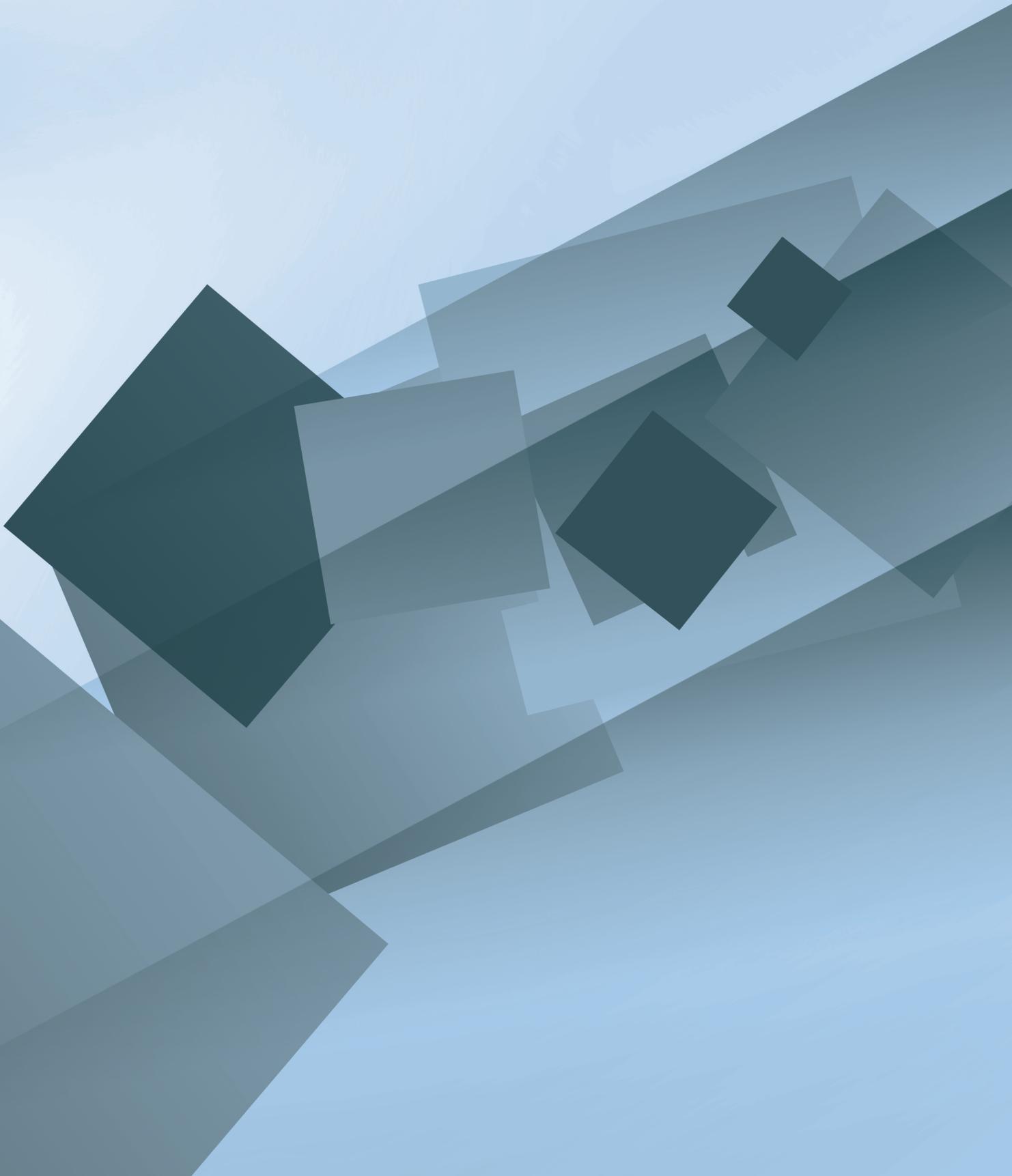




BOLETÍN DE LA CNMV
Noviembre 2024



BOLETÍN DE LA CNMV
Noviembre 2024

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	11
II	Informes y análisis	55
	El papel de los mercados de valores en la nueva estrategia industrial europea de Mario Draghi	57
	Víctor Rodríguez Quejido y Helena Huerta de Fernando	
	Los contratos de productos derivados en España y su contribución al riesgo sistémico: Indicadores de riesgo basados en los datos del EMIR	111
	Ramiro Losada y Guillermo Cambronero	
III	Anexo legislativo	137
IV	Anexo estadístico	143

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Bono de titulización de activos
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
APA	Agente de publicación autorizado
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSDR	Reglamento de Depósitos Centrales de Valores
DCV	Depositario central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
EAF	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio bruto
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ETF	Fondo de inversión cotizado
FCR	Fondo de capital riesgo
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FIA	Fondo de inversión alternativo
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria

FIL	Fondo de inversión libre
FIN-NET	Red para la Resolución de Litigios Financieros
FINTECH	Tecnología financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro
FROB	Autoridad de Resolución Ejecutiva
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
HFT	Negociación de alta frecuencia
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas
IIC	Institución de inversión colectiva
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
MEFF	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros
MOU	Acuerdo de colaboración
MREL	Requisitos mínimos para recursos propios y pasivos admisibles
MTS	Sistema organizado para la negociación electrónica de deuda pública española
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIS	Permutas de tipos de interés a un día
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter / Extrabursátil
PER	Ratio precio beneficio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIB	Producto interior bruto
PNB	Producto nacional bruto
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PUI	Préstamo de Última Instancia
PYME	Pequeña y mediana empresa

RAR	Rentabilidad ajustada al riesgo
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGEGR	Sociedad gestora de entidades de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL S	Sociedad de inversión libre
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOC	Sistema organizado de contratación
SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios

I Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este informe ha sido elaborado por el Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

1	Panorámica general	15
2	Mercados de renta fija	19
2.1	Tipos de interés	19
2.2	Primas de riesgo	28
2.3	Emisiones de deuda y contratación	31
3	Mercados de renta variable	39
3.1	Precios y rentabilidades	39
3.2	Volatilidad	43
3.3	Rentabilidad por dividendo y PER	45
3.4	Contratación, emisiones y liquidez	46

Índice de recuadros

Recuadro 1	Episodio de volatilidad en los mercados financieros en agosto	23
Recuadro 2	La CNMV publica los informes sobre gobierno corporativo y de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas del ejercicio 2023	36
Recuadro 3	Aplicación del Reglamento MiCA, publicación de los manuales de autorización y notificación por parte de la CNMV	52

1 Panorámica general

La evolución reciente de los mercados tanto en el ámbito nacional como en el internacional está condicionada por el cambio de orientación de las políticas monetarias y las perspectivas al respecto en los próximos meses, así como por la reciente intensificación del conflicto geopolítico en Oriente Medio, cuyo desarrollo y efectos sobre la actividad económica son difíciles de evaluar. Aunque las tasas de inflación han mostrado durante la mayor parte del ejercicio un comportamiento positivo que las ha acercado al objetivo de precios de los bancos centrales y ha favorecido las rebajas de tipos, la reciente escalada de tensión en Oriente Medio podría afectar al precio de la energía y las materias primas generando nuevos repuntes de precios y posponiendo las esperadas rebajas adicionales de tipos. A su vez, la actividad económica, que experimenta una evolución dispar entre regiones (EE. UU. muestra dinamismo en su actividad, pero tanto la zona euro como China presentan crecimientos débiles), podría verse debilitada en un contexto de ralentización de los niveles de actividad de la zona euro y elevado endeudamiento de las grandes economías.

El ejercicio 2024 se ha caracterizado por el cambio de orientación de las políticas monetarias, con el Banco Central Europeo (BCE) liderando las rebajas de tipos. El BCE se ha anticipado a su homólogo en los EE. UU. con una primera rebaja de los tipos en junio —por primera vez en 8 años— de 25 puntos básicos (p.b.). Posteriormente, en septiembre rebajó 25 p.b. el tipo de interés de la facilidad de depósito¹, nueva referencia sobre la que se orienta su política monetaria². Por otra parte, la Reserva Federal ha ido posponiendo la rebaja de los suyos hasta la última parte de septiembre, cuando los recortó 50 p.b. hasta el rango del 4,75-5 %, al igual que han hecho otras autoridades monetarias como el Banco de Inglaterra (25 p.b. en julio) o propio Banco Central de China. En sentido contrario, el Banco de Japón ha normalizado sus tipos aplicando 2 subidas que han acabado con sus valores negativos y los han situado en el 0,25 %.

Los mercados financieros han acogido con ganancias de precios este escenario de mejora de la inflación, cambios en la política monetaria y perspectivas de rebajas de tipos, a pesar de que estas se han ido posponiendo en el tiempo. La repercusión en los mercados de los indicadores sobre la evolución de la actividad económica, especialmente del mercado laboral, ha sido más relevante en EE. UU. que en Europa. En el caso de los mercados bursátiles, los principales índices de renta variable acumularon ganancias significativas en el primer trimestre del año, que se

1 En octubre realizó una tercera rebaja adicional de 25 p.b.

2 También reajustó el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, situándolo en 15 p.b.

corrigieron en parte en el segundo y, finalmente, se reanudaban en el tercero tras producirse los recortes de tipos por parte de los bancos centrales. Así, los avances acumulados en el ejercicio se sitúan en la zona euro entre el 1,2 % del francés Cac 40 y el 17,6 % del Ibex 35 (10,6 % el Eurostoxx 50), mientras que los estadounidenses se revalorizan entre el 12,3 % y el 21,2 % y los japoneses algo más del 13 %. En general, no obstante, se extiende la percepción de que se puedan estar infravalorando algunos riesgos y de que podría existir una cierta sobrevaloración en algunos mercados. De ser así, el desencadenamiento en el futuro de *shocks* no necesariamente financieros puede originar reevaluación de los riesgos de algunos activos, con las correspondientes correcciones de mercados, y dar lugar a nuevos episodios de volatilidad en el futuro.

Los mercados de deuda soberana a largo plazo han registrado descensos en sus rendimientos durante el tercer trimestre del año —que han sido de entre 35 y 50 p.b. en la zona euro y de 58 p.b. en el caso de EE. UU.— al amparo de las rebajas de tipos y las perspectivas sobre su evolución en los próximos meses. La evolución de estos rendimientos a lo largo del año ha sido irregular, puesto que las expectativas iniciales de rebajas de tipos se fueron retrasando conforme este avanzaba. Por ello, el descenso en las rentabilidades no se ha consolidado hasta que dichas rebajas se han materializado y ha tenido mayor impacto en los tramos más cortos de la curva, provocando cierto aplanamiento de esta. Al cierre del trimestre, el rendimiento de la deuda a 10 años se situaba por debajo del 3,8 % en EE. UU., mientras que en la zona euro oscilaba entre el 2 % y el 3,5 % (en España este rendimiento alcanzaba el 2,93 %).

En este contexto, el indicador de estrés de los mercados financieros españoles³ se ha mantenido este último trimestre, en líneas generales, en un nivel de riesgo bajo (por debajo de 0,27) hasta situarse la primera semana de octubre en 0,20⁴. Así, este indicador registró valores similares a los de la primera mitad del año y se mantuvo la mayor parte del trimestre por debajo de 0,25 (véase gráfico 1). Tan solo a principios de agosto el indicador de estrés se incrementó hasta un nivel de riesgo medio (0,30), tras el notable descenso que se produjo en las cotizaciones bursátiles a nivel mundial. De manera individual, el segmento que ha alcanzado los mayores niveles de riesgo ha sido el de los mercados monetarios (renta fija a corto plazo), que se ha situado alrededor de 0,60 en todo el periodo, alcanzando de forma

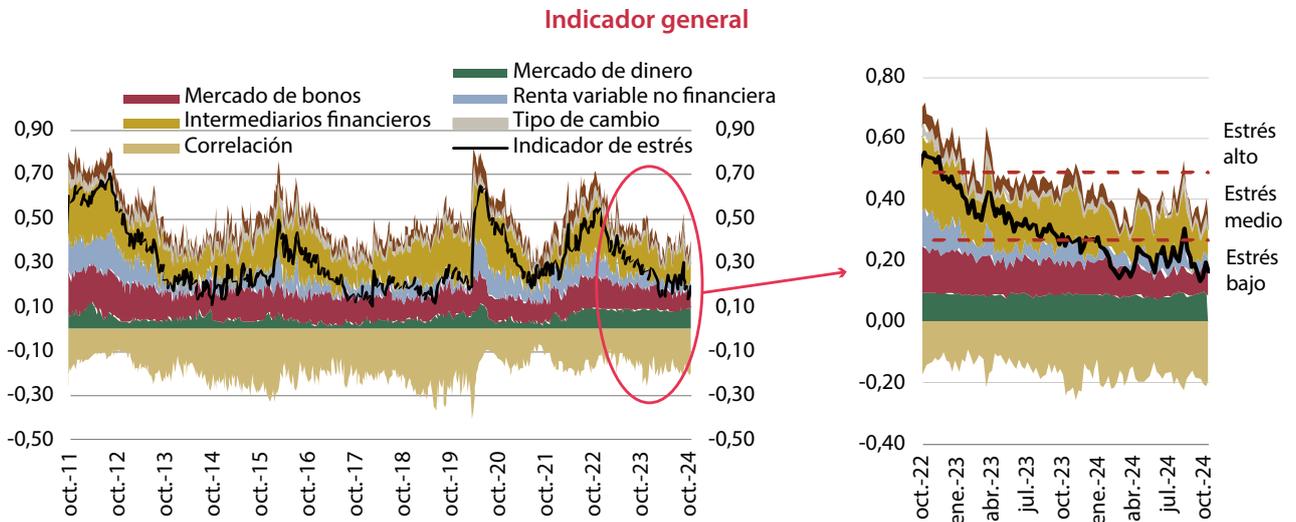
3 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta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

4 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 4 de octubre.

puntual máximos de 0,65. Por el contrario, en el mercado de bonos (renta fija a largo plazo), con la relativa estabilización de los tipos de interés, se redujo el nivel de estrés levemente, oscilando entre 0,35 y 0,50.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Tipos de interés a corto plazo¹ (%)				
Tipo de interés oficial	4,50	4,50	4,25	3,65
€STR 3 meses	3,90	3,92	3,91	3,68
€STR 12 meses	3,16	3,63	3,87	3,91
Tipos de cambio²				
Dólar/euro	1,11	1,08	1,07	1,12
Yen/euro	156,30	163,50	171,90	159,80
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	2,44	2,57	2,69	2,07
5 años	2,06	2,38	2,51	2,04
10 años	2,11	2,36	2,49	2,18
EE. UU.				
3 años	4,19	4,38	4,51	3,52
5 años	4,00	4,20	4,32	3,51
10 años	4,01	4,21	4,30	3,73
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años³ (p.b.)				
Zona euro				
<i>High yield</i>	552	509	514	496
BBB	184	161	158	148
AAA	74	74	83	79
EE. UU.				
<i>High yield</i>	409	368	373	366
BBB	159	141	137	129
AAA	71	68	56	53
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales⁴ (%)				
Eurostoxx 50	8,3	12,4	-3,7	2,2
Dow Jones	12,5	5,6	-1,7	8,2
Nikkei	5,0	20,6	-1,9	-4,2
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	65,3	30,5	32,8	5,3
Bovespa (Brasil)	15,1	-4,5	-3,3	6,4
Shanghai Comp. (China)	-4,4	2,2	-2,4	12,4
BSE (India)	11,2	4,1	9,0	7,6
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	7,1	9,6	-1,2	8,5
PER del Ibex 35 ⁵	10,8	10,6	10,8	10,7
Volatilidad del Ibex 35 ⁶ (%)	13,3	11,3	10,1	11,4
Contratación en el SIBE ⁷	1.144	1.213	1.526	973

Fuente: CNMV, Refinitiv Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final del periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. En la zona euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

2 Mercados de renta fija

2.1 Tipos de interés

Durante el tercer trimestre de 2024, los tipos de interés a corto plazo de las principales economías registraron importantes bajadas tras las reducciones de tipos aplicadas por los principales bancos centrales. Estos han optado por seguir dichas políticas monetarias con el fin de impulsar la economía una vez que la inflación se estima controlada y cercana a los objetivos de las entidades. Estas reducciones de tipos de interés por parte de los bancos centrales rompen con las políticas restrictivas aplicadas por ellos desde finales de 2021 con el objetivo de combatir los altos niveles de inflación de la economía. Durante este periodo, el BCE se ha anticipado a su homólogo en EE. UU. realizando las primeras reducciones de tipos en junio, lo que ha aumentado el diferencial de los tipos de interés a 3 meses entre EE. UU. y la zona euro. A mediados de año, dicho diferencial se situaba en 166 p.b. y descendía hasta 147 p.b. a finales de septiembre (véase gráfico 2).

Esta bajada se produjo el 6 de junio y supuso un recorte de 25 p.b. en los 3 tipos oficiales del BCE. Tras esta, el 12 de septiembre se decidió continuar con estas políticas con otra reducción de 25 p.b.⁵ para el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, sobre el que se orienta la política monetaria. Por otra parte, también se reajustó el diferencial entre el tipo interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, situándolo en 15 p.b. De esta forma, los tipos marcados por la autoridad monetaria europea al cierre del tercer trimestre de 2024 se situaban en el 3,65 % para las operaciones principales de refinanciación, en el 3,50 % para la facilidad marginal de depósito y en el 3,90 % para la de crédito.

En consonancia con estas políticas, los tipos de interés a 3 meses⁶ han descendido 27 p.b. desde principios de año en la zona euro, situándose en el 3,65 % a finales de septiembre. Las bajadas de tipos de interés decididas por la autoridad monetaria han tenido en cuenta, entre otras cosas, una reducción del crecimiento económico respecto a las previsiones de principios de año y una inflación que, si bien sigue siendo alta, se ha moderado en los últimos periodos. Pese a ello, el BCE afirma que su objetivo a medio plazo es asegurar que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2 %, manteniendo para ello los tipos de interés oficiales en niveles suficientemente restrictivos.

5 El 17 de octubre hubo un nuevo recorte adicional de 25 p.b., hasta el 3,25 %, su nivel más bajo desde mayo de 2023. Asimismo, el BCE señaló que los últimos datos confirman el descenso de la inflación y mostró cierta preocupación por los débiles datos económicos.

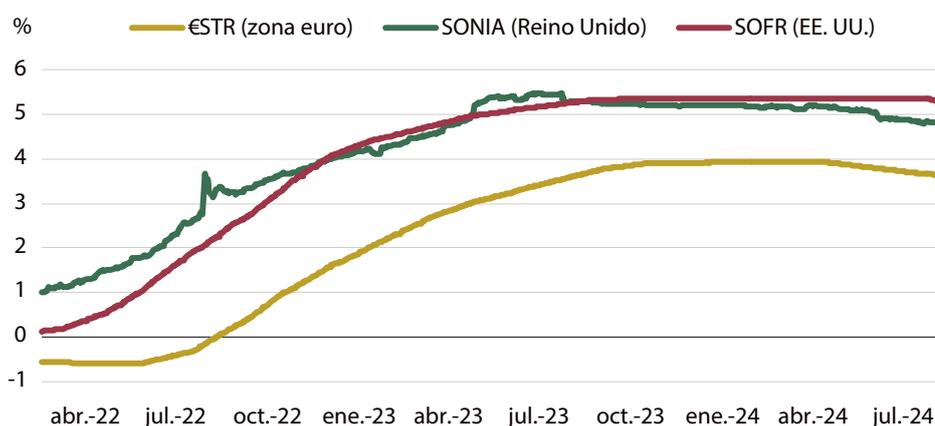
6 Tipos €STR.

En cuanto a los programas de compras realizados por el BCE, el tamaño de la cartera APP⁷ continúa disminuyendo al ritmo esperado, una vez detenidas las reinversiones de los principales. En el marco del programa PEPP⁸, el Eurosistema ha dejado de reinvertir íntegramente el principal de los valores vencidos, reduciendo la cartera del programa en 7.500 millones de euros mensuales en promedio. Se espera que se las reinversiones de este programa finalicen en su totalidad a finales de año.

En EE. UU. los tipos de interés a 3 meses⁹ apenas se redujeron en 5 p.b. durante el último trimestre, situándose así en el 5,31 %. Este ligero descenso viene dado por la reciente bajada del tipo oficial en 50 p.b. realizada por la Reserva Federal (FED) a mediados del mes de septiembre, al pasar del 5,25-5,50 % al 4,75-5,00 %. Se espera que los tipos de interés sigan bajando en los próximos meses conforme el mercado absorba las nuevas medidas aplicadas por la FED. Además de dicha reducción, la autoridad monetaria indicó que continuará con su política de reducción de su cartera de activos.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 2



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

Por parte del Banco de Inglaterra se realizó una bajada de tipos de 25 p.b. a finales del mes de julio, pasando del 5,25 % al 5 %. En su última reunión, celebrada en septiembre, se decidió no aplicar ninguna reducción de tipos adicional. Los tipos de interés a corto plazo han registrado un descenso respecto a mitad de año (la referencia SONIA a 3 meses cerró septiembre en el 4,82 %, 39 p.b. menos que a 30 de junio).

En China los tipos de interés oficiales se han reducido en 10 p.b. durante el tercer trimestre, con la intención de fortalecer la demanda interna y, a su vez, aumentar la presión sobre los precios de la economía china, que sufría de deflación a

7 APP: Programa de compra de activos (*Asset Purchase Programme* en inglés)

8 PEPP: Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*Pandemic Emergency Purchase Programme* en inglés).

9 Tipos SOFR.

principios de año. A consecuencia de esta política, los tipos de interés a corto plazo han registrado ligeros descensos en todos los plazos (la referencia SHIBOR a 3 meses cerró septiembre en el 1,84 %, 8 p.b. menos que a mitad de año).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Zona euro								
Oficial	0,00	0,00	2,50	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65
3 meses	-0,54	-0,58	2,07	3,90	3,90	3,92	3,91	3,68
6 meses	-0,52	-0,54	2,57	3,73	3,73	3,93	3,94	3,81
12 meses	-0,50	-0,50	3,03	3,16	3,16	3,63	3,87	3,91
EE. UU.								
Oficial	0,25	0,25	4,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00
3 meses	0,23	0,21	4,74	5,35	5,35	5,35	5,35	5,36
6 meses	0,26	0,31	5,16	5,33	5,33	5,39	5,39	5,39
12 meses	0,34	0,52	5,47	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido²								
Oficial	0,10	0,25	3,50	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00
3 meses	0,03	0,16	3,78	5,22	5,22	5,20	5,16	4,84
6 meses	0,04	0,36	4,30	5,19	5,19	5,13	5,11	4,66
12 meses	0,10	0,72	4,39	4,93	4,93	4,94	4,96	4,30
China³								
Oficial	3,85	3,80	3,65	3,45	3,45	3,45	3,45	3,35
3 meses	2,93	2,49	2,32	2,57	2,57	2,16	1,94	1,85
6 meses	3,01	2,59	2,42	2,60	2,60	2,21	1,99	1,90
12 meses	3,14	2,74	2,55	2,62	2,62	2,27	2,07	1,95

Fuente: Refinitiv Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Desde 2023 contiene las referencias recomendadas como alternativa al Libor: en la zona euro, los tipos €STR; en EE. UU., los SOFR, y en el Reino Unido, la referencia SONIA. Datos hasta el 30 de septiembre.
- 2 También se ha incluido la referencia SONIA a 12 meses en el dato de diciembre de 2022 debido a la finalización del LIBOR en libras a este plazo.
- 3 El tipo de referencia utilizado es el SHIBOR para los plazos a 3, 6 y 12 meses.

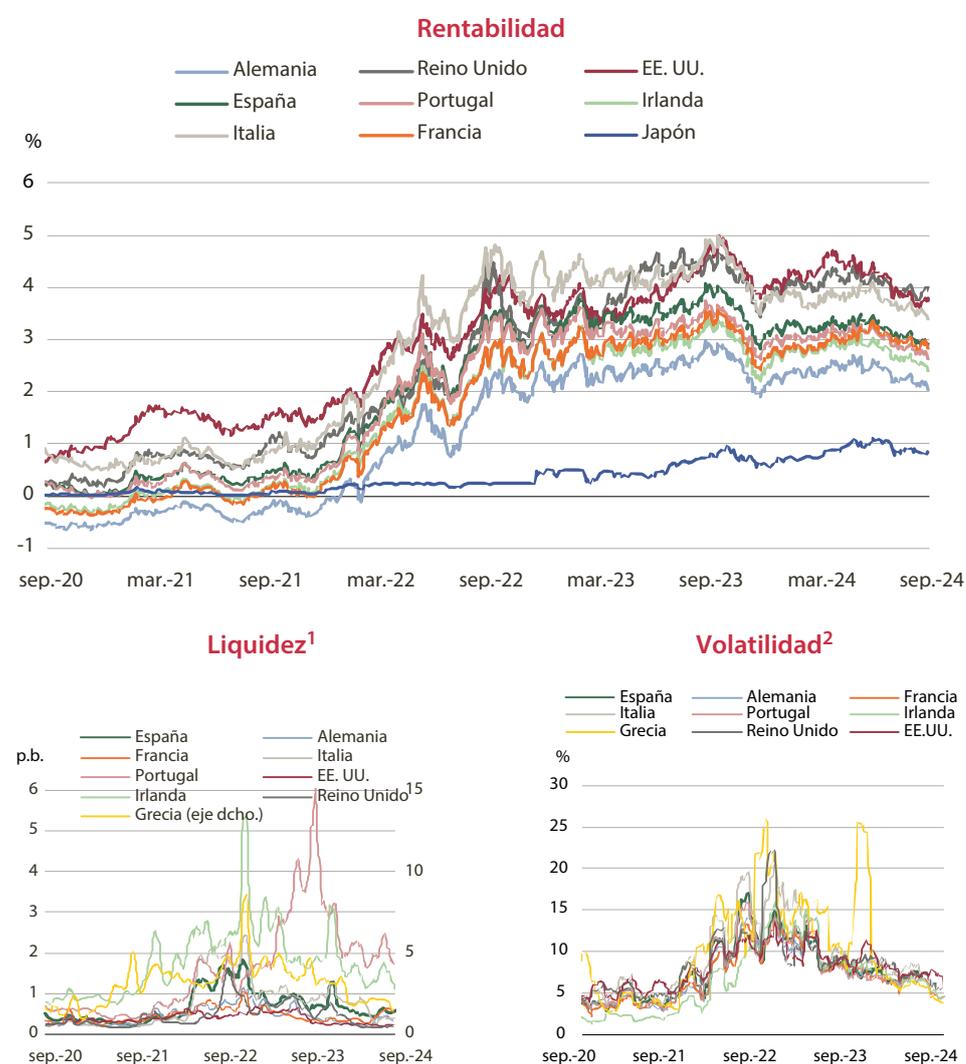
En este contexto, los movimientos en el rendimiento de los bonos soberanos a 10 años durante el último trimestre han sido a la baja en términos generales, tanto a nivel europeo como en el caso de EE. UU. Estos descensos han seguido las políticas monetarias aplicadas por los distintos bancos centrales y las expectativas alrededor de estas, basadas en la fortaleza de sus economías y los datos de inflación. Así, en EE. UU. el descenso del rendimiento del bono soberano fue de 58 p.b. en dicho trimestre, situándose al finalizar este en el 3,79 %. Dentro de la zona euro, las bajadas trimestrales fueron relativamente homogéneas, situándose entre los 35 p.b. y los 50 p.b. en la mayoría de los casos. En el Reino Unido, su bono a 10 años

registró un descenso más leve que en el resto de las economías comentadas, al pasar del 4,18 % al 4,01 %, lo que supone un descenso de 17 p.b.

El balance anual apenas arroja cambios en estos rendimientos en los casos de la zona euro y EE. UU., mientras que por parte del Reino Unido estos han mostrado una subida. Esta situación se debe a las expectativas de finales de 2023 sobre pron-
tas bajadas de tipos, que, finalmente, acabaron postergándose hasta mitad de año. En la zona euro se refleja cierta estabilidad, con variaciones de tipos de entre -10 p.b. y +10 p.b. para la mayoría de países. Fuera de este rango se encuentran, en un extre-
mo, Italia, con un descenso de 25 p.b., y, en el otro, Francia, con un incremento de 36 p.b. En EE. UU. únicamente ha habido un ligero descenso de 8 p.b., mientras que en el Reino Unido el aumento ya comentado alcanzó los 47 p.b.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

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

El descenso de los rendimientos en los tramos más cortos está produciendo una corrección en la curva de tipos en la mayoría de las economías de referencia. Esta situación rompe con la tendencia de las curvas hacia la inversión, producida en periodos anteriores como consecuencia de las políticas de subidas de tipos aplicadas por los bancos centrales.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 3

%

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Alemania								
3 años	-0,78	-0,72	2,23	2,44	2,44	2,57	2,69	2,07
5 años	-0,75	-0,56	2,16	2,06	2,06	2,38	2,51	2,04
10 años	-0,57	-0,31	2,13	2,11	2,11	2,36	2,49	2,18
EE. UU.								
3 años	0,19	0,95	4,05	4,19	4,19	4,38	4,51	3,52
5 años	0,38	1,23	3,77	4,00	4,00	4,20	4,32	3,51
10 años	0,93	1,46	3,62	4,01	4,01	4,21	4,30	3,73
Reino Unido								
3 años	-0,07	0,61	3,37	3,92	3,92	4,02	4,13	3,68
5 años	-0,04	0,67	3,41	3,77	3,77	3,93	4,03	3,76
10 años	0,26	0,83	3,38	3,77	3,77	4,01	4,15	3,90
China								
3 años	2,96	2,58	2,51	2,42	2,42	2,13	1,80	1,48
5 años	3,10	2,72	2,69	2,52	2,52	2,25	1,99	1,71
10 años	3,43	2,94	2,97	2,67	2,67	2,32	2,29	2,13

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 30 de septiembre.

Episodio de volatilidad en los mercados financieros en agosto

RECUADRO 1

Tras una primera mitad del año con importantes avances en los principales mercados bursátiles mundiales (véase cuadro 1), que llevaron a la gran mayoría de ellos a alcanzar sus máximos históricos, el temor a una recesión económica en EE. UU. desató un episodio de turbulencias que provocó caídas significativas en los primeros días del mes de agosto. La situación se revirtió rápidamente, pero intensificó las expectativas sobre una primera rebaja de tipos por parte de la Reserva Federal en septiembre, a la vez que puso de manifiesto algunos riesgos para la estabilidad financiera.

Aunque el detonante del episodio fue la fuerte caída de los índices japoneses unida al fenómeno de *carry trade* que se comenta más adelante, el precedente de las caídas tuvo lugar en la publicación de un dato débil de empleo en EE. UU. en julio¹ —situado por debajo de lo esperado—, que defraudó las expectativas

de los inversores que confiaban en la fortaleza económica del país y su crecimiento, a pesar del mantenimiento de los elevados tipos de interés. A esta situación se sumó la mencionada caída de los índices japoneses (el Nikkei retrocedió un 12,4 % en la jornada del lunes 5 —su mayor descenso desde 1987— hasta eliminar las ganancias del año, y estas caídas se extendieron a otros mercados asiáticos. La subida de los tipos de interés a finales de julio por parte del Banco de Japón —hasta su nivel más alto desde 2008— propició una rápida revalorización del yen que afectó a los inversores que se endeudaban en yenes para financiar sus inversiones en otros mercados con mayores expectativas de rendimiento, como EE. UU. y Europa. Las pérdidas derivadas de esta estrategia, denominada *carry trade*, obligaron a los inversores asiáticos a liquidar sus inversiones en activos de riesgo.

A ello se unieron las caídas de las grandes empresas tecnológicas, cuyas cotizaciones son muy elevadas y alcanzan valoraciones muy exigentes. Las denominadas *siete magníficas*² —con la excepción de Tesla— acumulaban una fuerte revalorización en el año, al amparo de las expectativas de crecimiento generadas en torno a la inteligencia artificial. Sin embargo, los inversores han comenzado a cuestionar sus elevados precios, puesto que los resultados de algunas compañías se han situado por debajo de las previsiones y los plazos para generar resultados serán más largos de lo inicialmente esperado.

Todo ello provocó un escenario de volatilidad de las cotizaciones³, favorecido por la caída de la liquidez y de los volúmenes de negociación de las bolsas en agosto, que dio lugar a importantes descensos en las cotizaciones de los valores de todos los sectores y llevó a muchos mercados bursátiles a presentar los mayores retrocesos de los últimos dos años⁴. Posteriormente, los mensajes de miembros de la Reserva Federal⁵ señalando que la institución actuará para corregir cualquier deterioro de la economía estadounidense y descartando que el país esté al borde de la recesión, así como la publicación del indicador ISM del sector servicios de julio⁶, hicieron que los inversores moderaran sus temores sobre la debilidad del crecimiento de la economía de EE. UU. y apostaran por la continuidad del crecimiento, algo que fue recogido con una recuperación de las bolsas (véase cuadro 1).

Los efectos de este episodio de turbulencias se trasladaron a los rendimientos de los bonos, que cayeron ante la posibilidad de que los bancos centrales pudieran acelerar los recortes de tipos para hacer frente a la debilidad de la economía (el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. descendió a niveles similares a los de la primera mitad de 2023⁷), así como a los tipos de cambio de las divisas, que presentaron notables oscilaciones. Además, las dos criptodivisas más líquidas —el *bitcoin* y el *Ethereum*— corrigieron también sus precios de modo significativo.

Tras este episodio de turbulencias en los mercados financieros, se han producido nuevas rebajas de tipos tanto por parte del Banco Central Europeo (BCE) como de la Reserva Federal⁸. Existe la percepción de que la extensión de la política monetaria restrictiva podría estar lastrando el crecimiento. Asimismo, los inversores empiezan a cuestionarse la posibilidad de que estén infravalorando algunos riesgos y de que determinados mercados, compañías o sectores, como

las *big tech*, puedan estar sobrevalorados⁹. También existe una cierta sensación de que los bajos niveles de volatilidad no están recogiendo adecuadamente los riesgos geopolíticos crecientes, el débil crecimiento de algunas regiones y la escasa disciplina fiscal y el elevado nivel de deuda pública de muchas economías. Este contexto invita a pensar que desencadenamientos futuros de *shocks* —no necesariamente financieros (en este caso asociados a la peor expectativa de crecimiento en EE. UU.)— pueden dar lugar a una reevaluación de los riesgos de algunos activos y a nuevos episodios de volatilidad en el futuro.

Evolución de la rentabilidad de los principales índices bursátiles CUADRO R1.1

	ene.-1 ago. 24	1-5 ago. 24	ene.-5 ago. 24	ene.-15 ago. 24
Zona euro				
Eurostoxx 50	5,4	-4,1	1,1	6,3
Dax 30	7,9	-4,1	3,5	8,5
Cac 40	-2,3	-3,0	-5,2	-1,6
Ibex 35	7,4	-4,0	3,2	7,8
EE. UU. y Japón				
Dow Jones	7,1	-4,1	2,7	7,6
S&P 500	14,2	-4,8	8,7	16,2
Nasdaq	14,5	-5,8	7,9	17,2
Nikkei 225	13,9	-17,5	-6,0	9,7
Topix	14,3	-17,6	-5,9	9,9

Fuente: Refinitiv Datastream.

- 1 El dato de empleo de julio, publicado el 2 de agosto, recogió la creación de 114.000 puestos de trabajo, por debajo de los 175.000 esperados. Asimismo, la tasa de desempleo aumentó 2 décimas, hasta el 4,3 %, acumulando 4 meses consecutivos de alzas.
- 2 Las denominadas *siete magníficas* (Amazon, Apple, Alphabet —Google—, Meta —Facebook—, Microsoft, Nvidia y Tesla) acumulaban hasta finales de julio revalorizaciones de entre un 11,4 % y más de un 135 %, salvo Tesla, que retrocedía más de un 8 %, que se unían a los fuertes avances acumulados durante el ejercicio 2023.
- 3 El índice de volatilidad VIX alcanzó su nivel más alto desde la pandemia.
- 4 A lo largo de la sesión del lunes 5 de agosto algunos índices como el Nasdaq llegaron a retroceder más del 6 %.
- 5 Asimismo, responsables del Banco de Japón señalaron que el banco central no subirá los tipos cuando los mercados financieros estén inestables.
- 6 El dato de ISM del sector servicios de julio alcanzó un valor de 51,4, por encima de los 48,8 puntos del mes anterior.
- 7 El rendimiento de los bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años se situó por debajo del 3,8 %.
- 8 El BCE bajó los tipos de interés 25 p.b. el 12 de septiembre, mientras que la Reserva Federal los recortó en 50 p.b. el 18 del mismo mes.
- 9 En EE. UU. las ratios PER más elevadas se concentran en los valores de los sectores de la tecnología, la farmacia y la salud y el inmobiliario, mientras que en el mercado español esto sucede en los sectores de la farmacia, el inmobiliario y el de los bienes de consumo.

En España, el rendimiento de la deuda pública y privada a corto plazo ha registrado descensos durante 2024, tras las políticas de reducción de tipos aplicadas por parte del BCE de cara a la segunda mitad de año. Así, los activos de deuda pública han ido ofreciendo rendimientos inferiores conforme el BCE ha aplicado las reducciones sobre los tipos, de manera que, en septiembre, el rendimiento de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses era del 3,02 %, 3,09 % y 2,83 %, respectivamente, en promedio mensual, lo que supone descensos en el trimestre de entre 32 p.b. y 55 p.b. y de entre 44 p.b. y 55 p.b. en el conjunto del año.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 4

%								
	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,70	-0,78	1,49	3,56	3,56	3,62	3,50	3,02
6 meses	-0,59	-0,63	2,16	3,57	3,57	3,63	3,41	3,09
12 meses	-0,63	-0,60	2,47	3,28	3,28	3,46	3,38	2,83
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,49	0,38	2,27	4,24	4,24	3,87	3,70	3,60
6 meses	0,55	0,50	0,98	5,21	5,21	3,18	3,77	3,43
12 meses	1,44	0,81	1,46	4,06	4,06	2,96	3,27	2,98

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

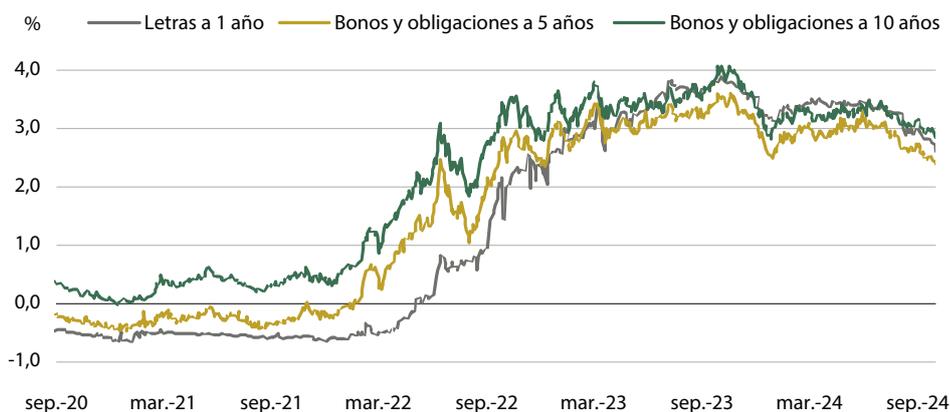
1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

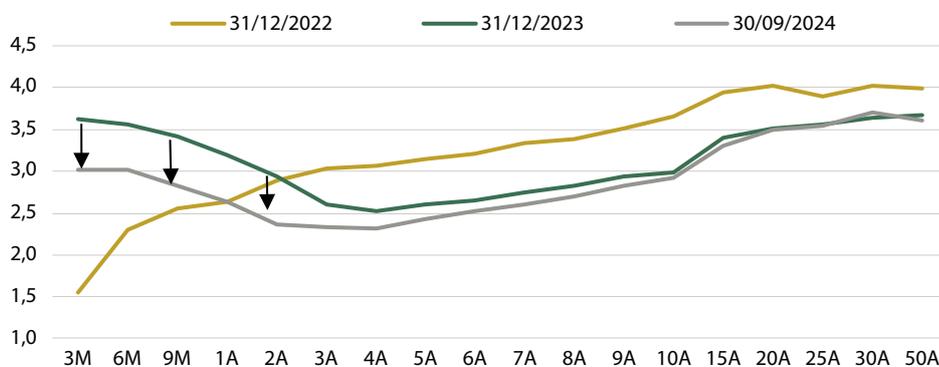
Por su parte, el rendimiento de los activos de deuda privada a corto plazo se situó en septiembre en el 3,60 %, el 3,43 % y el 2,98 % en los plazos de 3, 6 y 12 meses, respectivamente. Estas cifras implican un descenso de entre 10 p.b. y 34 p.b. respecto al trimestre anterior y de hasta 1,8 puntos porcentuales (p.p.) en el conjunto del año. Estas cifras responden a los descensos de tipos oficiales aplicados por parte del BCE.

Los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo experimentaron también descensos durante el último trimestre, similares a los registrados por los activos a corto plazo en el caso de la deuda pública. Así, el tipo de interés de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba en septiembre (en promedio mensual) en el 2,48 %, el 2,54 % y el 2,98 %, lo que suponía reducciones respecto a junio de entre 37 p.b. (obligaciones a 10 años) y 58 p.b. (bonos a 3 años). En el acumulado del año estos rendimientos presentan una variación menor y oscilan entre los 10 p.b. y los 27 p.b. Por tanto, estas reducciones de tipos centradas en los tramos más cortos han conllevado un aplanamiento de la curva, corrigiendo así su inversión en periodos anteriores (véanse los paneles del gráfico 4).

Tipos a 1, 5 y 10 años



Curva de tipos



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

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Renta fija pública								
3 años	-0,53	-0,48	2,54	2,75	2,75	2,97	3,06	2,48
5 años	-0,42	-0,20	2,71	2,76	2,76	2,89	3,05	2,54
10 años	0,05	0,39	3,18	3,08	3,08	3,18	3,35	2,98
Renta fija privada								
3 años	-0,19	0,12	3,07	3,96	3,96	4,03	4,03	3,43
5 años	-0,13	0,13	2,93	4,16	4,16	3,95	3,90	3,55
10 años	0,41	0,56	3,11	4,16	4,16	4,12	4,17	3,94

Fuente: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y CNMV.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

En cuanto al descenso de la deuda privada a largo plazo, se observa una reducción similar a la de la deuda pública, tanto en el último trimestre como en todo el año. Así, durante el mes de septiembre, la rentabilidad (en promedio mensual) de estos activos alcanzaba valores del 3,43 %, el 3,55 % y el 3,94 % en los plazos a 3, 5 y 10 años, respectivamente, situándose entre 22 p.b. y 60 p.b. menos que en junio y entre 21 p.b. y 60 p.b. más que en diciembre de 2023. Por tanto, se observa muy poca variación de los rendimientos a largo plazo durante el año a excepción del último trimestre, cuando se aplicaron las políticas de reducción de tipos por parte del BCE.

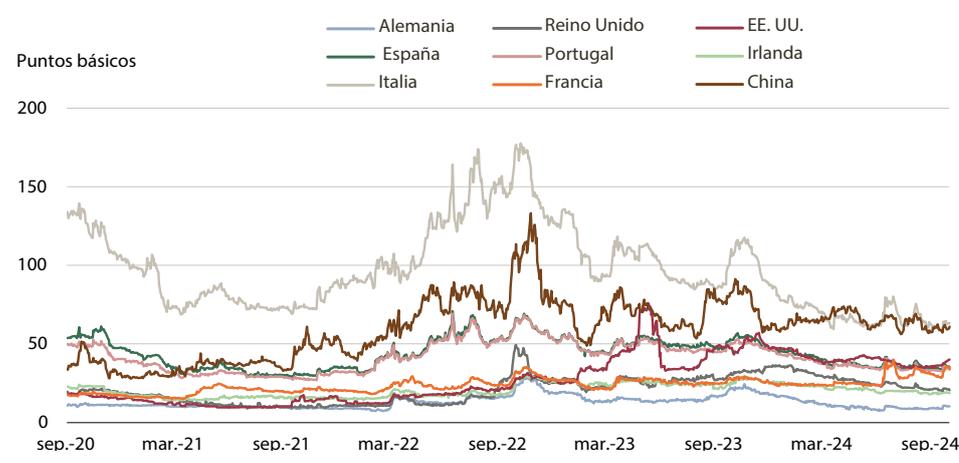
2.2 Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano de las economías avanzadas, analizadas a partir de los contratos CDS (*credit default swap*) a 5 años, muestran disminuciones en la mayor parte de ellas durante este tercer trimestre de 2024. Por una parte, en la zona euro se produjeron mayoritariamente bajadas, algunas muy pronunciadas como las experimentadas en Italia (-16,8 p.b.) y Grecia (-14,7 p.b.) hasta los 63,4 p.b. y 65,3 p.b., respectivamente. La excepción fue el caso de Alemania, donde prácticamente no varió (+0,2 p.b.). Fuera de la zona euro, también se observaron disminuciones en los CDS soberanos de las principales economías, siendo estas de 4,0 p.b., 1,5 p.b. y 6,5 p.b. en el Reino Unido, Japón y China, respectivamente. La excepción en este caso fue EE. UU., donde se produjo una subida de 1,8 p.b. En cualquier caso, se podría concluir que las variaciones, por lo general, no fueron muy pronunciadas, salvo en los casos mencionados de Italia y Grecia, donde las expectativas respecto a la situación económica y fiscal han mejorado en gran medida.

