos por comisiones hizo que el resultado neto de explotación descendiera hasta los 2,5 millones de euros.*

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un aumento sustancial durante el primer semestre del año, al pasar del 9,2 % al 25,5 %, como consecuencia del comportamiento favorable de los resultados. Este incremento se produjo, como en el caso de los beneficios, solamente en las sociedades de valores, cuyo ROE aumentó casi 20 p.p. hasta situarse en el 27,9 %. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 12,1 % al 9,8 %<sup>45</sup> (véase panel izquierdo del gráfico 22).

*El crecimiento de los beneficios de las ESI dio lugar a un avance notable de su rentabilidad sobre fondos propios.*

---

45 No se tiene en cuenta la entidad en proceso de liquidación.



Fuente: CNMV.

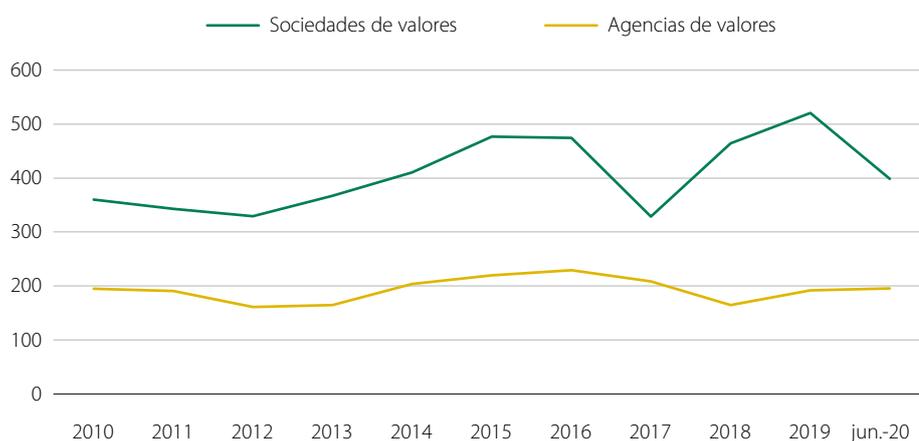
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

*El avance de los beneficios del sector fue compatible con un aumento en el número de entidades en pérdidas, si bien en el caso de las sociedades de valores el volumen de las pérdidas se redujo a la mitad.*

El incremento de los beneficios del sector no impidió que se produjera un aumento del número de entidades en pérdidas. Así, en junio de 2020, 15 sociedades de valores y 24 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 2 y 5 entidades más, respectivamente, que al cierre de 2019. No obstante, el importe acumulado de las pérdidas para las sociedades de valores se redujo prácticamente a la mitad, hasta los 12,8 millones de euros, mientras que en el caso de las agencias de valores esta cifra se triplicó hasta los 14,2 millones. Cabe recordar que una sola agencia había reportado unas pérdidas de 6 millones de euros.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

*Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en la primera mitad de 2020 y mayores en las sociedades de valores respecto a las agencias.*

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante la primera mitad de 2020, a pesar de haberse reducido de forma sustancial desde finales del ejercicio anterior: al cierre de junio el margen de recursos propios era 3,8 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2019 esa cifra era de 4,9. En términos absolutos esta holgura es poco relevante, por tratarse de importes absolutos reducidos. Este margen fue mayor en las

sociedades de valores que en las agencias de valores, ya que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,0 (5,2 en 2019), mientras que en las segundas se mantuvo en 1,9, valor similar al de 6 meses antes (véase gráfico 23).

## Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son inciertas desde hace años debido a dos factores principales. Por una parte, se ha observado un aumento de la competencia en la prestación de servicios de inversión, lo que ha dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, reduciéndose el peso del que era su principal negocio, la intermediación en los mercados de valores, mientras que ha aumentado la importancia de las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros. Por otra parte, la negociación de los valores españoles se ha ido trasladando, parcialmente, hacia centros de negociación distintos a los tradicionales, lo que también ha podido influir en esta reducción de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes. A estos factores se ha unido, en los últimos meses, la crisis desencadenada por el coronavirus, que plantea todavía una mayor incertidumbre para este sector. Aunque por el momento, con los resultados del primer semestre, no parece que la situación de estas entidades haya empeorado e, incluso, en algunos casos o segmentos del negocio parece haber tenido un impacto favorable, habrá que esperar para ver si se desencadena un nuevo proceso de reorganización semejante al que aconteció tras la última crisis financiera y que dio lugar a un descenso notable del número de entidades.

*Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son más inciertas en el contexto de crisis desencadenado como consecuencia del coronavirus, que podría dar lugar a un nuevo proceso de reestructuración en el sector.*

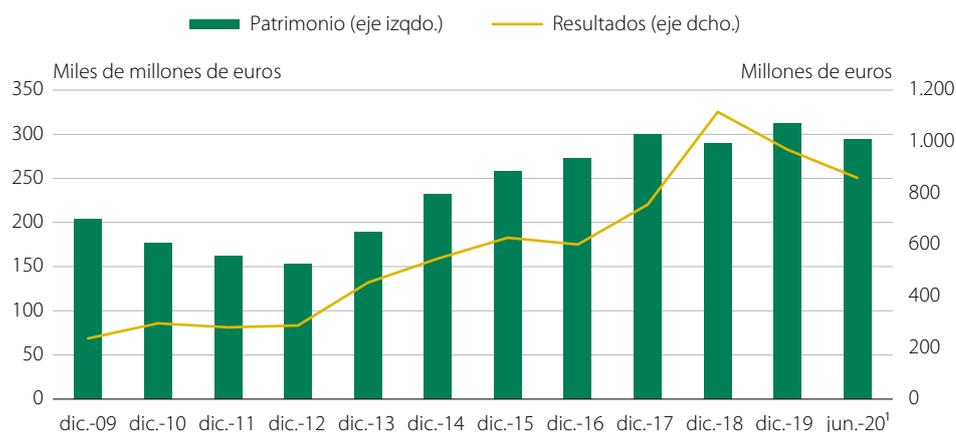
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

Al cierre del primer semestre de 2020 había un total de 124 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 1 más que al cierre de 2019, después de haberse producido 1 alta y no haberse dado ninguna entidad de baja. Con esta expansión, que se prolonga desde hace 3 años, el sector recupera las cifras anteriores al proceso de reestructuración que vivió durante varios ejercicios. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró junio con una contracción del 5,9 %, hasta situarse ligeramente por debajo de los 294.000 millones de euros, después de un año en el que se había producido un avance sustancial (véase gráfico 24). Alrededor del 85 % de este descenso tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio, como se ha mencionado previamente, se vio lastrado por los reembolsos producidos en marzo y la depreciación de su cartera de inversiones.

*El número de SGIIC se mantuvo prácticamente constante durante los 6 primeros meses del año, tras producirse solo 1 alta, mientras que el patrimonio gestionado se contrajo un 5,9 %, hasta los 294.000 millones de euros.*

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

1 Datos anualizados.

*El resultado de estas entidades se redujo un 7,2 % en el primer semestre de 2020 en relación con el mismo periodo del año anterior, con un descenso de las comisiones de gestión de IIC —las más importantes— hasta los 2.441 millones de euros.*

En línea con la contracción patrimonial de estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se redujeron en el primer semestre del año un 7,2 % con respecto al mismo periodo de 2019, hasta los 434,9 millones de euros (véase gráfico 24). Este retroceso se explica, sobre todo, por la disminución de la principal fuente de ingresos de las SGIIC, que son las comisiones de gestión de IIC, que representaban en junio el 87 % del total de las comisiones percibidas por estas entidades. De hecho, los ingresos derivados de estas comisiones disminuyeron de 2.547 millones de euros en el primer semestre de 2019 a 2.441 millones en el mismo periodo de 2020 (en términos anualizados), un descenso que se explica básicamente por la caída del patrimonio gestionado, ya que la comisión media de gestión de IIC apenas experimentó cambios, al pasar del 0,84 % al 0,83 % (véase cuadro 15).

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

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIIC. En ambos casos, la cifra de comisiones obtenidas por estas actividades experimentó un avance sustancial, aunque continúan siendo valores no muy significativos con relación al total de comisiones percibidas por este tipo de entidades (6,9 % y 2,2 %, respectivamente). Así, las comisiones de gestión de carteras durante el primer semestre de 2020 aumentaron un 7,4 %, hasta los 97,8 millones de euros, mientras que las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo lo hicieron un 29,5 %, hasta los 32,2 millones.

*El porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores se mantuvo estable en el primer semestre, después de una importante reducción en los últimos años, tendencia que se vio acentuada tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.*

Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC se ha mantenido estable en los dos últimos años, después de haber mostrado una ligera tendencia a la baja durante varios ejercicios hasta 2017 y un descenso muy acusado en 2018. Este último hecho coincidió con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores. Así, el porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de las IIC en 2012 al 50,9 % en junio de 2020.

