



# Nota de Estabilidad Financiera

Nº 1 Enero 2017



# **Nota de Estabilidad Financiera**

**Nº 1 Enero 2017**

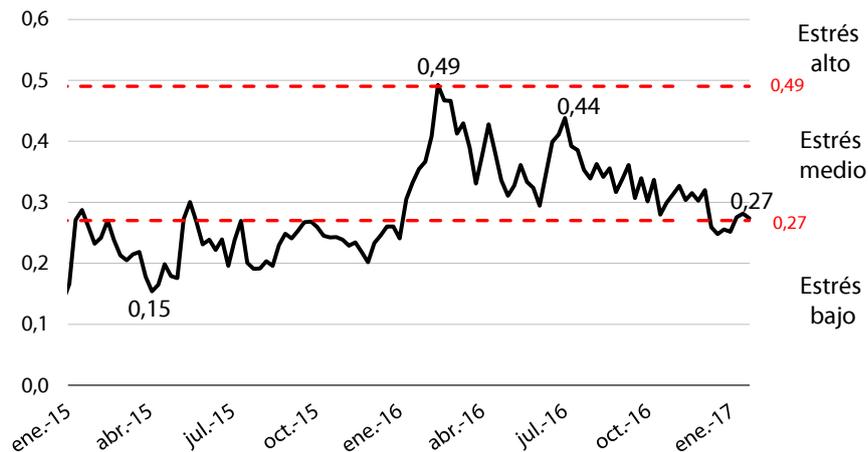
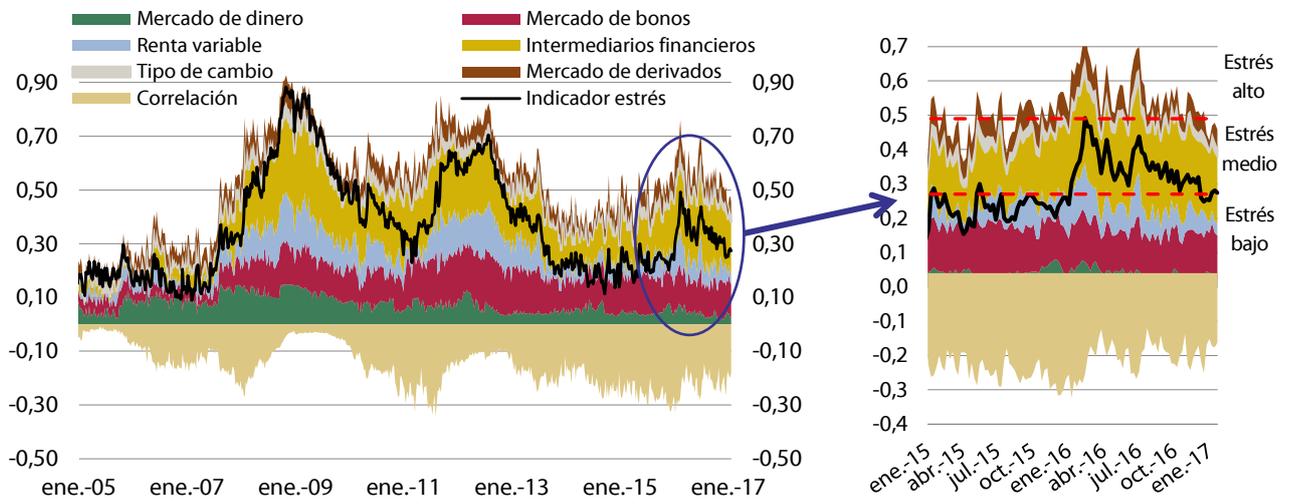


## Resumen

- ✓ El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha situado a mediados de enero en 0,27, un nivel de estrés medio-bajo (gráfico 1). El estrés más alto corresponde al segmento de intermediarios financieros, a pesar de haberse reducido en los últimos meses, mientras que el del mercado de bonos se ha incrementado durante las primeras semanas de enero debido, fundamentalmente, a la elevada volatilidad en el mercado de deuda a largo plazo.

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

Véase documento de trabajo de la CNMV nº 60 "A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)".