El balance anual de las primas de riesgo derivadas de estos CDS señala disminuciones, en mayor o menor medida, en todas las principales economías, con la excepción de Francia, que ha experimentado una subida de 11,7 p.b. a causa de la inestabilidad política existente en el país galo. De esta manera, las economías que mostraron una disminución más pronunciada fueron el Reino Unido e Italia, de 14,1 p.b. y 12,8 p.b., respectivamente. En el caso de España, la bajada fue de 9,3 p.b.

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

GRÁFICO 5

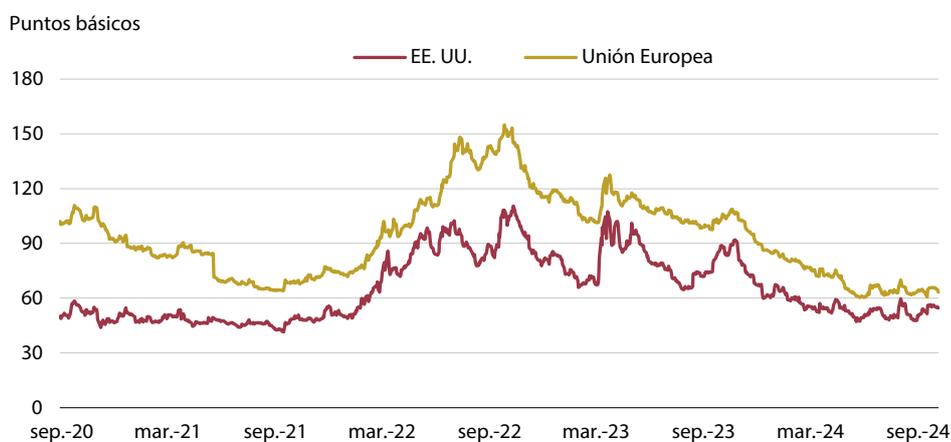


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

Por su parte, las primas de riesgo del sector bancario, analizadas a través de la evolución de los CDS a 5 años, no presentaron grandes modificaciones, con una pequeña subida de 1,7 p.b. en EE. UU. y una pequeña bajada de 1,4 p.b. en Europa. No obstante, como se puede observar en el gráfico 6, ambas han seguido trayectorias descendentes a lo largo del ejercicio, siendo la disminución algo más pronunciada en el caso de Europa. De esta manera, el balance anual arroja descensos de 5,6 p.b. para las primas de riesgo del sector bancario en EE. UU. y de 18,7 p.b. para las del sector bancario europeo. Con todo, los valores registrados en el último día de septiembre fueron de 56,2 p.b. para EE. UU. y de 65,8 p.b. para Europa.

Primas de riesgo de crédito al sector bancario (CDS a 5 años)

GRÁFICO 6



Fuente: Refinitiv Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada han experimentado descensos en el conjunto del año tanto en EE. UU. como en la zona euro, con la excepción de los activos de deuda AAA en esta última, aunque la subida no ha sido muy elevada. Como puede observarse en el cuadro 6, en el resto de activos únicamente se registraron pequeñas subidas en el segundo trimestre, aunque estas se compensaron en el siguiente. En el conjunto de 2024 se registran descensos de en torno a 40 p.b. y 60 p.b. en EE. UU. y la zona euro, respectivamente, en los activos de mayor riesgo; y de entre 30 p.b. y 40 p.b. para los activos BBB. En el caso de los activos de deuda AAA, se observa un ligero aumento de 5 p.b. para los de las compañías de la zona euro y un descenso de 18 p.b. para las de EE. UU.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años, puntos básicos

	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23	dic.-23	mar.-24	jun.-24	sep.-24
Zona euro²								
High yield	443	428	620	552	552	509	514	496
BBB	124	121	227	184	184	161	158	148
AAA	53	66	81	74	74	74	83	79
EE. UU.								
High yield	418	350	501	409	409	368	373	366
BBB	126	119	202	159	159	141	137	129
AAA	47	39	74	71	71	68	56	53

Fuente: Refinitiv Datastream.

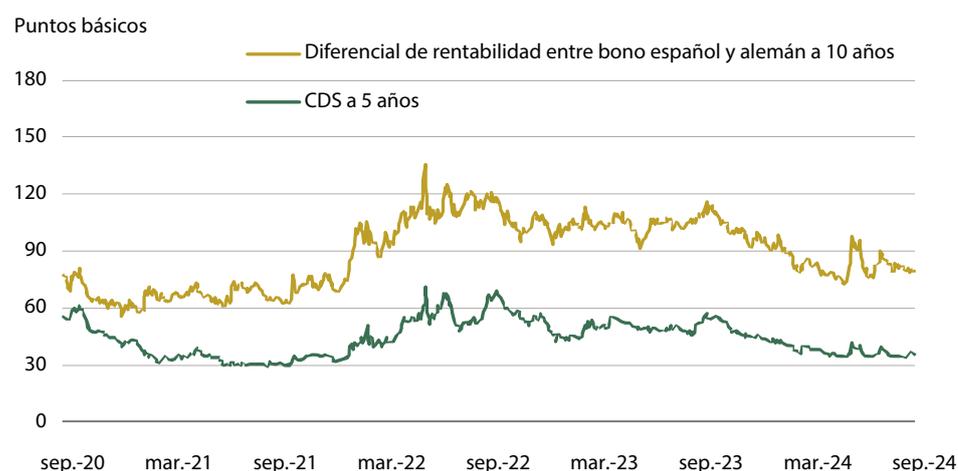
1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 30 de septiembre.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

En España, la prima de riesgo soberano ha seguido una trayectoria decreciente a lo largo del año, presentando pocas oscilaciones. De esta manera, la prima, medida como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo, registraba un valor de 79,8 p.b. al finalizar el mes de septiembre, 6,8 p.b. por debajo del valor registrado al comienzo del trimestre y 17,3 p.b. menos respecto al comienzo del año. El CDS soberano español a 5 años ha mostrado una volatilidad más reducida, alcanzando un valor de 35,3 p.b. al final del tercer trimestre, 4,8 p.b. menos que al finalizar el trimestre anterior y 9,5 p.b. inferior al cierre del pasado ejercicio.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 7



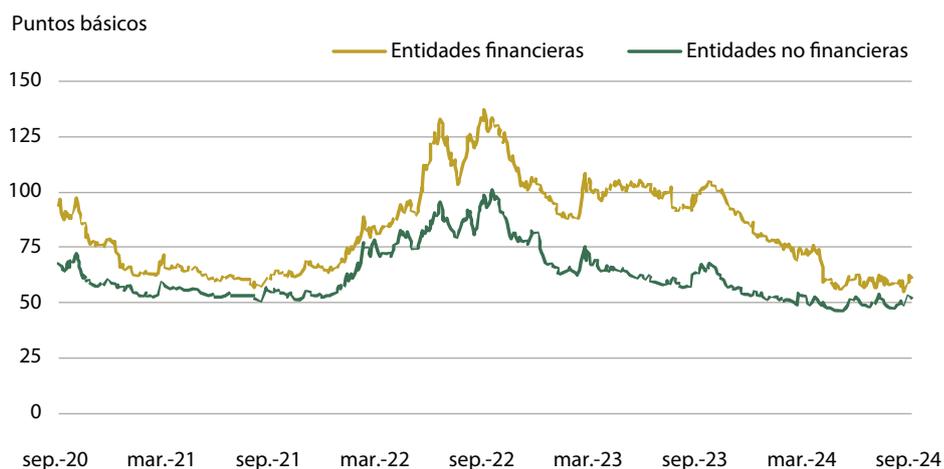
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados españoles experimentaron pocos cambios en el tercer trimestre del año. Como se observa en el gráfico 8, el promedio de los CDS de las entidades financieras se situó el último día de

septiembre en 61,3 p.b., prácticamente el mismo nivel que el registrado al final del segundo trimestre y 23,5 p.b. menos que al cierre de 2023. Por su parte, en las sociedades no financieras los contratos cotizaban de media 52,1 p.b. al final del trimestre, prácticamente igual que al final del segundo trimestre y al cierre del pasado año. Esta evolución favorable en la prima de riesgo de las entidades financieras podría explicarse por las bajadas de tipos de interés, que, aunque afectan negativamente a los márgenes de intermediación, favorecen la reducción de la morosidad.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 8



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

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

2.3 Emisiones de deuda y contratación

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales desde principios de año hasta finales de septiembre aumentaron un 22,9 % en términos interanuales, situándose en algo más de 11,6 billones de dólares¹⁰. Estos aumentos rompen con las tendencias marcadas en años anteriores y se explican, en parte, por las políticas de reducción de tipos recientemente aprobadas por los bancos centrales.

Se observa cierta heterogeneidad entre sectores y entre regiones. Así, en el sector privado, tanto entidades financieras como no financieras han protagonizado un aumento importante en el volumen de emisiones, con un 31,6 % más que en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, los incrementos de emisiones en el sector público tuvieron un impacto inferior, suponiendo un 18,3 % interanual.

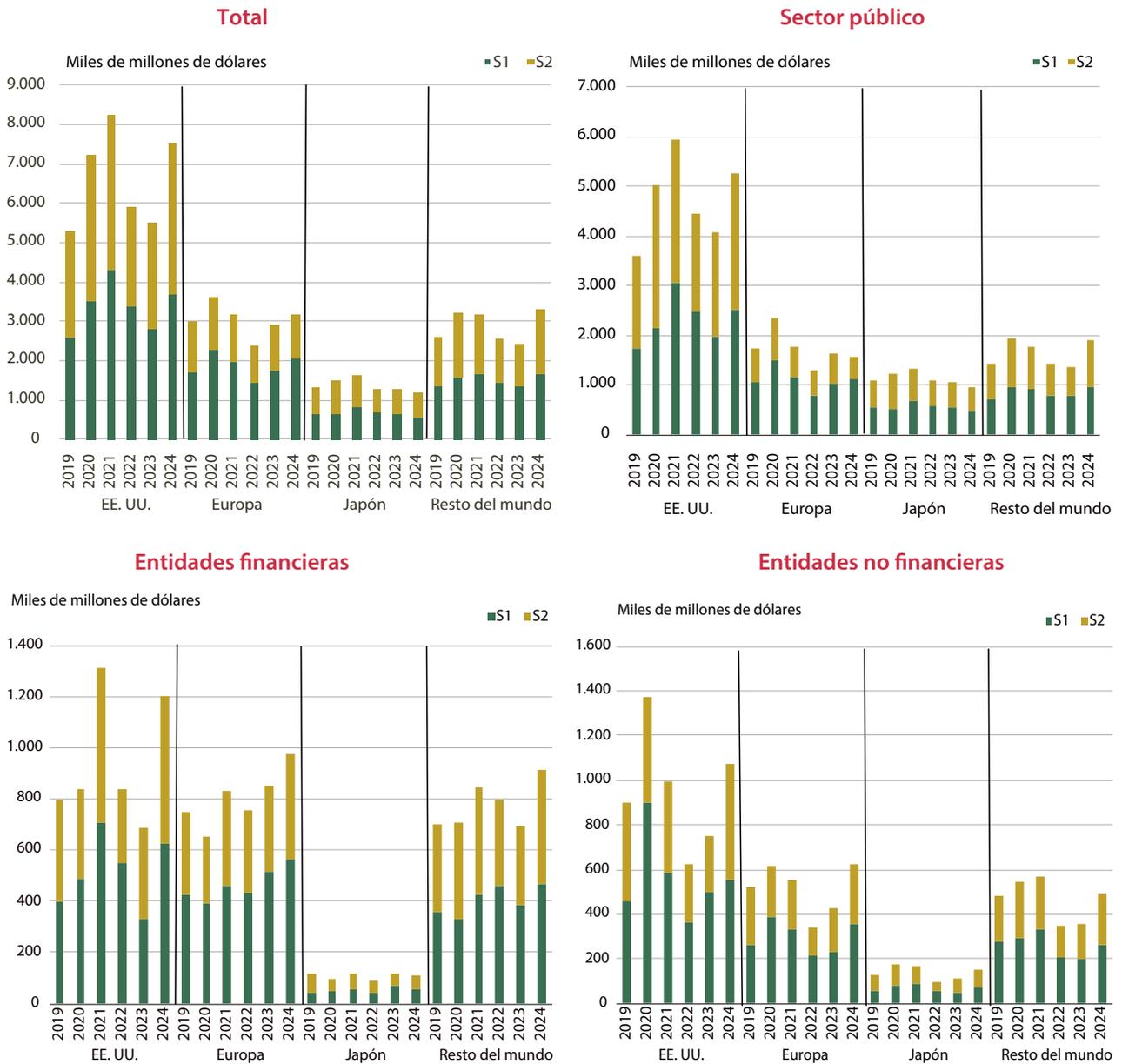
¹⁰ El aumento de las emisiones netas de deuda desde principios de año fue aún más intenso, del 191,1 %, y dio lugar a unas emisiones netas de 3.156.991 millones de dólares. Estas cifras provienen casi en su totalidad del aumento de emisiones.

Por regiones, se observa una divergencia entre la evolución del mercado primario de deuda en Europa y en EE. UU. Mientras que en la economía estadounidense se registró un volumen de emisiones por importe de 5,6 billones de dólares hasta septiembre, un 35,9 % más en términos interanuales, en Europa se emitieron 2,6 billones de dólares, lo que supone un 8,9 % más respecto a 2023. Estas diferencias radican principalmente en la deuda soberana, cuya emisión en Europa apenas aumentó un 0,4 % respecto al año anterior, mientras que en EE. UU. se registraron incrementos del 29,8 %.

Las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron un 18,3 % con respecto a los primeros 9 meses de 2023, hasta los 7,4 billones de dólares. Estos resultados se ven especialmente condicionados por el ya comentado incremento de las emisiones de este tipo de deuda en EE. UU. durante este último año. Estos resultados contrastan con los datos del ejercicio pasado, cuando la emisión de deuda soberana europea avanzó un 24,9 % mientras que la de EE. UU. experimentó una caída del 15,4 %.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por las compañías pertenecientes al sector financiero crecieron un 31,6 % en 2024. El aumento global se explica, en gran parte, por lo acontecido en EE. UU., donde las emisiones de las entidades financieras registraron un avance del 78 %, hasta los 912.400 millones. Este crecimiento se enmarca en un contexto de expectativa de bajadas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal desde finales de 2023. Europa también experimentó aumentos en las emisiones de deuda por parte de las entidades financieras, pero con menos intensidad que en EE. UU., siendo de un 8,6 %. Japón, al contrario, registró descensos de un 16,3 % interanual.

Finalmente, en cuanto al sector privado no financiero, se registró un aumento generalizado de las emisiones de deuda, alcanzando prácticamente los niveles de 2021, momento previo a las subidas de tipos. En EE. UU., Europa y Japón estas subidas fueron del 30,6 %, hasta 812.900 millones de dólares, del 43,1 %, hasta 490.100 millones y del 31,3 %, hasta 111.800 millones, respectivamente. Las cifras del sector en Japón resultan especialmente destacables, ya que contrastan con la reducción de las emisiones en el resto de los sectores.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 30 de septiembre. Los datos correspondientes a los meses faltantes de 2024 han sido semestralizados.

En el caso de las emisiones de renta fija privada realizadas por los emisores españoles, cabe señalar que el importe de las efectuadas en España en el tercer trimestre (registradas en la CNMV y realizadas en el MARF) fue próximo a 10.060 millones de euros y que las efectuadas en el exterior, en julio y agosto, fue próximo a 21.900 millones. Dentro de las emisiones realizadas en España, las registradas en la CNMV se redujeron en un 32 % respecto al mismo trimestre del año anterior. Por su parte, el MARF registró un importe de admisiones de 3.269 millones, cifras muy similares a las del tercer trimestre del año pasado. Así, en este periodo el 68 % de las emisiones en España se registró en la CNMV y el resto se admitió en el MARF.

En lo que va de año, las emisiones de renta fija registradas en España se sitúan en 37.564 millones de euros, un 55 % menos que en 2023 (26.087 millones en la CNMV y 11.477 millones en el MARF). Destaca, al igual que el año anterior, la disminución de emisiones de cédulas hipotecarias (no hubo emisiones en el segundo y tercer trimestres), así como de bonos y obligaciones, convertibles y no convertibles. Por el contrario, los bonos de titulización fueron los únicos activos cuya emisión aumentó: un 44 % más con relación al mismo periodo de 2023. También disminuyó de forma significativa la emisión de pagarés, que, entre enero y septiembre, ascendió a 9.526 millones, un 59 % menos que en 2023.

Las emisiones admitidas en el MARF hasta septiembre alcanzaron un importe de 11.477 millones de euros, un 5,1 % más que en el mismo periodo de 2023 (10.925 millones). Durante el año ha aumentado aún más la importancia relativa de los pagarés dentro de este mercado, alcanzando un 98 % de los registros totales.

Emisiones brutas de renta fija privada registradas en España

CUADRO 7

Importes nominales en millones de euros

CNMV	2020	2021	2022	2023	2024			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
A largo plazo	81.353	59.533	59.073	45.446	6.050	8.131	2.370	16.551
Bonos y obligaciones no convertibles ²	4.945	3.080	1.739	3.620	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles	0	1.210	1.800	1.130	600	0	0	600
Cédulas hipotecarias	22.960	28.920	31.350	20.550	2.700	0	0	2.700
Cédulas territoriales	9.150	5.500	3.540	750	0	0	0	0
Bonos de titulización	36.281	18.376	20.645	14.666	2.000	8.131	2.370	10.131
Participaciones preferentes	1.750	1625	0,0	1.350	750	0	0	750
Otras emisiones	6.266	823	0,0	3.380	0	0	0	0
A corto plazo¹	22.257	20.157	39.524	25.706	2.450	2.655	4.421	9.536
Pagarés de empresa	22.257	20.157	39.524	25.706	2.451	2.655	4.421	9.536
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	103.610	79.690	98.598	70.522	8.500	10.796	6.791	26.087
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas:	14.312	5.727	1.825	3.864	950	525	304	1.779
Admitidas en el MARF	9.651	13.968	13.772	15.272	4.440	3.768	3.269	11.477
Total	113.261	93.658	112.370	85.824	12.940	14.564	10.060	37.564

Fuente: CNMV.

- Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.
- El registro de la CNMV también incorpora las emisiones de la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que por pertenecer al sector público no se incluyen en este cuadro. El importe de emisiones de esta sociedad en 2023 fue de 8.437 millones de euros, efectuados íntegramente en el primer trimestre.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante el tercer trimestre (julio y agosto) fueron cercanas a 21.900 millones de euros, importe que asciende 89.000 en el acumulado del año. Este último resulta un 8,2 % inferior a la cifra registrada en el mismo periodo del ejercicio anterior y se explica por el importante retroceso de las emisiones a corto plazo (42,8 %), que no se pudo compensar con el aumento de las emisiones a largo plazo (22,2 %). Es importante señalar que parece haberse producido una cierta especialización en el tipo de emisiones de largo plazo que se realiza en el exterior y en España: en el exterior las emisiones se concentran mayoritariamente en bonos y obligaciones convencionales, mientras que en el caso de las emisiones registradas en la CNMV estas pertenecen, sobre todo, a bonos de titulización.

Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 8

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2023	2024			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
A largo plazo	46.282	64.089	48.037	64.119	34.792	13.703	10.237	58.733
Participaciones preferentes	1.850	3.820	0	2.744	0	0	1.407	1.407
Obligaciones subordinadas	0	1.350	0	1.368	0	0	2.000	2.000
Bonos y obligaciones	44.432	58.920	48.037	59.013	34.792	13.703	6.830	55.325
Bonos de titulización	0	0	0	994	0	0	0	0
A corto plazo	45.714	63.104	64.834	70.104	8.904	8.939	11.631	29.473
Pagarés de empresa	45.714	63.104	64.834	70.104	8.904	8.939	11.631	29.473
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	91.996	127.194	112.871	134.222	44.446	22.641	21.869	88.956
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo								
Instituciones financieras	42.120	40.597	58.750	57.213	17.296	12.183	4.985	34.466
Sociedades no financieras	28.928	29.036	24.093	24.231	8.373	6.563	2.993	17.931
Total	71.048	69.633	82.843	81.434	25.670	18.746	7.979	52.397

Fuente: Banco de España. Los datos del tercer trimestre son de julio y agosto.

El importe de las emisiones de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles del sector privado se situó en 3.110 millones en el tercer trimestre del año, por debajo de las de 2023 (3.906 millones en el mismo periodo). El importe acumulado hasta septiembre, en cambio, superó los 10.852 millones de 2023, alcanzando un volumen de emisión de 12.268 millones de euros. El número de emisiones se sitúa en 11 para las entidades financieras y 23 para las sociedades no financieras. Por tipo de emisión, predominaron las emisiones verdes, que fueron un total de 34, frente a 3 sociales y 5 sostenibles¹¹.

11 Las emisiones ASG efectuadas por las AA. PP. en el conjunto del año ascienden a 4.942 millones de euros, un 27 % más que en 2023.

Por último, en cuanto a la actividad registrada en los distintos centros de negociación españoles, se ha observado una cierta heterogeneidad entre ellos, con retrocesos importantes en la negociación de deuda en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) y en los sistemas multilaterales de negociación (SMN), y, por el contrario, aumentos agregados en los sistemas organizados de contratación (SOC). La negociación acumulada en el SEND bajó intensamente en los 3 primeros trimestres del año hasta situarse alrededor de los 4.300 millones, un 75 % menos que en el mismo periodo de 2023. En los SMN, destacó el descenso de la negociación en SENAF, que pasó de 141.800 millones entre enero y septiembre de 2023 a 74.100 en el mismo periodo de 2024.

En el caso de los SOC se observó un aumento respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Así, en términos agregados la negociación en estos centros aumentó un 14,4 %, hasta 813.700 millones de euros. La contratación de deuda pública española presentó un avance, del 6,1 %, en el total de los SOC. En su conjunto, CAPI registró una negociación similar a la alcanzada en el mismo periodo de 2023, manteniéndose alrededor de los 138.000 millones emitidos. En los casos de CIMD y TEUR experimentaron aumentos respecto al ejercicio anterior, del 8,8 % y el 21 % respectivamente, lo que sitúa sus cifras de negociación en 150.000 y 526.000 millones en el acumulado del año. Este último se mantiene como el principal centro de negociación dentro de los SOC, suponiendo un 64,7 % del total negociado.

La CNMV publica los informes sobre gobierno corporativo y de remuneraciones de los consejeros de las sociedades cotizadas del ejercicio 2023

RECUADRO 2

La CNMV publica con carácter anual los informes sobre gobierno corporativo (IAGC) y de remuneraciones de los consejeros (IARC) de las sociedades cotizadas. En el caso del primero (IAGC), el principal objetivo es facilitar información completa y razonada sobre las prácticas de gobierno corporativo de los emisores de valores cotizados para que los inversores y otros usuarios puedan formarse una opinión fundada. El segundo (IARC), por su parte, presenta de forma agregada las principales características de las políticas y prácticas retributivas que las sociedades cotizadas aplican a sus consejeros. Los informes correspondientes al cierre de 2023 se publicaron en la web de la CNMV a principios de septiembre de este año. A continuación, se resumen los principales resultados y conclusiones de ambos documentos.

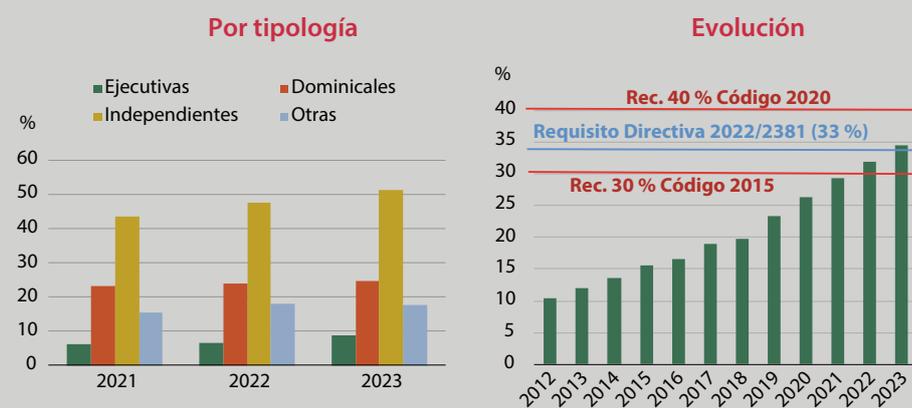
Informe anual de gobierno corporativo

El grado de seguimiento del Código de buen gobierno fue del 88,1 % de las recomendaciones (1,3 p.p. más que el año anterior), cifra que aumenta hasta el 94,3 % si se tienen en cuentas las recomendaciones que se siguieron de forma parcial. De todas las recomendaciones, ocho las siguieron todas las sociedades cotizadas, como, por ejemplo, la referida a que el consejo debe guiarse por un interés social. En el lado opuesto, las recomendaciones menos seguidas fueron, por un lado, la referida a la separación de las comisiones de nombramientos y retribuciones (solo para las sociedades de elevada capitalización) y, por otro, la vinculación a la entrega de acciones de la remuneración variable de los consejeros.

Por otra parte, el tamaño medio del consejo de administración en 2023 fue de 10 miembros. El 78,8 % de las sociedades del Ibex 35 contaba con al menos un 50 % de consejeros independientes, mientras que, en el resto de las sociedades, un 77,4 % tuvo al menos un tercio de consejeros independientes. Dentro del consejo, la presencia de las mujeres ha ido aumentando progresivamente de forma notable en los últimos 20 años, enmarcada en un sistema de meras recomendaciones. Así, su peso ha pasado del 5,9 % en 2004 al 34,5 % en 2023. No obstante, es importante remarcar que este incremento se ha producido fundamentalmente en el segmento de consejeros independientes (véase panel derecho del gráfico R2.1).

Porcentaje de mujeres consejeras sobre el total de consejeros

GRÁFICO R2.1

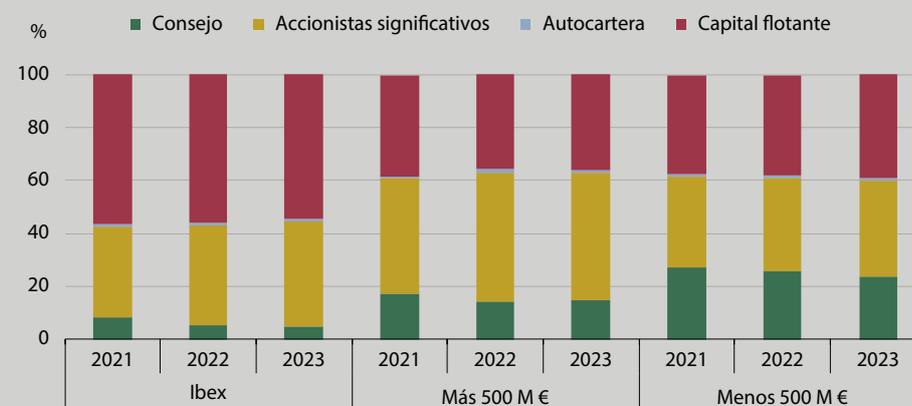


Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

La estructura de la propiedad, por su parte, no experimentó grandes cambios en 2023 en relación con los años anteriores. De esta forma, el capital flotante se situó, de media, en el 42,4 %, habiendo 28 sociedades en las que fue inferior al 25 %. En 35 sociedades (29,9 % del total) existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control.

Distribución porcentual del capital por tipología de accionista

GRÁFICO R2.2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Por último, cabe mencionar que, por segundo año consecutivo, se ha incluido una sección final en la que se recogen las principales incidencias detectadas en el proceso de supervisión y en la que se dan pautas a las entidades con el objetivo de que se mejore la calidad de los informes.

Informe anual de remuneraciones de los consejeros

La retribución media de los consejeros ejecutivos aumentó un 7 % en 2023, por lo que se situó en 1,8 millones de euros, y la de los consejeros no ejecutivos lo hizo un 4,6 %, hasta los 160.000 euros. Como se puede observar en el cuadro R2.1, las diferencias entre las sociedades pertenecientes al Ibex 35 y las que no forman parte de dicho índice son notables.

En relación con la estructura de la remuneración, el 48 % de ella era fija, el 32 % era remuneración variable y el 20 % restante se repartía entre dietas, sistemas de ahorro y otro tipo de pagos. Dentro de la remuneración variable, cabe destacar el peso creciente de los factores de sostenibilidad en los planes de retribución tanto a corto como a largo plazo.

Remuneraciones devengadas por los consejeros

CUADRO R2.1

	2022			2023		
	Ibex 35	No Ibex 35	Total	Ibex 35	No Ibex 35	Total
Importe remuneración (miles de euros)						
Promedio por consejo	9.307	1.998	4.069	9.094	2.080	4.059
Promedio por consejero	775	225	383	708	240	404
Consejeros ejecutivos	3.347	836	1.658	3.433	977	1.775
Consejeros externos	254	99	153	263	103	160
Distribución por conceptos (%)						
Remuneración fija	45	57	49	47	52	48
Remuneración variable	35	26	32	38	22	32
Dietas	3	8	5	3	7	4
Sistemas de ahorro consolidados	4	0	2	5	0	3
Otras remuneraciones	14	8	12	8	18	13

Fuente: IARC de las empresas y elaboración propia.

Por su parte, en 2023 la retribución de los consejeros ejecutivos supuso 31,5 veces la remuneración media de los empleados de las sociedades cotizadas, ratio que se incrementa hasta 53 veces si se tienen en cuenta solamente las sociedades pertenecientes al Ibex 35. En el caso de las entidades que no forman parte de este índice, esta ratio fue de 19 veces.

1 Véase nota de prensa del 09 de septiembre de 2024 en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b7359109f-8adb-42a1-befb-7aa9bfc561c%7d>

3 Mercados de renta variable

3.1 Precios y rentabilidades

Después de un primer semestre de avances, que se fueron ralentizando e incluso reduciéndose en su último tramo al constatarse que tanto las esperadas rebajas de tipos como su cuantía se retrasaban y reducían en el tiempo, los principales índices de renta variable reanudaron las ganancias en la última parte del tercer trimestre, tras producirse los primeros recortes de tipos por los bancos centrales¹² ante el temor a que la situación económica se esté deteriorando. La repercusión en los mercados de los indicadores sobre la evolución de la actividad económica, especialmente del mercado laboral, ha sido más relevante en EE. UU., donde se observa un grado de sensibilidad mayor a los datos negativos en este ámbito. A pesar de las turbulencias de principios de agosto, la rápida respuesta de los bancos centrales en forma de bajadas de tipos fue recibida con notables ganancias por parte por parte de las bolsas, a lo que contribuyó el buen comportamiento de los precios. La intensidad de los avances permitió que casi todos los índices relevantes acumulen ganancias destacadas en el ejercicio, a la vez que se abre la perspectiva de alzas adicionales en los próximos meses si se confirman las expectativas de nuevas bajadas de tipos y se consolida la moderación en la evolución de los precios, aunque podrían verse lastradas por la intensificación de los riesgos geopolíticos y las débiles perspectivas económicas de algunas regiones, así como por el deterioro de los beneficios empresariales de algunos sectores como el del automóvil o los bienes de consumo.

Con la excepción de los índices japoneses Topix y Nikkei 225, todos los grandes índices presentaron avances en el trimestre, que fueron de tamaño similar para los europeos (entre los que destacaron el alemán Dax 30 y el español Ibex 35, cuyas subidas fueron entre 3 y 4 veces mayores que las del europeo Eurostoxx 50) y los estadounidenses, pero heterogéneos entre mercados y países (entre el 2,6 % del Nasdaq y el 8,2 % del Dow Jones). En el caso del Ibex, como se ha señalado, su avance fue del 8,5 %, el mejor comportamiento entre los grandes índices europeos.

12 Véase epígrafe «Tipos de interés».

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 9

%								
	2020	2021	2022	2023	mar.-24	jun.-24	sep.-24	ene.-sep.-24
Mundo								
MSCI World	14,1	20,1	19,5	21,8	8,5	2,2	6,0	17,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	-5,1	21,0	-11,7	19,2	12,4	-3,7	2,2	10,6
Euronext 100	-3,6	23,4	-9,6	13,3	9,4	-2,8	0,0	6,4
Dax 30	3,5	15,8	-12,3	20,3	10,4	-1,4	6,0	15,4
Cac 40	-7,1	28,9	-9,5	16,5	8,8	-8,9	2,1	1,2
Mib 30	-5,4	23,0	-13,3	28,0	14,5	-4,6	2,9	12,4
Ibex 35	-15,5	7,9	-5,6	22,8	9,6	-1,2	8,5	17,6
Reino Unido								
FTSE 100	-14,3	14,3	0,9	3,8	2,8	2,7	0,9	6,5
EE. UU.								
Dow Jones	7,2	18,7	-8,8	13,7	5,6	-1,7	8,2	12,3
S&P 500	16,3	26,9	-19,4	24,2	10,2	3,9	5,5	20,8
Nasdaq-Cpte	43,6	21,4	-33,1	43,4	9,1	8,3	2,6	21,2
Japón								
Nikkei 225	16,0	4,9	-9,4	28,2	20,6	-1,9	-4,2	13,3
Topix	4,8	10,4	-5,1	25,1	17,0	1,5	-5,8	11,8

Fuente: Refinitiv Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 29 de septiembre.

La evolución en el año de los principales índices bursátiles recoge avances en todas las regiones (véase cuadro 9), que son algo más intensos en el caso de los mercados estadounidenses, que se ven favorecidos por el buen comportamiento de las compañías del sector tecnológico. La mayoría de los índices alcanzaron sus máximos históricos o se situaron en su valor más elevado de la última década. En la zona euro, los avances oscilaron entre el 1,2 % del Cac 40 francés y el 17,6 % del Ibex 35, destacando el 15,4 % del alemán Dax 30. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50 avanzó un 10,6 %, mientras que en el Reino Unido el británico FTSE se redujo hasta el 6,5 %. Por su parte, los índices estadounidenses también mostraron cierta disparidad en su comportamiento, que oscilo entre el 21,2 % y el 20,8 % del Nasdaq y el S&P 500¹³ —que se han beneficiado del crecimiento del sector tecnológico al amparo de los avances y las perspectivas de desarrollo de la inteligencia artificial— y el 12,3 % del Dow Jones, de carácter más general y con mayor peso de las compañías de la economía tradicional (bancos e industria). En

¹³ Este índice es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico al financiero, y la industria. El peso de las compañías tecnológicas representa más de un tercio de su capitalización. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice, 8 son tecnológicas y suponen más del 32 % del total.

el caso de los índices de Japón, cuyos fuertes avances se vieron parcialmente lastrados por la subida de los tipos de interés en el país a finales de julio, las alzas se situaron entre el 11,8 % del Topix y el 12,2 % del Nikkei 225, respectivamente, superando el máximo histórico del año 1990 de este último y finalizando con más de 2 décadas de pérdidas.

En España, el Ibex 35 finalizó el trimestre con un avance del 8,5 %, mostrando el mejor comportamiento entre los grandes índices de la zona euro, y en el conjunto del año subió un 17,6 %, 7 p.p. más que el Eurostoxx 50. El avance acumulado por este índice en el ejercicio lo acerca al nivel de los 12.000 puntos, su valor más elevado en los últimos 15 años, aunque todavía por debajo de los máximos históricos alcanzados antes del estallido de la crisis financiera de 2007.

La evolución del Ibex 35 en el trimestre fue significativamente mejor que la de las compañías de pequeña (-1,6 %) y mediana capitalización (1,3 %), que incluso acumulan pérdidas en el primer caso o leves avances en el segundo. Ambos tipos de compañías acusan en mayor medida un escenario de crecimiento más débil —por su mayor vinculación al sector manufacturero y al deterioro de la economía europea—, así como el aumento de los costes de producción en un entorno cada vez más competitivo y complejo. A la vez se ven lastradas por cierto retraso en la mejora de las condiciones de financiación respecto a las grandes empresas. Aun así, presentan un comportamiento positivo en el año (con avances del 5,2 % y el 8,8 %, respectivamente), pero su revalorización es sensiblemente inferior a la de las grandes compañías, tal y como ha venido sucediendo en los tres últimos años. Asimismo, los índices latinoamericanos de las sociedades que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, mostraron un comportamiento dispar (con retrocesos del 2,4 % y avances del 1,8 %, respectivamente) debido a las pérdidas de los principales mercados de valores latinoamericanos¹⁴, así como a la depreciación de algunas de las divisas del área¹⁵ en el trimestre.

14 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 1,8 % en el tercer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano, IPC, lo hizo un 8,6 %.

15 En el tercer trimestre del año el real brasileño se depreció un 1,2 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 10,1 %.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 10

Índices	2021	2022	2023	mar.-24 ¹	jun.-24 ¹	sep.-24 ¹	ene.-sep.-24
Ibex 35	7,9	-5,6	22,8	9,6	-1,2	8,5	18,6
Madrid	7,1	-4,8	21,6	9,7	-1,3	7,7	16,7
Ibex Medium Cap	8,6	-7,4	5,9	-0,7	8,1	1,3	8,8
Ibex Small Cap	1,8	-12,8	10,6	0,8	6,0	-1,6	5,2
FTSE Latibex All-Share	5,8	10,7	10,4	-4,8	-11,0	-2,4	-17,3
FTSE Latibex Top	13,5	7,8	12,5	-3,3	-15,4	1,8	-16,7
Sectores²							
Servicios financieros	20,3	7,9	29,3	25,0	-5,1	5,5	25,1
Banca	20,7	9,0	30,7	25,4	-5,3	5,5	25,3
Seguros	7,3	-8,3	2,6	17,3	0,1	7,5	26,2
Petróleo y energía	-1,6	5,2	3,4	-2,5	3,2	8,3	8,8
Petróleo	26,5	42,2	-9,4	14,8	-4,6	-19,6	-11,9
Electricidad y gas	-4,2	-1,0	6,7	-4,3	4,6	13,4	13,5
Mat. básicos, industria y construcción	9,3	-11,3	25,5	3,5	-1,6	4,6	6,5
Construcción	15,2	-4,3	26,9	2,5	0,3	5,4	8,4
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-20,4	-13,8	30,6	-3,2	-0,7	-3,1	-6,8
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	28,7	-14,2	13,5	-1,4	-5,5	1,6	-5,3
Ingeniería y otros	29,2	-46,3	35,3	11,2	5,5	11,1	30,4
Tecnología y telecomunicaciones	9,0	-22,8	17,8	0,4	-1,2	9,3	8,4
Telecomunicaciones y otros	15,7	-25,7	9,3	4,9	-4,8	14,4	14,2
Electrónica y <i>software</i>	1,2	-17,0	32,9	-5,6	4,3	3,3	1,6
Bienes de consumo	0,9	-17,0	44,3	10,8	0,4	10,9	23,4
Textil, vestido y calzado	9,5	-14,2	58,6	18,3	-0,7	12,0	31,6
Alimentación y bebidas	-1,6	-12,9	-3,2	6,7	3,4	3,2	13,9
Productos farmacéuticos y biotecnología	-17,9	-0,7	19,0	-24,5	3,7	12,4	-12,0
Servicios de consumo	-1,9	-15,9	30,4	11,4	-0,2	10,5	22,8
Ocio, turismo y hostelería	27,5	-35,7	49,7	4,9	-0,5	-6,4	-2,3
Transporte y distribución	-2,6	-13,7	32,2	12,4	-0,4	12,0	25,4
Servicios inmobiliarios	13,0	-16,0	12,8	-4,0	4,2	11,5	11,6

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Casi todos los sectores finalizaron el trimestre con ganancias, destacando la revalorización del sector eléctrico, así como del de la tecnología y las telecomunicaciones. Los mayores avances se concentraron en el sector eléctrico, cuya valoración aumentó favorecida por las rebajas de tipos y las expectativas de recortes adicionales —lo que permite la caída del coste del servicio de su deuda—, así como en el sector de la tecnología (donde destacó la revalorización de Amadeus), que se ve beneficiado por sus perspectivas positivas y las elevadas valoraciones alcanzadas por las compañías del sector a nivel internacional, respectivamente.

Además del sector eléctrico y de las compañías del sector tecnológico y de las telecomunicaciones, los avances también se extendieron a los sectores de bienes y servicios de consumo, así como a las inmobiliarias. Estas últimas acogen positivamente las rebajas de tipos, mientras que los sectores de bienes y servicios de consumo se ven favorecidos por el buen comportamiento de las cuentas de Inditex, los movimientos corporativos en torno a Grifols y la evolución positiva de las aerolíneas. Asimismo, también destacaron, en menor medida, la revalorización de las aseguradoras y los bancos, que siguen beneficiándose de unos márgenes elevados, así como de las constructoras y de las empresas de ingeniería por el dinamismo en su actividad internacional.

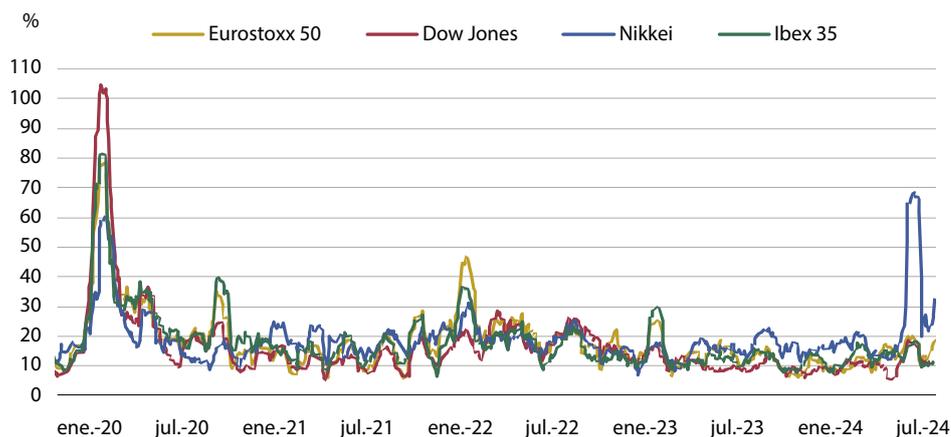
Por otro lado, los mayores retrocesos se concentraron en el sector petrolero y, en menor medida, en el sector del ocio, el turismo y la hostelería. El primero acusa el descenso de los precios del petróleo, que se han situado en su nivel más bajo desde el primer semestre de 2023, mientras que el segundo se ve afectado por el fin de la temporada turística y las débiles perspectivas de la economía europea, que podrían afectar al consumo. Asimismo, en lo que va de año las mayores caídas siguen concentradas en el sector petrolero, pero también se extienden a los sectores de metales y minerales, los bienes de equipo y el sector farmacéutico, que acusan la caída de precios de las materias primas y la debilidad de la inversión en bienes de capital fijo, así como los problemas de la compañía farmacéutica Grifols.

3.2 Volatilidad

La volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes ha ido aumentando durante gran parte del año, pese a lo cual se mantiene en niveles todavía reducidos. Los avances más significativos han tenido lugar en el tercer trimestre y se han concentrado en el índice japonés Nikkei 225 (véase gráfico 10). Asimismo, la volatilidad del Eurostoxx 50 también registró ligeras alzas en el tercer trimestre, coincidiendo con el episodio de inestabilidad de los mercados en agosto y los recortes de tipos en septiembre, lo que lo ha llevado a cerrar el trimestre en valores moderados (por encima del 18 %) y a superar por primera vez en un trimestre en el último año los del propio Ibex 35. La volatilidad del tercer trimestre se sitúa, en valores promedios, en torno al 12 % para el Dow Jones y por debajo del 16 % para el Eurostoxx (ambos valores por debajo de su media histórica), incrementándose por encima del 34 % en el caso del Nikkei 225, que supera su registro medio histórico.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10

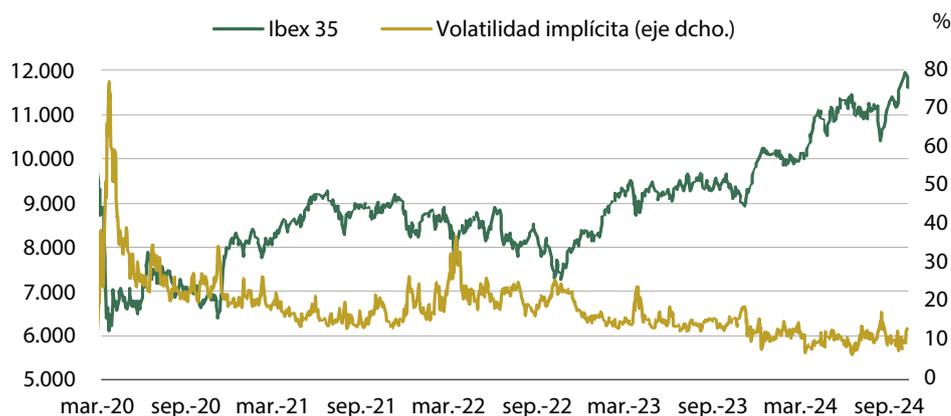


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 29 de septiembre.