Por otra parte, el descenso de los beneficios agregados tuvo su reflejo en el comportamiento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), que se redujo desde el 88,0 % en junio de 2019 hasta el 79,4 % en el mismo mes de 2020. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se incrementó de 26 a 37 y el volumen de dichas pérdidas pasó de 4,4 a 5,6 millones de euros.

*En consonancia con la reducción de beneficios, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) disminuyó hasta el 79,4 % y el número de entidades en pérdidas aumentó hasta 37.*

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

CUADRO 15

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones <sup>1</sup> (%)
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
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
jun.-20 <sup>2</sup>	293.968	2.441	0,83	50,95

Fuente: CNMV.

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

2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

#### 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

A lo largo de los ocho primeros meses de 2020 continuó la expansión que se está produciendo en el sector del capital riesgo durante los últimos años, con una elevada y continua inscripción de nuevos vehículos en la CNMV. Así, el número de entidades registradas pertenecientes a esta categoría se incrementó en 63 (55 vehículos de inversión y 8 gestoras), después de producirse 80 altas y 17 bajas.

*A lo largo de 2019 se produjo una importante expansión en el sector del capital riesgo...*

En relación con las entidades de capital riesgo tradicionales<sup>46</sup>, que continúan siendo con diferencia las más numerosas, se produjeron 50 altas y 9 bajas, por lo que a finales de agosto había un total de 226 fondos de capital riesgo (FCR) y 173 sociedades de capital riesgo (SCR). En cuanto a las entidades de capital riesgo pyme, no hubo apenas movimientos desde enero hasta agosto, con tan solo 1 alta y 1 baja, por lo que continuaba habiendo los mismos vehículos que a 31 de diciembre de 2019: 10 fondos y 19 sociedades. Por otra parte, se inscribieron 5 fondos de capital riesgo

*... que afectó especialmente a las entidades de capital riesgo tradicionales, tanto fondos como sociedades.*

46 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Europeos (FCRE), hasta un total de 25, y se dieron de baja 2 de los 5 fondos de emprendimiento social europeo (FESE) existentes en 2019, después de que se registrara el primero en 2018<sup>47</sup>.

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

Las entidades de inversión colectiva cerradas también observaron, como en los 2 años anteriores, un importante dinamismo en los 8 primeros meses de 2020, con 13 altas y solamente 2 bajas producidas a lo largo del periodo. De esta forma, a 31 de agosto había un total de 57 vehículos de esta tipología, de los cuales 29 eran fondos (FICC) y 28 eran sociedades (SICC). 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, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2020

CUADRO 16

Entidades	Situación a 31/12/2019		Situación a 31/08/2020	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Fondos de capital riesgo	210	21	5	226
Fondos de capital riesgo pyme	10	1	1	10
Fondos de capital riesgo europeos	20	5	0	25
Fondos de emprendimiento social europeo	5	0	2	3
Sociedades de capital riesgo	148	29	4	173
Sociedades de capital riesgo pyme	19	0	0	19
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>412</b>	<b>56</b>	<b>12</b>	<b>456</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	20	10	1	29
Sociedades de inversión colectiva cerradas	26	3	1	28
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>46</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>57</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC<sup>1</sup>)</b>	<b>106</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>114</b>

Fuente: CNMV.

1 Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

*En 2019 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 24,2 %, hasta los 13.000 millones de euros (el 66 % de fondos y el 34 % de sociedades).*

A lo largo de 2019 el patrimonio de las ECR se incrementó un 24,2 %, hasta superar los 13.000 millones de euros. El avance se produjo tanto en los fondos de capital riesgo, cuyo patrimonio aumentó un 27,4 % hasta los 8.633 millones de euros, como en las sociedades, cuyo patrimonio creció un 18,6 % hasta los 4.407 millones (véase cuadro 16).

*En los FCR aumentó, especialmente, la inversión por parte de las Administraciones públicas y de las empresas no financieras.*

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, es decir, los fondos pyme, los europeos y los de emprendimiento social europeo—, se produjo una ligera recomposición de la importancia relativa de sus

47 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.

inversores a lo largo de 2019 a favor de las personas físicas, hecho que ya se había observado en 2018. No obstante, los inversores con mayor tenencia de participaciones continuaron siendo las entidades extranjeras y las Administraciones públicas, con 1.302 y 1.291 millones de euros, respectivamente. El tercer puesto lo ocuparon las personas físicas, que, como se ha mencionado, incrementaron su inversión hasta los 1.128 millones de euros (un 31,9 % más que en 2018). A pesar de este aumento, las personas físicas siguen teniendo una participación minoritaria en el patrimonio de los fondos de capital riesgo: un 13,1 % frente a un 86,9 % de las personas jurídicas. Por último, también es importante mencionar la inversión realizada por las empresas no financieras, que creció un 44,2 % hasta alcanzar los 1.092 millones de euros.