- ✓ El riesgo de mercado continúa siendo el más relevante, especialmente en los activos de renta fija, cuyos precios siguen siendo muy elevados. No obstante, este riesgo se está atenuando debido al nuevo escenario macrofinanciero que ha introducido la nueva Administración estadounidense y al previsible giro más agresivo en la política monetaria de aquel país, que ya está teniendo un impacto a la baja sobre el precio de los activos de deuda a largo plazo (al alza en rentabilidades). Por otra parte, los efectos del *brexit* en los mercados de renta variable parecen haber perdido intensidad, a la espera de nuevas negociaciones.
- ✓ La economía española mantiene un buen ritmo de crecimiento y de creación de empleo, con unas expectativas favorables a corto plazo. La consolidación fiscal continúa siendo uno de los mayores retos a nivel macroeconómico, aunque el déficit se está reduciendo de forma progresiva. No obstante, la incertidumbre existente a nivel mundial derivada del nuevo gobierno en EE.UU. puede modificar los buenos pronósticos para los próximos años.

### Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo

GRÁFICO 2

		2013			2014					2015					2016													
		o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
MERCADOS	Renta variable	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Renta fija	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Sector bancario	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Otros (petróleo, oro, aversión al riesgo)	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
CATEGORÍAS DE RIESGO	Riesgo macroeconómico	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Riesgo de mercado	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Riesgo de crédito	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d

Fuente: CNMV.

Véase artículo del Boletín Trimestral de la CNMV 1T2015. "Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color".

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- La actividad en España continúa evolucionando de forma positiva. Así, en el tercer trimestre de 2016 el crecimiento del PIB fue del 3,2 interanual (0,7% trimestral), por encima de los registros de la zona euro (1,7% interanual y 0,3% trimestral). El empleo sigue creciendo con intensidad, a tasas algo inferiores al 3%, lo que ha permitido un descenso de la tasa de paro hasta el 18,9% (20% en el 2T2016). La inflación, por su parte, avanzó en diciembre hasta el 1,6% interanual, nueve décimas más que en noviembre, debido principalmente al efecto del componente energético. La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), creció dos décimas en diciembre hasta el 1,0% (0,9% en la zona euro).
- El proceso de consolidación fiscal, que sigue siendo un reto clave, se está viendo favorecido por el dinamismo de la actividad doméstica. En 2016, el déficit acabará probablemente en el 4,6% del PIB (2,6% hasta octubre) y en 2017 se podría reducir hasta valores algo superiores al 3% (3,1% según el Gobierno y 3,3% según la Comisión Europea). La deuda pública se ha estabilizado cerca del 100% del PIB<sup>1</sup>.
- Las últimas previsiones del FMI<sup>2</sup> confirman el buen comportamiento de la economía española, con una expectativa de crecimiento del 3,2% para 2016 y del 2,3% y el 2,1% para 2017 y 2018 respectivamente (una y dos décimas más que en las previsiones del pasado octubre). Estas cifras continuarían siendo superiores a las esperadas en la zona euro (1,7% en 2016 y 1,6% en 2017). No obstante, el FMI advierte de la elevada dispersión de sus proyecciones debido, especialmente, a la incertidumbre que rodea a las políticas del nuevo gobierno estadounidense y sus consecuencias internacionales.

### Contexto de tipos de interés reducidos

- El actual contexto de tipos de interés ha dado lugar a un proceso de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores que podría suponer un riesgo para el sistema financiero, debido a que los agentes tienen más incentivos a invertir en mayor medida en activos de renta variable frente a los de renta fija y, dentro de estos últimos, en los de peor calidad crediticia y menor liquidez. En este contexto, una corrección significativa de los precios, que parece haber comenzado en algunos activos de deuda a largo plazo, podría tener efectos adversos sobre los participantes en los mercados y desencadenar espirales de contagio negativas.
- En relación con los hogares, la información de las Cuentas Financieras del tercer trimestre de 2016 confirma que aquellos invierten cada vez más<sup>3</sup> y en productos de carácter eminentemente conservador. Como en años anteriores, se produjo una

<sup>1</sup> El último dato corresponde a septiembre de 2016 con un 100,3% del PIB (99,8% a finales de 2015).

<sup>2</sup> Publicadas el 16 de enero.

<sup>3</sup> La adquisición neta de activos financieros se situó en el 2,9% del PIB (cifras acumuladas de cuatro trimestres) frente al 2,2% en 2015 y el 0,4% en 2014.

desinversión notable en depósitos a largo plazo e instrumentos de deuda, que ofrecen todavía rentabilidades reducidas, mientras que se invirtió en efectivo y depósitos a la vista, seguros y fondos de inversión (gráfico 27). En el caso de estos últimos, las mayores entradas de recursos se produjeron en los fondos globales y de renta fija, mientras que las mayores salidas se dieron en los fondos mixtos (gráfico 28).