En el caso del Ibex 35, el valor de la volatilidad histórica acumula 2 trimestres de alzas consecutivas y alcanza su valor más elevado del último año (13,72 %). Este valor se sitúa por encima del promedio anual del 12,78 % y del 13,13 % registrado en 2023, siendo su comportamiento, al contrario de lo que es habitual, menos volátil que el del propio Eurostoxx 50 o el de otras plazas europeas que han acusado más las incertidumbres que han afectado al mercado. Como refleja el gráfico 11, el mantenimiento de la volatilidad —medida a través de la volatilidad implícita de las opciones sobre este índice— en niveles reducidos es consecuencia de la tendencia alcista que ha mantenido el Ibex 35 a lo largo del ejercicio, donde las variaciones diarias más habituales han sido muy moderadas (por debajo de 100 puntos) y raramente han superado los 200 puntos.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita¹

GRÁFICO 11



Fuente: Refinitiv Datastream y MEFF. Datos hasta el 29 de septiembre.

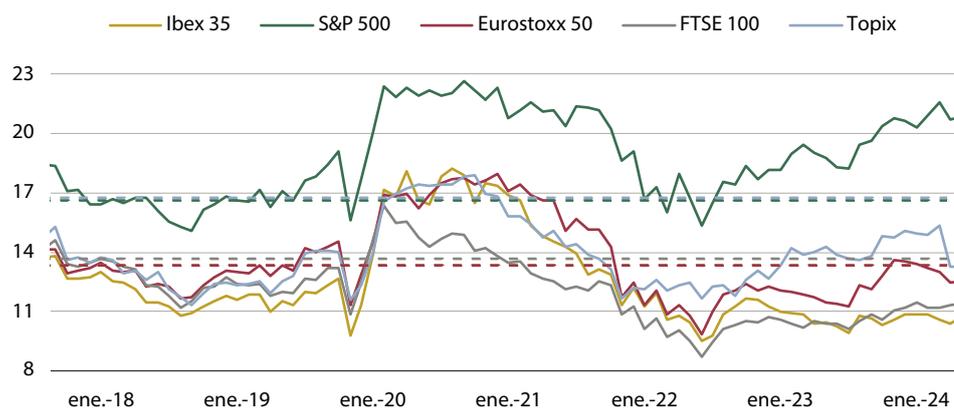
¹ Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

3.3 Rentabilidad por dividendo y PER

Aunque la mayoría de las compañías y sectores aumentaron la remuneración a sus accionistas, la rentabilidad por dividendo disminuyó ligeramente en gran parte de los principales índices como consecuencia del avance de las cotizaciones en el año, si bien en alguno de los índices europeos —como sucedió con el Ibex— se incrementó porque el crecimiento de los dividendos pagados superó la propia revalorización de los índices. A lo largo del ejercicio este indicador ha ido retrocediendo en la mayoría de los índices, pero la intensidad del descenso se ha ido ralentizando conforme la cuantía de las alzas en los mercados venía acompañada por incrementos de magnitud similar en el importe de los dividendos.

La rentabilidad por dividendo de los índices europeos sigue presentando valores superiores a los de los índices de EE. UU. y Japón, incrementándose incluso ligeramente la magnitud de la diferencia. La rentabilidad por dividendo del índice estadounidense S&P 500 alcanzaba a finales de septiembre el 1,5 % (frente el 1,9 % de finales de 2023) —su nivel más bajo de los últimos años—, mientras que la del europeo Eurostoxx 50 se situaba en el 3,1 % (3,2 % a finales de 2022). Entre los índices europeos, los mayores descensos corresponden al índice italiano FTSE Mib (0,4 p.p., hasta el 4,1 %) y al alemán Dax 30 (0,3 p.p., hasta el 2,9 %) y, en menor medida, al propio Eurostoxx 50 (0,1 p.p., hasta el 3,1 %) debido a que en todos los casos la revalorización de los índices ha superado el crecimiento de los dividendos. En el caso contrario se encuentran el índice español Ibex 35 y el francés Cac 40, cuyos rendimientos por dividendo han crecido 0,6 p.p. y 0,2 p.p., hasta situarse en el 4,2 % y el 3,1 %, respectivamente. Asimismo, el español Ibex 35 (4,2 %) se ha situado a la cabeza de los grandes índices europeos con mayor rentabilidad por dividendo, adelantando al italiano FTSE Mib (4,1 %) y seguido por el británico FTSE 100 (3,1 %), mientras que a la cola se sitúa el alemán Dax 30 (2,9 %).

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable han mostrado un ligero sesgo al alza en la mayoría de los mercados, que ha sido algo más intenso para los de EE. UU. y el Reino Unido (véase gráfico 12). En el tercer trimestre este indicador experimentó un ligero retroceso en la zona euro, lo que afecta a la perspectiva de crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, mientras que apenas varió tanto en EE. UU. como en el Reino Unido. El descenso más acusado del indicador correspondió a los índices de Japón, como consecuencia del retroceso de estos últimos en el trimestre. A finales de septiembre el valor de esta ratio para los índices estadounidenses seguía muy por encima de la de los europeos, con valores de 20,8 veces para el S&P 500, frente a las 12,5 y 11,4 veces del Eurostoxx 50 y el británico FTSE 100, respectivamente. A su vez, el japonés Topix 500 alcanzaba un valor intermedio de 13,2 veces. Por otro lado, como se observa en el gráfico 12, con la excepción del S&P 500, todas las ratios PER siguen manteniéndose por debajo de los valores medios alcanzados en la última década.



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 30 de septiembre.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

En España, la ratio PER del Ibex 35 apenas ha presentado cambios en los últimos meses —desde 10,7 veces en enero, con ligeras variaciones intermedias, hasta 10,7 veces en septiembre— debido a que las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales han venido acompañadas por una revalorización del índice de una cuantía equivalente. La ratio PER del índice español se mantiene todavía en valores inferiores a los del Eurostoxx 50 (1,8 veces) y, además, ha ampliado su diferencial respecto a este desde principios de año debido a la menor revalorización de este último (véase gráfico 12).

3.4 Contratación, emisiones y liquidez

Los volúmenes de negociación de los principales mercados bursátiles¹⁶ muestran crecimientos significativos tanto en EE. UU. como en Japón, que son mucho más moderados en el caso de los mercados europeos. Las alzas en las bolsas, el aumento de los beneficios empresariales y las perspectivas de recortes de tipos han incentivado el incremento de la negociación en las bolsas (véase cuadro 11). En EE. UU. el crecimiento de la contratación fue de casi el 17 %¹⁷ y se extendió a todos los mercados, aunque el incremento de la actividad fue más intenso en el Nasdaq (22,2 %). En el caso de Europa, el crecimiento fue más discreto (4,7 %) y en algunos mercados como Euronext o Cboe Equities Europe incluso de observaron ligeros retrocesos (del 0,9 % y el 5,1 %, respectivamente), que fueron compensados por los avances de la bolsa de Londres y de Deutsche Börse (del 14,6 % y el 1,5 %, respectivamente). Asimismo, destacó el incremento de la contratación de los mercados de Japón (27,7 %), que se vio favorecida por su recuperación y las ganancias acumuladas.

16 Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas.

17 Datos hasta el 30 de septiembre para BME, hasta el 31 de julio para London Stock Exchange Group, Euronext y Cboe Equities Europe, y hasta el 31 de agosto para los demás operadores de mercado.

Miles de millones de euros

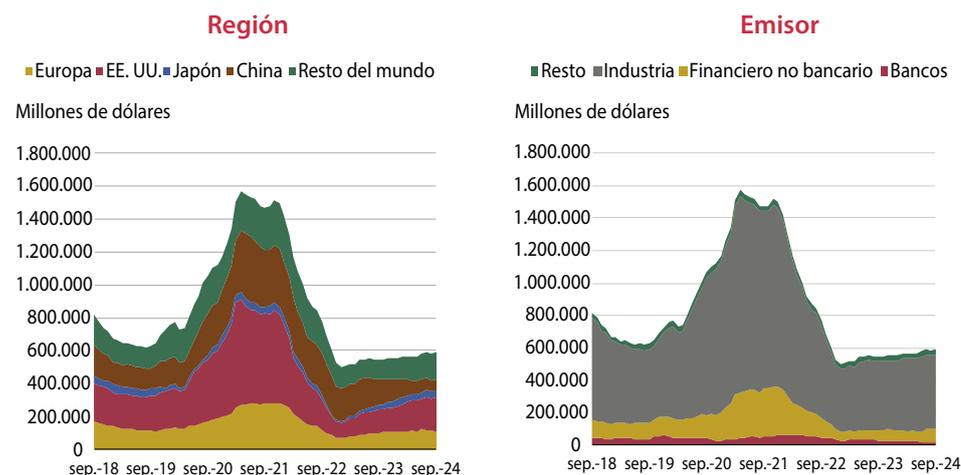
	2020	2021	2022	2023	mar.-24	jun.-24	sep.-24 ¹	ene.-sep-24 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	61.492	65.954	72.051	60.169	17.580	17.359	11.385	46.325
Nasdaq OMX	21.840	23.553	25.703	21.914	6.603	6.718	4.369	17.690
NYSE ³	22.991	24.637	28.399	24.364	6.963	7.040	4.575	18.578
Cboe Global Markets	16.661	17.764	17.949	13.891	4.014	3.601	2.442	10.057
Japan Exchange Group	5.399	5.555	5.551	5.851	1.861	1.672	1.302	4.835
London Stock Exchange Group	1.837	1.320	1.175	911	243	289	88	621
Euronext ³	2.193	2.493	2.698	2.334	591	622	370	1.584
Deutsche Börse	1.812	1.686	1.437	1.031	276	284	156	716
BME ⁴	429	378	352	301	75	97	65	238
Cboe Equities Europe ⁵	1.462	1.568	2.268	2.011	503	513	169	1.185

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación Europea de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Datos hasta el 30 de septiembre para BME y hasta el 31 de agosto para los demás operadores de mercado, excepto para Cboe Global Markets, que son a 30 de junio. Las variaciones interanuales mostradas en esta columna abarcan los periodos acumulados hasta el último mes mencionado en cada caso.
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) y Cboe Global Markets (antes BATS).
- 3 Incluye Bélgica, Países Bajos, Francia, Portugal, Irlanda y, desde mayo de 2021, Borsa Italiana.
- 4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 5 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales, que en 2023 apenas crecieron un 5 %, siguen recuperándose lentamente en lo que va del año, pero los volúmenes aún suponen menos de la mitad de los importes registrados en los ejercicios 2020 y 2021 (véase gráfico 13). Entre enero y septiembre, el volumen total de acciones emitidas alcanzó más de 464.000 millones de dólares, un 8,5 % más que en el mismo periodo de 2023. El análisis de la distribución por regiones muestra que este incremento tuvo su origen básicamente por el avance de las emisiones en EE. UU. (49 %) y otras regiones (44,1 %), que compensaron la fuerte caída de las emisiones efectuadas en China (-58,6 %). El importe emitido en las primeras llegó a 167.927 y 133.216 millones de dólares, respectivamente, mientras que el crecimiento de las emisiones en Europa y Japón, medido en términos de volumen, fue bastante discreto.

Por sectores, las empresas industriales siguen liderando las emisiones y representan más del 77 % de las emisiones totales, mientras que los bancos y otras entidades financieras mantienen un comportamiento divergente, con caídas notables para los primeros (-33,3 %) y avances significativos en el año para las entidades financieras no bancarias (22,5 %). El importe emitido por las compañías industriales alcanzó más de 458.000 millones de dólares entre enero y septiembre (un 8 % más), mientras que el emitido por bancos y otras entidades financieras fue de únicamente 98.300 millones de euros, lo que apenas supone el 17 % del total emitido.



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

La contratación de renta variable española alcanzó cerca de 151.000 millones de euros en el tercer trimestre el año, un 18,2 % más que en el mismo trimestre de 2023 y la cifra más elevada en un tercer trimestre desde el ejercicio 2021. Este avance se debió, básicamente, al crecimiento del volumen en los centros de negociación competidores de BME (29,6 %), aunque también se extendió, en menor medida, a este último (4,8 %).

El volumen negociado acumulado en lo que va de año por los valores españoles alcanzó casi 523.000 millones de euros, prácticamente un 10 % más que en el mismo periodo de 2023. Como ya se ha señalado en la explicación de los volúmenes de negociación en los mercados internacionales, también en el caso de España se ha observado un incremento de la contratación de acciones, que se ha visto favorecida por la importante revalorización de los índices. Del importe total, 227.814 millones de euros se contrataron en el mercado regulado español (un 3,5 % más) y 294.905 millones, en centros de negociación competidores (un 15,2 % más). Como puede observarse en el cuadro y viene sucediendo desde el año 2022, el importe agregado de la negociación en los centros competidores ha sido superior en todos los trimestres del ejercicio al registrado en BME, tendencia que continúa en el tercer trimestre (para una información más amplia sobre la evolución de la fragmentación de los mercados y su situación actual podrá consultarse el artículo de próxima publicación «Fragmentación, formación de precios y liquidez de las acciones españolas en un contexto europeo»).

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 12

Importes en millones de euros

	2020	2021	2022	2023	mar.-24	jun.-24 ³	sep-24 ⁶	ene.-sep.-24
Total	780.343,5	689.603,1	738.361,6	630.337,0	170.451,5	201.382,0	150.890,1	522.723,7
Admitida en SIBE	778.341,0	689.595,7	738.353,3	630.334,7	170.449,0	201.381,1	150.889,2	522.719,3
BME	418.512,6	368.608,5	351.801,8	290.101,3	73.745,1	92.361,3	61.689,7	227.814,2
Cboe Equities ²	275.682,4	209.463,7	297.530,2	247.337,2	69.543,7	83.545,2	67.987,4	221.076,3
Turquoise	23.242,2	22.624,5	19.251,4	15.886,0	4.427,5	4.783,0	4.776,2	13.986,7
Equiduct ³	-	5.963,9	7.104,6	18.135,8	7.017,8	7.193,7	5707,9	19.919,3
Aquis ³	-	23.545,0	25.275,5	22.390,5	7.668,0	8.083,1	7616,4	23.367,5
Portfolio Exchange	-	-	-	0,4	0,1	4,0	0,0	4,2
Otros	62.903,8	59.389,0	40.389,8	36.483,5	8.046,6	5.410,8	3.111,7	16.551,0
Corros	2,5	7,5	8,3	2,3	2,5	0,9	0,9	4,3
Pro memoria								
Contratación en BME de RV extranjera	4.273,8	4.364,3	4.770,9	6.394,7	2.637,1	4.018,3	2.530,8	9.186,2
BME MTF Equity ⁴	3.929,0	3.559,2	3.837,3	2.871,5	862,2	750,5	612,8	2.225,6
Latibex	79,5	48,9	93,4	65,7	35,5	45,0	32,6	113,1
ETF	2.551,1	1.556,0	1.604,8	1.297,3	298,4	243,6	770,1	770,1
Total contratación BME	429.348,5	378.144,4	362.116,5	300.732,8	77.500,9	97.419,6	69.094,9	240.113,5
% RV española en BME respecto al total RV española	53,9	53,3	48,0	46,4	43,6	46,1	41,2	43,9
Internalizadores sistemáticos⁵	144.694,4	48.469,9	42.059,5	43.460,2	14.022,6	15.096,8	12.123,0	41.242,3

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

Asimismo, la negociación realizada por los internalizadores sistemáticos fue de 12.123 millones de euros en el tercer trimestre y de 41.242 millones en el conjunto del año. Estas cifras suponen un avance interanual del 40 % y el 26,7 %, respectivamente, lo que pone de manifiesto la recuperación y vigencia de este tipo de contratación hasta representar en torno al 8 % del total¹⁸ (6,55 % en 2023 y 5 % en 2022¹⁹).

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron 3.526 millones de euros en el tercer trimestre, casi un 55 % más que hace 1 año. De este importe, 1.563 millones (casi el 45 %) correspondieron a captación de capital en sus distintas modalidades, mientras que el resto (1.963 millones) se emitió bajo el formato de dividendo-elección, que registró valores similares a los del mismo trimestre de 2023. Este último formato permite reforzar los balances de las sociedades, limitando las salidas de flujos de efectivo de la caja de las empresas. En el conjunto del año las emisiones acumuladas de renta variable han crecido hasta llegar a 7.300 millones de euros, más del doble de los 3.508 millones de euros del mismo periodo de 2023. Asimismo, en el segundo trimestre tuvo lugar la salida a bolsa de Puig Brands por un importe de 2.772 millones de euros, la de mayor tamaño de las bolsas españolas desde la de Aena. La compañía alimentaria Europastry registró en septiembre el folleto de su salida a bolsa en una operación valorada por un importe superior a 500 millones de euros. No obstante, la operación se truncó a solo 2 días de la fecha prevista para dicha salida. Por otro lado, destacó la caída de la actividad de BME Growth, que en lo que va de año ha incorporado únicamente 2 sociedades (frente a las 8 del mismo periodo de 2023), en contraste con la notable actividad emisora del mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup y el SMN Portfolio Stock Exchange, que cuentan ya con 19 y 13 sociedades —la mayoría SOCIMI—, respectivamente.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), se mantuvieron en niveles satisfactorios y en valores similares a los de trimestres anteriores. El incremento del volumen de negociación, así como los niveles moderados de volatilidad del trimestre, permitieron que el diferencial se situase de media en el 0,059 %, ligeramente por debajo de la media del trimestre anterior (0,063 %) y en valores similares a los de la media del conjunto del año (0,060 %). Como consecuencia de todo ello, las condiciones de liquidez del mercado se valoran en términos favorables.

18 Negociación total definida como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos.

19 En el periodo 2018-2020, la participación de la contratación a través de internalizadores sistemáticos se estima entre el 13 % y el 15 %, que retrocedió hasta el 6,5 % en 2021.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 13

	2021	2022	2023	mar.-24	jun.-24	sep.-24	ene.-sep.-24
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	32	27	20	8	14	12	34
Ampliaciones de capital	31	27	29	8	15	12	35
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	1	0	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	50	55	39	9	26	14	49
Ampliaciones de capital	49	55	39	9	25	14	48
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	1	0	1
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	1	0	0	0	1	0	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	12.227,7	2.520,3	396,4	147,4	2.436,0	1.563,1	4.146,6
Con derecho de suscripción preferente	7.060,4	254,5	181,1	39,8	42,9	12,0	94,8
Sin derecho de suscripción preferente	100,0	200,0	0,0	0,0	1.384,5	0,0	1.384,5
Colocaciones aceleradas	0	251,7	2,9	0,0	0,0	920,8	920,8
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	3.525,3	1.381,2	5,2	0,0	259,6	0,0	259,6
Ampliaciones de capital por conversión	109,5	81,6	51,5	12,2	364,1	5,9	382,2
Otras	1.432,6	351,6	155,6	95,4	384,8	624,5	1.104,7
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.478,1	3.591,5	3.281,0	939,4	251,4	1.963,0	3.153,9
De las cuales dividendo elección	5.478,1	3.590,0	3.279,5	939,4	251,4	1.962,9	3.153,8
Total ampliaciones de capital	17.505,8	6.111,8	3.677,5	1.086,9	2.687,5	3.526,1	7.300,5
Ofertas públicas de venta	2.200,2	0,0	0,0	0,0	1.388,1	0,0	1.388,1
Pro memoria: operaciones en BME Growth⁵							
Número de emisores	44	41	35	14	14	15	43
Número de emisiones	77	88	111	31	27	23	81
Importe efectivo (millones de euros)	2.441,0	2.329,5	1.517,9	75,6	67,1	99,5	242,2
Ampliaciones de capital	2.441,0	2.329,5	1.517,9	75,6	67,1	99,5	242,2
De ellas, mediante OPS	1.654,0	1.487,1	986,7	0,0	30,3	0,0	30,3
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.

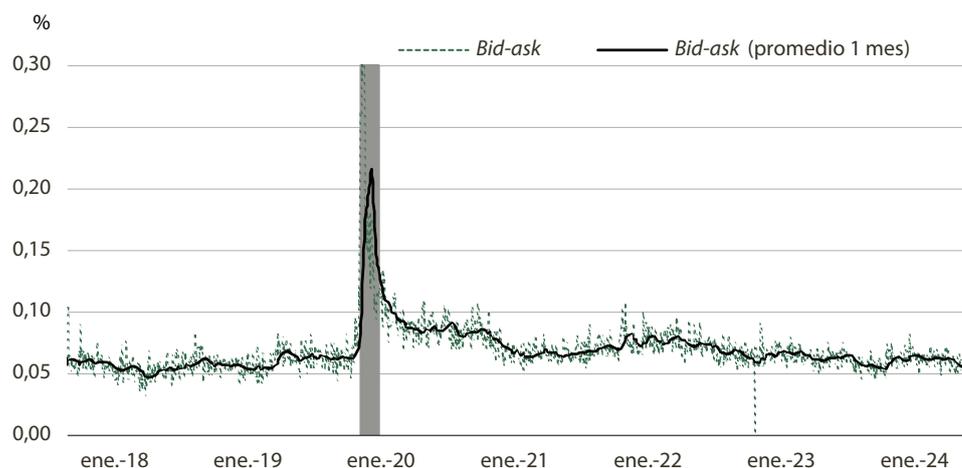
1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

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. Fuente: BME y elaboración propia.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente, que se extendió entre el 16 de marzo y el 18 de mayo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectan a todas las entidades.

Aplicación del Reglamento MiCA, publicación de los manuales de autorización y notificación por parte de la CNMV

RECUADRO 3

El Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937 (en adelante, el Reglamento MiCA) se publicó el día 23 de mayo de 2023 y es aplicable a partir del 30 de diciembre de 2024. El Reglamento MiCA establece requisitos uniformes para la oferta pública y la admisión a negociación de ciertos criptoactivos en una plataforma de negociación de criptos, así como requisitos para la autorización y supervisión de los proveedores de servicios de criptoactivos (PSC).

A pesar de que el Reglamento MiCA no es de aplicación hasta el 30 de diciembre de 2024 y, en consecuencia, la CNMV no autorizará a ninguna entidad a prestar servicios de criptoactivos hasta ese momento, el pasado 23 de julio la CNMV publicó el manual de autorización y el modelo de notificación de la información para prestadores de servicios de criptoactivos. El objetivo de publicarlos antes de la fecha de aplicación de MiCA ha sido facilitar la tramitación de los expedientes para ofrecer servicios de criptoactivos, así como proporcionar a los solicitantes una guía sobre la documentación e información exigibles. Con esta publicación se cumple uno de los objetivos del Plan de Actividades de la CNMV para 2024, destinado a facilitar a los intermediarios financieros interesados su preparación para la entrada en vigor del reglamento citado.

No obstante, cabe destacar que los manuales publicados no se pueden considerar definitivos, habida cuenta de que gran parte de las normas de desarrollo de MiCA a nivel europeo están aún pendientes, entre ellas las normas técnicas de regulación (RTS) y las normas técnicas de ejecución (ITS), relacionadas directamente con los procedimientos de autorización y de notificación. En consecuencia, el manual de autorización y el modelo de notificación se han elaborado a partir de los últimos borradores disponibles de las citadas normas de desarrollo y deberán ser ajustados a sus contenidos finales.

En la nota de prensa de la CNMV del 23 de julio, en la que se daba publicidad a los manuales, se indicaba adicionalmente que, al objeto de facilitar la preparación de las eventuales solicitudes para la prestación de servicios de criptoactivos y resolver, en la medida de lo posible, dudas que se pudieran plantear, se recomendaba a los promotores de servicios de criptoactivos solicitar una reunión con el equipo de criptoactivos del Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV antes de cursar la solicitud formal, con el fin de enfocar la correspondiente tramitación de notificación o de autorización. En la actualidad, el equipo del Departamento de Autorización y Registro de Entidades dedicado a los proveedores de servicios sobre criptoactivos está manteniendo diversas reuniones con entidades de diferente naturaleza.

Por último, cabe señalar que la publicación de los manuales citados antes de la fecha de aplicación de MiCA no ha sido la primera actuación de la CNMV en relación con dicho reglamento. El Plan de Actividades de la CNMV para el ejercicio 2024 identificaba como objetivo, en el apartado de «Supervisión de los intermediarios financieros», otras iniciativas preparatorias para la implementación de MiCA, entre la que se encontraba la interacción con el sector para anticipar su interés en la prestación de servicios de criptoactivos y así poder planificar la aplicación de ese reglamento. Dicha iniciativa se materializó con la remisión, en el mes de marzo de 2024, de una comunicación de la CNMV dirigida a las entidades inscritas en el registro de proveedores de servicios de moneda virtual por moneda fiduciaria y de custodia de monederos electrónicos del Banco de España, así como a otras entidades potencialmente interesadas en la prestación de servicios relacionados con criptoactivos (principalmente entidades de crédito, entidades de dinero electrónico, empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado), cuyo objetivo era conocer su interés en la prestación de servicios sobre criptoactivos.

II Informes y análisis

El papel de los mercados de valores en la nueva estrategia industrial europea de Mario Draghi

Víctor Rodríguez Quejido (*)
Helena Huerta de Fernando

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Índice

Introducción	61
1 La competitividad en Europa	63
2 El informe sobre la competitividad de Draghi	68
2.1 Los tres retos a los que se enfrenta Europa	68
2.2 La nueva política industrial de Draghi	72
2.3 Medidas para luchar contra los nuevos desafíos	74
3 Medidas que afectan a los mercados de capitales	80
3.1 Medidas horizontales para aumentar la inversión	80
3.2 Medidas sectoriales que afectan a los mercados de capitales	83
4 Valoración del informe y de las medidas	89
4.1 Centralización de las actividades de supervisión en ESMA. ¿Está justificada?	89
4.2 ¿Disminuir la fragmentación del mercado o aumentar su volumen? <i>Capital Markets Growth</i> más que <i>Capital Markets Union</i>	91
Bibliografía	94
Anexos	97

Siglas y acrónimos

BEI	Banco Europeo de Inversiones
BERD	Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
CSD	<i>Central security depository</i> / Depositarios centrales de valores
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
ECC	Entidad de contrapartida central
EE. UU.	Estados Unidos
ESAP	<i>European Single Access Point</i> / Punto de Acceso Único Europeo
ESMA/ AEVM	European Securities and Market Authority / Autoridad Europea de Valores y Mercados
ETS	Sistema de comercio de emisiones
FERD	Fondo Europeo de Reconstrucción y Desarrollo
FILPE	Fondos de inversión a largo plazo europeos
GNL	Gas natural licuado
I+D	Investigación y desarrollo
IA	Inteligencia artificial
IPCEI	<i>Important projects of common European interest</i> / Proyectos importantes de interés común europeo
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
OPV	Oferta pública de venta
PIB	Producto interior bruto
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
RIS	Retail Investment Strategy / Estrategia de inversión minorista
UE	Unión Europea
UMC/ CMU	Unión de los Mercados de Capitales / Capital Markets Union

Tablas y gráficos

Ilustración 1	<i>Venture capital</i> por estado de desarrollo empresarial	69
Ilustración 2	La política industrial de Mario Draghi	72
Ilustración 3	Los 10 sectores estratégicos identificados por Draghi	75

Introducción

El pasado 9 de septiembre, Mario Draghi publicó el informe sobre la competitividad europea, un análisis profundo que puede ser clave para redefinir la política industrial del continente. Europa cuenta con sólidos fundamentos económicos: es una economía abierta, con un alto grado de competencia empresarial y con un marco jurídico robusto y políticas de bienestar que han permitido combinar desarrollo económico e inclusión social. Sin embargo, estos cimientos no han sido suficientes para mantener su liderazgo económico a nivel global en las últimas dos décadas.

El entorno global ha cambiado de manera drástica, y Europa ha perdido terreno frente a potencias como EE. UU. y, más recientemente, China. Mientras que en 2002 el PIB europeo era solo un 15 % inferior al de EE. UU., para 2023 la diferencia había aumentado al 30 %. Esta brecha no solo se debe al crecimiento poblacional más acelerado de EE. UU., sino también a problemas estructurales dentro de Europa, como la lenta adopción de tecnologías clave, los altos costes energéticos derivados de su dependencia exterior y la falta de una política industrial cohesionada.

Al mismo tiempo, Europa se enfrenta a tres grandes retos geopolíticos que amenazan su crecimiento a largo plazo:

En primer lugar, la desaceleración y el enfriamiento del comercio mundial, lo que no solo afecta a las importaciones de bienes y materias primas de las que carece, sino que supone un debilitamiento de la demanda externa y, por ende, del crecimiento a largo plazo.

En segundo lugar, a un aumento de los costes energéticos por las tensiones con Rusia, lo que ha obligado a tener que diversificar las fuentes energéticas. Esto ha incidido en los costes y afectado a su competitividad-precio a lo largo de la cadena productiva.

Finalmente, a una inestabilidad política mundial que no solo ha aumentado los costes de las materias primas clave, sino que, además, supone una amenaza a la autonomía estratégica de la UE.

Frente a este panorama, Draghi plantea una nueva estrategia industrial para la UE, basada en cuatro pilares fundamentales: la plena implementación del Mercado Único, la alineación de las políticas industriales y comerciales, el impulso a la financiación y la reforma de la gobernanza europea. Esta estrategia busca cerrar la brecha de innovación con EE. UU. y China, además de garantizar una transición ecológica que no sacrifique la competitividad y reforzar la seguridad del suministro de recursos críticos.

El objetivo de esta nueva estrategia europea es el de acercarse al modelo de productividad e innovación de EE. UU., pero procurando evitar sus problemas sociales, como la elevada desigualdad. La UE debe garantizar que el crecimiento de la productividad vaya de la mano de la inclusión social, especialmente en un momento en que Europa enfrenta rápidos cambios tecnológicos, transiciones sectoriales y una población activa en disminución.

Asimismo, Draghi complementa esta visión con un análisis exhaustivo de 10 sectores estratégicos que requieren una atención prioritaria para mejorar la competitividad europea. Además, propone actuar de manera horizontal sobre otros cuatro sectores para impulsar la digitalización, la transición energética, la producción sostenible y la innovación tecnológica en toda la economía.

Uno de los puntos clave de este análisis es la necesidad de fortalecer los mercados de capitales europeos. Para acometer todas las medidas del nuevo plan industrial, la UE necesita una inversión sin precedentes. El informe predice que serán necesarios en torno a 750.000-800.000 millones de euros anuales adicionales (4,4-4,7 % del PIB de la UE), con un aumento la inversión de la UE del 22 % al 27 % del PIB.

El futuro de la competitividad europea dependerá, en gran medida, de la capacidad de la UE para implementar las reformas necesarias, atraer inversiones y adaptarse rápidamente a un entorno global en constante cambio. Si Europa logra ejecutar esta ambiciosa agenda, podrá recuperar su posición como uno de los líderes económicos del mundo, asegurando al mismo tiempo un crecimiento inclusivo y sostenible.

1 La competitividad en Europa

En esta primera sección se incluyen los principales elementos del informe de Draghi y algunas consideraciones adicionales referidas a la situación de España. Se destaca, además, el papel de los mercados de capitales para impulsar la competitividad.

El panorama económico ha cambiado y Europa se está quedando atrás en términos de competitividad

Europa se enfrenta a un panorama económico cada vez más complejo en términos de competitividad, lo que amenaza su capacidad para mantener el liderazgo en sectores clave. Aunque sigue siendo una de las regiones tecnológicamente más avanzadas, su posición global se está viendo afectada por el ascenso de economías emergentes como China y la India, así como por la consolidación de EE. UU. como líder tecnológico.

El Índice Global de Competitividad muestra que mientras que algunos países como Alemania mantienen posiciones altas (ocupa el séptimo puesto del *ranking*), otros como Francia o España han descendido en los últimos años, situándose en los puestos 22 y 29 respectivamente (World Economic Forum, 2024). La pérdida de competitividad es aún más evidente en el sector de la alta tecnología, en el que, por ejemplo, solo el 11 % de las empresas innovadoras en inteligencia artificial son europeas, frente al 20 % de EE. UU. y el 34 % de China (Comisión Europea, 2023).

Gran parte de esta pérdida relativa de competitividad se explica por la fragmentación del mercado interno europeo. Aunque la UE ha implementado muchas medidas de cara a consolidar el Mercado Único, persisten obstáculos como las barreras regulatorias o la falta de armonización fiscal y laboral entre los Estados miembros. Estos obstáculos impiden que las empresas europeas aprovechen plenamente las economías de escala y compitan de forma eficaz con las empresas estadounidenses o chinas, que operan en unos mercados más integrados. Ciertos sectores clave como los de la energía, las telecomunicaciones y los servicios financieros se ven más afectados por estas divisiones, lo que termina por reducir su competitividad global.

En el caso de España, la situación es aún más compleja debido a problemas estructurales a largo plazo que caracterizan la economía española, como la baja productividad y una débil inversión en I+D. Según el Banco de España, la productividad laboral en España sigue siendo un 20 % inferior a la media de la zona euro, lo que limita su potencial crecimiento a largo plazo (Banco de España, 2023). Además, la inversión en I+D es inferior a la media europea. Todo ello motiva que, en el *ranking*

de innovación, España se sitúa por debajo de la media de la UE y ocupase en 2023 el puesto 16 de 27 del European Innovation Scoreboard (Comisión Europea, 2023).

Adicionalmente, el tejido empresarial español está dominado por pequeñas y medianas empresas (pymes), que encuentran mayores impedimentos a la hora de financiarse en los mercados de capitales.

Para garantizar el crecimiento a largo plazo, es necesario impulsar la competitividad europea

La pérdida de competitividad en una economía tiene repercusiones tanto a corto como a largo plazo.

Por un lado, afecta a la capacidad de generar crecimiento económico. El modelo de crecimiento endógeno de Romer destaca la importancia de la acumulación de capital tecnológico y de conocimiento. Cuando una economía pierde competitividad, pierde capacidad para atraer inversión en I+D, lo que frena la innovación y, por tanto, el crecimiento del PIB (Romer, 1990). Actualmente Europa ya se ha quedado atrás en este aspecto: mientras que EE. UU. invierte un 3,1 % del PIB en I+D y China un 2,5 %, Europa solo alcanza un 2,2 % (Comisión Europea, 2023). En España, el dato es aún más desalentador: en 2022 la inversión española en I+D fue del 1,44 % del PIB (Instituto Nacional de Estadística, 2024).

A ello se le une el desfavorable contexto demográfico europeo. Con una población cada vez más envejecida y una baja tasa de natalidad, el crecimiento económico basado en la acumulación de mano de obra se vuelve inviable a largo plazo. Por tanto, atendiendo a las teorías del crecimiento, la vía que tendría Europa para lograr el crecimiento sería a través de la acumulación de capital y el impulso de la productividad total de los factores. Fomentar la innovación y la inversión en sectores de alta tecnología es, por tanto, más crucial que nunca.

La pérdida de competitividad también deteriora la capacidad de innovación. La falta de competitividad reduce la capacidad de las economías para adaptarse a nuevas tecnologías, lo que repercute negativamente en el desarrollo económico a largo plazo; aquellos países que logran innovar antes pueden explotar las economías de aprendizaje y competir en costes, creando lo que se denomina un *accidente histórico*. Esto significa que, aunque una economía no tenga inicialmente una ventaja comparativa, puede terminar especializándose en bienes de alto valor añadido simplemente por el hecho de haber llegado antes. Ello introduce unas barreras de entrada que terminan por desincentivar la competencia por parte de otras economías.

Otro impacto significativo de la pérdida de competitividad es la disminución de la inversión extranjera directa. Tal y como señalan muchas teorías económicas, los flujos de capital internacional tienden a dirigirse hacia aquellas economías con mayor rendimiento del capital (Mundell, 1957). Si la competitividad disminuye, los costes de producción aumentan, lo que hace que los inversores internacionales perciban unos riesgos más elevados y prefieran invertir en mercados que les garanticen unos mayores rendimientos. Países como España, al no ser competitivos en sectores clave, pierden la capacidad de atraer grandes inversiones globales, lo que

afecta no solo al crecimiento económico, sino también a la creación de empleo y al desarrollo de nuevas tecnologías, atrapando la economía en un círculo vicioso que merma su capacidad de crecer a largo plazo.

Asimismo, los salarios y la calidad del empleo también se ven afectados. La pérdida de competitividad reduce los márgenes de beneficio de las empresas, lo que limita la capacidad de estas de aumentar los salarios reales. Esto, combinado con la pérdida de inversión extranjera y la deslocalización de industrias clave, lleva a una precarización del empleo. Y cuando los países no pueden ofrecer salarios competitivos ni oportunidades de empleo atractivas, los trabajadores cualificados tienden a emigrar hacia economías más dinámicas (Borjas, 1989). Esta fuga de cerebros afecta negativamente a la acumulación de capital humano, esencial para el crecimiento económico a largo plazo, tal y como señalan las teorías de crecimiento endógeno.

Además, la falta de competitividad no solo afecta a nivel interno, sino que también tiene un impacto negativo en la balanza comercial de un país. Cuando la competitividad disminuye, los costes de producción se incrementan y los productos nacionales pierden competitividad en los mercados internacionales, lo que afecta negativamente a la balanza comercial y, en consecuencia, a la estabilidad económica de un país.

Finalmente, la pérdida de competitividad también tiene implicaciones geopolíticas. A medida que Europa pierde peso en la economía mundial, disminuye su poder de influencia en acuerdos comerciales y políticos, lo que poco a poco deteriora su peso en la escena global y en su capacidad para liderar en innovaciones globales como la inteligencia artificial o la sostenibilidad energética (Zettelmeyer, 2024) (Donnachie, 2024).

Cómo impulsar la competitividad: el papel central de los mercados de capitales

Para revertir esta pérdida de competitividad, es esencial comprender los factores que impulsan el crecimiento económico y la competitividad. Para ello existen diferentes modelos económicos que han tratado de determinar qué factores son los que influyen en la competitividad de las economías.

Uno de los enfoques más relevantes es el de David Ricardo, quien en su teoría de la ventaja comparativa señala que, para que una economía sea competitiva, debe especializarse en la producción de bienes y servicios en los que tenga un coste relativo menor. La ventaja comparativa sugiere, por tanto, que las economías deberían especializarse en aquellos bienes en los que sean relativamente más eficientes. Es decir, que, si una economía tiene un menor coste relativo para producir un bien que otra, debería especializarse en dicho bien. Por tanto, para especializarse en la producción de bienes innovadores, el coste de producir dichos bienes ha de ser relativamente menor que el de los competidores.

Por su parte, el modelo Heckscher-Ohlin-Samuelson (HOS) añade una perspectiva clave sobre los factores productivos, proponiendo que los países se especialicen en la producción de bienes que utilicen de manera intensiva el factor de producción

que abunda en su economía. Este modelo puede interpretarse tanto en términos físicos (recursos disponibles) como en términos económicos (costes). Por ejemplo, si un país dispone de abundante capital, pero tiene escasez de mano de obra, debería especializarse en bienes intensivos en capital y no en trabajo.

Por lo tanto, para competir globalmente, Europa necesita enfocarse en bienes de alto valor añadido, que requieren una mayor cantidad de capital, especialmente si se tiene en cuenta el contexto europeo, donde el envejecimiento de la población y la baja tasa de natalidad limitan la especialización en bienes intensivos en trabajo. Ello implica tener una mayor abundancia de capital en términos relativos físicos y económicos que China o EE. UU.

Para ello es necesario impulsar los mercados de capitales europeos, que están alejados en términos de volumen y coste del capital respecto a sus homólogos estadounidenses y chinos. Actualmente, el mercado de capitales europeo está valorado en aproximadamente 15 billones de dólares, considerablemente por debajo de los 46,5 billones de EE. UU. y los 18 billones de China. Si se analiza en términos de PIB, el tamaño de los mercados de valores sobre el PIB de la UE sigue siendo la mitad que el de EE. UU. (Truchet, 2024). En 2016, tan solo alcanzaba un 40 % sobre el PIB, frente al 110 % del Reino Unido o el 158 % de EE. UU. (Sapir, Véron, y Wolff, 2018).

En el caso de España, la situación es aún más preocupante, ya que su mercado de capitales es más pequeño en comparación con la media europea, lo que limita las oportunidades de movilización de capital para proyectos innovadores (Sifma, 2022). Según datos de la CNMV, el valor de la capitalización de la renta variable al cierre de 2023 fue de unos 687.000 millones de euros, un 47 % del PIB español.

A esto se suma que los costes de capital en Europa son más elevados que en otras regiones como EE. UU., donde la estructura de financiación es mucho más favorable. El coste del capital propio en Europa es aproximadamente un 45 % mayor que el de la deuda, lo que se debe, en parte, a la falta de incentivos fiscales para la financiación no bancaria (Comisión Europea, 2020). Detrás de ello hay factores tanto estructurales como culturales.

Por un lado, los mercados europeos siguen siendo muy dispares y no están lo suficientemente integrados. Esto impide que las empresas europeas accedan a financiación en igualdad de condiciones, especialmente en los sectores de la tecnología y la sostenibilidad. Además, la falta de armonización en las regulaciones y la existencia de barreras fiscales dificultan las inversiones transfronterizas. Tan solo el 30 % de las empresas europeas recurre a fuentes de financiación no bancarias, en comparación con el 80 % en EE. UU. En España, al cierre del primer trimestre de 2024, la financiación vía acciones cotizadas y deuda supuso un 13,2 % del pasivo total del balance de las sociedades no financieras, frente al 22,2 % de los préstamos bancarios (Banco de España, 2024).

Los datos son aún más desalentadores para las pymes españolas: según una encuesta realizada por el Banco de España en 2021 a empresas con menos de 50 empleados, tan solo el 14 % se financiaba mediante bonos corporativos, el 5,4 % utilizaba los mercados de renta variable, el 2,8 % recurría al capital riesgo y el 2,6 % a *business angels*. De hecho, el 68 % de las pymes considera la falta de financiación

como una barrera para invertir a largo plazo, mientras que esta cifra baja al 50 % en Francia o al 19 % en los Países Bajos (Banco Europeo de Inversiones, 2023).

Por otro lado, el menor conocimiento financiero y la mayor aversión al riesgo de los inversores europeos agravan el problema, lo que hace que prefieran instrumentos seguros como los depósitos bancarios y que se desincentiven las inversiones en instrumentos de capital. En España, un 12,5 % de los hogares invirtieron en acciones cotizadas en bolsa frente al 21 % de EE. UU. (Banco Central Europeo, 2022) (Reserva Federal de Estados Unidos, 2022).

Finalmente, el sistema de pensiones europeo, basado en un modelo de reparto, no fomenta el ahorro ni la inversión en cartera. A diferencia del modelo 401(k) estadounidense¹, el sistema europeo no incentiva que los ciudadanos inviertan en proyectos productivos, lo que reduce la cantidad de capital disponible para financiar la innovación.

Conclusión

En conclusión, la pérdida de competitividad en Europa y España tiene consecuencias graves que afectan tanto al crecimiento económico como al bienestar social. Para frenar esta tendencia, es crucial desarrollar unos mercados de capitales sólidos, reducir los costes de financiación y aumentar la inversión en I+D. Solo mediante una estrategia integral que aborde los problemas estructurales y culturales de Europa, se podrá recuperar la competitividad global y asegurar un crecimiento sostenible a largo plazo.

1 Un plan 401 (k) es un plan de ahorro para la jubilación patrocinado por el empleador, que permite a los empleados aportar una parte de su salario, a menudo con contribuciones adicionales de la empresa. Los fondos se depositan en una cuenta con diferentes opciones de inversión. Estos planes ofrecen beneficios fiscales significativos. Existe una aportación máxima anual para el empleado (en 2024 de 23.000 dólares o de 30.500 dólares para mayores de 50 años).

2 El informe sobre la competitividad de Draghi

El informe de Draghi viene impulsado por tratar de superar la pérdida de competitividad que sufre Europa. Para ello, propone reformar la política industrial europea y combinarla con una batería de medidas sectoriales y horizontales dirigidas a paliar los tres principales retos en materia de competitividad a los que se enfrenta Europa. Se resumen a continuación los principales aspectos del informe de Draghi (partes A y B del informe).

2.1 Los tres retos a los que se enfrenta Europa

El informe comienza detallando el cambio de paradigma económico, político y social que ha sucedido en Europa, resaltando los nuevos desafíos a los que tiene que hacer frente y que suponen un riesgo aún mayor para el largo plazo.

Cerrar la brecha de innovación y tecnología

Europa afronta múltiples desafíos para cerrar la creciente brecha de innovación y tecnología. Tradicionalmente, el crecimiento en Europa se ha basado en la acumulación de trabajo y capital, pero ambos factores han comenzado a ralentizarse, lo que ha aumentado la brecha de productividad respecto a otras economías avanzadas. Esto se puede apreciar especialmente si se compara la evolución de la productividad laboral respecto a EE. UU.: mientras que entre 1945 y 1995, la productividad laboral en la UE pasó del 22 % al 95 % del nivel estadounidense, desde entonces ha bajado a menos del 80 %, reflejando un estancamiento frente a EE. UU. (Draghi, 2024).

El bajo crecimiento de la productividad europea, actualmente de un 0,7 % anual, no es suficiente para compensar la disminución de la mano de obra, esperándose que, de seguir así, dicho ritmo de crecimiento solo sería suficiente para mantener el PIB constante hasta 2050. Teniendo en cuenta el contexto económico actual de tipos de interés relativamente más elevados en comparación con la etapa anterior, una deuda pública inicial alta y unas crecientes necesidades de inversión para acometer la transición digital y ecológica, Europa se podría llegar a enfrentar a una potencial insostenibilidad de su deuda pública.

Una de las principales razones que explican este aumento de la brecha con EE. UU. ha sido la incapacidad europea de aprovechar y capitalizar la revolución digital. Excluyendo el sector tecnológico del cálculo, el crecimiento de productividad en ambas regiones ha sido similar. No obstante, en áreas más disruptivas como la computación en la nube, Europa está muy rezagada, con operadores locales que tan solo controlan el 2 % del mercado, frente al 65 % de los estadounidenses (Draghi, 2024).