En el caso de las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen las SCR pyme—, también se produjo un aumento en la importancia relativa de las personas físicas (66,5 %, hasta los 744 millones de euros), aunque su participación en el capital, al igual que en los fondos, siguió siendo minoritaria: un 16,9 % frente al 83,1 % de las personas jurídicas. Por su parte, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 65,3 % en el capital del total de las SCR (58,7 % en 2018), después de haber incrementado su inversión un 26,1 % y un 38,6 %, respectivamente.

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

### Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 17

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2018 <sup>1</sup>	2019 <sup>1</sup>	2018 <sup>2</sup>	2019 <sup>2</sup>
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	813,26	1.074,54	399,51	738,79
No residentes	41,81	53,56	47,57	5,45
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	174,82	175,55	136,35	112,35
Cajas de ahorros	35,18	90,48	13,88	11,56
Fondos de pensiones	588,07	729,17	20,18	11,69
Compañías de seguros	437,11	613,43	87,20	85,15
Sociedades y agencias de valores	7,34	0,63	0,06	0,00
Instituciones de inversión colectiva	431,79	484,18	5,46	7,77
Entidades de capital riesgo nacionales	289,58	301,20	29,81	42,45
Entidades de capital riesgo extranjeras	338,26	406,98	161,61	165,09
Administraciones públicas	989,64	1.290,91	412,98	176,99
Fondos soberanos	12,47	3,42	6,08	4,90
Otras empresas financieras	414,36	770,17	1.030,57	1.428,52
Empresas no financieras	757,05	1.091,52	1.149,79	1.450,13
Entidades extranjeras	1.138,30	1.302,00	62,41	56,08
Otros	306,64	245,01	154,12	110,34
<b>Total</b>	<b>6.777,93</b>	<b>8.632,75</b>	<b>3.717,58</b>	<b>4.407,26</b>

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

2 Incluye SCR pyme.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo se contrajo un 67 % en el primer semestre del año, a causa de la inexistencia de grandes operaciones. El número de operaciones, no obstante, se mantuvo en cifras similares a las de 2019.

Según el tipo de inversor destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que invirtieron el 69,3 % del volumen total, y según la fase de desarrollo del proyecto, el *venture capital* protagonizó 297 de las 344 operaciones del periodo.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2020 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran una contracción del volumen de inversión del 67 %, hasta los 1.434 millones de euros. La actividad, no obstante, se mantuvo elevada a pesar de la situación actual, ya que el número de operaciones fue de 344, una cifra similar a la de la primera mitad de 2019. Este abrupto descenso del volumen invertido fue consecuencia, por tanto, de la ausencia de operaciones de gran tamaño o *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Por el contrario, la mayoría de operaciones, concretamente 309, se correspondieron con inversiones inferiores a los 5 millones de euros.

Los fondos internacionales continuaron mostrando un elevado interés por el mercado español, siendo responsables de 79 operaciones que ascendieron a 993,4 millones de euros, lo que supone el 69,3 % del volumen total de inversión. Por su parte, los inversores nacionales privados realizaron 208 operaciones, mientras que los fondos nacionales públicos cerraron las 57 operaciones restantes. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó la inversión en *buy-outs*<sup>48</sup>, que supuso poco más del 26 % del volumen total invertido, con 375,4 millones de euros repartidos en 13 operaciones. El *venture capital* (fases semilla y arranque), por su parte, se mantuvo muy activo a lo largo de los 6 primeros meses del año y protagonizó 297 operaciones, con un volumen de inversión de 307,2 millones de euros. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se produjo un aumento del 36,4 %, hasta los 990 millones de euros, en el volumen invertido en relación con el mismo periodo de 2019, en la mayoría de casos cerrándose procesos que ya se habían iniciado en ese año.

---

48 Operaciones apalancadas (inversiones en empresas maduras en las que para la adquisición de participaciones se utiliza deuda externa, además de *equity*) cuyos inversores pertenecen a la propia empresa.