- El negocio bancario europeo sigue afectado negativamente por el nivel reducido de los tipos de interés, a pesar del incipiente cambio de tendencia, y por otros factores de carácter estructural como el elevado volumen de activos de mala calidad en algunos países, los altos costes operativos y la creciente competencia de las actividades relacionadas con el *shadow banking* y de las empresas *fintech*. En el caso español, el dinamismo de la economía juega a favor de la recuperación del sector mientras que la reciente sentencia de la justicia europea referente a las “cláusulas suelo” tendrá un efecto significativo sobre la cuenta de resultados de algunas entidades.

### Fuentes de incertidumbre política

- La nueva Administración estadounidense ha introducido un cambio de escenario macroeconómico y financiero a escala internacional que genera dificultades a la hora de cuantificar el alcance de las medidas ya adoptadas y, por supuesto, de las que puedan adoptarse en el futuro. Existe la expectativa de que aumente el proteccionismo económico, de una política fiscal más expansiva en el corto plazo, de mayor desregulación en algunas industrias estratégicas y de algunos cambios en la política migratoria.
- Desde el punto de vista de la actividad económica, si se aplican restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración son previsibles efectos adversos sobre la economía a medio y largo plazo debido al impacto negativo en la productividad. Desde el punto de vista de los mercados financieros internacionales, las medidas anunciadas han repercutido al alza en las rentabilidades de los activos de renta fija a medio y largo plazo y no se pueden descartar rebrotes puntuales de volatilidad debido a la elevada incertidumbre que existe. En este contexto de tipos de interés crecientes y mayores expectativas de inflación, la Reserva Federal optó por subir el tipo de interés oficial hasta el 0,50% - 0,75% en diciembre, y es posible que la normalización de su política monetaria sea menos gradual de lo que se preveía anteriormente.
- Las negociaciones relacionadas con el *brexit* siguen siendo una de las principales fuentes de incertidumbre sobre el escenario económico y financiero de la zona euro. El Gobierno británico declaró en enero su intención de llegar a un acuerdo de libre comercio entre el Reino Unido y la Unión Europea. Por tanto, la evolución de las negociaciones será clave para determinar si se acaba produciendo un *brexit* duro y evaluar el impacto económico del proceso.

- También serán relevantes otros eventos políticos que tendrán lugar en Europa durante este año, como las elecciones en Holanda, Francia y Alemania<sup>4</sup>. Cualquier resultado que se sume a las tendencias materializadas como consecuencia del *brexit* o del nuevo Gobierno en EE.UU. podría incrementar la volatilidad en los mercados.
- Finalmente, permanecen riesgos relacionados con la evolución de la economía china y con la persistencia de diferentes conflictos geopolíticos que pueden tener un impacto relevante en los mercados financieros.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- El Ibex 35 retrocedió un 2% en 2016, pues las ganancias de la segunda mitad de año (6,5%) no fueron suficientes para compensar las pérdidas de los seis primeros meses. Esta evolución es más desfavorable que la de los principales índices europeos en el conjunto del año, con excepción del índice italiano<sup>5</sup>. El DAX 30 alemán avanzó un 6,9% en 2016 y el FT 100 británico lo hizo un 14,4%<sup>6</sup>.
- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 aumentó hasta 14,2 veces a finales de 2016 (su media histórica es de 13,6), gracias al mayor incremento de las cotizaciones en relación con los beneficios esperados por acción. Asimismo, las posiciones cortas aumentaron hasta aproximarse al 1,2% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), la cifra más alta en los últimos años, destacando por su cuantía algunos valores del sector financiero de tamaño mediano. La percepción de riesgo de mercado es moderada, siendo las principales fuentes de incertidumbre las compañías del sector financiero y aquellas potencialmente afectadas por la resolución del *brexit* y un escenario de tipos al alza.
- El riesgo de mercado más destacable sigue concentrado en los activos de renta fija, cuyos tipos han empezado a subir en los plazos más largos auspiciados por los cambios esperados en la política económica del nuevo Gobierno de EE.UU., así como en la política monetaria de la Reserva Federal. Aunque los programas de compras de deuda del BCE siguen manteniendo las rentabilidades, tanto de la deuda pública como de la corporativa<sup>7</sup>, en niveles muy reducidos, los inversores esperan que el BCE vaya retirando paulatinamente sus medidas no convencionales de política monetaria<sup>8</sup>. El volumen de deuda pública española adquirido por el BCE ascendía a 150.333 millones

<sup>4</sup> Los comicios tendrán lugar, respectivamente, el 15 de marzo, el 23 de abril (y 7 de mayo si se produce una segunda vuelta) y el 24 de septiembre.