Adicionalmente, la falta de mano de obra cualificada impide aprovechar plenamente las nuevas tecnologías. Los programas educativos y de formación han sido insuficientes y su falta ha impedido el desarrollo del capital humano necesario para fomentar la innovación y el crecimiento económico a largo plazo. Este problema se ve agravado por dos factores: la fragmentación del mercado europeo, que obstaculiza las economías de escala, y la concentración de la inversión en sectores maduros, como el automovilístico y farmacéutico, lo que impide diversificar hacia áreas emergentes y tecnológicamente más avanzadas.

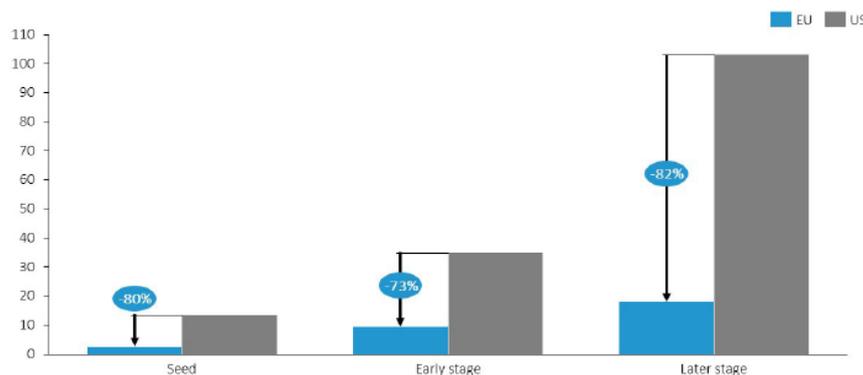
Otro factor que ha incidido en la desaceleración de la productividad es la falta de una estrategia coherente para gestionar el ciclo de vida de la innovación. La presencia de obstáculos normativos y financieros ha complicado el acceso a la financiación. La inversión en capital riesgo, especialmente en fases avanzadas, también es insuficiente, lo que genera que las *startups* tecnológicas europeas estén en desventaja a la hora de competir a nivel global. Se calcula que la inversión en capital riesgo en Europa es en torno a un 80 % inferior a la estadounidense (Draghi, 2024).

Venture capital por estado de desarrollo empresarial

ILUSTRACIÓN 1

Venture capital investment by development stage

USD billion, 2023



Fuente: Draghi (2024).

A ello se le une un insuficiente gasto público en innovación disruptiva. En 2021, los Estados miembros de la UE gastaron 108 billones de euros en I+D, frente a los 131 billones de EE. UU. (Draghi, 2024). Si bien representa un mayor porcentaje respecto al PIB (0,74 % vs. 0,65 %), sigue sin ser suficiente para suplir las diferencias en la financiación del sector privado.

Además, ya no solo se da un problema de falta de financiación al I+D, sino que la que hay se concentra en sectores industriales tradicionales, como el automovilístico o el farmacéutico. Estos sectores, aunque fundamentales para la economía europea, suelen estar más retrasados en cuanto a innovación disruptiva. Este enfoque limita la diversificación hacia sectores innovadores, como la inteligencia artificial, la biotecnología avanzada o las energías limpias, áreas en las que Europa necesita ganar terreno para ser competitiva en el futuro.

Otras barreras a la innovación a las que el informe hace referencia son el limitado impacto en la comercialización de patentes que están teniendo las universidades y centros de investigación europeos, así como la falta de infraestructuras digitales.

Seguir avanzando en la descarbonización, pero sin mermar la competitividad europea

Otro de los desafíos a los que se enfrenta la economía europea es el de equilibrar sus objetivos de descarbonización a la vez que se mantiene la competitividad industrial. La UE ha liderado la transición hacia una economía verde, estableciendo metas estrictas de reducción de emisiones y fomentando el uso de energías renovables. Sin embargo, la rápida transición energética en Europa plantea riesgos para la competitividad de las empresas europeas; en concreto, los elevados precios de la energía y una falta de innovación en tecnologías limpias, que lastran la competitividad y desincentivan la inversión.

A pesar de que Europa lidere el mercado de las tecnologías verdes, la región sigue pagando entre 2 y 5 veces más por la energía que EE. UU. o China. Esta diferencia de precios, junto con una creciente volatilidad en el mercado energético, ha hecho que aproximadamente el 50 % de las empresas europeas consideren los costes energéticos como una de las principales barreras a la inversión (Draghi, 2024).

Detrás de los mayores precios de la región europea se encuentran causas tanto estructurales como coyunturales: escasez de recursos energéticos propios, fragmentación del mercado, volatilidad de los precios y fiscalidad desfavorable.

Por un lado, se da una escasez de recursos energéticos propios, como gas natural y petróleo, que ha obligado a Europa a depender en gran medida de las importaciones y la expone a la volatilidad de los precios internacionales. Esta dependencia ha aumentado tras la crisis energética de 2022, por la que, tras la pérdida de acceso al gas ruso, aumentaron las importaciones de gas natural licuado (GNL), un material más caro debido a los costes adicionales de licuefacción y transporte.

Por otro lado, el mercado energético europeo está fragmentado y la infraestructura es insuficiente, lo que impide el aprovechamiento de las economías de escala. A pesar de los esfuerzos de la UE por aumentar la inversión en energías renovables, la infraestructura para la generación y distribución de electricidad sigue siendo limitada, lo que genera picos, retrasa la instalación de capacidades y aumenta los precios energéticos.

Además, los impuestos a la energía son superiores a los de otros países y representan una parte importante del precio final: en torno al 65 % del precio final de la energía del sector industrial y el 45 % del de los hogares son costes relacionados con la red y la fiscalidad. La falta de armonización en los impuestos y las tarifas entre los Estados miembros también crea una gran variabilidad en los precios de la energía. Mientras que algunas economías aplican tasas por encima del 30 %, otras tienen exenciones o, incluso, tarifas negativas. Esta disparidad genera desigualdades competitivas dentro del Mercado Único.

El informe señala también como un potencial riesgo la falta de mantenimiento de su posición de liderazgo en el sector. La UE es el segundo mercado en cuanto a demanda de energía solar fotovoltaica, eólica y de vehículos eléctricos. En muchos de estos sectores, la UE ha sido pionera y ha establecido su liderazgo, pero no ha sido capaz de mantenerlo de forma congruente e, incluso, lo está perdiendo en favor de China. Esta pérdida a favor del país asiático se explica en parte por sus menores costes de producción, así como por el mayor acceso a materias primas, lo que ha generado que muchos productores de la UE hayan deslocalizado su producción hacia este país.

Finalmente, otro factor explicativo de los mayores precios en Europa es la alta volatilidad en los precios del gas, que ha sido exacerbada por la dinámica de los mercados de derivados y la concentración de posiciones en manos de pocos operadores. Según la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), 5 empresas dominan el 60 % de las posiciones en algunos mercados de gas europeos y sus posiciones en corto han aumentado. Parte del problema deriva de una falta de supervisión de estos actores del mercado. Mientras que las entidades financieras reguladas cuentan con normas de conducta y prudenciales, estos actores pueden acogerse a exenciones auxiliares cuando su actividad principal no es la negociación. En EE. UU. la supervisión es más estricta y las empresas de materias primas, salvo excepciones, están sujetas a supervisión e, incluso, tienen límites en sus posiciones.

Seguridad y dependencia de las importaciones

Por último, la creciente dependencia de Europa de las importaciones de materias primas y tecnología crítica, en especial de China, representa una vulnerabilidad geopolítica significativa.

La pandemia de COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania pusieron de manifiesto la existencia de fragilidades en las cadenas de suministro europeas, especialmente en sectores como los semiconductores y las materias primas críticas.

Alrededor del 40 % de las importaciones de Europa proviene de un pequeño número de proveedores, muchos de los cuales no están alineados con las políticas europeas. Esta dependencia es una vulnerabilidad en un escenario marcado por una creciente polarización geopolítica. Un *shock* de oferta en el comercio podría afectar gravemente a la economía europea. Aunque la desglobalización total no parece probable a corto plazo, las crecientes tensiones geopolíticas han incrementado la posibilidad de que estas dependencias sean utilizadas como una herramienta de coerción, poniendo en riesgo la estabilidad de las políticas europeas y su autonomía industrial.

Además, el deterioro en las relaciones geopolíticas obliga a plantear el aumento en defensa y en la capacidad industrial europea. Las tensiones en el este y los ataques a las infraestructuras energéticas y de telecomunicaciones han generado un aumento de la demanda de defensa y una disminución en su oferta. La Comisión Europea estima que se necesitarán en torno a 500 billones en la siguiente década.

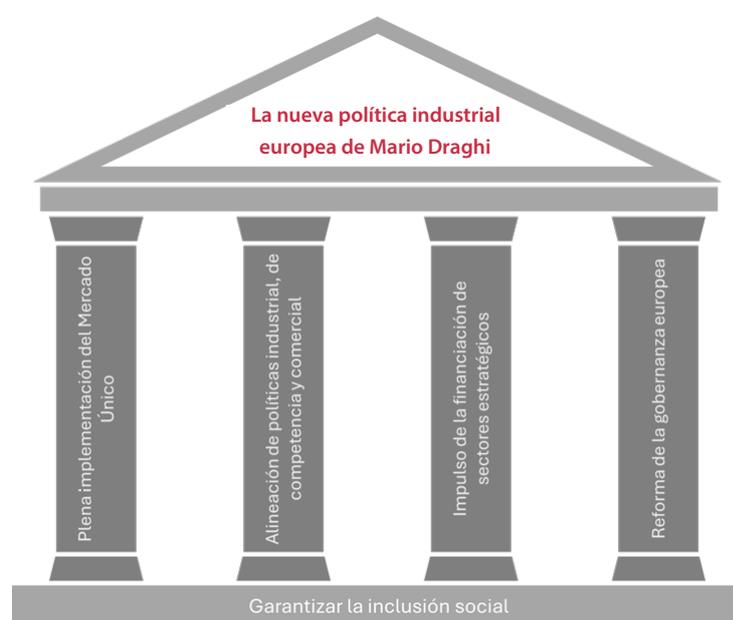
2.2 La nueva política industrial de Draghi

Para abordar estos retos y fomentar la competitividad en la UE, Mario Draghi propone una reforma de la política industrial europea que vaya acompañada de medidas sectoriales y horizontales.

La nueva política industrial europea estaría basada en cuatro pilares: la plena implementación del Mercado Único; la alineación de las políticas industriales, de competencia y comerciales; el impulso de la financiación en sectores estratégicos, y la reforma de la gobernanza europea. A su vez, estos cuatro pilares han de asentarse en la inclusión social, de manera que se adopten las mejores prácticas de otros modelos, como el estadounidense, pero se eviten sus aspectos más problemáticos.

La política industrial de Mario Draghi

ILUSTRACIÓN 2



Fuente: Elaboración propia.

Lograr la plena implementación del Mercado Único

El Mercado Único ha sido objetivo central de la UE desde el Tratado de Roma. En una unión económica y monetaria es un mecanismo indispensable para paliar la pérdida del mecanismo de ajuste del tipo de cambio ante *shocks* asimétricos. Pese a ello, persisten barreras que impiden que se haya logrado plenamente. En el contexto actual, tener un verdadero Mercado Único se hace aún más imprescindible, pues permitiría impulsar el crecimiento de las empresas innovadoras y grandes industrias o fomentaría un mercado energético común y diversificado, entre otros. Además, tenerlo facilita la firma de acuerdos comerciales preferenciales, construye cadenas de suministro más resilientes y moviliza mayores volúmenes de financiación privada. Sin embargo, según estimaciones, las fricciones comerciales actuales en la UE impiden alcanzar hasta un 10 % del potencial del PIB. El informe hace referencia al informe de Enrico Letta respecto de cómo debería abordarse este problema.

Alineamiento de las políticas industriales, de competencia y comerciales

Las políticas industriales, de competencia y comerciales deben estar alineadas y formar parte de una estrategia integral. Existe una alta interrelación entre ellas, dependiendo la efectividad de estas de las demás. Draghi señala que deben evitarse errores del pasado, como proteger a empresas ya consolidadas o seleccionar ganadores. Estas políticas deben enfocarse en sectores clave en lugar de en empresas específicas y deben evaluarse constantemente mediante rigurosos mecanismos de monitoreo. La interacción con las autoridades de competencia es crucial para el éxito de la política industrial pues, al fin y al cabo, la competencia estimula la productividad, la inversión y la innovación. Además, la política de competencia debe adaptarse a la rápida evolución de sectores innovadores, como el de la tecnología. En estos casos, las fusiones y adquisiciones deben evaluarse no solo en función del impacto que tengan en la competencia actual, sino también en la de la futura. En sectores estratégicos, como la defensa, los criterios de seguridad y resiliencia deberían tener un mayor peso. En concreto, establece que los proyectos importantes de interés común europeo (IPCEI) deberían ampliarse para cubrir todas las formas de innovación que puedan ayudar a Europa a lograr ser pionera en sectores clave.

Impulso de la financiación en áreas estratégicas

El impulso de esta nueva estrategia requerirá unas necesidades de inversión sin precedentes. Se calcula que, para digitalizar y descarbonizar la economía, así como para aumentar la capacidad de defensa de la UE, se necesitará aumentar la tasa de inversión en torno a un 5 % del PIB europeo. Para analizar si dicho impulso en la inversión supondría un potencial desequilibrio macroeconómico, se han llevado a cabo diversos estudios por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) y de la Comisión Europea. Los resultados sugieren que puede lograrse sin que la economía sufra restricciones de oferta, si bien el sector público habrá de acompañar al sector privado, que por sí solo no podrá suplir las nuevas necesidades de inversión. Para ello, se hace necesario, por un lado, integrar los mercados de capitales europeos para canalizar mejor el ahorro de los hogares hacia inversiones productivas en la UE y, por otro, generar un incremento de la productividad que apoye el impulso inversor. Se calcula que un aumento del 2 % del nivel de productividad total de los factores en un plazo de 10 años podría bastar para cubrir en torno a un tercio del gasto fiscal necesario para este impulso en la inversión.

Reforma de la gobernanza europea

El último pilar al que hace referencia el informe es la gobernanza de la UE, que debe centrarse en mejorar la coordinación política y reducir la carga regulatoria. La UE fue creada en un contexto de menos Estados miembros y con desafíos diferentes. Con los desafíos globales y ya siendo 27 Estados miembros, es necesario contar con respuestas más rápidas. Será crucial también reducir la carga regulatoria, dado que más del 60 % de las empresas de la UE ven la regulación como un obstáculo para la inversión, y el 55 % de las pequeñas y medianas empresas la señalan como su mayor desafío.

2.3 Medidas para luchar contra los nuevos desafíos

Acompañando la reforma de la política industrial, Draghi detalla en gran profundidad una batería de medidas.

En su primer informe hace referencia a algunas de ellas de manera temática, agrupándolas por soluciones a los tres retos a los que tiene que hacer frente Europa².

El segundo informe desagrega la información anterior sectorial y horizontalmente, analizando en mayor profundidad la situación y las políticas que han de acometerse para lograr la nueva estrategia industrial europea. En concreto, identifica 10 sectores clave y 5 políticas horizontales, subrayando la necesidad de una intervención estratégica coordinada para mejorar la competitividad de Europa. Las políticas sectoriales se centran en asegurar la transición energética, el acceso a materias primas críticas y el desarrollo de tecnologías avanzadas, mientras que las políticas horizontales abordan los problemas estructurales de inversión, habilidades y competencia que afectan a toda la economía.

Los 10 sectores estratégicos para impulsar la competitividad europea

El informe identifica 10 sectores estratégicos para relanzar la competitividad de la industria europea:

- Energía
- Materias primas clave
- Digitalización y telecomunicaciones
- Defensa
- Transporte
- Industrias intensivas en energía
- Tecnologías limpias
- Sector automovilístico
- Sector espacial
- Sector farmacéutico

En cada uno de ellos, detalla la situación actual, el reto del sector y las medidas necesarias para solventar los nuevos desafíos.

2 Véase anexo 1.



Fuente: Elaboración propia.

Análisis de las medidas horizontales³

Asimismo, el informe enumera cinco políticas horizontales que han de complementar las sectoriales para impulsar la nueva estrategia industrial:

- i) Acelerar la innovación.
- ii) Cerrar la brecha de competencias.
- iii) Mantener la inversión.
- iv) Reforzar la competencia.
- v) Reforzar la gobernanza.

Acelerar la innovación

Europa se encuentra en una posición privilegiada en términos de capacidades de innovación. Cuenta con altos conocimientos técnicos en áreas clave, así como con centros de investigación y universidades reconocidas mundialmente. Sin embargo, se enfrenta a varios desafíos que limitan su capacidad de traducir estas fortalezas en innovaciones disruptivas que incentiven el crecimiento económico y el empleo. Entre estos desafíos se encuentran: un entorno regulatorio percibido a menudo como más restrictivo, una falta de coordinación entre los Estados miembros y una falta de acceso a la financiación por parte de las empresas más innovadoras, especialmente en sus etapas más tempranas.

³ Véase el anexo 2 con todas las propuestas.

En el informe se propone así implementar medidas dirigidas a crear un entorno regulatorio más favorable, aumentar la colaboración público-privada, fomentar el I+D en tecnologías disruptivas o reforzar la infraestructura digital.

Además, se señala la necesidad de facilitar el acceso a la financiación. Para abordar este desafío, se propone la creación de un fondo de inversión paneuropeo, gestionado en parte por el Banco Europeo de Inversiones. Su objetivo sería el de apoyar proyectos de tecnologías verdes, digitales y de salud de *startups* tecnológicas. Asimismo, se recomienda complementar sus acciones con medidas que atraigan capital privado a través de incentivos fiscales y garantías públicas. En el informe se señalan también las limitaciones del BEI a la hora de invertir en proyectos más arriesgados como una merma a la posibilidad de incentivar la innovación, por lo que Draghi propone llevar a cabo una reforma que lo dote de capacidad suficiente para poder acometer estas inversiones.

Cerrar la brecha de competencias

Otra medida horizontal clave es la necesidad de cerrar la brecha de competencias humanas. Europa tiene un déficit de habilidades en sectores estratégicos como la tecnología o la sostenibilidad para fomentar la competencia a largo plazo. La revolución digital que se está viviendo y la automatización exigen que la fuerza laboral europea sea capaz de adaptarse con rapidez para mantenerse competitiva.

El problema es que se da un *mismatch* entre la oferta y la demanda de habilidades, especialmente en áreas como la inteligencia artificial, la ciberseguridad y las energías renovables. De hecho, se calcula que en torno al 40 % de las empresas europeas tienen dificultades para contratar personal cualificado, lo que termina disminuyendo las posibilidades de innovación y limita el crecimiento económico.

Entre las diferentes medidas propuestas para solventar esta situación está la de mejorar el sistema educativo y la formación de adultos con un enfoque más basado en las habilidades, así como potenciar la colaboración entre gobiernos, instituciones educativas y empresas para diseñar programas formativos que respondan a las demandas del mercado laboral. Asimismo, se sugiere simplificar el reconocimiento de certificaciones y promover programas de reconversión laboral enfocados en adquirir competencias tecnológicas. Además, se recomienda crear una plataforma europea de datos sobre habilidades con el objetivo de coordinar políticas entre los Estados miembros y mejorar la oferta educativa.

Mantener la inversión

Para acometer todas las medidas del nuevo plan industrial, la UE necesita una inversión sin precedentes. El informe calcula que harán falta en torno a 750.000-800.000 millones de euros anuales adicionales (4,4-4,7 % del PIB de la UE), con un aumento de la inversión de la UE del 22 % al 27 % del PIB.

La dificultad radica en que la inversión privada y los ahorros de los hogares son insuficientes para poder llevar a cabo la nueva estrategia industrial. Por un lado, la inversión privada ha disminuido desde la crisis de 2008, acrecentándose la brecha respecto a EE. UU. y no habiéndose compensado con un aumento en la inversión

pública. Por otro lado, los ahorros de los hogares no se están canalizando de manera eficiente hacia las inversiones productivas. Pese a que en 2022 los ahorros de los hogares europeos fueron superiores a los de los estadounidenses (1.390.000 millones de euros vs. 840.000 millones), la riqueza de estos fue significativamente inferior por los menores rendimientos obtenidos en los mercados financieros.

Para lograrlo, será necesario aumentar la inversión pública e incentivar la inversión privada disminuyendo sus costes. En este sentido, el logro de la Unión de los Mercados de Capitales no será suficiente y habrá de acompañarse con incentivos fiscales.

Este recorte en los ingresos públicos habrá de compensarse con ahorros presupuestarios en otras áreas hasta que las ganancias en la productividad fruto de la mayor inversión comiencen a tener un impacto positivo en el *output* vía un aumento de la productividad total de los factores. Se calcula que un incremento del 2 % en la productividad total de los factores en 10 años podría ser suficiente para cubrir hasta un tercio del gasto fiscal necesario para implementar el plan.

En el informe se señalan diversas causas que generan la menor inversión:

Por un lado, una intermediación financiera menos eficiente. Ello, según Draghi, se debe a la fragmentación de los mercados de capitales y al bajo flujo de ahorros hacia ellos. Aunque la Comisión Europea ha introducido varias medidas para construir una Unión de los Mercados de Capitales, según el informe persisten tres problemas:

- i) La falta de un único regulador del mercado de valores y de un solo marco normativo, lo que genera disparidad en las prácticas supervisoras y en la interpretación de la norma.
- ii) Una menor eficiencia de los mercados de compensación y liquidación europeos.
- iii) Una falta de alineamiento en los regímenes fiscales y de insolvencia.

Por otro lado, se da una falta de capital a largo plazo en comparación con otras grandes economías. Esto es fundamentalmente consecuencia de una falta de desarrollo de los fondos de pensiones. En 2022 los activos de los planes de pensiones representaban un 32 % del PIB en la UE, frente al 142 % de EE. UU. o el 100 % del Reino Unido (Draghi, 2024). Ello se explica por el sistema de reparto que predomina en Europa y que, a diferencia del sistema de capitalización, no incentiva la inversión en la misma medida.

Asimismo, se da una excesiva dependencia de la financiación bancaria, lo que dificulta la financiación de empresas más innovadoras, con mayor riesgo y mayor dificultad para ofrecer un colateral (en su mayoría intangible). Además, los bancos europeos presentan una rentabilidad más reducida, consecuencia de menores economías de escala por la falta de una Unión Bancaria plena y unos ingresos más bajos por comisiones y tarifas. También se enfrentan a ciertos obstáculos regulatorios específicos que limitan su capacidad para prestar. En particular, los bancos

Europeos no pueden recurrir a la titulización en la misma medida que sus homólogos estadounidenses. En 2022, la emisión anual de titulizaciones en la UE representó solo el 0,3 % del PIB, mientras que en EE. UU. fue del 4 %. En España, en 2023 este importe ascendió a 17.400 millones de euros, un 1,2 % del PIB.

Finalmente, los presupuestos europeos son escasos, disipados y demasiado conservadores respecto a la inversión en proyectos más arriesgados.

Entre las soluciones para incentivar la inversión hay algunas como llevar a cabo inversiones conjuntas que permitan financiar proyectos a gran escala, seguir avanzando en la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) o medidas que aumenten la capacidad financiera de los bancos.

Estas medidas, que afectan directamente a los mercados de capitales, se analizarán en mayor profundidad en la siguiente sección.

Reforzar la competencia

La reforma del marco de competencia en Europa es fundamental para asegurar un Mercado Único eficiente y competitivo que impulse la innovación y el crecimiento.

Existen barreras regulatorias y fragmentaciones en el Mercado Único que dificultan la competencia y el acceso a nuevas tecnologías. Sectores como el energético y el digital experimentan diferencias notables en cuanto a precios y acceso, lo que limita el crecimiento de las empresas europeas.

Entre otros, se propone eliminar aquellas barreras regulatorias que impiden el buen funcionamiento del Mercado Único, lo que permitiría impulsar la libre competencia en sectores estratégicos. Asimismo, sugiere actuar en ciertos sectores cuya competencia se ve más limitada. Por ejemplo, en el ámbito energético, se subraya la necesidad de fomentar una mayor transparencia en los precios y la competencia en la compra y distribución de energía. Se recomienda también actualizar las normas de competencia para adaptarlas a los nuevos retos digitales, facilitando el crecimiento de empresas tecnológicas y asegurando una competencia justa en toda la UE.

Reforzar la gobernanza

Para llevar a cabo la nueva estrategia industrial, es necesario acometer reformas en la estructura institucional y en el funcionamiento de la UE en múltiples aspectos: inversión, fiscalidad, educación, acceso a la financiación, regulación, comercio y política exterior. Otros competidores pueden implementar medidas en todos estos ámbitos, pero las reglas de toma de decisiones actuales de la UE impiden avanzar al mismo ritmo. Estas no se han adaptado a medida que la Unión ha ido evolucionando, lo que supone una traba en la consecución de los nuevos objetivos que se han marcado en el seno de la UE.

Para fortalecer la UE es necesario reformar los Tratados de la Unión, pero hasta que se logre, la UE ha de reenfocar su trabajo, acelerar su acción e integración y simplificar las reglas.

En concreto, se propone reenfoque el trabajo hacia áreas prioritarias y eliminar duplicidades de ciertos instrumentos. Pese a que ya se cuenta con herramientas de coordinación en algunas de las políticas sectoriales, los procesos siguen siendo burocráticos e ineficientes. Por ello, Draghi propone crear un nuevo marco que se centre solo en las «prioridades de competitividad de la UE». Adicionalmente, habría de acompañarse la consolidación de los mecanismos de coordinación con fortalecer sus recursos presupuestarios y mejorar su eficiencia. Propone, entre otros, la creación de un nuevo IPCEI de Competitividad⁴ que permita otorgar ayudas a proyectos transfronterizos.

De cara a acelerar el trabajo de la UE, sugiere, entre otras cosas, aumentar el sistema de votos de mayoría cualificada a más ámbitos e introducir un nuevo enfoque a la hora de lograr la integración.

Finalmente, el informe también alude a la necesidad de simplificar las normas y reducir la carga regulatoria. En concreto, propone crear un mecanismo que permita evaluar el impacto de la legislación europea, que mida los costes y beneficios de las diferentes normas y que calcule la carga regulatoria, así como nombrar un nuevo vicepresidente de la Comisión para la Simplificación, con el fin de mejorar el acervo comunitario.

Por último, todo ello se complementa con medidas concretas dirigidas a disminuir la carga regulatoria de las pymes.

4 https://industria.gob.es/es-es/participacion_publica/paginas/detalleparticipacionpublica.aspx?k=312

3 Medidas que afectan a los mercados de capitales

Muchas de las medidas que propone Mario Draghi en su informe sobre competitividad europea tienen un impacto significativo en los mercados de capitales. No solo afectan directamente a la estructura y el funcionamiento de estos mercados, sino que también inciden en su capacidad para atraer inversiones y mejorar la eficiencia financiera de la UE.

En un contexto de creciente competencia global y rápida evolución tecnológica, la nueva estrategia industrial coloca a los mercados de capitales en el centro del nuevo plan. La necesidad de fortalecer la UMC y de facilitar la inversión transfronteriza se vuelve esencial para garantizar que Europa pueda seguir siendo competitiva frente a otras potencias económicas como EE. UU. o China.

El informe enfatiza que una integración más profunda de los mercados de capitales no solo permitirá una mayor liquidez y diversificación de los riesgos, sino que también facilitará la financiación de proyectos innovadores y sostenibles.

3.1 Medidas horizontales para aumentar la inversión

Reducir la fragmentación de los mercados de capitales avanzando en la UMC

Para ello, Draghi propone, en primer lugar, que ESMA pase de ser un organismo que coordine a los reguladores nacionales a un supervisor único común para todos los mercados de valores de la UE, similar a la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU.

En concreto, se propone que ESMA tenga la supervisión exclusiva de grandes emisores multinacionales⁵, de grandes mercados regulados con plataformas de negociación en varias jurisdicciones —como EuroNext— y de las cámaras de contrapartida central.

El informe señala la posible oposición de los supervisores nacionales a esta propuesta, por lo que recomienda un sistema similar al del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) con los bancos centrales.

5 Aquellos con filiales en varias jurisdicciones de Estados miembros de la UE e ingresos o activos totales superiores a un determinado umbral; un criterio de identificación natural serían los emisores pertenecientes a índices importantes como el Cac 40, el Dax, el Eurostoxx 50, el FTSE Mib, el Ibex 35, o bien —si se quiere ser más abarcador— el Stoxx Europe 600.

En particular, de cara a lograr una mayor armonización supervisora, plantea dejar la supervisión de los emisores puramente locales a los reguladores nacionales, como se ha hecho con la supervisión prudencial de los bancos más pequeños dentro del Eurosistema.

En segundo lugar, señala que se podría comenzar con la supervisión de los emisores y las estructuras de mercado, para posteriormente incluir la supervisión de los fondos de inversión, si bien señala que esto será más controvertido.

Finalmente, podrían crearse equipos conjuntos de supervisión entre ESMA y los supervisores nacionales para supervisar a emisores y estructuras de mercado significativos, y mecanismos para garantizar un flujo de información constante y oportuno entre ellos.

En el caso de la compensación y liquidación de transacciones, propone crear una entidad de contrapartida central (ECC) y un depositario central de valores (DCV) únicos, pero poco a poco. Así, como paso previo, considera que se podría comenzar con la fusión de las ECC y DCV más grandes y luego ir atrayendo a las más pequeñas. Asimismo, resalta la necesidad de armonizar los marcos de insolvencia, de continuar trabajando para eliminar los obstáculos fiscales a la inversión transfronteriza y de incentivar a los inversores minoristas a través de la oferta de esquemas de pensiones.

Para acometer todos estos cambios, Draghi señala que será necesario llevar a cabo una importante reforma de ESMA. En primer lugar, propone modificar la gobernanza y el proceso de toma de decisiones de ESMA en líneas similares a las del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), con el fin de desligarla de los intereses nacionales de los Estados miembros de la UE. Asimismo, para que ESMA pueda tomar medidas rápidas y decisivas, propone añadir a seis personas independientes y altamente cualificadas al Consejo de Administración de ESMA, entre ellas el presidente de la organización.

En segundo lugar, señala que es necesario cambiar la legislación del mercado de valores de la UE a un enfoque basado en principios, que enumere las principales prioridades estratégicas de los colegisladores y que delegue el trabajo técnico en ESMA. Para ello sería necesario reforzar sus competencias para elaborar y modificar normas técnicas y agilizar su adopción y aumentar su financiación, de modo que pueda llevar a cabo eficazmente sus tareas de regulación y supervisión.

Draghi menciona también tratar de animar a los inversores minoristas a invertir mediante la oferta de planes de pensiones atractivos. Para ello sugiere basarse en éxitos de algunos Estados miembros, como Suecia o Dinamarca, que suman el 62 % de los activos de pensiones en la UE. Propone medidas como la evaluación de diferentes formas de productos y sistemas o la creación de planes más simples y transparentes que faciliten el seguimiento de las inversiones. Finalmente, se podría aumentar el atractivo de estos planes con exenciones impositivas a una parte de la contribución.

Finalmente, como parte de la estrategia para impulsar la UMC, Draghi propone emitir un activo seguro común que facilite la fijación de precios uniformes de

bonos corporativos y derivados. Ello proporcionaría un punto de referencia y ayudaría así a estandarizar los productos financieros en toda la UE, aumentando la transparencia y comparabilidad de los mercados. Además, atraería a inversores globales, lo que llevaría a una reducción de los costes y a mercados financieros más eficientes en toda la UE y proporcionaría a todos los hogares europeos un activo minorista seguro y accesible.

Introducir medidas dirigidas a aumentar la capacidad financiera de los bancos

De cara a aumentar la capacidad financiera de los bancos, se sugiere revitalizar la titulización con medidas tales como reducir las exigencias de capital para determinadas categorías de activos titulizados; revisar las normas de transparencia y diligencia debida de los activos titulizados, excesivamente estrictas en comparación con otro tipo de activos, o establecer una plataforma dedicada a la titulización.

Por otro lado, propone llevar a cabo acciones que permitan completar la Unión Bancaria, entre otras, revisar la regulación prudencial actual, de cara a la implementación de Basilea III y para verificar que no introduce barreras a la competitividad, o crear una jurisdicción separada para aquellos bancos europeos que tengan operaciones transfronterizas sustanciales.

Reformar el presupuesto de la UE

Asimismo, el informe propone reformar el presupuesto de la UE para aumentar su eficiencia y flexibilidad y fomentar la inversión privada en mayor medida. En concreto, recomienda establecer un «pilar de competitividad» que dirija la financiación de la UE hacia proyectos prioritarios identificados en el Marco de Coordinación de la Competitividad.

De igual modo, resalta la necesidad de llevar a cabo una reestructuración del presupuesto europeo. Señala que sería recomendable reducir el número de programas de financiación y concentrar los esfuerzos en los proyectos estratégicos. Además, propone dotarlo de una mayor flexibilidad, de manera que permita reasignar recursos entre programas y aumentar la cantidad dedicada a proyectos más arriesgados.

Otras medidas

Finalmente, existen otras propuestas interesantes como avanzar hacia una emisión regular de activos seguros comunes, que permita llevar a cabo proyectos de inversión conjunta entre Estados miembros y dar impulso a la consecución de la UMC, o establecer un conjunto más sólido de reglas fiscales. Ello permitiría que el aumento de la deuda común fuese acompañado de una senda más sostenible de la deuda nacional, al poder contribuir los Estados miembros sin que se cuestione su senda de deuda pública.

3.2 Medidas sectoriales que afectan a los mercados de capitales

Adicionalmente a la medida horizontal de inversión, Draghi también introduce medidas sectoriales concretas que tienen un impacto significativo en los mercados de capitales, como las siguientes: la mejora de la supervisión de ciertos mercados, la creación de nuevos instrumentos que impulsen la inversión, una reforma de la taxonomía, la simplificación de la regulación y medidas que aumenten la transparencia de ciertos mercados y que incrementen la inversión.

Mejorar la supervisión de los mercados energéticos

El sector energético cobra un papel central a lo largo del informe, al incidir directamente en la cadena de valor de la industria y tener efectos arrastre directos. Como se ha mencionado, uno de los problemas del sector es que la UE paga significativamente más por la energía que sus competidores, como EE. UU. y China, lo que afecta a su competitividad, debido a la escasez de recursos energéticos propios, la fragmentación del mercado, una infraestructura insuficiente o unos impuestos más elevados.

Una de las principales causas de estos mayores costes que se señalan en el informe es la volatilidad en los mercados financieros de energía. Ello se debe, en parte, a la concentración significativa a nivel de posiciones y lugares de negociación. Además, según ESMA, las posiciones cortas mantenidas por las 5 principales empresas no financieras aumentaron en casi un 200 % entre febrero y noviembre de 2022.

En los mercados de derivados sucede algo similar. ESMA y el BCE han identificado en ellos los riesgos de liquidez y concentración como algunas de las principales vulnerabilidades en la negociación de futuros de energía, junto con la fragmentación de los datos de transacción y la falta de datos. Esto se debe en parte a la exigencia de depositar un margen inicial, lo que exige tener unos amplios flujos de efectivo.

Asimismo, mientras que las entidades financieras reguladas (como bancos de inversión, fondos de inversión y participantes en la compensación) están sujetas a normas de conducta y prudenciales, muchas entidades que comercian con derivados de materias primas pueden beneficiarse de exenciones, por ejemplo de la exención de autorización como empresa de inversión supervisada. Como consecuencia, en los últimos años, las empresas energéticas han asumido cada vez más el rol de creadores de mercado en los derivados de materias primas energéticas, lo que, junto con el alto grado de concentración del mercado, podría presentar un desafío para la estabilidad financiera, según el BCE.

Finalmente, la separación legal entre la supervisión de los futuros y la entrega en el mercado de contado (*spot*) de energía genera una división de competencias y fragmenta la supervisión entre las autoridades energéticas y financieras, lo que, a su vez, provoca una fragmentación en el conjunto de datos disponibles.

Así, en el plano energético Draghi propone implementar 22 medidas en relativas al gas y la electricidad y medidas horizontales como reducciones fiscales, diversificación de fuentes de materias primas o el uso de contratos de más largo plazo⁶. A nivel financiero, destacan las siguientes:

Llevar a cabo una mejora en la supervisión

En primer lugar, menciona la necesidad de ir disminuyendo la adquisición en el mercado *spot* mediante la promoción de contratos a largo plazo de las empresas europeas que incluyan fórmulas de precios no vinculadas a los mercados *spot*. Por ejemplo, indexando los contratos a un coste predeterminado fijo.

En segundo lugar, menciona la necesidad de regular más el mercado financiero energético bajo un único marco normativo y limitar el comportamiento especulativo. Para ello señala que habría de aumentar la coordinación entre ESMA y la Agencia de Cooperación de los Reguladores de Energía (ACER) o, incluso, más adelante, crear un organismo de coordinación entre estos, que fuese el encargado de supervisar de manera integrada estos mercados y eliminar las duplicidades en la supervisión. Dicho organismo tendría poderes tanto investigativos como normativos para detectar y perseguir conductas anticompetitivas, abusos de mercado y otras prácticas que afecten el comercio ordenado de energía. También hace referencia a la posibilidad de extender los requisitos básicos de MiFID a los mercados *spot* y poder tomar medidas correctivas.

Además, señala la necesidad de revisar la regulación existente en materia de límites de precios. En concreto, propone imponer límites más estrictos o tener menor discrecionalidad y que los centros de negociación establezcan límites. Ello podría garantizar una horquilla de precios máxima (al alza o a la baja con respecto al precio de liquidación del día anterior) para un determinado contrato de futuros en cada sesión de negociación.

Finalmente, se plantea la revisión de la exención que permite a entidades no financieras operar en los mercados de derivados sin ser supervisadas. El informe sugiere que estas entidades sean objeto de una regulación financiera más estricta para aumentar la transparencia del mercado y reducir el riesgo.

Otras propuestas incluyen:

- Aprobar requisitos de liquidez y gestión de riesgos de los participantes no regulados en los mercados de derivados, de manera que, al menos, tengan que comunicar sus posiciones.
- Otorgar la facultad de poder exigir y recopilar datos sobre transacciones y posiciones relacionadas con los derivados energéticos extrabursátiles (OTC), de forma que los reguladores puedan tener una visión en todo momento de las posiciones en los mercados.
- Establecer la posibilidad de iniciar o aprobar límites dinámicos que atiendan a circunstancias de niveles de precios extremos.

6 Véase anexo 2 para un detalle de todas las medidas.

Aumentar las inversiones en mercados estratégicos mediante el uso de nuevos instrumentos

Un elemento común a lo largo de las recomendaciones del informe de Draghi es la necesidad de invertir en mayor medida en sectores clave para la competitividad europea.

En el mercado de la energía, de cara a fomentar las inversiones para mejorar la red eléctrica, el informe propone, entre otros, otorgar garantías públicas que disminuyan el riesgo de préstamos a largo plazo para inversores de capital privado y que reduzcan los riesgos de refinanciamiento asociados con la larga vida económica de los activos de la red. Por ejemplo, señala que el BEI podría proporcionar un producto específico para apoyar las inversiones en redes o podría implementarse un modelo de participación privada. También propone el desarrollo de instrumentos financieros que movilicen el capital hacia la creación de infraestructuras de red energéticas, por ejemplo, mediante préstamos sindicados del BEI que diluyan el riesgo para los inversores privados a largo plazo. Otras medidas que se plantean en este sector incluyen aumentar la financiación mediante capital o cuasicapital como tipo adicional de solución financiera o reformar el sistema fiscal, disminuyendo y armonizando los impuestos.

En sectores intensivos en energía como el acero, el informe de Draghi subraya la falta de apoyo financiero público de algunas de las actividades, lo que genera no solo que tenga que ser financiado por el sector privado, sino que supone un riesgo, debido a que muchas de estas materias primas provienen de países políticamente inestables.

Es por ello que propone diferentes soluciones, como asociaciones público-privadas y colaboraciones estratégicas con, por ejemplo, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo de cara a apoyar la inversión en países vecinos y aumentar así la influencia sobre ellos. También se lanza la idea de crear un «fondo de fondos» que reúna a los Estados miembros, a instituciones financieras, a grandes inversores de capital, a bancos nacionales de promoción y a agencias de exportación. Ello permitiría agrupar los recursos que podrían utilizarse para invertir a lo largo de la cadena de valor de materias primas críticas, en particular en áreas actualmente bloqueadas de recibir apoyo financiero de la UE. También hace referencia a que se podría fomentar la inversión en este sector mediante incentivos fiscales al capital riesgo y la sindicación o mediante el uso de instrumentos combinados y otros programas europeos como InvestEU u Horizonte Europa.

En digitalización y tecnologías avanzadas, ámbitos en los que la UE se ha quedado atrás, es igualmente indispensable aumentar la inversión, no solo para garantizar la proporción eficiente de bienes públicos por parte de las Administraciones, sino también para lograr la descarbonización y garantizar la autonomía estratégica europea. Como parte de la estrategia de competitividad de Europa para la próxima década, es prioritario que las políticas y las iniciativas sobre digitalización y tecnologías avanzadas cuenten con un respaldo significativo de fondos públicos y privados en tres áreas clave: redes de banda ancha de alta velocidad, computación e inteligencia artificial, y semiconductores.

El informe también resalta la necesidad de movilizar el capital público y privado hacia soluciones limpias. Concretamente, entre otros, crear un nuevo instrumento de competitividad para las ayudas estatales a proyectos transfronterizos o aumentar la financiación. Asimismo, subraya que se hace necesario reducir los riesgos y movilizar la inversión privada, por ejemplo, promoviendo la creación de fondos de capital para tecnologías limpias por parte del BEI o de los bancos nacionales de fomento, u ofreciendo sistemas públicos de garantía y contragarantía del BEI a otros bancos comerciales.

En el sector de la defensa, se subraya la falta de acceso a la financiación de las pymes espaciales, las empresas de nueva creación y las empresas en expansión. Por ello, propone:

- Permitir que el BEI pueda tener una política de préstamos más arriesgada.
- Mejorar el acceso al capital, especialmente en las fases posteriores de la inversión (más allá del capital riesgo), para ayudar a las empresas espaciales europeas a crecer y ampliarse.
- Desarrollar instrumentos financieros adaptados a la cuantía de la inversión y a las necesidades de las pymes espaciales y de las medianas empresas.

En el sector farmacéutico, hace referencia a la importancia de movilizar inversión en I+D hacia centros de investigación, aumentar el presupuesto del Fondo Europeo de Inversiones (FEI) para mejorar el ecosistema de capital riesgo en la UE o financiar proyectos más arriesgados vía el programa InvestEU. También que el BEI pueda recurrir al capital de crecimiento de fase tardía en el marco de la Iniciativa Europea de Campeones Tecnológicos (ETCI), lanzada en febrero de 2023.

Reformar la taxonomía de la UE

Asimismo, Draghi hace referencia a que también es necesario incidir en la taxonomía de la UE para establecer un mercado sostenible de materias primas críticas, que incluya crear un estándar común de características medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG).

Propone simplificar la taxonomía de la UE para que permita impulsar la financiación sostenible, especialmente para las pymes. Señala que hasta ahora se ha excluido a las pymes de publicar los informes de sostenibilidad, lo que, si bien disminuye su carga administrativa, también corta sus posibilidades de inversión sostenible. Por tanto, propone ampliar este requisito a las pymes, pero acompañándolo de las herramientas necesarias, como *softwares* que permitan llevar a cabo cálculos eficaces y uniformes de la sostenibilidad. De igual forma, la simplificación del enfoque también se hace fundamental para abordar el riesgo derivado de la falta de comparabilidad en los informes de sostenibilidad debido a la discrecionalidad o a los elementos de juicio en el *reporting* financiero.

Además, sugiere introducir medidas que fomenten la transparencia, como la armonización de ciertas definiciones como, por ejemplo, la de huella de carbono, así como clarificar la relación entre las etiquetas ecológicas y las certificaciones

existentes. Igualmente, señala que el fomento del uso del pasaporte digital europeo permitiría mejorar la transparencia en la cadena de suministro y facilitar la recopilación de datos, aspecto clave para la evaluación de riesgos y oportunidades en inversiones sostenibles. Finalmente, sugiere que la armonización de los requisitos de información a nivel de la UE permitiría evitar barreras comerciales y reducir la carga administrativa, aspecto clave para las empresas que cotizan en los mercados de capitales y que deben cumplir con normativas de sostenibilidad.

Simplificar la regulación

El informe también hace referencia a la necesidad de simplificar ciertos aspectos relacionados con la regulación, entre ellos el marco de los informes de sostenibilidad y diligencia debida.

El marco de los informes de sostenibilidad y diligencia debida de la UE constituye una significativa carga regulatoria. Si bien es clave para reforzar las obligaciones relativas a la divulgación de información social y ambiental por parte de las empresas, la falta de directrices claras y la existencia de normas complejas suponen un alto coste regulatorio.

En concreto, el informe calcula que su aplicación conlleva unos costes que podrían oscilar entre 150.000 euros para las empresas no cotizadas y 1 millón de euros para las cotizadas.

Entre los factores que contribuyen a esta situación destacan definiciones imprecisas y requisitos ambiguos, como la aplicación del principio de «no causar un daño significativo» en la taxonomía de la UE y su alineación con evaluaciones relacionadas, como la del presupuesto de la UE. Asimismo, la superposición de metodologías para la contabilidad de emisiones, el Sistema de Comercio de Emisiones (ETS) y la huella ambiental del producto añaden complejidad. La falta de armonización en los plazos de requisitos de informes distintos pero relacionados también incrementa las dificultades. Cambios adicionales en este marco, como la introducción de normas de informes sectoriales conforme al CSRD, podrían aumentar aún más los costes de cumplimiento.

Por todo ello, señala la necesidad de simplificar la normativa existente.

Mejorar la transparencia del mercado de materias primas

A diferencia de muchas otras materias primas, los minerales críticos no se comercian ampliamente en las bolsas de valores. Minerales como el cobalto o el litio se venden sobre todo a través de contratos bilaterales negociados y, dado que estos intercambios generalmente no son transparentes, se dan ineficiencias en la determinación de precios, lo que puede generar una volatilidad indeseada en los mercados regulados.

Se podría aumentar la transparencia en los mercados mediante una supervisión de los contratos mayoristas de minerales críticos y exigiendo transparencia sobre la información relacionada con las cadenas de suministro.

Asimismo, se podrían desarrollar puntos de referencia de precios de metales que no fuesen de terceros, así como apoyar la inversión en tecnologías verdes que incorporen prácticas ASG.

Aumentar el atractivo de la financiación a la innovación

Entre las medidas clave para impulsar la financiación de *startups* y capital semilla, el informe señala que se podrían introducir incentivos fiscales como retrasar la tributación de las ganancias de capital si se reinvierten en empresas innovadoras o fomentar la inversión en capital riesgo en fases tempranas, de forma similar a lo que se ha hecho en Suecia.

De igual modo, propone hacer más atractivos los mercados bursátiles europeos para las ofertas públicas iniciales mediante la armonización de las reglas y la supervisión de las empresas europeas, creando un mercado bursátil paneuropeo, así como permitiendo las acciones de doble clase con diferentes derechos de voto, de manera que los fundadores puedan mantener el control de la empresa una vez ha salido a bolsa.

4 Valoración del informe y de las medidas

En esta última sección se incluye una valoración de las medidas incluidas en el informe. Las recomendaciones del informe de Draghi son variadas y profundas. Esta nueva hoja de ruta establece un detallado plan de acción que marca la estrategia de la UE para los próximos años. La nueva estrategia industrial que propone Draghi deja entrever un cambio de rumbo del viejo continente hacia una UE más estratégica, coordinada e independiente.

Los mercados de capitales jugarán un papel central en todo ello. No solo porque para acometer todas estas reformas se necesitará una financiación sin precedentes, sino porque si se analizan las principales recomendaciones, se puede ver que a nivel financiero se plantean importantes reformas. Más aún si se tiene en cuenta que muchas de estas recomendaciones y propuestas de reforma ya llevan sonando desde hace meses en más ámbitos europeos.

No hay más que acudir al informe del pasado mes de abril de Enrico Letta y fijarse en que muchos de los aspectos que detalla Draghi coinciden con las recomendaciones que se hicieron para relanzar la UMC. Tanto Draghi como Letta coinciden en que la integración de los mercados de capitales es crucial para el desarrollo económico de la UE. Ambos informes subrayan que una mayor integración permitirá a las empresas europeas acceder a fuentes de financiación más diversificadas y competitivas, lo que reducirá su dependencia del sistema bancario. Es más, el propio Draghi hace referencia al papel determinante de la UMC para fomentar la competitividad europea.

Entre las medidas propuestas, en ambos informes se menciona la fiscalidad como elemento central para fomentar la participación de inversores privados en los mercados de capitales o la necesidad de aumentar la participación de las pymes en los mercados, que aún sigue siendo escasa. También coinciden en la necesidad de simplificar el entorno regulatorio para facilitar el acceso de las empresas a los mercados de capitales. Además, los dos hacen referencia a la posibilidad de centralizar ciertas actividades supervisoras en ESMA.

4.1 Centralización de las actividades de supervisión en ESMA. ¿Está justificada?

En primer lugar, el debate sobre seguir avanzando en la UMC mediante una reforma de ESMA y una mayor centralización de sus actividades no es nuevo, sino recurrente. La centralización de la supervisión en ESMA de algunas áreas de los mercados financieros de la UE podría generar beneficios, pero no es una solución definitiva para atraer más empresas a los mercados de capitales o fomentar la inversión. Si el objetivo es impulsar el crecimiento de estos mercados, dicha centralización no debería ser la prioridad política, ya que sus ventajas se centran más en

mejorar la protección del inversor y la estabilidad financiera. Y es importante destacar que los mercados de la UE han mostrado dinamismo en el pasado bajo la misma estructura de supervisión actual, y países como Suecia han obtenido un rendimiento considerable pese a la fragmentación de los mercados de capitales europeos y de su supervisión.

Dicho esto, no se puede negar que la centralización de la supervisión puede conllevar beneficios en determinados casos. Es probable que resulte más útil en áreas con pocos actores sistémicos y una fuerte presencia transfronteriza, reguladas exclusivamente (o casi exclusivamente) por la normativa europea, o en ámbitos en los que exista un mayor riesgo de arbitraje regulatorio o supervisor. Aquí se podrían incluir entidades como las infraestructuras de mercado que sean sistémicas o con actividad transfronteriza significativa, como los grandes depositarios centrales de valores o las cámaras de contrapartida central o determinadas plataformas de contratación. Otro tipo de entidad susceptible de integrarse en este grupo serían los proveedores de servicios sobre criptoactivos. Más dudas suscita la inclusión de otro tipo de actividades como las emisiones de renta fija de grandes compañías dirigidas a inversores institucionales o cuestiones relacionadas con la gobernanza y el diseño de productos financieros como fondos de inversión orientados a inversores de varias jurisdicciones o de jurisdicciones diferentes a la del gestor de activos. La aplicación de una supervisión centralizada en estos casos merecería un mayor análisis que confrontara los posibles beneficios con las potenciales pérdidas en términos de eficacia, eficiencia y protección del inversor. Y respecto de algunas otras actividades como la supervisión de emisores cotizados o la distribución de productos financieros a nivel minorista, *a priori* la supervisión nacional parece ofrecer mayores ventajas que la centralización.

No obstante, una reforma en la gobernanza de ESMA es posiblemente necesaria. Actualmente, el proceso de adopción de normativas y regulaciones puede resultar excesivamente burocrático y lento. Si Europa aspira a liderar la innovación financiera a nivel global, es crucial que su marco regulatorio se vuelva más ágil y flexible, capaz de adaptarse con rapidez a los constantes avances del mercado.

Uno de los mayores desafíos que afronta ESMA es su estructura actual, que a menudo retrasa sus decisiones. En un entorno en el que la innovación financiera avanza a gran velocidad, esta rigidez puede perjudicar la competitividad de la UE frente a otras economías más dinámicas, como EE. UU. o Asia, que cuentan con marcos regulatorios más rápidos y adaptables.

Por tanto, la reforma de ESMA no debe limitarse a una mayor centralización de la supervisión, sino también a simplificar y acelerar los procesos regulatorios. Esto implica dotar a la autoridad de mayor capacidad para actuar de manera autónoma (y también en materia regulatoria, reduciendo el grado de detalle del nivel 1 de la regulación financiera y permitiendo que ESMA decida por sí misma sobre estos detalles), mejorar la coordinación con los reguladores nacionales y reducir la duplicidad de funciones que ralentiza la implementación de nuevas normativas.

4.2 ¿Disminuir la fragmentación del mercado o aumentar su volumen? *Capital Markets Growth* más que *Capital Markets Union*

El informe de Draghi achaca a una fragmentación del mercado la imposibilidad de alcanzar un volumen de negociación similar al de otros socios. No obstante, los datos muestran que, por ejemplo, el mercado estadounidense de negociación de renta variable está igual de fragmentado o más que el europeo y cuenta con unos volúmenes de negociación muy elevados, o que el mercado europeo de capitales está más cohesionado que el bancario. Quizás más que tratar de disminuir la fragmentación, habría que procurar identificar otras medidas para fomentar el crecimiento y peso de los mercados: reenfocar el objetivo de *Capital Markets Union* a *Capital Markets Growth*.

Muy pocas empresas de la UE eligen los mercados de capitales para obtener financiación y muy pocos europeos eligen instrumentos financieros para invertir sus ahorros. Esas dos dimensiones deberían ser el foco principal de las políticas de la UE. Es necesario identificar los incentivos adecuados para atraer más empresas y más inversores a los mercados de capital.

En este sentido, sería útil reorientar la discusión hacia estrategias que impulsen la expansión y la vitalidad de los mercados de capitales. Hay que centrarse en diseñar estrategias para atraer empresas a los mercados de capitales y en crear un marco que capte a una amplia gama de inversores a los mercados de capitales europeos.

En concreto, se considera que podría merecer la pena explorar las siguientes propuestas:

A) Atraer empresas a los mercados de capitales

i) Abordar la asimetría fiscal

Abordar la asimetría fiscal entre fondos propios y deuda es fundamental para alentar a las empresas a elegir la financiación mediante acciones en lugar de la deuda. Al proporcionar un marco fiscal más favorable para la financiación vía acciones, las autoridades pueden crear incentivos para que las empresas fortalezcan sus balances a través de acciones, contribuyendo así a un ecosistema financiero más resiliente y completo.

ii) Promoción de entornos previos a la comercialización

Las empresas europeas, y especialmente las pymes, suelen tener un menor acceso a la financiación en los mercados de capitales. Ello se puede explicar en parte por factores culturales. A diferencia de EE. UU., las compañías europeas han recurrido tradicionalmente a la financiación vía préstamos y se sienten, por tanto, más seguras al financiarse de este modo.

Las instituciones públicas pueden comunicar activamente los méritos y ventajas de formar parte de los mercados de capitales, animando a más particulares y empresas a considerar la participación como una decisión financiera estratégica. Ello permitiría también incentivar el crecimiento de las empresas a largo plazo.

iii) Reducir los costes y armonizar las reglas de acceso

Para reducir aún más las barreras de entrada, es necesario reducir los costes asociados con el acceso a los mercados de capitales. Además, armonizar las reglas de acceso, particularmente en lo que respecta a la información proporcionada a los supervisores y los materiales publicitarios, puede simplificar el proceso para las empresas y crear un entorno de mercado de capitales más ágil y accesible.

iv) Crear segmentos cualificados para renta variable

La creación de segmentos cualificados para la renta variable que estuviesen sujetos a menores requisitos de información y negociación podría ayudar a atraer empresas que buscan entrar en el mercado público. Permitiría facilitar la entrada y evitar que pequeñas empresas sin experiencia ni recursos se viesen abrumadas por estrictos requisitos de información y de capital flotante.

B) Atraer inversores a los mercados de capitales

i) Establecer un marco fiscal simple, estable y neutral para los inversores

Experiencias de éxito como el IPA sueco podrían servir de inspiración para hacer más atractiva la inversión en los mercados de capitales ofreciendo estos rasgos de simplicidad, estabilidad y neutralidad, sin descartar el establecimiento de incentivos fiscales adicionales.

Una potencial idea inspirada en los modelos anteriores sería el tener una cuenta de inversión europea con la que se pudiera invertir en una amplia gama de productos financieros y diferir la fiscalidad hasta el momento de la retirada. Ahora mismo hay nuevas propuestas sobre la mesa y podría merecer la pena considerarlas seriamente.

Otro paso fundamental sería la simplificación y agilización de todo lo relacionado con las retenciones fiscales en toda la UE y los distintos productos financieros.

ii) Incentivar que los fondos de pensiones desempeñen un papel más activo como inversores a largo plazo

Alineando los intereses de los fondos de pensiones con el crecimiento y la estabilidad de los mercados de capitales, las autoridades podrían garantizar una fuente fiable de capital a largo plazo, lo que contribuiría a la sostenibilidad y resiliencia del ecosistema financiero.

En el contexto económico actual, es esencial promover que tanto los ciudadanos españoles como los europeos inviertan más de sus ahorros en instrumentos financieros, como fondos de inversión, pensiones, bonos y acciones. Para ello, es necesario fomentar un cambio tanto estructural como cultural. Por un lado, los incentivos fiscales a la inversión personal en activos financieros deben jugar un papel clave (de una forma similar al 401 (k) de EE. UU.). Por otro, es fundamental mejorar la educación financiera para jóvenes y adultos y establecer un marco que impulse la inversión en fondos y planes de pensiones centrados en el largo plazo.

iii) Mejorar el conocimiento de los inversores y facilitar las recomendaciones de inversión

Una base de inversores formada contribuye a un mercado más sano y resiliente. Es importante mejorar los conocimientos financieros, pero también tratar de cambiar la cultura de los inversores para que comprendan y consideren las inversiones de las que tienen suficiente información y análisis.

iv) Potenciar un modelo de distribución diversificado

Finalmente, podría hacerse una reflexión sobre los beneficios potenciales de contar con un modelo de distribución más diversificado en términos de una mayor variedad de intermediarios financieros, evitando el riesgo de conflictos de intereses o comportamientos oligopolísticos y mejorando la oferta disponible para los inversores.

En conclusión, podría ser útil cambiar la narrativa desde la consolidación y centralización al fomento del crecimiento de los mercados. Deberían aplicarse políticas específicas que incentiven tanto a las empresas como a los inversores. Al abordar las causas de la subutilización de los mercados de capitales por parte de las empresas y la falta de participación de los inversores, este cambio podría ayudar a crear un mercado más dinámico y resiliente.

Bibliografía

- AFME (2023). *Capital Markets Union Key Performance Indicators – Sixth Edition*.
- AFME (2023). *Conclusiones del Informe Anual de AFME: «Indicadores KPI de la Unión de los Mercados de Capitales» sobre el rendimiento de los mercados europeos*.
- Banco Central Europeo (2022). *Household Finance and Consumption Survey (HFCS)*.
- Banco de España (2021). *Encuesta de Competencias Financieras en las pequeñas empresas 2021: principales resultados*.
- Banco de España (2022). *Encuesta financiera de las familias*.
- Banco de España (2023). *Informe de estabilidad financiera*.
- Banco de España (2024). *Estadísticas de cuentas financieras*.
- Banco Europeo de Inversiones (2023). *EIB Investment Survey 2023*.
- Bergés, Á., y Manzano, D. (2023). *Finanzas de los hogares 2000-2022: escaso ahorro y mayor brecha generacional*. Fundación AFI.
- Borjas, G. (1989). «Economic Theory and International Migration». *International Migration Review*, Vol. 23, n.º 3, pp. 457-485.
- Buenaventura, R. (2024). «Retos e innovación en la gestión de activos». *I Jornada de Asset Management*.
- Comisión Europea (2017). *Completing the Capital Markets Union: Building on the first round of achievements*.
- Comisión Europea (2017). *Legislative measures taken so far to build a CMU*. Obtenido de https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_en?prefLang=es&etrans=es
- Comisión Europea (2020). *Unión de los mercados de capitales - Avance inicial lento hacia una meta ambiciosa*.
- Comisión Europea (2022). *European Commission*. Obtenido de Capital Markets Union: new proposals on clearing, corporate insolvency and company listing to make EU capital markets more attractive. 7 de diciembre.

Comisión Europea (2023). *Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators*.

Comisión Europea (2023). European Innovation Scoreboard 2023.

Comisión Europea (2023). *Retail investment strategy*. Obtenido de European Commission: https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en

Consejo de la Unión Europea (2015). Conclusiones del Consejo relativas al Plan de Acción de la Comisión para la creación de la unión de los mercados de capitales.

Donnachie, L. (2024). *How the Draghi report on European competitiveness lines up with investor recommendations*. Obtenido de IIGCC: <https://www.iigcc.org/insights/draghi-report-on-european-eu-competitiveness-investor-net-zero-climate>

Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness*.

El Periódico (2024). «Draghi avisa de que la UE necesita más deuda pública conjunta para cerrar la brecha de inversión con China y EEUU». 9 de septiembre.

European Capital Markets Institute (2024). *2023 ECMI Statistical Package: Key findings*.

Eurostat (2023). Obtenido de https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities#Structure_of_assets_and_liabilities

Funds Society (2024). «Las cinco vías clave de financiación alternativa para las pymes». 30 de julio.

Hallak, I. (2024). *Capital Markets Union. Overview and state of play*. Parlamento Europeo. European Parliamentary Research Service.

Hodgson, L. (2023). «Hot or not: Where European VC funding went in 2023». *Pitchbook*. 14 de diciembre.

Instituto Nacional de Estadística (2024). *Estadística sobre Actividades de I+D*. Obtenido de https://ine.es/prensa/imasd_2022.pdf

Krugman, P. (1999). «Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises». *International Tax and Public Finance*, n.º 6, pp. 459-472.

Letta, E. (2024). *MUCH MORE THAN A MARKET: Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*. Comisión Europea.

Mundell (1957).

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.

OCDE (2020). *Pension Funds in Figures*.

OCDE (2024). *OCDE Data*. Obtenido de <https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>

Reserva Federal de Estados Unidos (2022). *Survey of Consumer Finances*.

Rodríguez Quejido, V., y Huerta de Fernando, H. (n.d.). *Unión de los Mercados de Capitales: estado de la iniciativa y algunas reflexiones sobre su futuro*.

Romer, P. (1990). «Endogenous Technological Change». *Journal of Political Economy*, n.º 98, pp. 71-102.

Sapir, A., Véron, N., y Wolff, G. B. (2018). «Making a reality of Europe's Capital Markets Union». *Bruegel Policy Contribution*, n.º 07.

SIFMA (2022). *2022 Capital Markets Fact Book*.

SpainCap (2023). *Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España*.

Stiglitz, J. E., y Weiss, A. (1981). «Credit Rationing in Markets with Imperfect Information». *The American Economic Review*, Vol. 71, n.º 3, pp. 393-410.

Truchet, M. (2024). «Update on the progress made on CMU». *Eurofi Regulatory Update*, pp. 79-82.

Villeroy de Galhau, F. (2024). «From a Capital Markets Union to a genuine Financing Union for Transition». *Eurofi*.

World Economic Forum (2024). *Global Competitiveness Index 2024*.

Zettelmeyer, J. (2024). *Is Mario Draghi's EU competitiveness report the landmark plan that was promised?* Bruegel.

Medidas para cerrar la brecha en innovación y tecnología

- 1) Un programa dirigido a cerrar la brecha de la innovación:
 - Reformar el programa marco de I+D para que se centre en innovación más disruptiva⁷.
 - Aumentar la coordinación entre Estados miembros mediante la creación de una Unión de la Investigación e Innovación y una política y estrategia de I+D comunes.
 - Establecer y consolidar instituciones académicas europeas a la vanguardia de la investigación mundial⁸.
 - Promover la financiación en innovación⁹.
 - Mejorar el entorno financiero para la innovación disruptiva:
 - i. Aumentar los incentivos a los *business angels* y al capital semilla.
 - ii. Evaluar si se necesitan cambios adicionales en los requisitos de capital conforme a Solvencia II (para compañías de seguros) y emitir directrices para los planes de pensiones de la UE, fomentando la inversión institucional en empresas innovadoras.
 - iii. Aumentar el presupuesto del Fondo Europeo de Inversiones y mejorar su coordinación con el Consejo Europeo de Innovación.
 - iv. Ampliar el mandato del BEI para permitir la coinversión en empresas que requieren mayores volúmenes de capital y asumir más riesgos para atraer inversiones privadas.
 - Aumentar la capacidad computacional para la IA y poner a disposición de pymes y empresas de IA la red de ordenadores de alto rendimiento de la UE.
 - Promover la coordinación entre industrias y el intercambio de datos para acelerar la integración de la IA en la industria europea.
 - Desarrollar la industria en la nube, pero garantizando el acceso a las tecnologías que necesita.
 - Adoptar políticas de seguridad de datos a nivel de la UE.
 - Consolidar el sector de las telecomunicaciones y lograr una mayor conectividad.
 - Mantener y ampliar la I+D en sectores estratégicos como el farmacéutico.
- 2) Medidas para disminuir la brecha en la formación del capital humano:
 - Mejorar el uso de datos para comprender las carencias existentes.
 - Revisar planes de estudios.
 - Crear un sistema común de certificación de competencias.
 - Acompañar las inversiones con rendiciones de cuentas más estrictas.
 - Crear un nuevo Programa de Adquisición de Capacidades Tecnológicas para atraer talentos tecnológicos de fuera de la UE.

7 Entre otros, propone: reducir el número de prioridades para centrarse en áreas comunes acordadas, aumentar el presupuesto y el porcentaje del presupuesto destinado a financiar innovaciones disruptivas y convertir el Consejo Europeo de Innovación en un organismo similar a la Agencia de Innovación Disruptiva de EE. UU.

8 Duplicar los fondos a la investigación fundamental mediante el Consejo de Investigación Europeo, aumentar los receptores de subvenciones, crear un nuevo programa competitivo y basado en la excelencia para proporcionar los recursos necesarios a las instituciones académicas «ERC for Institutions» e implementar un nuevo régimen para investigadores de categoría mundial para atraer y retener a los mejores académicos.

9 Superar las barreras burocráticas de las universidades e instituciones en torno a los derechos de propiedad intelectual, crear una patente común de la UE, adaptar la normativa digital a pymes y crear un estatuto jurídico de la UE que proporcione a las empresas innovadoras la posibilidad de contar con una identidad digital única válida en toda la UE.

Medidas para seguir avanzando en la descarbonización sin mermar la competitividad

- 1) Medidas dirigidas a reducir el coste de la energía para usuarios finales, con actuaciones como reducir la exposición a los mercados *spot* de la energía, Draghi plantea seguir el ejemplo de EE. UU. y que se permita a los reguladores poder aplicar límites a las posiciones financieras en circunstancias en las que los precios *spot* de la energía o de derivados diverjan notablemente de los mundiales. También propone crear un código común de normas de negociación que se aplique a los mercados *spot* y de derivados y garantizar la supervisión integrada de ambos mercados. Además, sugiere implementar políticas que desvinculen mejor el precio del gas de la energía limpia, por ejemplo, mediante un sistema de precios marginal, o disminuir los impuestos a la energía.
- 2) Medidas dirigidas a acelerar la descarbonización de industrias intensivas en energía, entre otros, movilizand o la financiación pública y privada para financiar las infraestructuras energéticas necesarias, estableciendo un marco jurídico al margen de los 27 para proyectos importantes de interés europeo que permita acortar procedimientos o desarrollando la gobernanza necesaria para una auténtica Unión de la Energía.
- 3) Fomento de la fabricación de tecnologías limpias, enfocándose en áreas estratégicas y simplificando el proceso de solicitud de fondos.
- 4) Medidas concretas para sectores clave como el automotriz.
- 5) Desarrollo de un enfoque unificado con la política de transporte y comercial.

Medidas para aumentar la seguridad y dependencia de las importaciones

- 1) Medidas dirigidas a reducir la dependencia de materias primas clave:
 - Implementar una estrategia que cubra todas las etapas de la cadena de suministro de minerales críticos, desde la extracción hasta el reciclaje.
 - Crear una Plataforma de Materiales Críticos de la UE para coordinar las compras conjuntas de materiales críticos y gestionar futuros *stockpiles* estratégicos a nivel de la UE.
 - Establecer un verdadero mercado único para el reciclaje y la circularidad de materiales críticos.
 - Impulsar la I+D en materiales alternativos o procesos que sustituyan los minerales críticos.
 - Lanzar una estrategia coordinada para fortalecer la capacidad de producción doméstica y proteger infraestructuras clave en sectores estratégicos como semiconductores y telecomunicaciones.
 - Proporcionar incentivos financieros y fiscales.
 - Maximizar los esfuerzos conjuntos de la UE para innovar en semiconductores.
- 2) Medidas para reforzar la capacidad industrial de defensa y aeroespacial.

Sector energético

1) Medidas dirigidas al sector del gas:

FIGURE 13

SUMMARY TABLE – ENERGY: NATURAL GAS PROPOSALS		TIME HORIZON ²⁸
1	Establish partnerships with reliable and diversified trade partners, also reinforcing long-term contracts.	ST
2	Encourage a progressive move away from spot-linked sourcing.	MT
3	Reinforce joint procurement.	ST
4	Further develop selective strategic import infrastructures and improve the coordination of storage management across Europe.	MT
5	Improve the quality of data and forecasts.	ST
6	Limit the possibility of speculative behaviours: financial position limits, dynamic caps, an EU trading rule book and an obligation to trade in the EU.	ST
7	Progressively decarbonise moving to H2 and green gases in the industry when cost-efficient.	LT
8	Ensure natural gas price formation mechanisms are more cost-reflective of different sourcing conditions.	MT
9	Facilitate industries exposed to international competition to get access to competitive energy sourcing.	ST

2) Medidas dirigidas al sector eléctrico:

FIGURE 15

SUMMARY TABLE – ENERGY: ELECTRICITY PROPOSALS		TIME HORIZON ²⁸
1	Simplify and streamline permitting and administrative processes to accelerate renewables, flexibility infrastructures and grids deployment.	ST/MT
2	Foster network upgrades and investments in grids to address the electrification of the economy and avoid bottlenecks.	ST/MT/LT
3	Decouple the remuneration of RES and nuclear from fossil-fuel generation through long-term Contracts (PPAs and 2-way CfDs) to limit the impact of natural gas on electricity prices.	ST/MT
4	Support PPAs for industrial users.	ST
5	Encourage self-generation by energy-intensive users.	ST
6	Reinforce system integration, storage and demand flexibility to keep total system costs in check with a competitive uptake of renewables.	ST/MT
7	Facilitate industry exposed to international competition to get access to competitive EU energy sources.	ST
8	Maintain nuclear supply and accelerate the development of 'new nuclear' (including the domestic supply chain).	ST/MT/LT
9	Promote the role of carbon capture, utilisation and storage (CCUS) technologies as one of the tools needed to accelerate the EU's green transition.	MT/LT

Sector energético

3) Medidas horizontales:

FIGURE 16

SUMMARY TABLE –
ENERGY: HORIZONTAL PROPOSALS

	TIME HORIZON ⁹⁶
1 Lower and level the energy taxation playing field and the strategic use of taxation measures to reduce the cost of energy.	ST/MT
2 Harmonise price reliefs and avoid distortions in the Single Market.	ST/MT
3 Foster innovation in the energy sector.	MT/LT
4 Develop the governance needed for a true Energy Union.	MT

Materias primas clave

1) Medidas para la implementación de la Critical Raw Materials Act:

FIGURE 9

SUMMARY TABLE –
CRMA PRIORITY ACTIONS

	TIME HORIZON ⁹⁶
1 Enhance domestic production, processing and recycling in the EU along the CRM value chain.	ST
2 Support the diversification of supply chains: international strategic partnerships and strategic projects.	ST
3 Simplify permitting procedures: shorten timeframes and develop national programmes.	ST
4 Advance the Strategic Projects.	ST

2) Otras medidas:

FIGURE 10

SUMMARY TABLE –
BEYOND CRMA PROPOSALS

	TIME HORIZON ⁹⁶
1 Develop a comprehensive strategy at the EU level building on the CRMA from mining to recycling.	ST
2 Establish a dedicated EU Critical Raw Material Platform to deliver on the EU strategy and leverage market power.	MT
3 Develop financial solutions supporting the critical raw materials value chain.	ST/MT
4 Develop further critical raw materials resource diplomacy for securing supply and diversification.	ST
5 Further develop joint strategies with other global buyers in the G7/OECD (e.g. Japan).	ST/MT
6 Further promote the untapped potential of domestic resources in the EU linked to better standards and integration with industry at different levels of the value chain.	MT
7 Boost European excellence in research and innovation in alternative materials or processes to substitute critical raw materials in various applications.	MT
8 Circularity: create a true Single Market for waste and recycling in Europe.	ST
9 Accelerate the creation of a sustainable CRM market in the EU.	ST/MT
10 Develop strategic stockpiles for critical minerals in the EU.	ST
11 Enhance financial market transparency for critical minerals wholesale contracts in the EU.	ST

Digitalización y telecomunicaciones

1) Medidas para la EU Telecoms Act:

FIGURE 5

SUMMARY TABLE

HIGH-SPEED / CAPACITY BROADBAND PROPOSALS: A NEW 'EU TELECOMS ACT'

TIME HORIZON⁹⁸

1	Reform the EU's regulation and competition stance to complete the Digital Single Market for telecommunications, harmonising rules and favouring cross-border mergers and operations	ST/MT
2	Harmonise EU-wide spectrum licensing also for satellite connectivity, and design EU-wide auctions with longer duration and fewer restrictions	MT/LT
3	Simplify and harmonise the cybersecurity and Lawful Interception regulation, and improve cooperation among EU cybersecurity agencies	ST/MT
4	Incentivise the deployment of new infrastructure, by defining cut-off dates for older technologies	MT
5	Introduce 'passporting' of B2B services to enable operators in one Member State to offer services EU-wide	ST
6	Strengthen EU-based telecom equipment and software providers to underpin the EU's open strategic autonomy	ST/MT
7	Coordinate technical standards for edge computing, network APIs, and IoT at the EU level	MT/LT

To achieve these objectives, the EU should adopt a new 'EU Telecoms Act' to set a new strategic stance on telecommunication services, with the goal to develop state-of-the-art digital networks for citizens and businesses, financed by private capital, with strong security and autonomy in supply chains. Specifically, it is recommended to:

2) Computación e IA:

SUMMARY TABLE

HPC / AI / QUANTUM / CLOUD PROPOSALS: A NEW 'EU CLOUD AND AI DEVELOPMENT ACT'

TIME HORIZON⁹⁸

1	Increase the computational capacity dedicated to the training and fine-tuning of AI models and create an EU-wide framework for providing 'computing capital' to innovative SMEs in the EU	ST/MT
2	Identify priority AI vertical applications for the EU, encouraging EU companies to participate in their development and deployment in key industrial sectors	MT
3	Leverage the EU-wide coordination and harmonisation of national AI sandbox regimes, and ensure harmonised and simplified implementation of the GDPR	ST
4	Define a single EU-wide policy and residency requirements for public administrations' cloud services, as well as EU-wide sensitive data security policies for collaboration between private cloud providers and hyperscalers	ST/MT
5	Adopt a Single Market 'passporting' regime for all EU-provided cloud services	ST/MT
6	Support data brokers as preapproved data intermediaries with regulatory clearance ensured by a Data Ombudsman	MT/LT
7	Step up cooperation between the EU and the US to ensure access to cloud and data markets	MT

Digitalización y telecomunicaciones

3) Semiconductores:

FIGURE 12

SUMMARY TABLE SEMICONDUCTOR PROPOSALS: A REVISED EU CHIPS ACT		TIME HORIZON ³⁶
1	Enable the development of a new EU Semiconductor Strategy, by establishing an EU semiconductor budget, coordinating demand requirements, introducing EU preferences in procurement and a new 'fast-track' IPCEI	ST/MT
2	Launch the new EU Semiconductor Strategy, including: i) funding for innovation and the establishment of testing labs near existing centres of excellence; ii) grants or R&D tax incentives for fabless companies active in chips design and foundries in selected strategic segments; iii) support for the innovation potential of mainstream chips; and iv) coordinated EU efforts in back-end 3D advanced packaging, advanced materials and finishing processes	MT
3	Support consolidation and leadership in manufacturing equipment in response to competitors' export restrictions	ST/MT
4	Foster a friendly EU-wide permitting regime for chips	ST
5	Launch a long-term EU Quantum Chips plan	LT
6	Foresee a chip sub-component of the 'Tech Skills Acquisition Programme' to attract, develop and retain world-class competencies in advanced electronics and semiconductors	ST/MT

Industrias intensivas en energía

FIGURE 10

SUMMARY TABLE – ENERGY-INTENSIVE INDUSTRIES (EII) PROPOSALS		TIME HORIZO
1	Increase the level of coordination across the multiple policies impacting the EU's (e.g. energy, climate, environment, trade, circularity, and growth).	ST
2	Ensure access to a competitive supply of natural gas during the transition, and sufficient and competitive decarbonised electricity and clean hydrogen resources [as detailed in the chapter on energy].	ST/MT
3	Simplify and accelerate permitting, and reduce compliance costs, red tape and regulatory burden.	ST
4	Further develop financial solutions (such as financial guarantees) for the EU's EII's to improve market financing conditions.	ST
5	Reinforce relevant funding to support the decarbonisation of EIIs, starting by earmarking ETS revenues.	ST/MT
6	Simplify, accelerate and harmonise subsidy allocation mechanisms. Adopt common instruments across Member States, such as the European Hydrogen Bank and Carbon Contracts for Difference.	ST/MT
7	Closely monitor and improve the design of CBAM during the transition phase. Evaluate whether to postpone the reduction of free ETS allowances if CBAM's implementation is ineffective.	ST/MT
8	Stimulate demand for green products by promoting transparency and by introducing standardised low-carbon criteria for public procurement.	ST
9	Improve the circularity of raw materials (recycling rates, Single Market for circularity, stimulate demand where needed).	ST
10	Ensure the effective design of global trade arrangements and the ability to react, where justified.	ST/MT
11	Coordinate the establishment of green regional industrial clusters around the EU's EIIs.	ST/MT

Tecnologías limpias

FIGURE 9

SUMMARY TABLE – CLEAN TECHNOLOGIES PROPOSALS		TIME HORIZON ²⁶
1	Ensure full, accelerated implementation of the NZIA.	ST
2	Introduce in public procurement and in Contract for Difference auctions an explicit minimum quota for selected locally produced innovative and sustainable products and components – where needed to reach EU manufacturing targets.	ST
3	Promote other forms of offtake for selected locally produced technologies, such as requirements and rewards in EU and EIB financing schemes, and in national support schemes.	ST
4	Mobilise private and public financing for clean tech solutions, in particular by: i) streamlining and simplifying access to EU public funding, increasing the level of resources, extending the support to OPEX; ii) reinforcing dedicated financing schemes to attract private capital; iii) introducing dedicated growth equity instruments.	ST/MT
5	Define clean technologies as one of the strategic priority areas of a refocused 10th EU Framework Programme for research and innovation (with prioritised access to funding for innovation, a dedicated new Competitiveness Joint Undertaking, and breakthrough innovation programmes).	ST
6	Diversify supply sources and establish industrial partnerships with third countries.	ST
7	Develop and enforce a single model of sustainable and innovative technology certification.	MT
8	Optimise foreign direct investment and protect EU know-how, by leveraging knowledge transfer clauses and protecting intellectual property rights.	ST/MT
9	Pool a skilled workforce, via mutual recognition of skills across the EU and facilitation of work permits to attract talents.	MT
10	Reinforce EU level coordination, in collaboration with industry and research centers, starting with: supply chain monitoring, definition of standards and minimal critical capacities, and coordination of R&D efforts (e.g. Joint Undertakings and IPCEIs).	ST/MT

Sector automovilístico

FIGURE 5

SUMMARY TABLE AUTOMOTIVE PROPOSALS		TIME HORIZON ²⁶
1	Ensure competitive transformation costs, starting with energy sourcing and labour automation.	ST/MT
2	Develop an EU industrial action plan for the automotive sector, increasing coordination both vertically and horizontally in the value chain.	ST/MT
3	Ensure regulatory coherence, predictability and appropriate timing and consultation for upcoming regulation. Adopt a technology-neutral approach in the review of the Fit-for-55 package.	ST/MT
4	Encourage standardisation.	ST
5	Set up reinforced Net-Zero Acceleration Valleys dedicated to the automotive ecosystem.	MT
6	Support the development of recharging and refuelling infrastructure.	MT
7	Ensure that a coherent digital policy for the automotive sector is in place, encompassing the data ecosystem and AI development needs.	MT
8	Support common European projects in the most innovative areas, such as affordable European EVs, software-defined vehicle and autonomous driving (SDV and AD) solutions of the future, and the circularity value chain.	ST/MT
9	Bridge skills gaps and address reskilling needs.	ST/MT
10	Level the global playing field and enhance market access.	MT

Defensa

FIGURE 4

SUMMARY TABLE
DEFENCE PROPOSALSTIME
HORIZON⁹⁶

		TIME HORIZON ⁹⁶
1	Proceed with the swift implementation of the proposed European Defence Industrial Strategy (EDIS) and the adoption of the European Defence Industry Programme (EDIP).	ST
2	Substantially increase the aggregation of demand for defence assets between groups of Member States and pursue the further standardisation and harmonisation of defence equipment.	ST
3	Develop a medium-term EU Defence Industrial Policy which supports cooperation, the Europeanisation and integration of SMEs into supply chains, the structural cross-border integration of defence industrial assets.	MT
4	Provide EU-level funding for the development of the EU's defence industrial capacities.	MT
5	Improve access to finance for the European defence industry, including by removing restrictions on access to EU-funded financial instruments.	ST
6	Introduce a reinforced European preference principle and substantive incentive mechanisms to valorise European defence solutions and excellence over non-EU solutions.	ST
7	Ensure that EU competition policy enables industrial defence consolidation to reach scale, where needed.	ST
8	Concentrate efforts and resources on common EU R&D/R&T defence initiatives and maximise technological spillover between civil and defence innovation cycles.	LT
9	Deepen competences at the EU level for defence industrial policy to be reflected in the EU institutional set-up.	MT
10	Improve coordination and combine the acquisition of US systems by sub-groups of EU Member States.	ST

Espacial

FIGURE 5

SUMMARY TABLE
SPACE SECTOR PROPOSALSTIME
HORIZON⁹⁶

		TIME HORIZON ⁹⁶
1	Reform the European space governance framework to reduce complexity, fragmentation and overlap.	MT
2	Remove the European Space Agency's geographical return principle to reduce the fragmentation of the EU's industrial base and modernise EU procurement rules.	ST
3	Establish a functioning Single Market for space, through a common EU legislative framework.	ST
4	Establish a multi-purpose EU Space Fund at the EU level.	MT
5	Improve access to finance for EU space SMEs, start-ups and scale-ups to ensure they can grow in the EU.	ST
6	Introduce targeted European preference rules for the space sector to support the scale up of European companies.	ST
7	Define joint strategic priorities for space research and innovation, to be supported by increased coordination, funding and the pooling of resources at the national and EU levels.	LT
8	Further exploit the synergies between space and defence industrial policies.	MT
9	Define an EU policy framework for launchers aiming to ensure autonomous access to space.	ST
10	Promote further access to international space markets.	MT

Farmacéutico

FIGURE 8

SUMMARY TABLE
PHARMA PROPOSALSTIME
HORIZON⁹¹

		TIME HORIZON ⁹¹
1	Maximise the impact of the EU Health Data Space , e.g. by facilitating access to and the sharing of electronic health records, leveraging the DARWIN EU* network and scaling up genome sequencing capacities.	ST/MT
2	Streamline the set-up and management of multi-country trials in the EU to advance the EU as an attractive place for conducting clinical R&D.	MT
3	Expedite access to markets through coordinated action by medicines agencies, HTA authorities and public payers on guidance to industry, pricing and reimbursement as well as procurement.	MT
4	Provide clear and timely guidance on the use of AI in the lifecycle of medicines.	MT
5	Rapidly and fully implement the HTA regulation and ensure the required resources are allocated to ensure the delivery of joint clinical assessments as of 2025, with the aim of establishing an EU agency in the long term.	ST/LT
6	Improve business predictability through a continuous evidence-based dialogue with stakeholders to underpin EU policy-making on protection mechanisms for novel medicines.	MT/LT
7	Increase and focus public R&D investment in the EU, e.g. supporting a number of world-class innovation hubs in life sciences for advanced therapy medicinal products (ATMPs).	MT
8	Mobilise private R&D investment in the EU and bolster the supporting environment.	MT
9	Develop strategic international partnerships to solidify and bolster the EU's international trade position in pharmaceuticals.	MT/LT

Transporte

FIGURE 7

SUMMARY TABLE
TRANSPORT PROPOSALSTIME
HORIZON¹³

		TIME HORIZON ¹³
1	Improve infrastructure planning with a primary focus on competitiveness as a complement to cohesion and an evolution towards fully multimodal transport	ST
2	Mobilise public and private financing: i) increase EU and Member State resources for cross border connectivity, military mobility, climate resilience; ii) introduce or reinforce schemes to attract and de-risk private financing.	MT
3	Remove barriers to integration and interoperability in all segments.	MT
4	Accelerate digitalisation to enhance efficiency, through the development and enforcement of incentives and standards.	ST/MT
5	Launch dedicated EU innovation projects leveraging public-private partnerships and cross-border cooperation for decarbonisation and automatization challenges in different segments.	ST/MT
6	Introduce schemes to de-risk and finance decarbonisation solutions in hard-to-abate segments	ST/MT
7	Level the playing field for EU industries leveraging among others public procurement, foreign direct investment screening and an EU export credit facility.	MT
8	Establish international partnerships and develop strategic infrastructure to increase global integration including in climate policy and resilience.	MT
9	Align job profiles to the green and digital transition for diverse and flexible employment opportunities and provide enhanced professional mobility.	MT

Acelerar la innovación

FIGURE 16

SUMMARY TABLE –
INNOVATION PROPOSALSTIME
HORIZON¹⁾

1	A better financing environment for disruptive innovation, start-ups and scale-ups: i) increase support to disruptive innovation, through an 'ARPA-type' agency; ii) expand incentives for business 'angels' and private/public seed capital investors; iii) leverage the European Investment Bank (EIB) and National Promotional Banks (NPBs) to mobilise public-private funds and favour co-investment in ventures requiring larger amounts; iv) increase the appeal of European stock markets for IPOs and for companies after going public; v) review Solvency II requirements and issue innovative investment guidelines for EU Pension Plans [as detailed in the sustaining investment chapter].	ST/MT
2	Design a simpler and more impactful tenth EU R&I Framework Programme: refocus the next Framework Programme (FP10) on selected priorities (new 'EU Competitiveness Priorities') and increase the budget to EUR 200 billion.	ST
3	Promote academic excellence and world-leading institutions: i) scale up the budget for fundamental research through the European Research Council (ERC); ii) launch a highly competitive programme to foster the emergence of world-leading research institutions (an 'ERC for institutions' programme); iii) introduce a favourable regime to attract top researchers ('EU Chair'); iv) promote the mobility of researchers, extending Erasmus+; v) develop a European framework to facilitate private sector fundraising for public universities.	ST/MT
4	Invest in world-leading research and technology infrastructure: increase investments.	MT
5	More R&I and strengthened coordination of policies through a Research and Innovation Union: i) renew the commitment to increasing the EU's R&D expenditure to 3%; ii) establish an EU R&I Action Plan; coordinate Member States' R&I plans, setting priorities, fostering collaboration and initiating joint projects.	ST
6	A more favourable and simpler regulatory ecosystem for innovative companies: i) develop a new blueprint for royalty sharing between researchers and universities or Research and Technology Organisations (RTOs); ii) adopt a Unitary Patent system in all Member States; iii) introduce a new EU-wide statute for innovative ventures ('Innovative European Company'); and iv) review public procurement rules to favour strategic innovation.	ST
7	Shared prosperity as a fundamental enabler of EU innovation: i) promote a coordinated reduction of labour income taxation for low- to middle-income workers; ii) address practices that limit labour mobility between companies like the non-compete and no-poach agreements.	ST/MT

Cerrar la brecha de competencias

FIGURE 9

SUMMARY TABLE –
CLOSING THE SKILLS GAPS PROPOSALS

	TIME HORIZON ⁰⁸
1 Collect and leverage granular data on skills needs, stocks and flows ('skills intelligence') to design skills policies.	ST
2 Revise curricula in light of changing skills needs.	ST/MT
3 Improve and harmonise skills certifications common to all EU member states, recognising and validating skills acquired through diverse learning pathways, vocational training, and work-based learning.	ST/MT
4 Rethink the design, funding and implementation of skills policies: i) dedicating a minimum share towards adult learning and vocational training; ii) focusing on strategic sectors and occupations; iii) including stricter requirements on the design, implementation and desired impact of the programmes; iv) systematically evaluating and comparing the effectiveness of policy initiatives in skills within and across Member States via dedicated evaluation units.	ST/MT
5 Focus on adult learning ensuring sufficient available funding by Member States and private organisations (including incentivising companies to allocate more resources to training, for example by offering tax benefits).	ST
6 Promote and reform vocational educational training (VET) , in partnership with VET providers, employers, industry associations, and trade unions.	ST/MT
7 Attract more highly skilled workers from outside the EU launching a new Tech Skills Acquisition Fund for a new EU-level visa programme; a large number of EU scholarships for undergraduate, graduate and PhD students; student internships and graduate contracts within participating research centres and public institutions.	ST/MT
8 Reduce the misallocation of future talent , implementing programmes to support talented children from disadvantaged backgrounds.	ST/MT
9 Address skills shortages in critical value chains.	ST/MT
10 Promote managerial skills in SMEs by: i) creating accreditation systems and incentives to elevate the quality of managerial training; ii) facilitating the acquisition of managerial skills through the use of vouchers to hire temporary managers.	ST/MT
11 Improve the availability and working conditions of teachers.	MT
12 Increasing labour market participation.	ST/MT

Mantener la inversión

The key objectives for the EU are, therefore, as follows:

- Reduce fragmentation of the Single Market removing barriers for innovation, company growth and large infrastructure projects in Europe – thereby, increasing demand for risk capital and for higher volumes of finance through capital markets.
- Reduce dependence on bank financing in Europe by accelerating the development of the CMU, as well as increasing flows into capital markets by encouraging increased enrolment in private pension plans.
- Expand bank finance, overcoming excessively restrictive regulation on securitisation, and where necessary revisit prudential regulation to have a strong and competitive banking system.
- Make more effective use of the EU budget by focusing funding on strategic priorities, simplifying the administrative burden, improving the leverage of the EU budget and of the overall EU financial architecture to support investment.
- Introduce regular and sizable issuance by the EU of a common safe and liquid asset to enable joint investment projects among Member States and help integrate capital markets.