<sup>5</sup> El DAX alemán (6,9%), el Cac francés (4,9%) y el europeo Eurostoxx 50 (0,7%) presentaron registros positivos en 2016, frente al Ibex 35 que retrocedió, aunque el registro fue mejor que del italiano Mib30 (-10,2%). Este último mostró la peor evolución entre los principales índices europeos.

<sup>6</sup> Aunque acumula pérdidas del 1,2% en euros debido a la depreciación de la libra, que cae un 10,2% frente al euro desde la fecha del referéndum de salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*).

<sup>7</sup> Hasta el 13 de enero de 2017 el BCE había adquirido deuda corporativa europea por importe de 54.100 millones de euros, de los que algo más del 13% fue adquirido en el mercado primario.

<sup>8</sup> El BCE anunció en diciembre que ampliaba el plazo de su programa de compras de deuda pública y corporativa desde marzo hasta diciembre de 2017, aunque reducía el importe de las compras desde 80.000 hasta 60.000 millones mensuales.

de euros en diciembre<sup>9</sup>. Por otro lado, el mercado primario de deuda corporativa ha comenzado 2017 con una intensa actividad emisora<sup>10</sup>, puesto que los emisores anticipan que tanto los tipos como los *spread* aumentarán a lo largo del año.

### Riesgo de crédito: verde

- La prima de riesgo de los emisores españoles se ha mantenido estable, con ligeros descensos en el caso de las entidades financieras, cuya prima sigue siendo superior a las de las entidades no financieras y acusa los problemas del sector en Europa (137 p.b. vs. 87 p.b., gráfico 12). La prima de riesgo del bono soberano (diferencia de rentabilidades entre el bono a diez años en España y Alemania) también ha tendido a estabilizarse en el último trimestre de 2016, situándose en torno a 110 p.b. a mediados de enero (gráfico 11).
- La evolución del crédito a hogares y a empresas mantiene la tónica de meses anteriores. El crédito a hogares continúa cayendo a tasas del 1,6% anual (nov-16) debido al retroceso de los préstamos hipotecarios, mientras que el crédito al consumo avanza a tasas del 3%. En el caso de las empresas, a pesar de la mejora de la actividad económica, la demanda de crédito por las pymes es moderada (con una caída del 1,1% interanual) y las empresas grandes siguen sustituyendo parte de su financiación bancaria por deuda<sup>11</sup>.

### Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- La actividad de los mercados primarios en 2016 fue, en general, menos intensa que en otros ejercicios. Así, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 138.911 millones de euros, un 1,7% más que en 2015, debido parcialmente al elevado importe de las emisiones efectuadas por la Sareb. Por otra parte, descendieron las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior (12,3%) y las de acciones (46%).
- La contratación media diaria en el mercado continuo aumentó ligeramente en el último trimestre del año pasado hasta los 2.130 millones de euros (gráfico 17), interrumpiendo cinco trimestres de caídas consecutivas. La negociación de acciones españolas en sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos parece haberse estabilizado en torno a un tercio de la negociación total de los valores españoles (un 32,7% en el cuarto trimestre).
- Los indicadores de liquidez (evaluados mediante los *spread bid-ask*) siguen estables en el caso del Ibex 35, pero presentan mayor volatilidad en el del bono soberano español a 10 años, influenciados por el cambio de sesgo en la política monetaria de Estados Unidos.

<sup>9</sup> Representando el 17,8% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

<sup>10</sup> Según Dealogic, el importe emitido en la zona euro hasta el 19 de enero alcanzó 63.700 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 65% respecto al mismo periodo de 2016. De estos, 6.500 millones correspondieron a emisores españoles.

<sup>11</sup> En la zona euro, el crédito sigue registrando tasas de variación positivas: 1,8% empresas y 2,1% hogares (datos de noviembre).

- Los diferenciales de tipos medidos entre los préstamos a empresas de la zona euro y en España han disminuido en los préstamos inferiores a un millón de euros (hasta 19 p.b.), incrementándose ligeramente en los préstamos de cuantía superior (hasta 28 p.b.).