Renovar la competencia

- 1) Hacer hincapié en el peso de la innovación y la competencia futura en las decisiones de la Dirección General de Competencia, potenciando los avances en ámbitos en los que el desarrollo de nuevas tecnologías suponga una diferencia para los consumidores.
- 2) Proporcionar orientaciones y plantillas claras sobre acuerdos novedosos, coordinación y codespliegue entre competidores.
- 3) Desarrollar criterios de seguridad y resistencia por parte de autoridades expertas e incluirlos en las evaluaciones de la DG COMP.
- 4) El control de las ayudas estatales como herramienta de competencia para las políticas industriales de mejora de la eficiencia.
- 5) Reformar y ampliar los IPCEI - Proyectos importantes de interés común europeo.
- 6) Incentivar la adopción del acceso abierto, la interoperabilidad y la adhesión a las normas de la UE mediante ayudas estatales y otras herramientas de competencia.
- 7) Aplicar eficazmente las nuevas competencias asociadas a la aplicación de la Ley de Mercados Digitales (LMD) y el Reglamento sobre Subvenciones Extranjeras (RSI).
- 8) Reforzar la regulación y supervisión ex post frente a la *ex ante*.
- 9) Introducir una «Nueva Herramienta de Competencia» (NCT) en cuatro ámbitos.
- 10) Acelerar los procesos decisorios y aumentar la previsibilidad de las decisiones.

Reforzar la gobernanza

FIGURE 1

**SUMMARY TABLE
GOVERNANCE PROPOSALS**

		TIME HORIZON
1	Refocusing: Develop a new Competitiveness Coordination Framework.	ST/MT
2	Launch an EU-wide inquiry to analyse the role of national Parliaments in the scrutiny of the principle of subsidiarity. Reinforce the role and administrative capacity of national Parliaments and Member States in controlling the EU institutions' legislative activity.	ST
3	Filter future initiatives up for adoption, building on proposals under 'Simplifying', such as a single methodology to assess the cost of regulation and a revamped competitiveness test.	ST/MT
4	Accelerating: Generalise Council votes subject to QMV as opposed to unanimity.	ST/MT
5	Opt for a model of deeper integration based on 'concentric circles', including enhanced cooperation or coalitions of the willing, where action at the EU level is hindered or blocked by existing procedures.	MT/LT
6	Have an Interinstitutional Pact clarify and extend the use of Article 122 TFEU to facilitate swift EU action during crises.	ST/MT
7	Simplifying: Streamline the EU acquls under a Vice-President for Simplification, including coordinating a new 'evaluation bank' to stress-test existing EU regulations.	MT
8	Use a single, clear methodology to quantify the cost of new legislation for EU institutions and Member States.	MT/LT
9	Minimise the cost of Member State transposition and enhance enforcement of Single Market legislation.	MT
10	Uphold proportionality for SMEs and small mid-caps in EU law, including by extending mitigation measures to small mid-caps.	ST/MT
11	Review the Commission's system of Expert Groups.	ST/MT
12	Create 'EU Innovation hubs' to support Member States' efforts to define sandboxes and promote their use across countries, by offering centralised information to EU businesses.	MT/LT

Medidas relacionadas con los mercados de capitales	
Llevar a cabo una mejora en la supervisión de los mercados de valores energéticos	<ul style="list-style-type: none"> — Promoción de contratos a largo plazo. — Regular el mercado financiero energético bajo un único marco normativo. — Crear un organismo de coordinación entre ESMA y la Agencia de Cooperación de los Reguladores de Energía. — Extender los requisitos básicos de MiFID a los mercados <i>spot</i> de energía. — Revisar las reglas sobre límites de posiciones financieras. — Aprobar requisitos adicionales de gestión de riesgos y liquidez para participantes no regulados. — Revisar la regulación de límites de precios. — Revisar la exención que permite a los participantes de los mercados financieros de la energía participar sin ser supervisados.
Aumentar la inversión	<ul style="list-style-type: none"> — Mediante garantías públicas que disminuyan el riesgo de préstamos a largo plazo. — Apoyándose en instituciones europeas como el BEI, que fomente la participación privada, o el BERD. — Desarrollando nuevos instrumentos, por ejemplo, mediante préstamos sindicados del BEI que diluyan el riesgo o instrumentos de deuda común. — Aumentar la financiación mediante capital o cuasicapital. — Introducir medidas fiscales que incentiven la inversión. — Crear un fondo de fondos que reúna a Estados miembros, instituciones financieras, grandes inversores de capital y otros bancos. — Usar programas de inversión europeos como InvestEU u Horizonte Europa. — Permitir la financiación de proyectos más arriesgados por parte del BEI.
Reformar la taxonomía de la UE	<ul style="list-style-type: none"> — Crear un mercado sostenible de materias primas críticas que incluya un estándar común de ASG. — Simplificar la taxonomía para impulsar la financiación sostenible de las pymes.
Medidas de aumento de la transparencia de los mercados	<ul style="list-style-type: none"> — Por ejemplo, mediante la supervisión de los contratos mayoristas de minerales críticos o exigiendo transparencia sobre información relacionada con las cadenas de suministro. — Introducir puntos de referencia de precios de metales que no sean desarrollados por terceros.
Facilitar que el capital fluya hacia las pymes	<ul style="list-style-type: none"> — Permitir que el BEI pueda tener una política de préstamos más arriesgada. — Mejorar el acceso al capital, especialmente en las fases posteriores de la inversión (más allá del capital riesgo), para ayudar a las empresas espaciales europeas a crecer y ampliarse. — Desarrollar instrumentos financieros adaptados a la cuantía de la inversión y a las necesidades de las pymes espaciales y de las medianas empresas.
Seguir avanzando en la UMC	<ul style="list-style-type: none"> — Centralizar la supervisión de grandes emisores multinacionales, grandes mercados regulados con plataformas de negociación y plataformas de contrapartida central. — Modificar la gobernanza y el proceso de toma de decisiones de ESMA para asemejarlo al del BCE. — Delegar el trabajo técnico en ESMA. — Reforzar las competencias de ESMA para elaborar y modificar normas técnicas. — Crear sistemas de pensiones atractivos que fomenten la inversión. — Emitir un activo seguro común.
Aumentar la capacidad financiera de los bancos	<ul style="list-style-type: none"> — Revitalizar la titulización. — Acciones que permitan completar la Unión Bancaria.
Reformar el presupuesto de la UE	<ul style="list-style-type: none"> — Para dirigirlo a proyectos prioritarios. — Reestructurarlo, reduciendo el número de programas y dotándolo de una mayor flexibilidad.

Fuente: Elaboración propia a partir del informe de Draghi.

Los contratos de productos derivados en España y su contribución al riesgo sistémico: Indicadores de riesgo basados en los datos del EMIR

Ramiro Losada (*)
Guillermo Cambroner

(*) Los autores pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Índice

1	Introducción	115
2	Tratamiento de la base de datos del EMIR	117
3	Indicadores de riesgo basados en la base de datos que proviene del EMIR	120
4	Características del mercado de derivados español a través de los datos del EMIR	132
5	Conclusiones	136

1 Introducción

Después del inicio de la crisis financiera global, en la cumbre del G20 en Pittsburgh se identificaron los mercados de derivados como una potencial fuente de riesgo sistémico. En esa cumbre, se decidió la obligación de compensación para los derivados estandarizados *over-the-counter* (OTC) y los estándares de requerimientos de colateral para las transacciones que se compensan de forma no centralizada. También se acordó que las partes que intervienen en estos mercados informaran sobre los contratos de derivados realizados. Este último acuerdo se tradujo, en el ámbito de la regulación de la Unión Europea, en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extra-bursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, más conocida como el EMIR, por sus siglas en inglés¹. Desde febrero de 2014, la información sobre cualquier contrato derivado y sus modificaciones posteriores, con las exenciones que dicta la norma, deben enviarse a un registro de operaciones (*trade repository* o TA, en inglés) que debe estar registrado y supervisado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Cada una de las contrapartes debe enviar información sobre las propias contrapartes involucradas en cada una de las operaciones de derivados, además de información detallada sobre las características y condiciones de la transacción. Además, deben comunicar cualquier modificación en el contrato incluida su terminación. También las contrapartes financieras y las no financieras, a partir de un umbral de participación en estos mercados, tienen la obligación de informar de forma diaria sobre la valoración de los contratos individuales y el cambio en los colaterales a nivel de cartera. Por tanto, los datos que provienen de las obligaciones del EMIR permiten un análisis de granularidad sin precedentes sobre la estructura de los mercados de derivados, el comportamiento de sus participantes y los posibles riesgos de liquidez que surgen de los *margin calls*.

El marco regulatorio del EMIR se revisó el 20 mayo de 2019 por medio del Reglamento (UE) 2019/834 del Parlamento Europeo y del Consejo. A esta modificación se la conoce como EMIR-Refit e introdujo novedades en diferentes aspectos como la obligación de compensación de derivados o las técnicas de reducción de riesgos en los contratos de derivados OTC no compensados en entidades de contrapartida central (ECC). Al mismo tiempo, disminuyó las obligaciones regulatorias para parte de las empresas no financieras, al subir los umbrales de los nocionales de sus contratos a partir de los cuales este tipo de entidades no tienen obligación de compensarlos en una ECC.

Un aspecto importante para este trabajo en el que el EMIR-Refit amplió las obligaciones en su ámbito de aplicación en los mercados de derivados fue el reporte

1 Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648>.

obligatorio de los datos de los contratos suscritos. En el nuevo reporte, además de suministrar la información requerida en el anterior Reglamento, se pide más información sobre: el detalle de los contratos, las contrapartes y los colaterales de las operaciones. El 10 de junio de 2022 se publicó el Reglamento de Ejecución (UE) 2022/1860 de la Comisión, en el que se detalla la información que deben suministrar las entidades obligadas. El nuevo de reporte de información entró en vigor el 29 de abril de 2024.

El marco de estas regulaciones supone una riqueza de datos disponibles para los supervisores de valores europeos que permite su utilización en sus jurisdicciones y en su ámbito de actuación para la elaboración de indicadores que pueden medir la contribución de los contratos derivados al riesgo sistémico. En este documento se presenta una serie de indicadores que tratan de evaluar cuáles son el tamaño y las características de estos mercados a través de las operaciones realizadas por las entidades nacionales y cómo evolucionan a lo largo del tiempo. Estos indicadores están basados en los propuestos por ESMA en el seno de un grupo de trabajo del Comité de Análisis Económico y de los Mercados.

En el resto del documento, se describe en primer lugar la base de datos utilizada, así como el tratamiento que se le ha realizado para su utilización en los indicadores de riesgo propuestos. Posteriormente, se hará una descripción de cada uno de los indicadores. También se analizarán las principales características del mercado de derivados español que se deducen de los indicadores que provienen de los datos recogidos por la aplicación del EMIR. Finalmente, se presentarán las conclusiones.

2 Tratamiento de la base de datos del EMIR

Los datos utilizados para la elaboración de los indicadores de riesgo proceden de la recolección que la CNMV realiza de los datos del EMIR de forma diaria². Estos datos provienen de la obligación que emana del propio EMIR por la que las contrapartes y las entidades de contrapartida central deben comunicar todos los datos de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación o resolución del contrato a los registros de operaciones supervisados por ESMA³. El EMIR permite a la CNMV tener acceso a los datos sobre contratos derivados que incluyen: contrapartidas españolas, subyacente español y operaciones sobre índices paneuropeos⁴.

El periodo de tiempo considerado abarca desde enero de 2021 hasta la actualidad y la frecuencia de los datos utilizada para los indicadores es mensual. Al final de cada uno de los meses, se guardan los datos en bruto de todas las posiciones reportadas el último día hábil de cada mes. A partir de esos datos en bruto, desde la CNMV se convierte el nocional en euros de las posiciones que están en otras divisas.

Una vez se reciben los datos con el nocional de las posiciones en euros, comienza un proceso que tiene como objetivo que los datos del EMIR puedan utilizarse para la elaboración de los indicadores de riesgo. Este proceso sigue las directrices marcadas por ESMA para la elaboración del tipo de índices de riesgo que se proponen. En una primera etapa, se identifican y eliminan los datos atípicos para cada uno de los meses considerados. En la segunda, se establece el procedimiento que hace que en la base de datos se considere cada una de las posiciones de derivados solo una vez. Esto se debe a que, en una proporción notable, en las posiciones de derivados que se notifican a través del Reglamento EMIR, ambas contrapartes están obligadas a informar de su participación y de las características de la transacción. Esta doble obligación hace que exista un doble reporte en la base de datos para estas operaciones.

2 Para una descripción detallada de los datos que las entidades están obligadas a reportar bajo el EMIR, véase el Reglamento Delegado (UE) 2022/1855 de la Comisión, de 10 de junio de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones y el tipo de notificaciones que deben realizarse. Véase nota al pie 1.

3 Artículo 9 del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Véase nota al pie 1.

4 Artículo 81 del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Véase nota al pie 1.

A su vez, el proceso de tratamiento de datos atípicos se realiza debido a que estos datos pueden introducir un sesgo significativo cuando se agregan los datos, en especial en la simetría de la distribución de los valores de la variable principal de los indicadores propuestos: el notional de los contratos. En los datos que las entidades obligadas por EMIR envían, los atípicos existen principalmente por dos razones: por errores en la información enviada y por errores informáticos. El tratamiento de los datos atípicos varía según el uso final de los datos. Para la construcción de estos indicadores de riesgo, ESMA propone un procedimiento en dos etapas: la primera consiste en la identificación de los datos atípicos mediante dos umbrales: uno estático y otro dinámico. En la segunda etapa, una vez identificados los datos atípicos, ESMA aboga por que esos valores no participen en el cálculo de los indicadores.

El umbral fijo o estático que propone ESMA se fija para identificar los contratos cuyo notional se sitúa por encima de los 10.000 millones de euros. Por su parte, para el cálculo del umbral dinámico primero se segmenta la base de datos y se clasifican las operaciones por tipo de derivado. Las operaciones se agrupan atendiendo a las siguientes características: la clase de activo, el tipo de contrato, si son operaciones intragrupo, si son derivados utilizados para la compración y la divisa original del notional del contrato. Dentro de cada uno de estos subgrupos, se identifican como atípicas las observaciones en las que el logaritmo del notional reportado es mayor que la mediana y cuatro desviaciones típicas. Al ser la división de cada uno de los submercados tan exigente, puede ocurrir que algunos de ellos reúnan menos de 30 observaciones. Esto hace que en el cálculo de este umbral dinámico se sigan los siguientes pasos para los segmentos con menos de 30 observaciones:

- Se obtiene la mediana y la desviación típica del logaritmo natural del notional de los contratos para cada uno de los segmentos con al menos 30 observaciones para cada uno de los meses del periodo considerado.
- Con la muestra de medianas y desviaciones típicas calculadas en el paso anterior, se estima la siguiente regresión lineal:

$$\text{parámetro}_i = b_0 + b_1 * \text{intragrupo}_i + b_2 * \text{compresión}_i + b_3 * \text{clase_activo}_i + \text{tipo_contrato}_i + u_i$$

donde el *parámetro_i* es bien la mediana o la desviación típica del segmento *i* y las otras variables son *dummies* que toman valores 0 o 1 para cada uno de los valores que se reportan en esos campos.

Finalmente, se utilizan los parámetros estimados para predecir la mediana y la desviación típica de los segmentos con menos de 30 observaciones.

Una vez identificados los datos atípicos mediante el umbral fijo y el umbral dinámico, estas observaciones se eliminaron de la base de datos para el cálculo de los distintos indicadores de riesgo propuestos.

El siguiente paso en el procesamiento de los datos es tratar de eliminar el doble reporte inherente al diseño de las obligaciones de información del EMIR, a través de lo que se conoce como *procesos de emparejamiento y reconciliación*. Bajo este régimen regulatorio, siempre que dos contrapartes pertenecen a un país miembro

del Espacio Económico Europeo (EEE), ambas contrapartes deben informar sobre la operación de derivados en que han participado. Si, por el contrario, una de las contrapartes no pertenece al EEE, entonces la operación será reportada solo por la contraparte que pertenece a un país del EEE.

El proceso de emparejamiento y reconciliación se basa en la utilización de los identificadores de ambas contrapartes, así como en el código que identifica cada una de las operaciones en la base de datos. Este proceso consiste en primero determinar si ambas contrapartes están obligadas a realizar el reporte de la operación conforme al EMIR. Para ello, para cada una de las contrapartes se deben realizar las siguientes comprobaciones:

- El código de identificación de la entidad contraparte obligada a reportar pertenece a un país del EEE³⁰. Se comprueba a qué jurisdicción pertenece el código LEI (*legal entity identifier*) utilizando la base de datos de GLEIF (Global Legal Entity Identifier Foundation).
- El código de identificación de la otra entidad contraparte debe ser un LEI. Si en el campo de identificación aparece «CLC», el emparejamiento no es posible.
- El código LEI de la otra entidad contraparte debe corresponder a un país del EEE³⁰. Al igual que para el caso de la entidad contraparte obligada a reportar, la comprobación se realiza mediante la base de GLEIF, que identifica la jurisdicción de cada uno de los códigos LEI emitidos.

Si estas tres condiciones se cumplen al mismo tiempo, las dos posiciones reportadas se deben reconciliar. En este caso, el proceso de reconciliación se realiza mediante la eliminación de la línea de reporte en la que la entidad obligada a reportar no es española.

Un aspecto importante que conviene señalar en cuanto al proceso de emparejamiento y reconciliación es el cambio debido al *brex*it. En diciembre de 2020, las entidades de Gran Bretaña dejaron de estar sujetas a la normativa del EMIR. Esto hizo que la cantidad de operaciones que estaban sometidas a doble reporte fuera menor, al ser Gran Bretaña considerada como un tercer país en el seno de la normativa de la Unión Europea.

3 Indicadores de riesgo basados en la base de datos que proviene del EMIR

A continuación, se describe cada uno de los indicadores de riesgo propuestos:

I.1 Nocional total por tipo de contrato y clase de activo

GRÁFICO 1

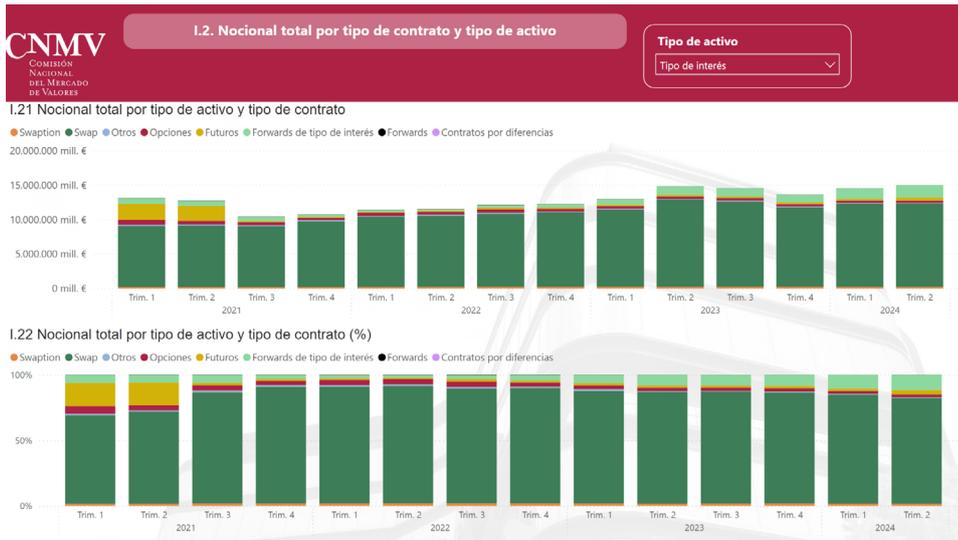


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el nocional total al final de cada trimestre por tipo de contrato y de activo. El tipo de contrato se puede elegir a través de un desplegable y puede ser: *swap*, *swaption*, opciones, futuros, *forwards*, *forwards* de tipo de interés, contratos por diferencias, *spreadbets* y otros. En cuanto a los tipos de activos, estos son: tipo de interés, renta variable, tipos de cambio, crédito, materias primas y otros. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del nocional de cada tipo de contrato en euros por cada clase de activo para cada trimestre. En el otro panel, se muestra la proporción de cada tipo de contrato para cada una de las clases de activo sobre el total del nocional.

I.2 Ncional total por tipo de contrato y tipo de activo

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el ncional total al final de cada trimestre por tipo de activo y de contrato. El tipo de activo se puede elegir a través de un desplegable y puede ser: tipo de interés, renta variable, tipos de cambio, crédito, materias primas y otros. En cuanto a los tipos de contratos, estos son: *swap*, *swaption*, opciones, futuros, *forwards*, *forwards* de tipo de interés, contratos por diferencias, *spreadbets* y otros. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del ncional de cada tipo de activo en euros por cada clase de contrato para cada trimestre. En el otro panel, se muestra la proporción de cada tipo de activo para cada una de las clases de contrato sobre el total del ncional.

I.3 Ncional total negociado en mercado y OTC por tipo de activo

GRÁFICO 3

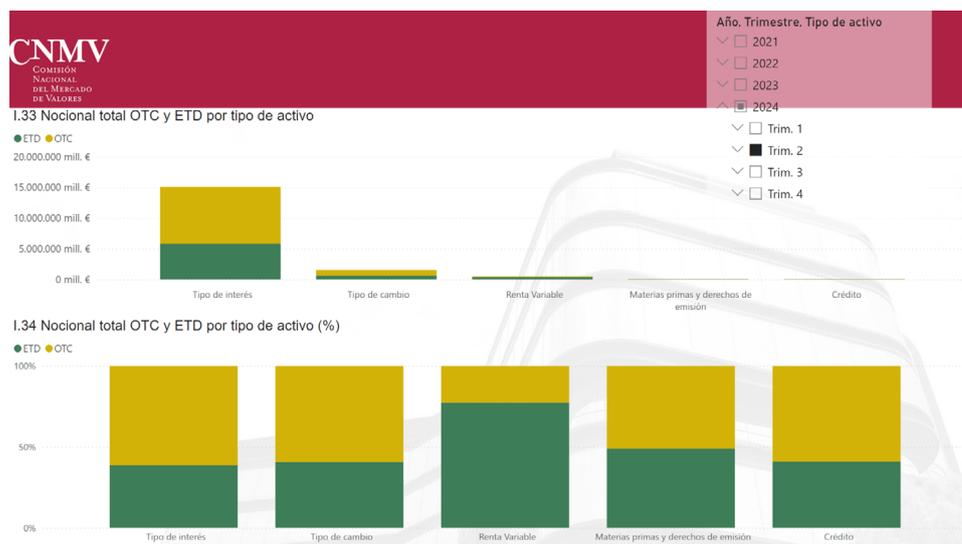


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el notional total negociado en mercados multilaterales y OTC al final de cada trimestre por tipo de activo. El tipo de activo se puede elegir a través de un desplegable y puede ser: tipo de interés, renta variable, tipos de cambio, crédito, materias primas y otros. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del notional negociado en mercado y OTC de cada tipo de activo en euros. En el otro panel, se muestra la proporción negociada en mercado u OTC para cada tipo de activo sobre el total del notional.

I.32 Notional total negociado en mercado y OTC por tipo de activo

GRÁFICO 4

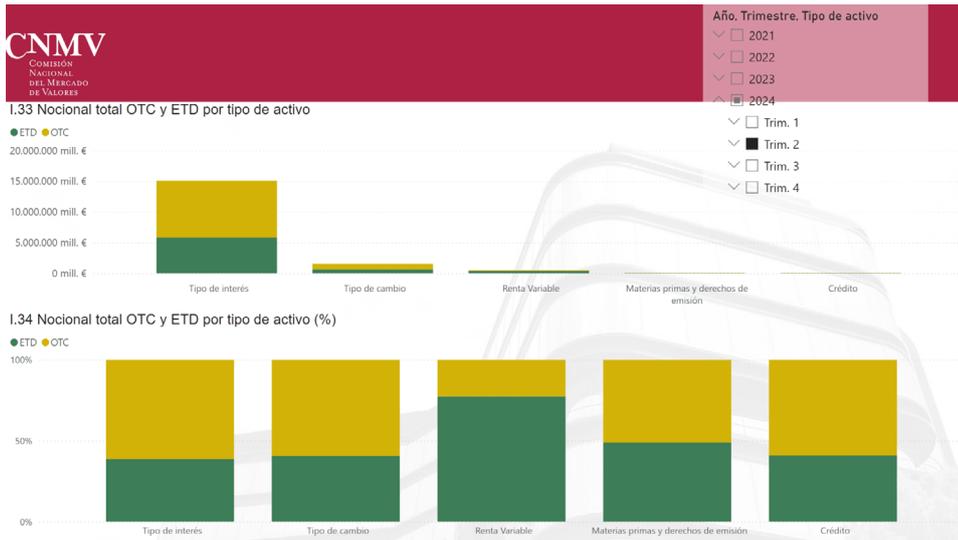


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el notional total negociado en mercados multilaterales y OTC por tipo de activo para cada trimestre desde el inicio de 2021. El trimestre que aparece en pantalla se puede elegir a través de un desplegable. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del notional negociado en mercado y OTC de cada tipo de activo en euros. En el otro panel, se muestra la proporción negociada en mercado u OTC para cada tipo de activo sobre el total del notional.

I.4 Porcentaje del nocial total compensado y no compensado

GRÁFICO 5

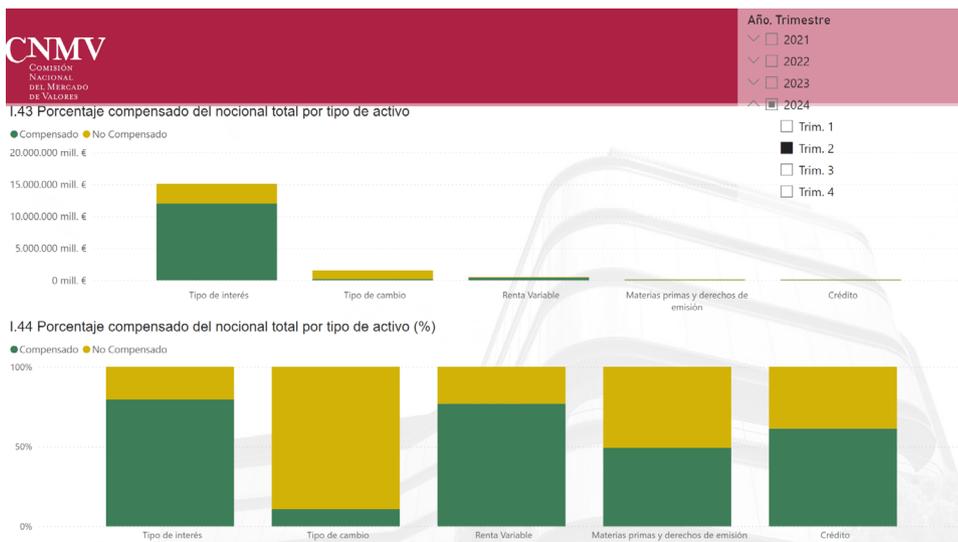


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el nocial total, compensado —por las obligaciones impuestas por el EMIR— y no compensado, al final de cada trimestre por tipo de activo. El tipo de activo se puede elegir a través de un desplegable y puede ser: tipo de interés, renta variable, tipos de cambio, crédito, materias primas y otros. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total de nocial compensado y no compensado de cada tipo de activo en euros. En el otro panel, se muestra la proporción compensada y no compensada para cada tipo de activo sobre el total del nocial.

I.42 Porcentaje compensado del nocial total por tipo de activo

GRÁFICO 6

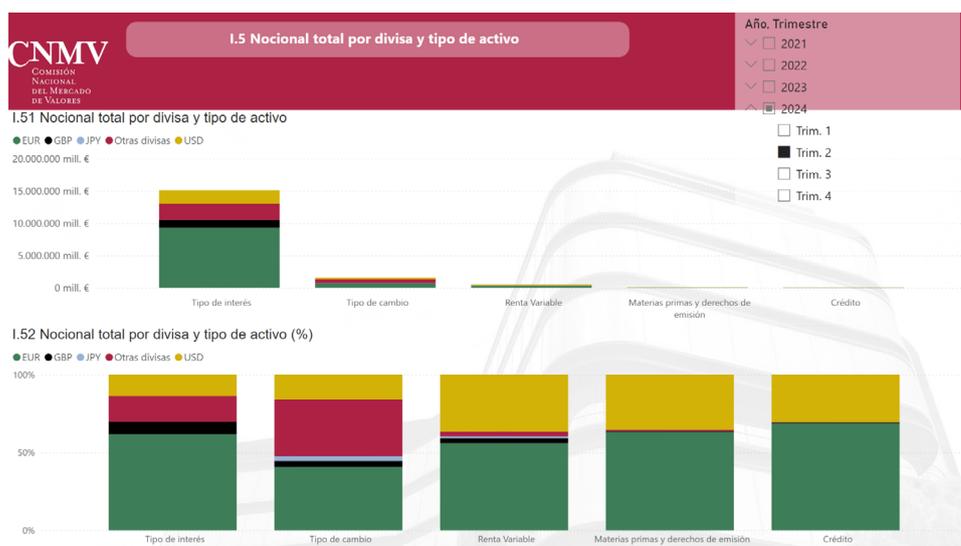


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el nocional, compensado —debido a las obligaciones impuestas por el EMIR— y no compensado, por tipo de activo al final de cada trimestre desde el inicio de 2021. El trimestre que aparece en pantalla se puede elegir a través de un desplegable. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del nocional compensado y no compensado de cada tipo de activo en euros. En el otro panel, se muestra la proporción de nocional compensada y no compensada para cada tipo de activo sobre el total del nocional.

I.5 Nocional total por divisa y por tipo de activo

GRÁFICO 7

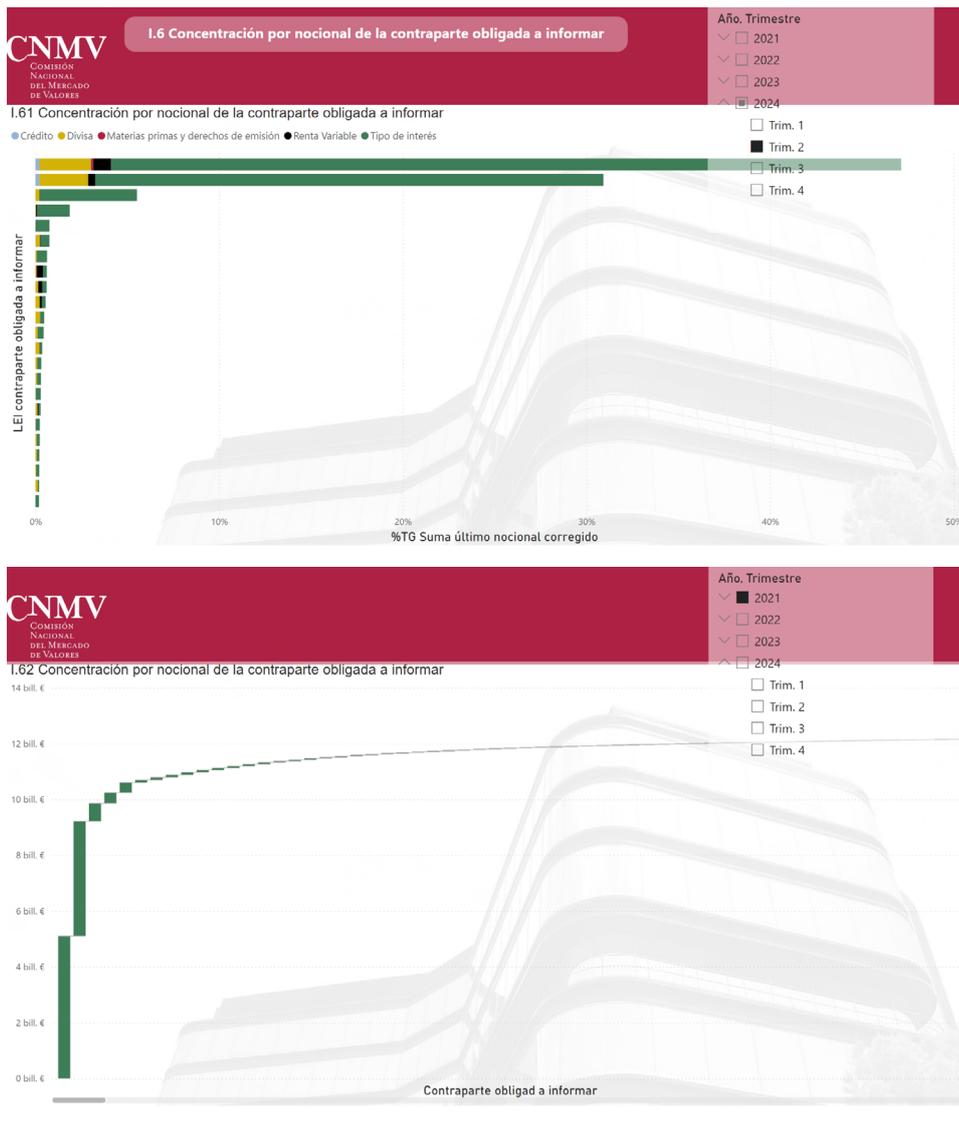


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el nocional al final del trimestre por tipo de activo y en la divisa en la que se negoció el derivado desde el inicio de 2021. Las divisas del gráfico son: euro, dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y otras divisas. El trimestre que aparece en pantalla se puede elegir a través de un desplegable. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del nocional por tipo de activo y divisa. En el otro panel, se muestra la proporción por tipo de activo y divisa sobre el total del nocional.

I.61 y I.62 Concentración por notional de la contraparte obligada a reportar

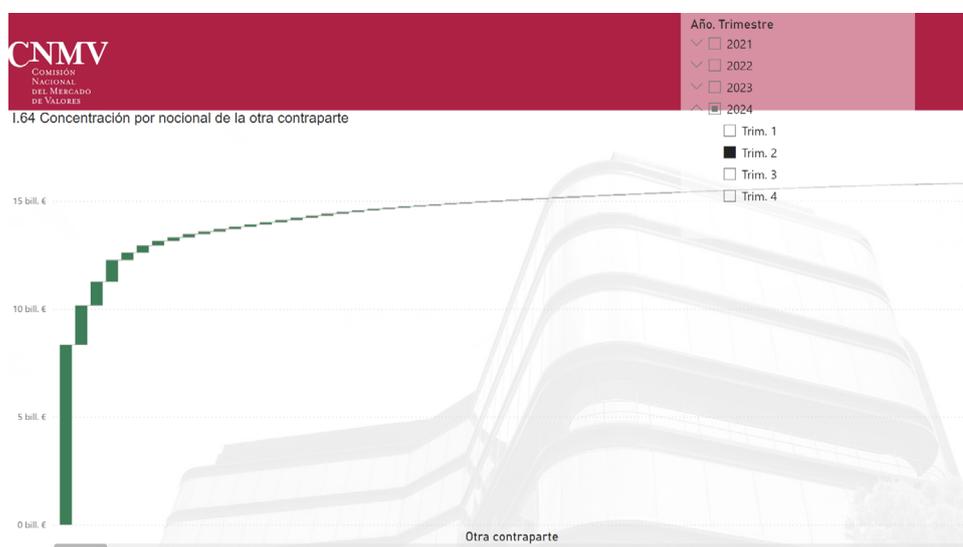
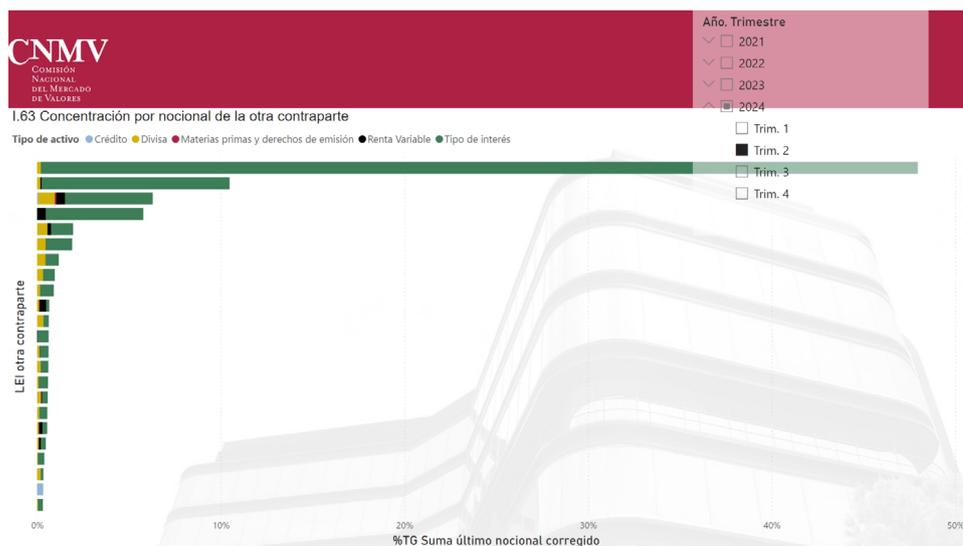
GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

El panel I.61 muestra las entidades nacionales (anonimizadas) que deben reportar conforme al EMIR y con las mayores posiciones en los mercados de derivados. En este gráfico, la posición de las entidades aparece en porcentaje sobre el total del notional reportado al final de cada uno de los trimestres desde el inicio de 2021 y por clase de activo. El trimestre que se muestra se puede elegir mediante un desplegable en el que aparecen todos los disponibles.

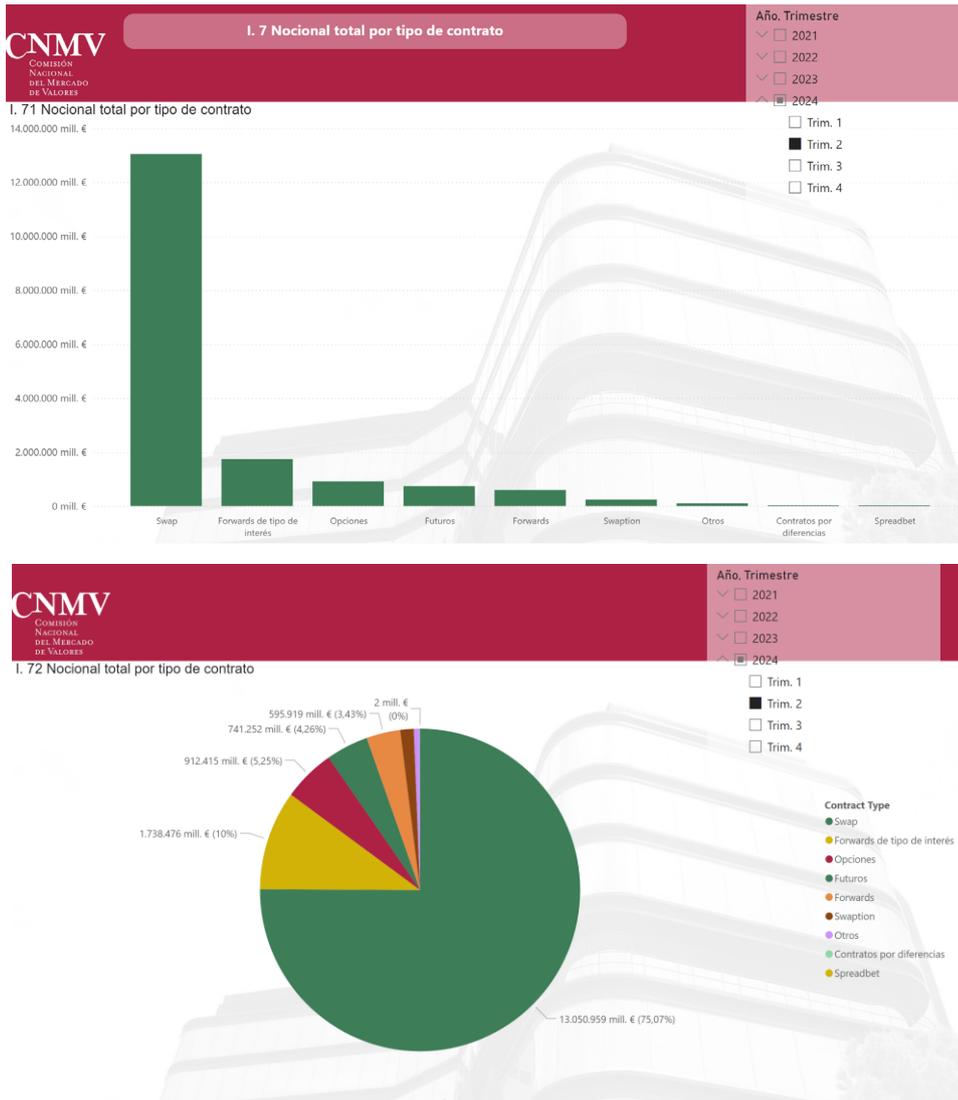
El panel I.62 muestra las entidades nacionales (anonimizadas) que deben reportar conforme al EMIR y con las mayores posiciones en los mercados de derivados. En este gráfico, la posición de las entidades aparece expresando el notional en euros reportado al final de cada uno de los trimestres desde el inicio de 2021. El trimestre que se muestra se puede elegir mediante un desplegable en el que aparecen todos los disponibles.



Fuente: CNMV.

El panel I.63 muestra las entidades (anonimizadas) con mayores posiciones en los mercados de derivados que son las contrapartes de las entidades nacionales que deben reportar conforme al EMIR. En este gráfico, la posición de estas entidades aparece en porcentaje sobre el total del nocional reportado al final de cada trimestre desde el inicio de 2021 y por clase de activo. El trimestre que se muestra se puede elegir mediante un desplegable en el que aparecen todos los disponibles.

El panel I.64 muestra las entidades (anonimizadas) con mayores posiciones en los mercados de derivados que son las contrapartes de las entidades nacionales que deben reportar conforme al EMIR. En este gráfico, la posición de estas entidades aparece expresando el nocional en euros al final de cada uno de los trimestres desde el inicio de 2021. El trimestre que se muestra se puede elegir mediante un desplegable en el que aparecen todos los disponibles.

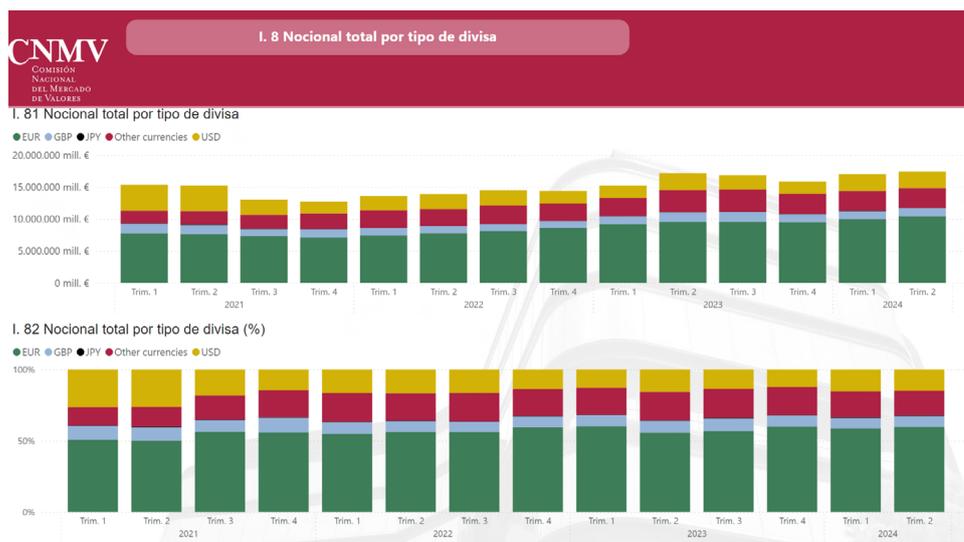


Fuente: CNMV.

Los dos gráficos ofrecen la misma información, pero utilizando tipos de gráficos diferentes. En ambos se presenta el total del notional por tipo de contrato al final de un determinado trimestre. En los gráficos existe un desplegable en el que se puede elegir el trimestre que se desea representar, comenzando por el primer trimestre de 2021.