### Riesgo de contagio: amarillo

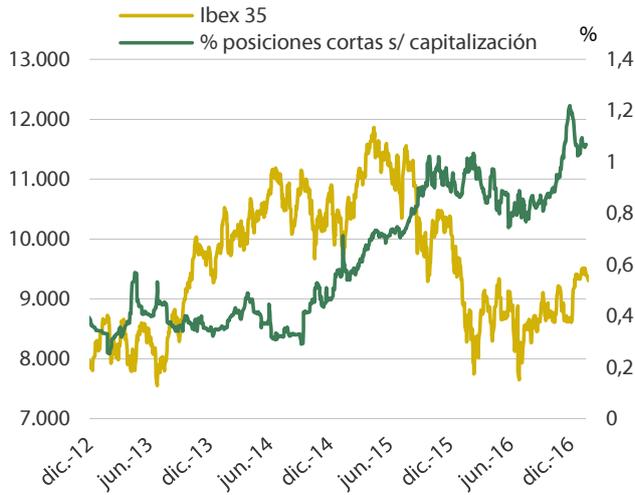
- El grado de correlación entre los activos financieros españoles de diversa naturaleza ha caído en los últimos meses. Como se puede observar en el gráfico 29, la mediana de las correlaciones entre diferentes pares de activos de renta variable y renta fija cayó de manera notable a finales de octubre<sup>12</sup> y, posteriormente, en menor medida, tras las elecciones en EE.UU, de forma que a mediados de enero de este año se situaba en niveles mínimos desde 2010. Asimismo, la horquilla entre la correlación máxima y mínima se amplió de forma considerable en el último trimestre de 2016, principalmente como consecuencia de una caída en la correlación entre el precio de la renta variable de empresas del sector financiero y el bono soberano español a 10 años.
- Por su parte, la correlación entre la rentabilidad de la deuda soberana española y la de otros países europeos se mantiene en niveles muy altos. En particular, el indicador de correlación con los países europeos más fuertes aumentó durante el último trimestre de 2016 hasta el 0,95, un nivel ligeramente superior al de la correlación con los países periféricos excluyendo Grecia, que fue de 0,90 (gráfico 30).

---

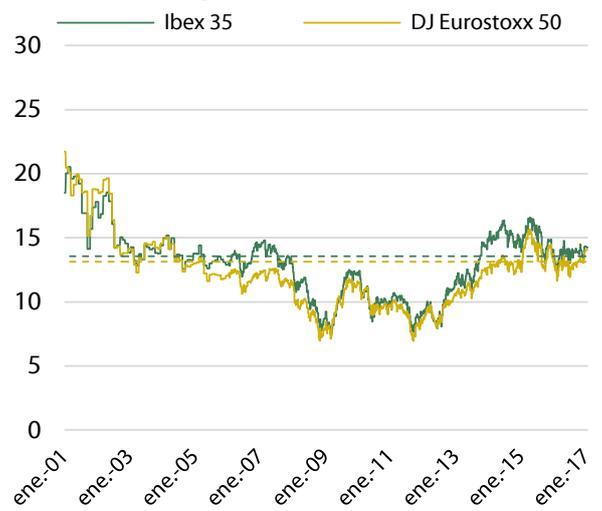
<sup>12</sup> Por el efecto ventana del Brexit.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

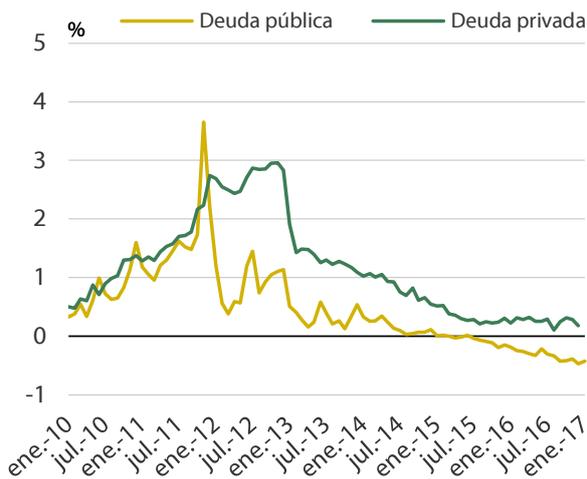
**Gráfico 3: Ventas en corto**



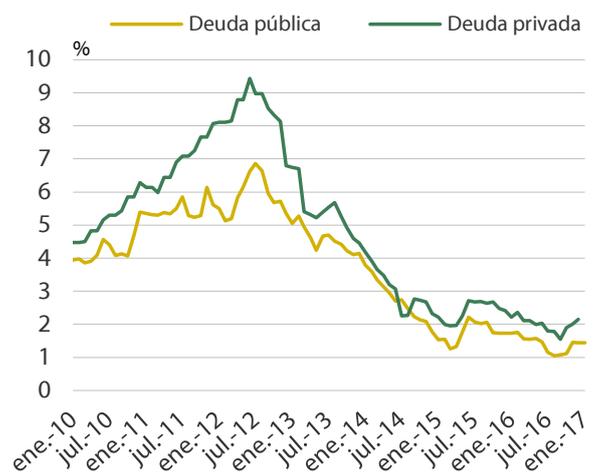
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



**Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3m)**



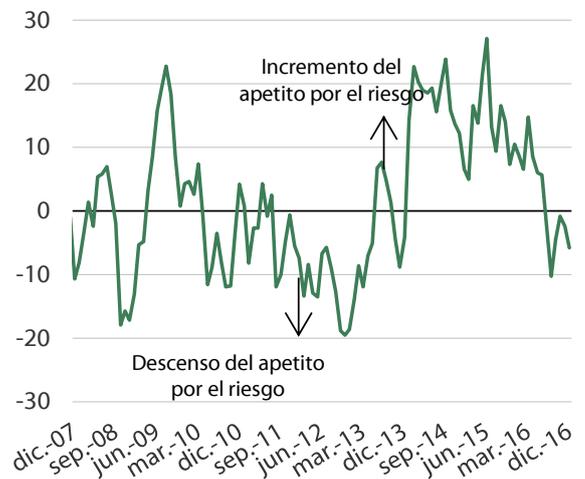
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**

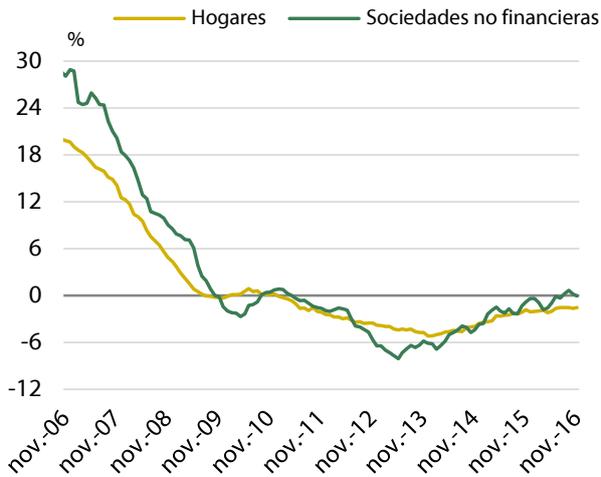


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

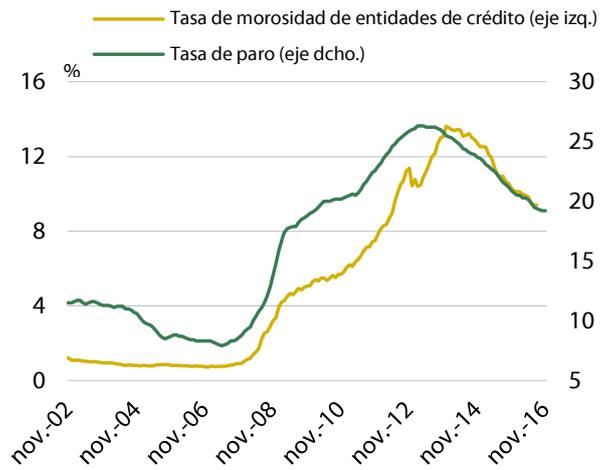


## Riesgo de crédito: nivel verde

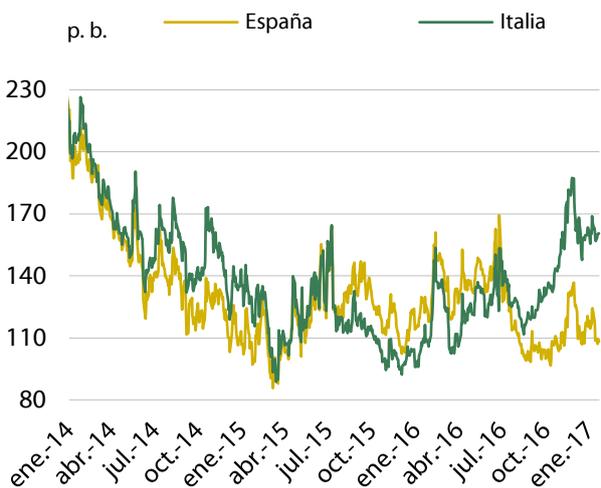
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



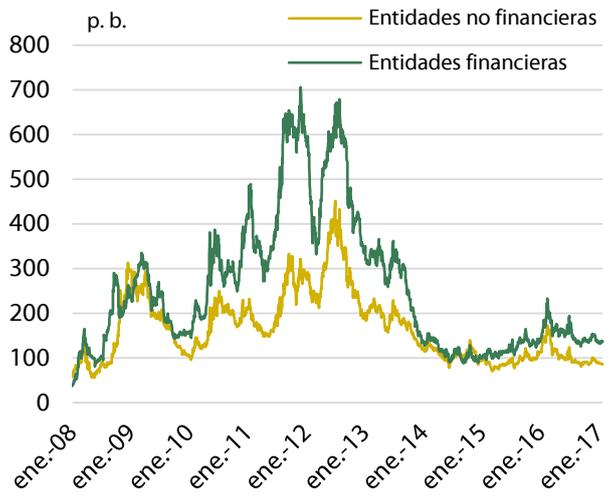
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



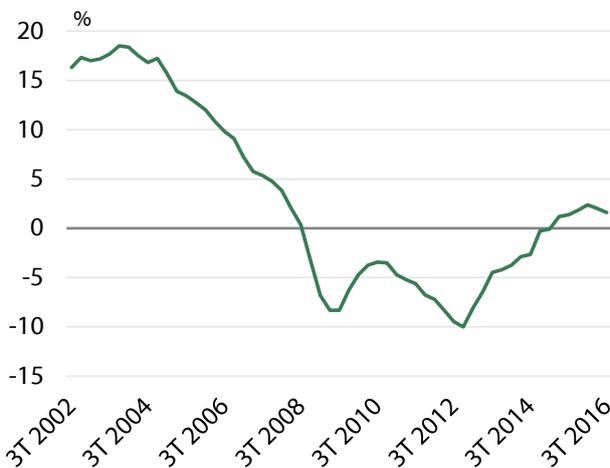
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



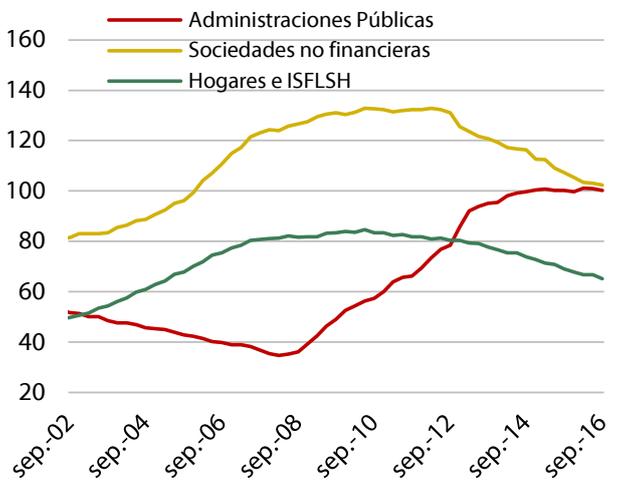
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



**Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)**

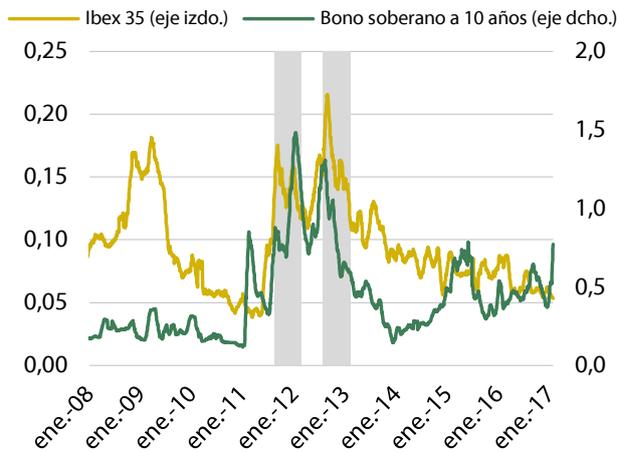


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



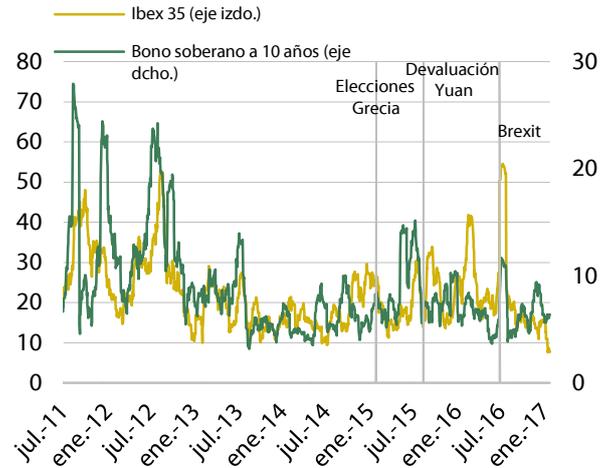
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