I.8 Nacional por tipo de divisa

GRÁFICO 11

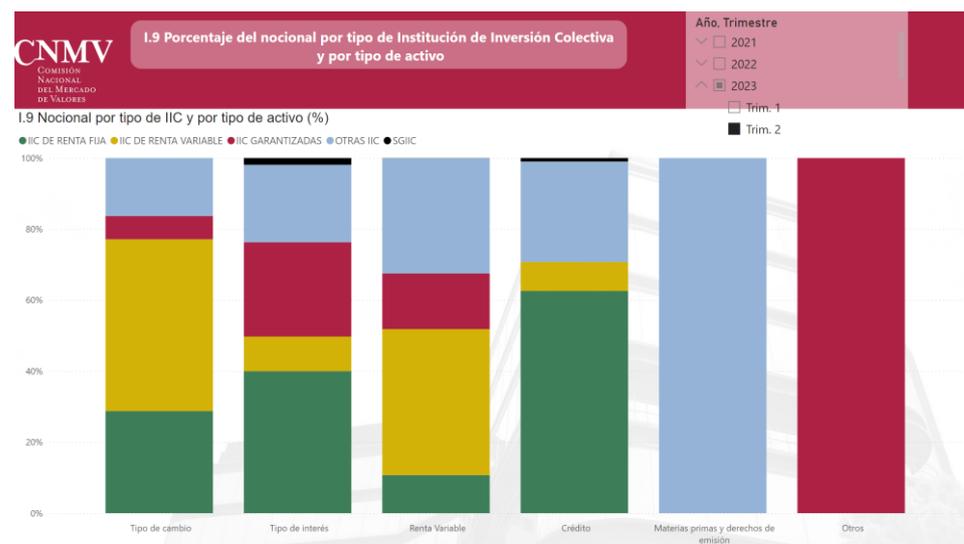


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el notional total al final de cada trimestre de acuerdo con las diferentes divisas en que se han celebrado los contratos de derivados. La categorización de las divisas en que se celebran los contratos es: euro, dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y otras divisas. Este indicador tiene dos paneles: en el superior, se indica el total del notional en euros indicando el notional de las diferentes divisas de los contratos para cada trimestre. En el otro panel, se muestra la proporción de cada tipo de contrato para cada una de las divisas sobre el total del notional.

I.9 Porcentaje del notional por tipo de institución de inversión colectiva y tipo de activo

GRÁFICO 12

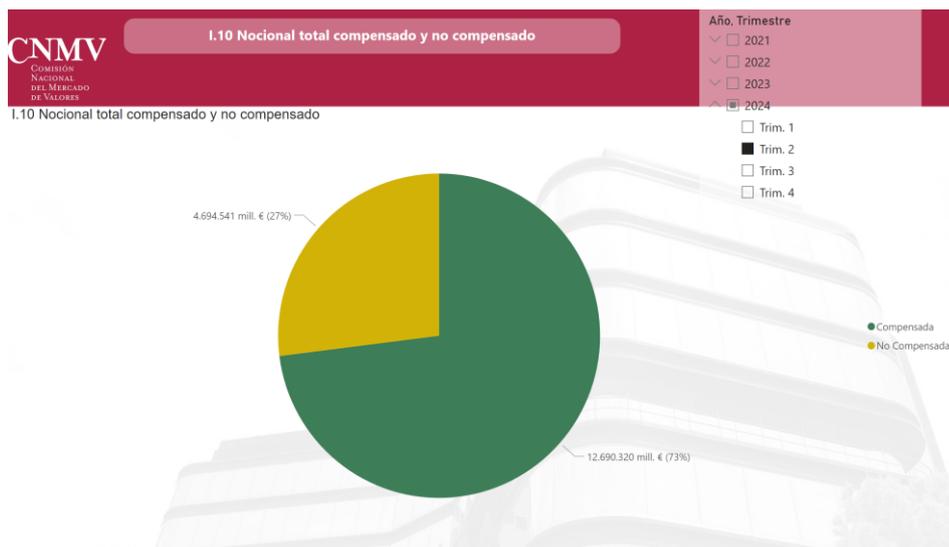


Fuente: CNMV.

Para elaborar este indicador, se han dividido las instituciones de inversión colectiva (IIC) españolas en cuatro grupos: las de renta variable, las de renta fija, las garantizadas y otras, a partir de los estados reservados recibidos por la CNMV. Este indicador nos muestra la proporción de derivados que cada tipo de IIC ha suscrito por cada uno de los tipos de activo en los que, a su vez, se han dividido los instrumentos derivados. El gráfico muestra cómo son esas proporciones al final de un determinado trimestre. Para poder elegir el trimestre que se desea representar, existe un desplegable con los meses desde el primer trimestre de 2021.

I.10 Nocional total compensado y no compensado

GRÁFICO 13

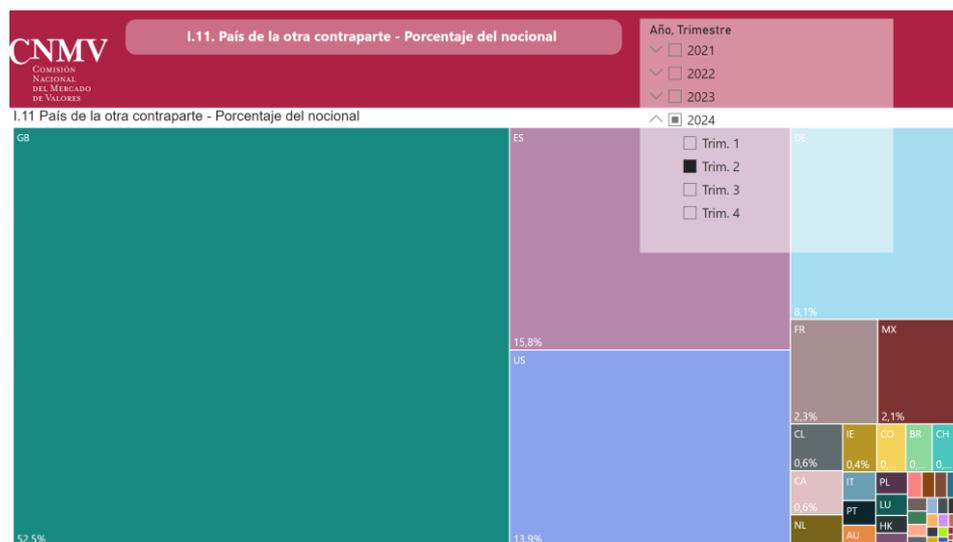


Fuente: CNMV.

El indicador nos muestra cuál es el nocional, compensado —debido a las obligaciones impuestas por el EMIR— y no compensado, tanto en euros como en proporción sobre el total del nocional vivo. El gráfico muestra los datos registrados al final de un determinado trimestre. Para poder elegir el trimestre que se desea representar, existe un desplegable con los trimestres desde el primero de 2021.

I.11 País de la otra contraparte: porcentaje del nocional

GRÁFICO 14

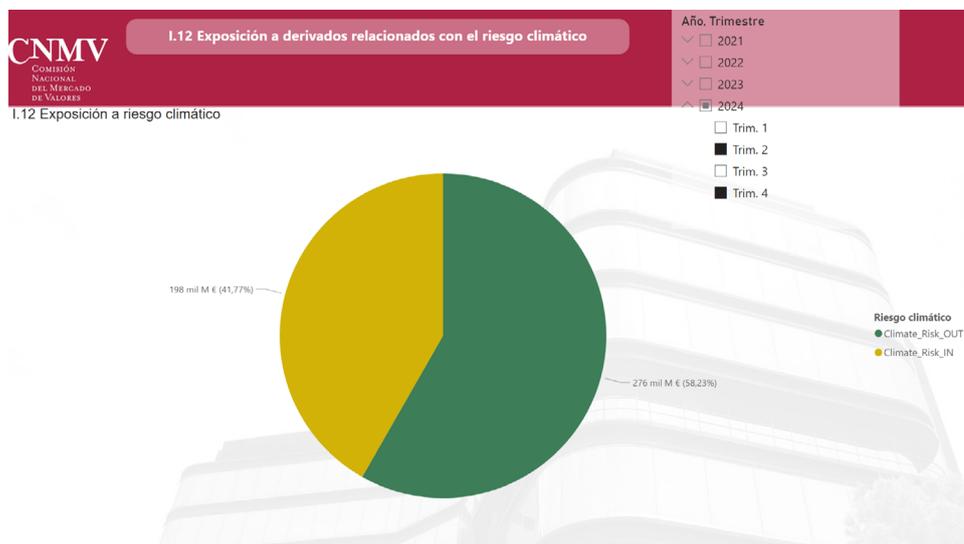


Fuente: CNMV.

Para elaborar este gráfico, se ha agrupado el nocional de los contratos abiertos por la nacionalidad de la contraparte con la que la entidad española ha suscrito el contrato derivado. El gráfico representa la proporción de cada país sobre el total del nocional vivo al final de un determinado trimestre. Para poder elegir el mes que se desea representar, existe un desplegable con los trimestres desde el primero de 2021.

I.12 Exposición a derivados relacionados con el cambio climático

GRÁFICO 15

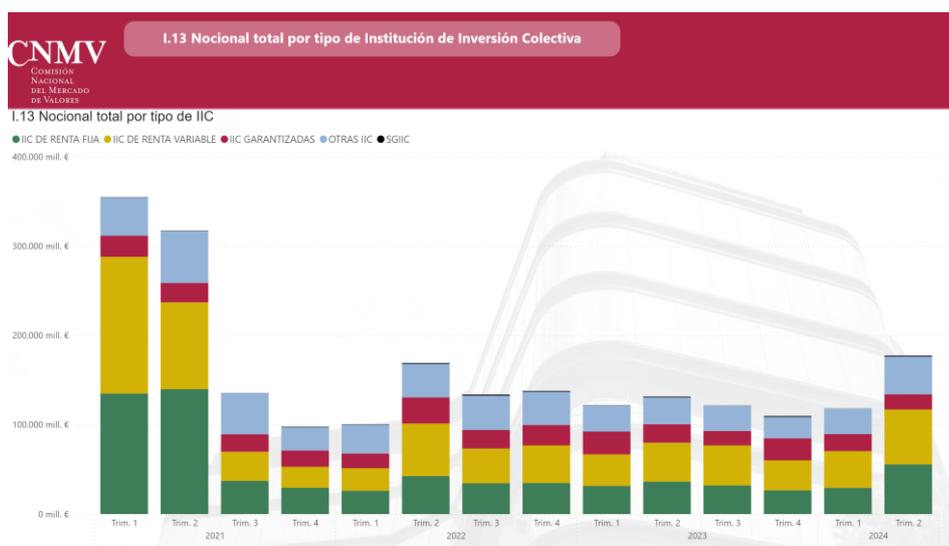


Fuente: CNMV.

El gráfico muestra la exposición que las contrapartes españolas tienen con los sectores no financieros y cómo estos últimos se relacionan con el cambio climático. Se han clasificado los diferentes sectores no financieros entre sectores con bajas emisiones de efecto invernadero (*Climate_Risk_IN*) y aquellos con emisiones más altas (*Climate_Risk_OUT*). Esta distinción se ha establecido usando la clasificación propuesta por ESMA. En el gráfico aparece la exposición a ambos tipos de sectores tanto en euros como en proporción con respecto a la exposición total a sectores no financieros. Los datos que aparecen se corresponden con los del final de un determinado trimestre. Para poder elegir el trimestre que se desea representar, existe un desplegable con los trimestres desde el primero de 2021.

I.13 Nocional total por tipo de institución de inversión colectiva

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

Para elaborar este indicador del gráfico 16, se han dividido las IIC españolas en cuatro grupos: las de renta variable, las de renta fija, las garantizadas y otras, a partir de los datos de los estados reservados recibidos en la CNMV. El indicador nos muestra cuál es el nocional total vivo en euros por cada tipo de IIC al final de cada trimestre desde el inicio de 2021.

4 Características del mercado de derivados español a través de los datos del EMIR

Como se puede comprobar en el gráfico 17, tras el *brexit*, el contexto de derivados de la Unión Europea está dominado por Alemania y Francia. A una distancia considerable, se sitúan varias jurisdicciones como: los países escandinavos, Irlanda, Italia o centros especializados en la comercialización de derivados en terceros países como Malta y Chipre. Por tamaño, el mercado de derivados español se encuadraría dentro de este segundo grupo. Dentro del contexto continental, es importante señalar como, a pesar del *brexit*, Gran Bretaña sigue manteniendo una posición preponderante⁵.

Red de tenencias de derivados financieros entre contrapartes del EEE¹

GRÁFICO 17



Fuente: ESMA.

1 Red de tenencias de derivados financieros entre contrapartes basadas en el saldo vivo del notional de los contratos derivados sobre el tipo de interés al cierre de 2022. El tamaño de las burbujas es proporcional al total del notional vivo de las contrapartes domiciliadas en los Estados miembros del EEE. El grosor de las líneas es proporcional al total del notional vivo de los contratos entre contrapartes de dos Estados miembros.

5 ESMA (2023). *ESMA Market Report: EU Derivatives Markets 2023*. Disponible en : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-2930_EU_Derivatives_Markets_2023.pdf.

A partir de los datos del EMIR disponibles al final del segundo trimestre de 2024, el notional de los contratos de derivados vivos en los que existe alguna contraparte española asciende a 15,1 trillones de euros. Como se puede deducir de los gráficos 3 y 5, desde principios de 2021, este notional vivo varió desde 10,5 trillones al final del tercer trimestre de 2021 hasta su máximo precisamente en el segundo trimestre de 2024. Si se compara el tamaño del mercado español con los últimos datos publicados por ESMA a finales de 2022, el tamaño del mercado español supuso un 4,0 % del total del mercado de los países miembros del EEE⁶.

A partir de los gráficos 8 y 9, se puede determinar cómo unas pocas contrapartes acaparan la mayor parte del notional de los contratos firmados. Desde el ángulo de las contrapartes españolas, 3 entidades acaparan más del 75 % del total del notional, llegando en ocasiones a cifras por encima del 80 % del mercado. En cuanto a la concentración desde el punto de vista de las otras contrapartes con las que se negocian los derivados, 3 entidades suponen entre el 55 % y el 65 % del total del mercado. En este sentido, en el gráfico 14 se observa que las principales jurisdicciones de las otras contrapartes son: Gran Bretaña (40-55 % del notional), España (15-25 %) y EE. UU. (10-15 %). Cuando se comparan estas cifras con las ofrecidas por ESMA para el conjunto de países del EEE, se puede comprobar que el mercado español es un mercado muy concentrado⁷.

Al igual que en el resto de países europeos, la mayor parte de los contratos de derivados son OTC (véanse gráficos 3 y 4), sí bien la proporción por notional negociado en mercado es más alta en el caso español que en el contexto europeo. A finales de 2022, esta proporción fue del 23,6 %, mientras que para el conjunto de países del EEE fue del 5,3 %⁸. Durante el periodo considerado en este artículo, el porcentaje de derivados negociados en mercado osciló entre el 15,7 % y el 39,4 %. Es importante señalar cómo el porcentaje negociado en mercado tiende a subir cuando aumenta el notional total de los contratos derivados.

En cuanto a los tipos de contrato de los derivados negociados en el mercado español, la mayor parte de ellos, entre el 75 % y el 80 % del notional, proviene de contratos tipo *swap*. Los otros tipos de contratos relevantes son: los *forwards* de tipo de interés, las opciones y los futuros (véase gráfico 10). Si se comparan estas cifras con las que provienen del EEE, se puede observar cómo en el agregado europeo los *swaps* tienen menos relevancia, a la vez que los *forwards* y las opciones acaparan más cuota de mercado⁹.

Por tipo de activo subyacente, la mayor parte de los derivados del mercado español proviene de los tipos de interés (véanse gráficos 6 y 7). Este tipo de subyacente supone entre el 60 % y el 87 % del total del notional vivo al final de cada uno de los trimestres considerados. Tras los derivados que tienen como subyacente los tipos de interés, los otros subyacentes relevantes de los derivados del mercado español son los de tipo de cambio y renta variable y, en menor medida, los de

6 *Ibidem.*

7 *Ibidem.*

8 *Ibidem.*

9 *Ibidem.*

crédito y materias primas. Si, de nuevo, se los compara con los datos a nivel europeo, se deriva que el subyacente primordial también son los tipos de interés, si bien su peso relativo es menor. En cuanto al resto de subyacentes, a nivel europeo los derivados sobre tipo de cambio tienen un mayor peso¹⁰.

Uno de los objetivos del EMIR es que un mayor porcentaje de derivados negociados OTC sean compensados a través de cámaras de contrapartida central. En los gráficos 5 y 6 se observa cómo el porcentaje de notional compensado se sitúa entre el 66 % y cifras cercanas al 73 %. Si se desglosan estos porcentajes por tipo de activo, se encuentra que los derivados sobre tipos de interés registran mayores tasas de compensación, en torno al 80 %, seguidos de los derivados sobre renta variable con un 75 %. Los derivados sobre tipo de cambio son los que obtienen unas menores tasas de compensación, sobre el 12 %. Cuando se comparan estas cifras con los datos de ESMA, solo el porcentaje compensado sobre derivados de tipos de interés es parecido. En cambio, cuando se consideran los derivados sobre el resto de subyacentes, los porcentajes de compensación son superiores en el mercado español¹¹.

Otro ángulo complementario es conocer en qué divisa se han celebrado los contratos sobre derivados. De los gráficos 7 y 11 se deduce que la mayor parte de los derivados se suscriben en euros, en concreto entre el 50 % y el 60 %. El porcentaje de los que se celebran en libras esterlinas son muy estables, en torno al 10 %. Por su parte, a lo largo del periodo contemplado hasta ahora en la construcción de estos indicadores, la importancia de los derivados en dólares fue perdiendo importancia en beneficio del conjunto de derivados que se recogen en otras divisas. En cuanto a los contratos en yenes, su importancia es residual. Estos porcentajes vienen determinados por los derivados cuyo subyacente son tipos de interés, al ser los más importantes por tamaño de su notional. La importancia relativa de los contratos en euros es menor en derivados de renta variable, materias primas y crédito en favor de un mayor porcentaje suscrito en dólares.

Por último, dos aspectos interesantes que los datos del EMIR permiten tratar son: el uso de derivados relacionados con el cambio climático y la utilización de derivados por parte de las IIC. Para poder realizar una aproximación al primero de los aspectos, se analizaron los datos de los derivados suscritos por contrapartes no financieras españolas, lo que supone, dependiendo del trimestre considerado, entre un 2 % y un 5 % del total del notional del mercado español. Estas contrapartes fueron clasificadas según al sector al que pertenecen entre sectores con altas emisiones de gases de efecto invernadero (denominados *Climate_Risk_IN*) y sectores con menores emisiones (*Climate_Risk_OUT*). Estos últimos representan un 50-60 % del total del notional de los derivados suscritos por las entidades no financieras.

En cuanto a la participación de las IIC en el mercado de derivados, el notional suscrito por este tipo de entidades varía, en términos de notional, entre un 0,7 % y un 2 % del total. En los dos primeros trimestres del periodo considerado, el notional de los derivados suscritos por las IIC fue notablemente superior a los de los trimestres posteriores. En este sentido, la mayor utilización de derivados podría

10 *Ibidem*.

11 *Ibidem*.

deberse a su uso como protección ante la incertidumbre provocada por el COVID-19. Las IIC de renta fija y renta variable son las categorías que más utilizan derivados, seguidas de cerca por la categoría de otras IIC y en menor medida, las IIC garantizadas. Esto se debe a que la mayor parte del patrimonio de las IIC están en IIC de renta fija y variable. Por su parte, con relación a su patrimonio, las IIC garantizadas y la categoría de otras IIC los utilizan en mayor proporción.

Sobre el tipo de subyacente de los derivados utilizados por las IIC se encuentra que, como era de esperar, las IIC de renta variable son las que más emplean los derivados sobre renta variable y las de renta fija los derivados sobre tipos de interés. Las IIC de renta variable también son las mayores usuarias de los derivados sobre tipo de cambio. Destaca la categoría de otras IIC en la utilización más intensiva que realizan de los derivados sobre crédito y sobre materias primas.

5 Conclusiones

Los datos que provienen de las obligaciones del EMIR permiten un análisis de granularidad sin precedentes sobre la estructura de los mercados de derivados. Entre otros fines, estos datos posibilitan la elaboración de indicadores que pueden medir la contribución de los contratos de derivados al riesgo sistémico. En este sentido, ESMA propuso un conjunto de indicadores de riesgo que son los que se han presentado en este artículo.

Estos indicadores permiten establecer las características del mercado de derivados español:

- El tamaño actual del mercado español medido por el notional de los contratos es de 15,1 trillones de euros, lo que supone un 4 % del total del mercado compuesto por los países miembros del EEE.
- En cuanto a los participantes, se trata de un mercado muy concentrado: 3 contrapartidas representan entre el 55 % y el 65 % del total del mercado.
- La mayor parte de los contratos son OTC. Además, una gran parte de estos contratos son compensados en una cámara de contrapartida central, tal y como exige el EMIR. En cualquier caso, la proporción de contratos negociados en mercado es mayor que la del resto de países miembros del EEE.
- Los tipos de contrato más negociados son los *swaps*. También son relevantes los contratos *forward* de tipos de interés, las opciones y los futuros.
- Por tipo de subyacente, el más relevante son los tipos de interés. Otros subyacentes con una cuota de mercado significativa son los de tipo de cambio y los de renta variable.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer semestre de 2024 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 4/2024, de 26 de junio**, por el que se prorrogan determinadas medidas para afrontar las consecuencias económicas y sociales derivadas de los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo y se adoptan medidas urgentes en materia fiscal, energética y social.

Entre otros aspectos, en el título I, se recogen medidas en materia de retribuciones del personal al servicio del sector público. Se establece un incremento global máximo del 2 % respecto a las retribuciones vigentes a 31 de diciembre de 2023, con efectos desde el 1 de enero de 2024.

De conformidad con lo previsto en el artículo 137 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, se crea el Fondo de Impacto Social, F.C.P.J. («FIS» o «Fondo»), fondo carente de personalidad jurídica, con duración indefinida, adscrito al Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones a través de la Secretaría General de Inclusión y regido por lo dispuesto en aquella, en este real decreto-ley y en el resto de normas de derecho administrativo general y especial que resulten de aplicación. El objetivo del FIS es contribuir al fortalecimiento de las inversiones de impacto social e inclusivo y medioambiental en España. Podrá recurrir a diversas modalidades de financiación, entre otras, suscribir participaciones en fondos de inversión, nacionales o internacionales, que estén específicamente orientados a la inversión de impacto en todas las etapas de madurez de los proyectos de emprendimiento social y medioambiental, apalancando recursos del sector privado. La adquisición de las participaciones en el capital social con cargo al Fondo quedará exenta de la obligación de formular oferta pública de adquisición en los supuestos previstos en los artículos 108 y 109 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

La disposición derogatoria única suprime el artículo 43 bis de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, de modo que sean los órganos judiciales nacionales los que puedan aplicar directamente la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, fundamentalmente a partir del artículo 267 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, respecto a las cuestiones prejudiciales que se planteen ante ellos.

- **Ley Orgánica 2/2024, de 1 de agosto**, de representación paritaria y presencia equilibrada de mujeres y hombres.

Entre otras modificaciones, se destaca el capítulo V de esta ley orgánica, artículos noveno y décimo, que vienen a trasponer la Directiva (UE) 2022/2381 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de noviembre de 2022, relativa a un mejor equilibrio de género entre los administradores de las sociedades

cotizadas y a medidas conexas, mediante la modificación, en el primero de ellos, del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 2 de julio (artículo 529 bis/disposición adicional séptima sobre las competencias supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores/disposición adicional decimosexta sobre la representación equilibrada de mujeres y hombres en los consejos de administración de las entidades de interés público); y en el segundo, por la modificación de Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (artículo 292).

Por otra parte, la disposición adicional cuarta dispone cuáles son los organismos responsables de la promoción, el análisis, el seguimiento y el apoyo del equilibrio de género en los consejos de administración, siendo la CNMV y el organismo autónomo Instituto de las Mujeres los encargados de la promoción, el análisis, el seguimiento y el apoyo al cumplimiento de las obligaciones establecidas en esta ley por parte de las sociedades cotizadas.

Se establece una transitoriedad para lo dispuesto en el artículo 529 bis, en sus apartados 3 y siguientes, del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, que será de aplicación a partir del 30 de junio de 2026 para las 35 sociedades con mayor valor de capitalización bursátil, determinado utilizando la cotización de cierre en el día en que la presente ley orgánica entre en vigor. Para el resto de sociedades cotizadas, lo dispuesto en dicho artículo será de aplicación a partir del 30 de junio de 2027 (disposición transitoria primera).

Asimismo, se modifica el artículo 71.1, letra d), de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se trasponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014 (disposición final segunda); la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, y la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público (presencia equilibrada entre mujeres y hombres).

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 31 de mayo de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio de colaboración con la Generalitat de Catalunya, para la persecución del fraude financiero.
- **Resolución de 31 de mayo de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Universidad Internacional de La Rioja, para la colaboración en los ámbitos de la formación, la investigación, la transferencia tecnológica, el asesoramiento y la difusión de la cultura.
- **Resolución de 26 de junio de 2024**, de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, O.A., por la que se publica el Convenio con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la realización del encuentro «Fintech y el reto de los criptoactivos».

- **Resolución de 26 de junio de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Universidad Internacional de La Rioja, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares del alumnado de titulaciones oficiales de grado y máster.

Otros

- **Resolución de 29 de abril de 2024**, del Banco de España, por la que se publica el Convenio de colaboración con Minsait-Indra Soluciones Tecnologías de la Información, SLU, para establecer las líneas generales de colaboración para la realización de experimentos que atiendan los objetivos de convocatoria del programa de experimentación del Banco de España relativo a la utilización de tokens digitales para la liquidación de operaciones de pago mayoristas.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- Directrices relativas al ejercicio de comparación sobre las prácticas en favor de la diversidad, incluyendo las políticas de diversidad y la brecha salarial entre géneros, de conformidad con la Directiva 2013/36/UE y la Directiva (UE) 2019/2034 (18.12.2023). European Banking Authority (EBA).
- Directrices sobre la nueva presentación de datos históricos en el marco de presentación de información elaborado por la ABE (09.04.2024). European Banking Authority (EBA).
- Directrices sobre la aplicación de la prueba de capital del grupo a los grupos de empresas de servicios de inversión de conformidad con el artículo 8 del Reglamento (UE) 2019/2033 (11.04.2024). European Banking Authority (EBA).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/1507 de la Comisión**, de 22 de febrero de 2024, por el que se completa el Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante la especificación de los criterios y factores que deben tener en cuenta la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Bancaria Europea y las autoridades competentes en relación con sus poderes de intervención.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 1507 de 30/05/2024, pp. 1-9.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emissiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	32	27	20	11	6	8	14	12
Ampliaciones de capital	31	27	20	11	6	8	14	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	14	12	11	7	2	3	0	0
De las cuales dividendo elección	10	11	10	7	1	3	4	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	4	3	2	1	2	6	3
De contrapartida no monetaria	4	2	1	1	0	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	4	2	2	0	1	1	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	10	10	4	1	2	3	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	1	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	50	55	39	13	7	9	26	14
Ampliaciones de capital	49	55	39	13	7	9	25	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	20	16	15	7	2	3	4	4
De las cuales dividendo elección	16	15	14	7	1	3	4	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	14	14	4	2	2	13	5
De contrapartida no monetaria	5	5	1	1	0	0	2	0
Con derecho de suscripción preferente	4	2	2	0	1	1	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	17	7	1	2	3	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	1	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	19.906,1	6.111,8	3.677,5	1.996,0	269,5	1.086,9	4.075,5	3.526,1
Ampliaciones de capital	17.705,8	6.111,8	3.677,5	1.996,0	269,5	1.086,9	2.687,5	3.526,1
Ofertas públicas de suscripción de valores	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.384,5	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	5.478,1	3.591,5	3.281,0	1.983,7	236,2	939,4	251,4	1.963,0
De las cuales dividendo elección	5.451,8	3.590,0	3.279,5	1.983,7	234,6	939,4	251,4	1.962,9
Ampliaciones de capital por conversión	109,5	81,6	51,5	7,1	2,3	12,2	364,1	5,9
De contrapartida no monetaria ²	3.525,3	1.381,2	5,2	5,2	0,0	0,0	259,6	0,0
Con derecho de suscripción preferente	7.060,4	254,2	181,1	0,0	31,0	39,8	42,9	12,0
Sin negociación de derechos de suscripción	1.432,6	603,3	158,5	0,0	0,0	95,4	384,8	1.545,2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.388,1	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.967,2	529,6	277,3	133,9	21,1	78,9	118,0	438,7
Ampliaciones de capital	4.884,9	529,6	277,3	133,9	21,1	78,9	99,5	438,7
Ofertas públicas de suscripción de valores	5,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	796,2	334,4	208,8	127,5	1,6	68,2	1,6	114,7
De las cuales dividendo elección	770,0	332,9	207,3	127,5	0,1	68,2	1,6	114,5
Ampliaciones de capital por conversión	46,3	6,5	40,7	5,6	0,1	2,1	18,0	2,8
De contrapartida no monetaria	3.289,0	19,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,6	0,0
Con derecho de suscripción preferente	98,8	22,9	21,8	0,0	19,4	2,6	7,1	8,0
Sin negociación de derechos de suscripción	649,2	145,6	5,1	0,0	0,0	5,9	68,9	313,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	82,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,2	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	44	41	35	15	13	14	14	15
Número de emisiones	77	88	111	24	36	31	27	23
Importe efectivo (millones de euros)	2.440,8	2.329,5	1.517,9	496,6	350,6	75,6	67,1	99,5
Ampliaciones de capital	2.440,8	2.329,5	1.517,9	496,6	350,6	75,6	67,1	99,5
De ellas, mediante OPS	1.654,2	1.487,1	986,7	455,1	50,2	0,0	30,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos de BME Growth, ETF (*Exchange Traded Funds*) ni Latibex.

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

3 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ⁴
Mercado continuo (MC). Total ²	123	121	120	120	120	120	120	120
Empresas extranjeras	6	6	8	8	8	8	8	8
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	10	9	8	8	8	8	8	8
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	6	5	5	5	5	5	5
Bilbao	2	2	0	0	0	0	0	0
Valencia	1	0	2	2	2	2	2	2
BME MTF Equity ³	2.432	1.349	655	677	655	655	659	652
Latibex	19	19	18	18	18	18	18	18

1 Datos al final del periodo.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

3 Antes MAB.

4 Datos disponibles: agosto de 2024.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ⁵
Mercado continuo (MC). Total ²	781.805,0	724.476,0	862.511,2	804.856,2	862.511,2	927.728,4	891.512,5	931.827,3
Empresas extranjeras ³	147.213,9	141.178,4	195.490,0	179.416,9	195.490,0	218.450,2	182.002,4	193.179,3
Ibex 35	475.870,0	438.222,8	520.388,7	489.171,6	520.388,7	569.051,0	561.223,0	585.646,4
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.319,3	1.227,9	1.366,5	1.242,2	1.366,5	1.417,4	1.508,1	1.585,8
Madrid	23,1	32,8	33,2	34,5	33,2	31,2	29,3	27,7
Barcelona	1.258,7	1.201,5	1.234,0	1.214,2	1.234,0	1.238,1	1.238,1	1.236,5
Bilbao	19,2	0,0	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	13,1
Valencia	45,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	48.656,9	39.070,4	34.634,1	34.337,9	34.634,1	36.299,1	37.169,5	36.344,4
Latibex	196,1	228,5	305,9	283,6	305,9	302,5	313,6	317,7

1 Datos al final del periodo.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

3 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

4 Antes MAB. Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

5 Datos disponibles: agosto de 2024.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ³
Mercado continuo (MC). Total ¹	372.972,8	356.572,7	296.496,0	61.414,8	72.348,9	76.400,3	96.379,6	42.760,9
Empresas extranjeras	4.343,6	4.770,9	3.489,3	503,4	2.443,2	2.637,1	4.018,3	1.562,5
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	7,4	8,3	6,7	0,1	0,3	2,5	0,9	0,2
Madrid	0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,4	7,7	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	1,0	0,1	0,3	2,5	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.559,2	3.837,3	3.901,4	528,8	613,5	862,2	750,5	370,7
Latibex	48,9	93,4	93,0	11,4	7,2	35,5	45,0	26,8

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

2 Antes MAB.

3 Datos disponibles: agosto de 2024.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	355.841,2	342.364,3	290.657,5	60.310,7	70.828,8	73.449,3	90.825,3	41.202,7
Órdenes	237.430,5	247.439,8	209.439,7	44.760,7	51.875,1	58.228,2	64.012,4	33.410,3
Aplicaciones	40.006,0	35.058,8	27.822,5	5.441,9	6.314,9	7.946,7	8.265,7	4.042,7
Bloques	78.404,7	59.865,7	53.395,3	10.108,1	12.638,9	7.274,4	18.547,3	3.749,7
Fuera de hora	4.890,0	3.873,0	2.291,9	299,5	364,5	1.194,9	518,4	421,1
Autorizadas	1.213,3	867,1	387,0	183,9	52,9	51,4	104,0	199,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.306,1	5.125,0	0,0	0,0	0,0	994,5	1.168,9	0,0
OPV	1.723,2	467,5	72,4	0,0	0,0	0,0	2.997,3	616,7
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	2.787,7	2.458,4	2.175,3	461,2	848,5	412,9	555,7	157,9
Operaciones de cobertura	1.211,5	1.417,5	911,9	159,5	254,3	297,3	210,0	162,6

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: agosto de 2024.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas a largo plazo registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	30	27	28	8	3	7	4	3
Cédulas hipotecarias	7	8	9	0	0	4	0	0
Cédulas territoriales	3	3	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	10	7	9	4	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	3	0	0	2	0	0
Bonos de titulización	12	11	11	3	3	1	4	3
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	3	0	3	1	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	156	127	109	26	10	10	16	18
Cédulas hipotecarias	16	21	18	0	0	5	0	0
Cédulas territoriales	3	4	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	81	45	29	6	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	4	3	0	0	2	0	0
Bonos de titulización	48	53	52	19	10	2	16	18
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	3	0	3	1	0	1	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	81.210,7	84.866,9	54.982,6	3.789,8	6.010,5	6.050,0	8.131,1	2.370,2
Cédulas hipotecarias	28.920,0	31.350,0	20.550,0	0,0	0,0	2.700,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	5.500,0	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.756,7	27.532,2	13.156,9	1.489,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.210,0	1.800,0	1.130,0	0,0	0,0	600,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.375,7	20.644,7	14.665,5	2.050,5	6.010,5	2.000,0	8.131,1	2.370,2
Otras emisiones de renta fija	823,3	0,0	3.380,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.625,0	0,0	1.350,0	250,0	0,0	750,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	5.727,2	1.825,1	3.864,3	538,9	836,5	950,0	525,4	303,9

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
Total	78.865,8	98.766,9	75.208,8	11.519,0	11.749,6	12.170,3	13.903,8	11.007,0
Pagarés	20.157,0	39.524,5	25.705,6	8.114,1	2.399,6	2.450,8	2.654,9	4.421,1
Bonos y obligaciones	3.288,1	3.707,7	6.215,2	961,9	1.139,5	1.719,5	767,8	1.215,7
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	130,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0
Cédulas territoriales	28.920,0	31.350,0	22.750,0	0,0	2.200,0	4.500,0	1.750,0	3.000,0
Bonos de titulización	5.500,0	3.540,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	18.375,7	20.644,7	14.808,0	2.193,0	6.010,5	2.000,0	8.131,1	2.370,2
Bonos matador	1.625,0	0,0	1.350,0	250,0	0,0	750,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Solo incluye renta fija privada.

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	292	272	265	264	265	259	256	254
Renta fija privada	255	236	231	229	231	225	222	220
Pagarés	7	6	9	10	9	9	11	11
Bonos y obligaciones	37	31	31	31	31	31	31	29
Cédulas hipotecarias	27	23	24	23	24	23	23	23
Cédulas territoriales	6	4	5	5	5	5	4	4
Bonos de titulación	198	187	178	176	178	174	169	169
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	38	36	34	35	34	34	34	34
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	15	14	12	13	12	12	12	12
Deuda pública extranjera	13	13	12	12	12	12	12	12
Otra deuda pública	11	9	9	9	9	9	9	9
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.451	2.353	2.221	2.258	2.221	2.163	2.196	2.204
Renta fija privada	1.453	1.370	1.228	1.245	1.228	1.199	1.174	1.210
Pagarés	54	121	146	134	146	140	135	181
Bonos y obligaciones	469	367	231	264	231	223	218	199
Cédulas hipotecarias	183	156	154	159	154	155	151	153
Cédulas territoriales	18	13	12	12	12	12	11	11
Bonos de titulación	715	699	671	661	671	654	646	653
Participaciones preferentes	11	11	11	12	11	12	10	10
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	998	983	993	1.013	993	964	1.022	994
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	233	232	227	229	227	231	228	225
Deuda autonómica	171	155	148	158	148	151	156	155
Deuda pública extranjera	558	560	576	585	576	538	592	566
Otra deuda pública	24	24	30	29	30	32	34	36
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.261.394,3	6.036.311,1	10.012.218,8	9.996.668,2	10.012.218,8	9.862.073,3	10.404.616,1	10.365.689,5
Renta fija privada	432.063,7	384.144,5	376.059,6	382.671,8	376.059,6	370.395,4	365.826,1	364.448,1
Pagarés	5.747,3	8.715,2	7.353,6	6.694,0	7.353,6	6.742,4	6.425,1	6.188,4
Bonos y obligaciones	43.975,9	37.838,3	43.165,8	43.872,7	43.165,8	42.624,0	42.023,5	41.315,1
Cédulas hipotecarias	199.681,7	175.698,3	175.818,0	181.775,8	175.818,0	175.667,9	174.023,0	176.984,8
Cédulas territoriales	17.544,0	12.585,0	13.040,0	13.040,0	13.040,0	13.040,0	12.790,0	12.790,0
Bonos de titulación	156.695,2	140.888,0	128.512,5	129.088,7	128.512,5	124.006,4	123.644,9	120.250,2
Participaciones preferentes	8.225,0	8.225,0	7.975,0	8.006,0	7.975,0	8.120,0	6.725,0	6.725,0
Bonos matador	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.829.330,6	5.652.166,6	9.636.159,3	9.613.996,4	9.636.159,3	9.491.677,9	10.038.790,0	10.001.241,3
Letras del Tesoro	79.409,6	74.881,0	71.599,3	71.485,1	71.599,3	71.590,1	72.659,3	74.445,5
Bonos y obligaciones del Estado	1.094.574,1	1.184.497,3	1.273.792,3	1.268.136,6	1.273.792,3	1.319.220,7	1.326.567,0	1.344.198,5
Deuda autonómica	36.131,2	35.109,3	36.592,0	37.590,6	36.592,0	38.009,1	37.742,8	37.265,9
Deuda pública extranjera	4.592.786,5	4.339.951,8	8.214.367,3	8.197.432,5	8.214.367,3	8.021.446,0	8.559.310,6	8.501.693,1
Otra deuda pública	26.429,1	17.727,1	39.808,4	39.351,6	39.808,4	41.412,0	42.510,3	43.638,3

1 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	47.719,0	18.782,9	22.968,1	2.979,1	5.619,6	2.242,1	1.360,3	732,5
Renta fija privada	174,3	106,7	102,1	23,6	26,7	29,6	31,2	19,3
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	174,3	105,8	100,2	23,6	26,5	29,4	30,8	19,3
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1,2	0,0	0,2	0,0	0,4	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	47.544,7	18.676,2	22.866,0	2.955,6	5.592,9	2.212,5	1.329,1	713,2
Letras del Tesoro	5.186,3	730,3	803,3	60,9	280,5	54,9	58,6	50,8
Bonos y obligaciones del Estado	21.997,4	5.623,7	9.337,8	1.808,4	3.288,7	1.213,1	842,7	662,3
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	20.361,0	12.322,3	12.724,9	1.086,3	2.023,7	944,4	427,7	0,0
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	47.719,0	18.782,9	22.968,1	2.979,1	5.619,6	2.242,1	1.360,3	732,5
Simple	47.719,0	18.782,9	22.968,1	2.979,1	5.619,6	2.242,1	1.360,3	732,5
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
Total	47.564,1	18.771,9	22.952,9	2.978,2	5.617,0	2.240,7	1.358,3	730,3
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	47.564,1	18.771,9	22.952,9	2.978,2	5.617,0	2.240,7	1.358,3	730,3
Entidades de crédito	278,3	92,6	256,1	49,2	107,6	124,9	87,5	34,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	47.285,8	18.679,3	22.696,8	2.929,0	5.509,5	2.115,8	1.270,8	695,6
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE EMISORES								
Total	10	8	7	8	7	7	7	7
Emisores privados	4	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	6	4	10	4	10	10	10	10
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	49	40	34	36	34	34	33	33
Emisores privados	11	11	10	10	10	10	10	10
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	11	10	10	10	10	10	10
Administraciones públicas ¹	38	29	24	26	24	24	23	23
Comunidades autónomas	26	24	22	23	22	22	22	22
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	8.399,3	7.717,5	7.076,0	7.213,6	7.076,0	7.067,1	7.046,9	7.042,2
Emisores privados	319,4	273,3	232,5	293,1	232,5	223,6	215,4	210,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	319,4	273,3	232,5	293,1	232,5	223,6	215,4	210,6
Administraciones públicas ¹	8.079,9	7.444,2	6.843,5	6.920,6	6.843,5	6.843,5	6.831,5	6.831,5
Comunidades autónomas	7.549,3	7.338,6	6.811,5	6.838,6	6.811,5	6.811,5	6.811,5	6.811,5

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

3 Datos disponibles: agosto de 2024.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
Total	174.959,0	100.432,0	174.703,0	45.593,0	32.937,0	20.758,0	26.854,0	26.470,0
Simples	174.959,0	100.432,0	174.703,0	45.593,0	32.937,0	20.758,0	26.854,0	26.470,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	5.547.599	5.693.086	4.748.749	1.125.685	1.237.465	1.161.815	1.129.368	1.129.376
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.260.568	5.445.516	4.615.051	1.099.672	1.196.818	1.124.189	1.084.864	1.101.407
Futuro mini sobre Ibex 35	92.657	93.450	61.215	16.489	15.115	15.000	15.270	16.863
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	45.450	19.708	16.640	1.200	9.000	3.675	5.050	2.850
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	69.667	42.485	24.192	3.338	8.961	9.792	12.789	3.219
Opción <i>put</i> mini	79.257	91.927	31.651	4.986	7.571	9.160	11.396	5.038
Sobre acciones ⁴	25.434.719	25.333.109	24.111.351	5.344.556	5.058.517	6.060.113	6.210.667	4.083.066
Futuros	11.346.047	10.313.726	11.279.153	3.126.509	1.157.476	3.468.508	3.666.397	953.426
Futuros sobre dividendos de acciones	2.100	12.550	1.050	50	450	34.385	35.416	22.350
Futuros sobre dividendos de acciones plus	20.800	13.510	20.381	12.224	4.067	8.134	8.134	0
Opción <i>call</i>	6.131.488	7.900.379	5.832.613	817.032	1.940.726	1.071.580	1.545.873	1.295.732
Opción <i>put</i>	7.934.284	7.092.944	6.978.154	1.388.741	1.955.798	1.477.506	954.847	1.811.558

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

2 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

1.3.2 Warrants, contratos de compra/venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV¹

CUADRO 1.14

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.142,7	5.233,0	4.482,7	944,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	792,8	1.595,9	752,4	220,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	1.258,6	3.014,2	3.590,3	701,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre materias primas	87,1	493,6	124,6	22,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre divisas	4,2	18,2	14,9	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre derivados	0,0	111,1	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4.581	7.383	6.480	1.391	0	0	0	0
Número de emisores	3	2	2	2	0	0	0	0

1 Con la entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, a partir de septiembre de 2023 no se registraron colocaciones de *warrants* en la CNMV.

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ⁴
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	289,2	599,6	381,1	109,0	88,3	29,7	33,3	14,2
Sobre acciones nacionales	123,3	86,0	53,4	11,1	9,4	6,1	6,9	1,5
Sobre acciones extranjeras	18,2	26,4	18,4	3,1	2,0	3,5	1,4	1,3
Sobre índices	143,4	436,8	293,5	92,6	72,1	18,7	24,7	11,4
Otros ¹	4,3	50,4	12,6	1,8	2,0	0,4	0,1	0,0
Número de emisiones ²	3.249	3.938	3.449	852	580	355	238	144
Número de emisores ²	4	2	3	2	3	2	2	2
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	1	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	0	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.549,0	1.604,8	1.297,3	361,2	326,7	298,4	243,6	153,3
Número de fondos	5	5	5	5	5	5	6	6
Patrimonio ³ (millones de euros)	259,8	241,2	222,5	220,8	222,5	248,8	238,8	240,2

1 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

3 Solo incluye el patrimonio de los ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados) nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

4 Datos disponibles: agosto de 2024.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	33	34	39	38	39	39	40	40
Sucursales en España	13	15	16	16	16	18	19	19
Agentes operantes en España	1.359	1.222	1.306	1.273	1.306	1.332	1.400	1.415
Sucursales en el EEE ¹	4	5	5	5	5	5	5	5
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	20	23	25	25	25	25	27	24
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	161	204	262	255	262	254	256	255
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	58	61	60	62	60	62	62	61
Sucursales en España	21	20	25	20	25	33	32	34
Agentes operantes en España	729	1.246	1.333	1.312	1.333	1.351	1.371	1.376
Sucursales en el EEE ¹	4	6	3	4	3	3	5	2
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	30	32	34	34	34	35	32	33
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	200	211	234	227	234	237	234	235
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	143	143	144	143	92	89	89
Sucursales en España	21	21	16	21	16	8	8	7
Agentes operantes en España	17	26	24	24	24	23	24	23
Sucursales en el EEE ¹	1	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	26	23	22	23	22	23	23	22
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	49	46	46	47	46	47	56	44
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO NACIONAL³								
Entidades nacionales	-	-	-	-	-	47	49	51
Sucursales en España	-	-	-	-	-	0	0	0
Agentes operantes en España	-	-	-	-	-	0	0	0
ENTIDADES DE CRÉDITO⁴								
Entidades nacionales	108	108	108	109	108	108	107	107

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

2 Número de pasaportes en libre prestación de servicios. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

3 La entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ha supuesto la creación de un nuevo tipo de entidad, denominada empresa de asesoramiento financiero nacional (EAFN), según establece el artículo 128.5, letra a).

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III
Total	1.369	1.432	1.442	1.325	1.442	1.455	1.464	1.466
Empresas de servicios de inversión	952	974	873	868	873	887	896	897
Comunitarias	947	968	864	862	864	877	885	885
Con sucursal	41	43	47	46	47	49	48	51
En libre prestación de servicios	906	925	817	816	817	828	837	834
Extracomunitarias	5	6	9	6	9	10	11	12
Con sucursal	2	2	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	4	7	4	7	8	9	10
Entidades de crédito ¹	417	458	569	457	569	568	568	569
Comunitarias	412	452	563	451	563	562	562	563
Con sucursal	52	52	49	50	49	49	50	49
En libre prestación de servicios	360	400	514	401	514	513	512	514
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	5	6	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	3	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
RENDA FIJA								
Total	2.594.772,6	2.901.223,2	3.094.018,9	794.607,8	727.585,5	706.400,1	795.750,4	677.310,2
Sociedades de valores	2.585.400,6	2.890.878,3	3.083.705,8	792.421,3	723.262,9	704.852,1	795.210,8	676.672,2
Mercados organizados nacionales	1.191.945,3	662.074,8	487.314,3	123.710,8	123.584,2	118.739,1	126.818,9	129.789,6
Otros mercados nacionales	910.070,8	1.289.213,6	1.341.113,2	331.687,3	303.089,5	311.569,0	457.941,3	313.325,3
Mercados extranjeros	483.384,5	939.589,9	1.255.278,3	337.023,2	296.589,2	274.544,0	210.450,6	233.557,3
Agencias de valores	9.372,0	10.344,9	10.313,1	2.186,5	4.322,6	1.548,0	539,6	638,0
Mercados organizados nacionales	1.017,0	2.044,6	942,5	170,7	113,1	249,0	118,2	81,9
Otros mercados nacionales	66,4	454,6	402,9	33,9	114,3	169,9	88,7	134,1
Mercados extranjeros	8.288,6	7.845,7	8.967,7	1.981,9	4.095,2	1.129,1	332,7	422,0
RENDA VARIABLE								
Total	1.200.274,7	146.070,1	170.438,0	65.959,9	25.517,6	30.320,6	24.704,6	27.365,9
Sociedades de valores	1.180.119,1	130.376,3	144.950,8	61.526,6	21.311,3	24.152,7	20.067,8	24.137,4
Mercados organizados nacionales	76.177,3	38.170,8	43.121,6	14.931,2	5.829,9	7.142,0	7.811,5	14.940,9
Otros mercados nacionales	6.870,4	2.802,8	2.982,2	687,0	517,9	807,3	741,1	816,6
Mercados extranjeros	1.097.071,4	89.402,7	98.847,0	45.908,4	14.963,5	16.203,4	11.515,2	8.379,9
Agencias de valores	20.155,6	15.693,8	25.487,2	4.433,3	4.206,3	6.167,9	4.636,8	3.228,5
Mercados organizados nacionales	6.622,8	5.978,1	8.385,6	1.579,4	1.317,5	3.328,0	2.102,0	2.101,4
Otros mercados nacionales	1.486,3	864,8	7.448,4	248,3	151,1	121,3	119,1	66,8
Mercados extranjeros	12.046,5	8.850,9	9.653,2	2.605,6	2.737,7	2.718,6	2.415,7	1.060,3

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
Total	9.485.119,1	9.792.568,5	8.922.442,0	2.190.955,1	1.868.093,7	2.208.419,7	2.392.988,4	2.139.069,0
Sociedades de valores	9.350.998,3	8.817.459,1	7.889.992,0	1.883.370,6	1.706.226,7	2.026.266,4	2.212.698,6	2.013.064,5
Mercados organizados nacionales	4.273.458,5	4.192.650,3	3.344.015,7	767.313,4	779.725,4	848.296,9	773.494,8	772.882,5
Mercados organizados extranjeros	4.122.054,3	4.451.806,6	4.433.507,7	1.086.613,4	909.557,2	1.140.492,0	1.420.011,3	1.151.994,4
Mercados no organizados	955.485,5	173.002,2	112.468,6	29.443,8	16.944,1	37.477,5	19.192,5	88.187,6
Agencias de valores	134.120,8	975.109,4	1.032.450,0	307.584,5	161.867,0	182.153,3	180.289,8	126.004,5
Mercados organizados nacionales	6.858,9	9.075,1	6.064,8	1.093,8	797,3	2.199,0	2.762,4	3.842,7
Mercados organizados extranjeros	124.124,2	960.541,5	1.016.950,8	303.264,6	159.040,4	179.394,9	176.295,8	113.451,7
Mercados no organizados	3.137,7	5.492,8	9.434,4	3.226,1	2.029,3	559,4	1.231,6	8.710,1

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	89.646	103.905	113.597	109.790	112.876	113.597	119.924	125.880
Sociedades de valores. Total	19.317	21.914	19.503	21.362	20.838	19.503	18.754	18.906
IIC ³	38	29	24	24	23	24	26	26
Otras ⁴	19.279	21.885	19.479	21.338	20.815	19.479	18.728	18.880
Agencias de valores. Total	70.329	81.991	94.094	88.428	92.038	94.094	101.170	106.974
IIC ³	64	38	45	48	44	45	45	40
Otras ⁴	70.265	81.953	94.049	88.380	91.994	94.049	101.125	106.934
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	8.088.415	8.206.522	10.444.200	9.495.573	10.009.033	10.444.200	11.163.402	11.507.699
Sociedades de valores. Total	2.907.767	2.901.726	3.207.358	3.160.950	3.136.431	3.207.358	3.358.927	3.361.832
IIC ³	592.849	393.165	337.662	338.712	339.821	337.662	345.793	347.263
Otras ⁴	2.314.918	2.508.561	2.869.696	2.822.238	2.796.610	2.869.696	3.013.134	3.014.569
Agencias de valores. Total	5.180.648	5.304.796	7.236.842	6.334.623	6.872.602	7.236.842	7.804.475	8.145.867
IIC ³	1.125.208	1.276.836	2.227.407	1.572.117	2.146.842	2.227.407	2.031.524	2.321.325
Otras ⁴	4.055.440	4.027.960	5.009.435	4.762.506	4.725.760	5.009.435	5.772.951	5.824.542

1 Datos al final del periodo.

2 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes, así como la gestión de instituciones de inversión colectiva (IIC) no residentes.

4 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	34.006	48.139	65.516	59.425	47.738	65.516	55.122	71.943
Sociedades de valores. Total	9.727	20.133	26.066	22.293	23.869	26.066	27.561	29.779
Clientes minoristas	9.674	20.076	25.992	22.218	23.789	25.992	27.487	29.703
Clientes profesionales	48	43	57	58	63	57	57	59
Contrapartes elegibles	5	14	17	17	17	17	17	17
Agencias de valores. Total	24.279	28.006	39.450	37.132	23.869	39.450	27.561	42.164
Clientes minoristas	24.007	27.638	39.028	36.744	23.789	39.028	27.487	41.734
Clientes profesionales	235	327	385	349	63	385	57	393
Contrapartes elegibles	37	41	37	39	17	37	17	37
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ³	48.086	45.484	49.564	18.611	29.170	49.564	11.115	22.201
Sociedades de valores	7.944	7.937	11.624	4.150	7.384	11.624	4.123	7.404
Agencias de valores	40.142	37.547	37.940	14.461	21.786	37.940	6.992	14.797

1 Datos al final del periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	41.565	66.519	80.476	56.155	80.476	13.810	63.586	65.996
II. Comisiones netas	265.790	191.789	213.216	151.861	213.216	61.026	119.140	138.504
Comisiones percibidas	481.945	293.594	315.902	227.512	315.902	87.828	178.753	207.042
Tramitación y ejecución de órdenes	164.293	105.849	117.833	88.817	117.833	34.180	66.369	75.342
Colocación y aseguramiento de emisiones	86.324	7.881	7.047	2.872	7.047	1.290	3.619	4.417
Depósito y anotación de valores	36.880	32.979	32.507	24.115	32.507	8.048	16.402	18.722
Gestión de carteras	15.860	14.096	17.588	11.187	17.588	4.498	8.656	9.969
Diseño y asesoramiento	20.316	19.162	21.142	13.829	21.142	6.193	11.049	12.889
Búsqueda y colocación de paquetes	5.306	1.010	921	753	921	218	1.326	2.471
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	64.608	63.402	67.896	50.775	67.896	18.569	36.673	43.234
Otras	88.356	49.215	50.967	35.165	50.967	14.831	34.658	39.998
Comisiones satisfechas	216.155	101.805	102.686	75.651	102.686	26.802	59.613	68.538
III. Resultado de inversiones financieras	32.733	57.558	41.037	30.874	41.037	10.606	18.325	20.434
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	35.370	1.372	6.726	4.728	6.726	2.364	4.455	4.388
V. Margen bruto	375.458	317.238	341.455	243.618	341.455	87.806	205.506	229.322
VI. Resultado de explotación	88.966	90.039	102.285	74.605	102.285	28.535	87.222	90.738
VII. Resultado de actividades continuadas	93.481	82.156	95.053	73.003	95.053	24.238	80.822	83.944
VIII. Resultado neto del ejercicio	90.708	82.156	95.053	73.003	95.053	24.238	80.822	83.944

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2024.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	108.249	122.542	128.333	66.321	91.900	128.333	26.827	86.367
Activos monetarios y deuda pública	3.039	-2.032	2.412	1.196	1.729	2.412	1.077	997
Otros valores de renta fija	19.224	47.796	38.044	24.075	28.869	38.044	9.134	16.133
Cartera interior	4.920	7.462	8.477	4.614	6.490	8.477	4.441	6.784
Cartera exterior	14.304	40.334	29.567	19.461	22.379	29.567	4.693	9.349
Renta variable	6.845	11.693	5.470	3.513	4.388	5.470	1.601	3.574
Cartera interior	5.281	7.200	2.705	1.902	2.321	2.705	1.215	2.961
Cartera exterior	1.564	4.493	2.765	1.611	2.067	2.765	386	613
Derivados	-21.138	2.064	-2.192	-1.490	-2.252	-2.192	-862	-1.078
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.446	-21	2.048	948	1.500	2.048	585	1.390
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.177	9.394	23.645	11.076	17.137	23.645	5.812	11.951
Diferencias de cambio netas	971	-273	-1.007	-294	231	-1.007	508	541
Otros productos y cargas de explotación	34.398	1.645	7.732	3.008	4.497	7.732	1.856	3.914
Otras operaciones	68.179	52.276	52.181	24.289	35.801	52.181	7.116	48.945
MARGEN DE INTERESES								
Total	41.564	66.519	80.476	37.713	56.156	80.476	13.809	63.585
Activos monetarios y deuda pública	804	457	647	263	454	647	181	352
Otros valores de renta fija	732	209	862	366	606	862	257	490
Cartera interior	81	76	479	212	327	479	156	278
Cartera exterior	651	133	383	154	279	383	101	212
Renta variable	973	4.014	1.318	758	1.082	1.318	197	643
Cartera interior	539	630	627	303	550	627	98	288
Cartera exterior	434	3.384	691	455	532	691	99	355
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.446	-21	2.048	948	1.500	2.048	585	1.390
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.177	9.394	23.645	11.076	17.137	23.645	5.812	11.951
Otras operaciones	42.324	52.466	51.956	24.302	35.377	51.956	6.777	48.759
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	32.734	57.557	41.038	25.730	30.874	41.038	10.606	18.325
Activos monetarios y deuda pública	2.235	-2.489	1.765	933	1.275	1.765	896	645
Otros valores de renta fija	18.492	47.587	37.182	23.709	28.263	37.182	8.877	15.643
Cartera interior	4.839	7.386	7.998	4.402	6.163	7.998	4.285	6.506
Cartera exterior	13.653	40.201	29.184	19.307	22.100	29.184	4.592	9.137
Renta variable	5.872	7.679	4.152	2.755	3.306	4.152	1.404	2.931
Cartera interior	4.742	6.570	2.078	1.599	1.771	2.078	1.117	2.673
Cartera exterior	1.130	1.109	2.074	1.156	1.535	2.074	287	258
Derivados	-21.138	2.064	-2.192	-1.490	-2.252	-2.192	-862	-1.078
Otras operaciones	27.273	2.716	131	-177	282	131	291	184
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	33.951	-1.534	6.819	2.878	4.870	6.819	2.412	4.457
Diferencias de cambio netas	971	-273	-1.007	-294	231	-1.007	508	541
Otros productos y cargas de explotación	34.398	1.645	7.732	3.008	4.497	7.732	1.856	3.914
Otras operaciones	-1.418	-2.906	94	164	142	94	48	2

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	454	960	2.086	1.132	2.086	545	2.421	2.604
II. Comisiones netas	173.785	170.724	176.882	127.479	176.882	40.435	86.657	106.816
Comisiones percibidas	202.333	198.293	216.159	152.306	216.159	50.148	106.849	130.646
Tramitación y ejecución de órdenes	14.140	18.030	16.754	13.430	16.754	2.611	4.802	5.532
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.481	1.187	829	450	829	45	48	48
Depósito y anotación de valores	425	286	281	207	281	64	132	150
Gestión de carteras	22.874	23.388	26.700	19.096	26.700	7.397	15.377	18.081
Diseño y asesoramiento	40.421	38.167	38.232	21.990	38.232	7.051	14.903	17.815
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	91.375	94.339	101.698	74.285	101.698	26.620	54.380	64.041
Otras	31.617	22.896	31.665	22.847	31.665	6.360	17.208	24.980
Comisiones satisfechas	28.548	27.569	39.277	24.827	39.277	9.713	20.192	23.830
III. Resultado de inversiones financieras	666	-1.479	1.771	755	1.771	534	809	1.102
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-776	588	-859	-834	-859	63	646	753
V. Margen bruto	174.129	170.793	179.880	128.532	179.880	41.577	90.533	111.275
VI. Resultado de explotación	26.155	10.018	16.991	12.079	16.991	2.583	9.490	17.307
VII. Resultado de actividades continuadas	22.802	10.364	16.373	12.800	16.373	2.868	10.026	18.036
VIII. Resultado neto del ejercicio	22.802	10.364	16.373	12.800	16.373	2.868	10.026	18.036

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2024.

Margen de solvencia de las sociedades y agencias de valores^{1, 2}

CUADRO 2.10

	2019	2020	2021	2022	2023
TOTAL³					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.165.522	1.026.770	612.842	449.135	1.189.629
% exceso ⁴	486,61	277,64	541,03	363,05	954,27
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	23	26	25	34	38
> 100-≤ 300 %	30	29	35	29	29
> 300-≤ 500 %	10	12	12	10	14
> 500 %	13	10	19	15	18
SOCIEDADES DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.118.273	960.720	506.721	372.541	1.095.598
% exceso ⁴	520,42	285,14	654,90	431,57	1.303,36
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	7	9	4	9	13
> 100-≤ 300 %	14	11	12	12	12
> 300-≤ 500 %	4	8	5	3	5
> 500 %	11	8	12	8	9
AGENCIAS DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.249	66.051	106.121	76.595	94.030
% exceso ⁴	191,77	200,79	295,60	204,86	231,58
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	16	17	21	25	25
> 100-≤ 300 %	16	18	23	17	17
> 300-≤ 500 %	6	4	7	7	9
> 500 %	2	2	7	7	9

1 Desde el 1 de enero de 2014 hasta el cierre de 2020 la normativa de aplicación es el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

2 A partir de II-2021 los datos tienen periodicidad anual debido a los cambios normativos introducidos por el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

3 Solo se incluye información de sociedades y agencias de valores.

4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Media ³ (%)	13,68	19,39	9,88	23,20	21,45	9,88	9,27	14,91
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	30	37	36	39	37	36	34	35
0-≤ 15 %	20	17	19	14	19	19	18	16
> 15-≤ 45 %	14	13	18	22	21	18	23	23
> 45-≤ 75 %	9	7	7	7	6	7	10	7
> 75 %	17	19	17	14	15	17	14	18
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	11,48	20,42	9,32	25,11	22,83	9,32	9,36	14,78
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	11	10	13	12	10	10	11
0-≤ 15 %	8	10	12	9	11	12	10	10
> 15-≤ 45 %	6	5	7	7	8	7	12	9
> 45-≤ 75 %	4	2	3	3	1	3	2	4
> 75 %	1	5	5	3	4	5	3	4
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	23,97	14,91	14,87	15,17	16,05	14,87	8,42	16,13
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	17	26	26	26	25	26	24	24
0-≤ 15 %	12	7	7	5	8	7	8	6
> 15-≤ 45 %	8	8	11	15	13	11	11	14
> 45-≤ 75 %	5	5	4	4	5	4	8	3
> 75 %	16	14	12	11	11	12	11	14

1 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

Fondos propios = Capital + Prima de emisión + Reservas – Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores – Dividendos y retribuciones.

2 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2019	2020	2021	2022	2023
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	21.627.677	17.423.050	19.530.452	18.682.820	15.865.219
Clientes minoristas	8.313.608	6.907.284	9.125.730	10.136.837	8.290.899
Resto de clientes y entidades ³	13.314.069	10.515.766	10.404.722	8.545.983	7.574.320
INGRESOS POR COMISIONES⁴					
Total	56.963	45.782	56.823	57.090	52.153
Comisiones percibidas	56.029	45.153	56.430	56.446	51.751
Otros ingresos	934	629	393	644	402
PATRIMONIO NETO					
Total	32.089	30.177	33.334	34.378	34.247
Capital social	5.770	5.454	6.151	6.971	7.596
Reservas y remanentes	17.260	18.979	21.128	23.778	20.639
Resultado del ejercicio ⁴	8.172	4.837	6.517	2.561	4.727
Resto de fondos propios	888	907	-461	1.068	1.285

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las empresas de asesoramiento financiero (EAF) a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

2 Datos al final del periodo.

3 Incluye clientes profesionales y otros clientes. A partir de 2019, con la entrada en vigor de la Circular 4/2018, de 27 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2010, no se dispone de información desagregada de clientes no minoristas.

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	3.815	2.675	2.077	2.097	2.077	2.077	2.081	2.081
Fondos de inversión	1.452	1.484	1.496	1.506	1.496	1.499	1.501	1.502
Sociedades de inversión	2.280	1.091	450	467	450	443	439	438
IIC de IIC de inversión libre	10	8	7	7	7	7	8	8
IIC de inversión libre	73	92	124	117	124	128	133	133
Total IIC inmobiliarias	4	4	3	3	3	2	2	2
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	1	1	1
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	2	1	1	1	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.074	1.095	1.115	1.115	1.115	1.119	1.126	1.128
Fondos extranjeros comercializados en España	416	426	442	439	442	447	451	452
Sociedades extranjeras comercializadas en España	658	669	673	676	673	672	675	676
SGIIC	123	123	117	120	117	117	119	120
Depositarias IIC	33	34	32	34	32	31	30	30

1 Datos disponibles: agosto de 2024.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero ²	16.160.034	16.247.654	16.111.716	16.325.343	16.116.236	16.201.290	16.248.734	16.386.353
Fondos de inversión	15.810.134	16.115.864	16.016.612	16.223.055	16.016.612	16.103.633	16.152.457	16.290.370
Sociedades de inversión	349.900	131.790	95.104	102.288	99.624	97.657	96.277	95.983
Total IIC inmobiliarias ^{2, 3}	691	593	583	588	583	581	581	581
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	6.073.537	6.412.067	6.951.170	6.953.809	6.951.170	7.133.668	7.397.244	–
Fondos extranjeros comercializados en España	776.206	830.870	880.152	854.362	880.152	947.938	994.603	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	5.297.331	5.581.197	6.071.018	6.099.447	6.071.018	6.185.730	6.402.641	–

1 Datos disponibles: julio de 2024.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de instituciones de inversión colectiva (IIC), por este motivo pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7, donde los partícipes/accionistas están a nivel de compartimento.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

4 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	353.203,3	327.330,7	367.570,9	353.128,4	367.570,9	385.976,9	395.037,3	400.700,8
Fondos de inversión ²	324.701,0	311.466,4	353.259,8	339.378,4	353.259,8	370.890,1	379.750,4	385.390,9
Sociedades de inversión	28.502,3	15.864,3	14.311,1	13.750,0	14.311,1	15.086,8	15.286,9	15.309,9
Total IIC inmobiliarias ³	1.224,3	1.279,0	1.319,2	1.337,6	1.319,2	1.300,3	1.298,4	1.298,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	276.231,9	201.058,7	251.304,7	215.609,4	251.304,7	260.337,6	275.267,3	-
Fondos extranjeros comercializados en España	36.662,6	27.630,3	35.677,7	28.958,1	35.677,7	38.947,5	42.821,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	239.569,4	173.428,3	215.627,0	186.651,3	215.627,0	221.390,1	232.445,6	-

1 Datos disponibles: julio de 2024.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2024, del orden de 10.033,7 millones de euros.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

4 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	324.701,0	311.466,4	353.259,8	337.642,3	339.378,4	353.259,8	370.890,1	379.750,4
Cartera de inversiones financieras	299.434,9	291.188,2	335.351,6	318.273,5	322.305,1	335.351,6	351.703,2	359.347,7
Cartera interior	54.716,7	58.740,0	79.509,6	73.446,8	77.263,0	79.509,6	82.207,6	80.589,7
Valores representativos de deuda	35.648,2	42.044,2	60.888,4	55.901,0	59.391,8	60.888,4	62.845,2	60.771,8
Instrumentos de patrimonio	6.828,5	6.113,0	6.586,3	6.562,7	6.403,0	6.586,3	6.546,9	6.263,7
Instituciones de inversión colectiva	11.396,8	9.927,7	10.152,3	9.753,6	9.998,5	10.152,3	10.993,1	11.045,9
Depósitos en EE. CC.	627,2	431,8	1.686,1	986,4	1.263,6	1.686,1	1.595,7	2.283,5
Derivados	168,9	159,5	134,3	180,4	143,4	134,3	164,0	151,8
Otros	47,1	63,8	62,3	62,7	62,7	62,3	62,7	73,0
Cartera exterior	244.714,6	232.444,2	255.835,0	244.818,5	245.033,8	255.835,0	269.484,5	278.749,9
Valores representativos de deuda	95.131,8	110.173,6	133.146,1	119.650,7	123.512,7	133.146,1	142.746,4	151.331,6
Instrumentos de patrimonio	46.254,6	41.321,4	46.093,4	45.265,4	44.561,0	46.093,4	49.781,0	51.121,5
Instituciones de inversión colectiva	103.089,6	80.592,6	76.255,3	79.629,7	76.563,5	76.255,3	76.546,0	75.855,9
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	196,7	40,1	120,5	196,7	323,6	366,0
Derivados	238,0	356,1	143,3	232,2	275,7	143,3	87,3	74,6
Otros	0,6	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,5	4,0	6,9	8,2	8,3	6,9	11,0	8,1
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	23.950,8	18.515,0	16.466,7	17.023,6	14.997,8	16.466,7	17.461,3	18.448,9
Neto deudores/acreedores	1.315,3	1.763,2	1.441,6	2.345,1	2.075,5	1.441,6	1.725,6	1.953,7

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	28.502,3	15.864,3	14.311,1	13.899,2	13.750,0	14.311,1	15.086,8	15.286,9
Cartera de inversiones financieras	25.729,9	12.349,9	13.502,9	13.009,0	12.928,0	13.502,9	14.268,2	14.362,3
Cartera interior	3.525,2	2.583,6	2.231,1	2.233,2	2.304,2	2.231,1	2.206,6	2.136,3
Valores representativos de deuda	734,3	773,6	858,3	845,1	903,7	858,3	779,2	720,1
Instrumentos de patrimonio	1.633,7	819,9	870,4	847,7	854,6	870,4	932,6	941,5
Instituciones de inversión colectiva	1.067,4	950,2	457,0	495,6	495,9	457,0	460,6	440,6
Depósitos en EE. CC.	19,1	1,4	13,9	9,7	13,9	13,9	5,8	5,6
Derivados	-0,4	-0,8	0,0	-0,3	-0,2	0,0	-1,0	-0,8
Otros	71,1	39,3	31,6	35,4	36,4	31,6	29,3	29,3
Cartera exterior	22.202,8	9.763,6	11.271,0	10.772,6	10.622,0	11.271,0	12.060,6	12.225,0
Valores representativos de deuda	2.683,8	1.807,1	2.370,0	2.316,7	2.362,3	2.370,0	2.365,2	2.369,4
Instrumentos de patrimonio	7.157,9	3.605,4	4.396,9	4.059,2	4.049,2	4.396,9	4.977,9	5.024,5
Instituciones de inversión colectiva	12.335,3	4.325,7	4.478,0	4.377,9	4.174,6	4.478,0	4.686,2	4.796,9
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	10,2	10,1	10,1	10,2	15,3	15,1
Derivados	8,3	7,9	-0,9	-10,4	7,0	-0,9	-2,6	1,0
Otros	17,5	17,4	16,8	19,2	18,9	16,8	18,6	18,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,8	2,6	0,8	3,2	1,8	0,8	1,0	0,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.476,4	2.962,6	868,6	748,0	702,7	868,6	733,4	817,0
Neto deudores/acreedores	295,5	551,3	-60,9	141,7	118,8	-60,9	84,7	107,1

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.611	1.684	1.715	1.717	1.715	1.717	1.723	1.721
Renta fija ⁴	266	293	321	318	321	332	340	342
Renta fija mixta ⁵	181	171	167	170	167	166	166	166
Renta variable mixta ⁶	192	206	197	198	197	190	192	191
Renta variable euro	94	86	82	83	82	80	77	76
Renta variable internacional	307	339	346	347	346	349	352	355
Garantizado renta fija	43	49	58	57	58	57	56	56
Garantizado renta variable ⁷	114	102	98	100	98	90	89	81
Fondos globales	263	291	291	292	291	295	294	295
De gestión pasiva ⁸	88	93	107	103	107	110	110	112
Retorno absoluto	61	54	48	49	48	48	47	47
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	15.816.557	16.119.440	16.020.641	16.227.125	16.020.641	16.109.375	16.156.490	16.295.726
Renta fija ⁴	5.476.096	5.539.272	5.833.434	5.782.108	5.833.434	6.022.372	6.134.804	6.144.166
Renta fija mixta ⁵	1.459.004	1.216.179	1.048.597	1.110.288	1.048.597	1.002.792	1.010.621	1.034.378
Renta variable mixta ⁶	721.346	696.718	634.547	666.116	634.547	591.380	582.917	581.745
Renta variable euro	778.138	836.711	706.942	723.767	706.942	698.000	700.948	701.449
Renta variable internacional	3.882.184	4.156.864	4.082.653	4.165.723	4.082.653	4.058.244	4.050.359	4.163.279
Garantizado renta fija	77.430	141.717	178.170	179.372	178.170	172.700	165.862	162.718
Garantizado renta variable ⁷	265.043	209.188	180.665	195.378	180.665	161.442	154.724	149.947
Fondos globales	1.989.428	2.067.594	2.002.961	2.080.450	2.002.961	2.007.552	1.977.336	1.973.855
De gestión pasiva ⁸	505.514	596.475	720.965	669.633	720.965	772.557	756.994	761.514
Retorno absoluto	659.411	658.722	631.707	654.290	631.707	622.336	621.925	622.675
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	339.378,4	353.259,8	370.890,1	379.750,4	385.390,9
Renta fija ⁴	88.422,8	98.561,1	131.868,4	119.786,3	131.868,4	143.943,9	152.676,0	156.434,7
Renta fija mixta ⁵	50.869,7	37.846,0	34.252,8	35.081,6	34.252,8	33.114,7	34.468,2	35.391,6
Renta variable mixta ⁶	28.141,1	24.247,9	23.914,2	23.882,3	23.914,2	22.695,0	22.700,6	22.962,4
Renta variable euro	8.279,6	7.226,3	6.704,0	6.618,4	6.704,0	6.731,7	6.450,6	6.341,6
Renta variable internacional	51.222,2	45.588,9	51.099,7	49.796,5	51.099,7	54.972,7	56.941,9	57.534,4
Garantizado renta fija	2.346,7	5.454,9	7.564,6	7.459,3	7.564,6	7.120,7	6.689,8	6.577,2
Garantizado renta variable ⁷	8.094,9	6.306,7	5.602,1	6.001,7	5.602,1	5.122,7	4.837,9	4.723,9
Fondos globales	67.591,0	63.717,0	59.479,4	60.568,2	59.479,4	62.019,9	60.727,8	60.893,0
De gestión pasiva ⁸	12.500,4	15.935,0	26.518,6	23.910,5	26.518,6	28.863,3	27.830,9	27.997,3
Retorno absoluto	7.231,2	6.582,5	6.255,9	6.273,7	6.255,9	6.305,6	6.426,6	6.534,8

1 Compartimentos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos en proceso de disolución o liquidación.

2 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

3 Datos disponibles: julio de 2024.

4 Incluye: fondos del mercado monetario (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo y renta fija internacional.

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

8 Incluye: instituciones de inversión colectiva (IIC) de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

Fondos de inversión de carácter financiero: distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	15.816.557	16.119.440	16.020.641	16.227.125	16.020.641	16.109.375	16.156.490	16.295.726
Personas físicas	15.541.300	15.839.201	15.739.140	15.941.681	15.739.140	15.825.404	15.870.627	16.007.845
Residentes	15.427.337	15.717.938	15.610.315	15.812.782	15.610.315	15.694.668	15.737.468	15.873.121
No residentes	113.963	121.263	128.825	128.899	128.825	130.736	133.159	134.724
Personas jurídicas	275.257	280.239	281.501	285.444	281.501	283.971	285.863	287.881
Entidades de crédito	746	883	931	956,00	931,00	955	937	946
Otros agentes residentes	273.421	278.246	279.329	283.239	279.329	281.771	283.562	285.550
Entidades no residentes	1.090	1.110	1.241	1.249	1.241	1.245	1.364	1.385
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	339.378,4	353.259,8	370.890,1	379.750,4	385.390,9
Personas físicas	264.075,7	257.253,5	295.592,2	283.055,6	295.592,2	310.006,9	317.658,8	322.621,1
Residentes	260.321,1	253.545,2	291.241,1	278.968,4	291.241,1	305.466,7	312.909,2	317.759,9
No residentes	3.754,6	3.708,3	4.351,1	4.087,2	4.351,1	4.540,2	4.749,6	4.861,2
Personas jurídicas	60.625,3	54.212,8	57.667,5	56.322,8	57.667,5	60.883,2	62.091,6	62.769,9
Entidades de crédito	472,5	351,8	430,3	385,8	430,3	444,7	418,7	425,2
Otros agentes residentes	59.288,6	53.052,7	55.858,1	54.576,3	55.858,1	58.919,4	60.078,3	60.729,7
Entidades no residentes	864,2	808,3	1.379,1	1.360,7	1.379,1	1.519,0	1.594,6	1.615,0

¹ Datos disponibles: enero de 2024.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1, 2}

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023		2024		
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	149.397,2	162.843,5	135.431,3	33.728,1	25.553,3	35.503,2	40.315,2	42.106,6
Renta fija	58.255,2	89.725,6	87.913,2	21.046,4	16.964,0	24.623,1	27.087,1	26.835,8
Renta fija mixta	21.116,1	11.075,6	5.650,5	1.203,5	981,4	1.874,0	2.054,6	3.413,2
Renta variable mixta	11.113,2	6.933,1	3.877,8	930,6	654,3	1.133,9	976,5	1.152,2
Renta variable euro	3.005,8	2.989,1	1.533,9	352,4	292,6	386,8	445,5	564,3
Renta variable internacional	19.019,8	18.529,7	11.222,3	3.347,2	2.682,5	2.128,9	3.887,7	3.560,2
Garantizado renta fija	9,0	3.751,3	2.635,2	853,6	188,7	354,4	214,6	153,4
Garantizado renta variable	86,8	680,3	84,8	44,4	31,9	3,7	6,4	39,1
Fondos globales	30.193,0	17.969,3	7.789,4	2.091,1	1.325,2	1.743,2	1.854,0	1.932,2
De gestión pasiva	2.827,9	8.884,4	12.964,8	3.311,3	2.037,5	2.841,4	3.342,5	4.046,2
Retorno absoluto	3.770,3	2.305,0	1.759,3	547,6	395,1	414,0	446,3	409,9
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	121.859,1	145.802,6	117.376,8	29.125,6	22.888,9	34.257,6	32.400,4	36.753,7
Renta fija	49.850,1	74.352,0	58.939,1	15.197,0	11.662,4	15.822,4	15.674,1	18.812,0
Renta fija mixta	13.690,2	17.345,2	11.344,4	2.720,5	2.068,9	3.977,5	2.368,9	2.218,8
Renta variable mixta	14.639,8	7.440,1	6.112,0	1.467,1	1.040,8	2.194,9	1.401,5	1.335,1
Renta variable euro	2.979,1	3.205,0	3.290,6	1.052,1	747,2	740,3	814,9	908,3
Renta variable internacional	13.586,3	16.794,8	13.002,7	2.914,6	2.595,3	3.798,3	4.473,6	3.100,8
Garantizado renta fija	1.720,9	335,2	507,6	124,8	70,9	183,3	646,7	610,8
Garantizado renta variable	2.914,0	2.060,0	826,0	165,5	73,5	471,8	522,0	347,2
Fondos globales	15.234,6	17.670,9	16.688,0	3.890,9	3.571,9	5.388,3	4.134,6	3.739,3
De gestión pasiva	4.372,9	4.236,9	4.306,7	1.082,4	784,1	1.076,6	1.852,1	5.354,1
Retorno absoluto	2.871,1	2.362,2	2.359,8	510,7	273,9	604,2	512,0	327,1

¹ Datos estimados.

² Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1,2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	27.583,3	16.977,9	18.050,8	4.609,5	2.668,1	1.254,0	7.914,8	5.353,5
Renta fija	7.674,2	15.171,0	28.528,7	5.269,7	5.247,2	8.977,5	11.413,0	8.024,6
Renta fija mixta	6.537,6	-8.999,8	-5.545,0	-1.449,5	-974,5	-2.097,5	-1.631,7	1.194,4
Renta variable mixta	-4.179,3	-686,9	-2.287,9	-535,0	-410,2	-1.061,1	-1.994,8	-182,9
Renta variable euro	13,8	-335,9	-1.753,1	-696,2	-454,6	-353,4	-384,9	-320,8
Renta variable internacional	5.260,9	1.782,7	-1.766,8	429,7	91,0	-1.671,0	-538,9	459,4
Garantizado renta fija	-1.787,1	3.355,8	1.905,1	728,8	117,8	-40,0	-451,8	-457,4
Garantizado renta variable	-2.949,3	-1.409,6	-938,7	-134,9	-41,6	-524,4	-528,9	-308,1
Fondos globales	22.755,0	3.824,2	-8.376,0	-1.279,2	-2.281,7	-3.644,2	575,0	-1.807,2
De gestión pasiva	-2.700,6	4.551,5	8.897,7	2.238,9	1.253,5	1.858,3	1.523,5	-1.331,0
Retorno absoluto	-3.041,9	-274,9	-613,1	37,2	121,3	-190,2	-65,7	82,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	17.471,5	-30.163,5	23.796,0	4.177,5	-920,2	12.642,9	9.728,1	3.532,6
Renta fija	-265,8	-5.031,3	4.781,0	153,0	537,1	3.105,3	663,7	708,5
Renta fija mixta	1.160,1	-3.997,8	1.970,7	190,5	-80,5	1.274,2	499,3	164,0
Renta variable mixta	1.890,4	-3.204,9	1.958,0	403,6	-251,4	1.093,8	778,5	189,2
Renta variable euro	1.176,4	-715,3	1.233,3	251,0	-124,5	439,7	412,6	40,3
Renta variable internacional	8.242,5	-7.412,1	7.281,7	1.974,0	-579,7	2.975,9	4.412,5	1.511,4
Garantizado renta fija	-43,3	-247,6	204,7	-16,3	32,2	145,4	7,8	31,6
Garantizado renta variable	7,2	-378,6	234,1	5,3	7,9	124,7	49,5	23,3
Fondos globales	3.894,8	-7.693,1	4.148,1	825,0	-469,1	2.561,0	1.965,4	525,0
De gestión pasiva	1.192,9	-1.109,3	1.693,5	358,2	0,8	749,8	822,8	298,7
Retorno absoluto	216,5	-372,4	290,9	33,1	7,0	173,1	115,9	40,7

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Un cambio de vocación supone un reembolso en la vocación original y una suscripción en la vocación de destino. Por este motivo, y por ajustes debidos a las bajas producidas en el trimestre, el dato de suscripciones/reembolsos neto pudiera no coincidir con el del cuadro 3.8.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,75	-8,81	8,05	1,49	-0,05	3,93	2,94	1,18
Renta fija	0,15	-5,03	4,69	0,26	0,59	2,61	0,61	0,62
Renta fija mixta	3,37	-8,65	6,50	0,78	0,00	4,05	1,76	0,74
Renta variable mixta	8,43	-11,32	9,32	1,97	-0,73	4,96	3,82	1,16
Renta variable euro	16,30	-8,09	18,89	3,79	-1,48	7,08	6,72	1,02
Renta variable internacional	19,78	-14,02	16,29	4,45	-0,81	6,40	8,79	3,10
Garantizado renta fija	-0,85	-7,98	3,51	-0,10	0,58	2,16	0,25	0,60
Garantizado renta variable	0,59	-5,40	4,40	0,21	0,26	2,30	1,08	0,59
Fondos globales	7,92	-10,32	7,92	1,61	-0,45	4,66	3,51	1,18
De gestión pasiva	9,61	-8,63	8,28	1,83	0,15	3,12	3,14	1,28
Retorno absoluto	3,78	-4,81	5,34	0,70	0,27	2,99	2,03	0,82
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,86	0,81	0,80	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Renta fija	0,40	0,37	0,43	0,11	0,11	0,12	0,11	0,12
Renta fija mixta	0,88	0,87	0,91	0,23	0,23	0,23	0,22	0,23
Renta variable mixta	1,28	1,14	1,14	0,28	0,29	0,29	0,30	0,28
Renta variable euro	1,30	1,22	1,26	0,31	0,32	0,33	0,32	0,32
Renta variable internacional	1,31	1,15	1,16	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Garantizado renta fija	0,36	0,35	0,46	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12
Garantizado renta variable	0,44	0,40	0,42	0,10	0,11	0,11	0,10	0,10
Fondos globales	1,15	1,16	1,16	0,28	0,29	0,30	0,30	0,29
De gestión pasiva	0,37	0,34	0,44	0,11	0,11	0,12	0,12	0,13
Retorno absoluto	0,68	0,51	0,61	0,14	0,15	0,18	0,17	0,16
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,04	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

%

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	6,31	-8,95	7,55	-0,26	3,77	2,81	0,97	1,77
Renta fija	-0,31	-5,38	4,16	0,47	2,50	0,48	0,49	1,31
Renta fija mixta	2,49	-8,83	5,75	-0,24	3,85	1,56	0,50	1,47
Renta variable mixta	7,18	-11,37	8,51	-1,04	4,76	3,54	0,85	1,71
Renta variable euro	16,72	-8,39	18,57	-1,72	6,79	6,63	0,69	1,99
Renta variable internacional	21,14	-13,14	16,56	-1,10	6,21	8,86	2,80	3,30
Garantizado renta fija	-1,29	-8,43	3,02	0,45	1,94	0,11	0,40	1,03
Garantizado renta variable	0,06	-5,44	4,03	0,14	2,18	0,97	0,48	0,98
Fondos globales	7,90	-10,53	7,05	-0,77	4,43	3,27	0,87	1,74
De gestión pasiva	9,82	-9,31	8,98	-0,01	3,07	3,15	1,10	1,74
Retorno absoluto	3,02	-4,95	4,77	0,12	2,83	1,87	0,61	1,42

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos disponibles: julio de 2024.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ¹	8.786	8.817	10.341	10.109	10.181	10.341	11.071	11.504
Patrimonio (millones de euros)	3.543,4	3.894,0	5.022,6	4.524,8	4.536,3	5.022,6	5.516,5	5.667,2
Suscripciones (millones de euros)	845,0	1.257,1	1.416,3	351,8	132,3	519,6	411,3	192,1
Reembolsos (millones de euros)	405,3	603,3	640,6	185,3	137,6	176,3	124,0	153,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	439,7	653,9	775,7	166,5	-5,3	343,4	287,3	39,0
Rendimientos netos (millones de euros)	193,1	-300,8	362,0	74,5	19,6	145,5	210	114,2
Rentabilidad (%)	6,47	-7,71	7,98	1,67	-0,10	3,21	4,26	2,13
Rendimientos de gestión ² (%)	7,39	-7,21	9,32	2,03	0,59	3,47	4,34	2,36
Gastos comisión de gestión ² (%)	1,47	0,85	0,82	0,20	0,20	0,21	0,21	0,18
Gastos de financiación ² (%)	0,14	0,28	0,29	0,06	0,10	0,06	0,04	0,05
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	5.385	5.347	5.283	5.247	5.279	5.283	5.282	5.288
Patrimonio (millones de euros)	834,0	741,3	794,8	769,7	818,1	794,8	804,4	843,7
Suscripciones (millones de euros)	237,8	110,1	77,3	17,9	38,4	8,3	23,0	35,9
Reembolsos (millones de euros)	121,8	225,1	25,1	4,1	3,6	14,2	21,2	3,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	116,0	-115,0	52,2	13,8	34,7	-5,9	1,8	32,4
Rendimientos netos (millones de euros)	65,2	22,2	1,3	1,6	13,7	-17,5	7,9	6,9
Rentabilidad ³ (%)	9,35	3,04	0,37	0,26	1,70	-2,04	0,96	0,73
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	11,46	4,67	1,63	0,59	2,18	-1,84	1,38	1,27
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,41	1,32	1,33	0,34	0,34	0,32	0,33	0,38
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,07	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Datos por compartimento.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Datos revisados y modificados en abril de 2024.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.452	1.484	1.496	1.506	1.496	1.499	1.501	1.502
Sociedades de inversión	2.275	1.086	447	464	447	440	436	435
IIC de IIC de inversión libre	10	8	7	7	7	7	8	8
IIC de inversión libre	72	91	123	116	123	127	132	132
IIC inmobiliarias ³	4	4	3	3	3	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	339.378,4	353.259,8	370.890,1	379.750,4	385.390,9
Sociedades de inversión	28.049,3	15.468,1	13.878,1	13.340,7	13.878,1	14.616,8	14.799,9	14.819,1
IIC de IIC de inversión libre	831,0	741,3	821,7	818,1	821,7	804,4	843,7	-
IIC de inversión libre	3.543,4	3.431,8	4.387,0	4.327,1	4.387,0	5.285,8	5.427,2	-
IIC inmobiliarias ³	1.224,3	1.279,1	1.319,2	1.337,6	1.319,2	1.300,3	1.298,4	1.298,3

1 Datos disponibles: julio de 2024.

2 Información de registro de instituciones de inversión colectiva (IIC).

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2021	2022	2023	2023			2024	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	276.231,9	201.058,7	251.304,7	221.827,9	215.609,4	251.304,7	260.337,6	275.267,3
Fondos	36.662,6	27.630,3	35.677,7	32.430,7	28.958,1	35.677,7	38.947,5	42.821,7
Sociedades	239.569,4	173.428,3	215.627,0	189.397,2	186.651,3	215.627,0	221.390,1	232.445,6
N.º DE INVERSORES								
Total	6.073.537	6.412.067	6.951.170	6.352.744	6.953.809	6.951.170	7.133.668	7.397.244
Fondos	776.206	830.870	880.152	875.602	854.362	880.152	947.938	994.603
Sociedades	5.297.331	5.581.197	6.071.018	5.477.142	6.099.447	6.071.018	6.185.730	6.402.641
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.074	1.095	1.115	1.104	1.115	1.115	1.119	1.126
Fondos	416	426	442	432	442	442	447	451
Sociedades	658	669	673	672	673	673	672	675
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	501	498	504	505	507	504	507	510
Francia	222	222	230	223	226	230	231	233
Irlanda	231	248	247	246	248	247	245	246
Alemania	50	53	60	55	58	60	61	61
Reino Unido	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	33	34	33	34	34	33	33	34
Bélgica	5	3	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	1	1	0	1	1	0	0	0
Finlandia	14	14	14	14	14	14	15	15
Liechtenstein	5	4	4	4	4	4	4	4
Portugal	0	6	7	6	7	7	7	7
Suecia	9	9	10	10	10	10	10	10

1 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

2 Volumen de inversión: importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

3 UCITS (sociedades y fondos) registrados en la CNMV.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2021	2022	2023	2023		2024		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	4	3	2	3	2	2	2	2
Partícipes	691	593	583	588	583	581	581	581
Patrimonio (millones de euros)	1.224,2	1.279,1	1.319,2	1.337,6	1.319,2	1.300,3	1.298,4	1.298,3
Rentabilidad (%)	-0,04	2,94	2,85	0,37	1,29	-1,44	-0,15	-0,01

1 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: julio de 2024.