**Gráfico 15: Liquidez (bid-ask spread, %)**

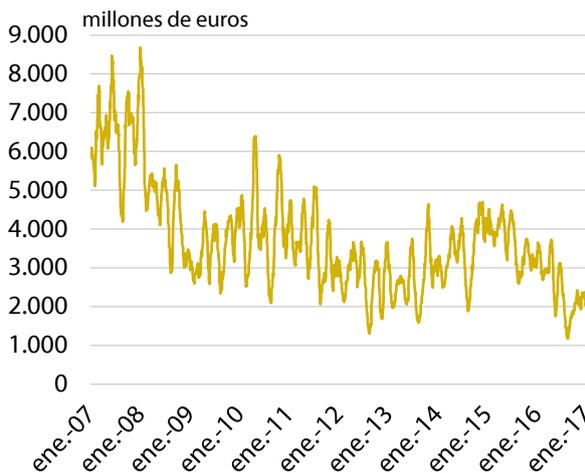


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

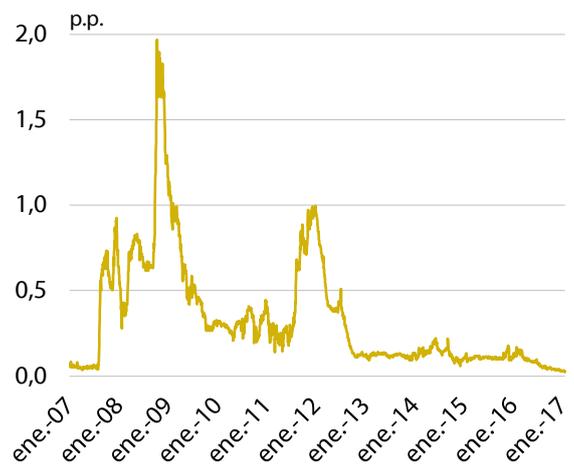
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



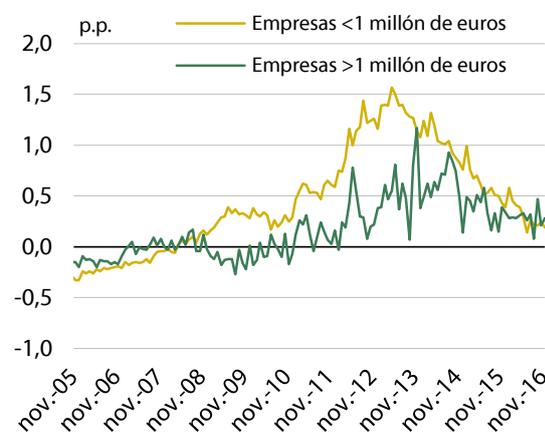
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



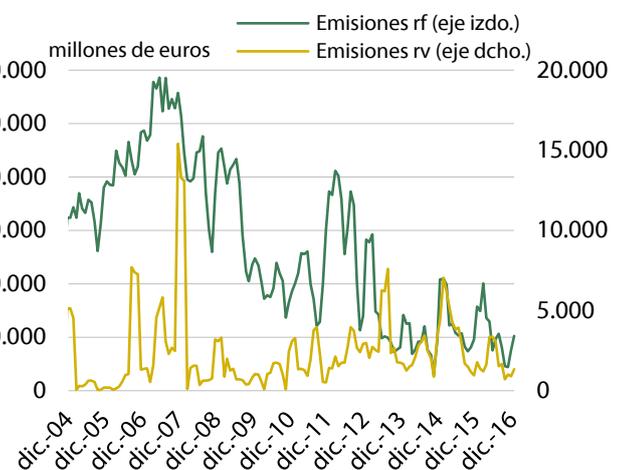
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



**Gráfico 19: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas**

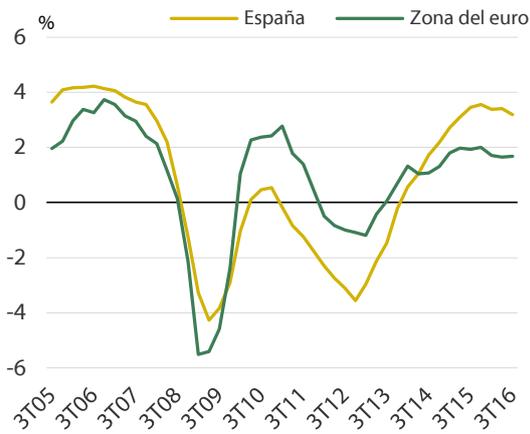


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

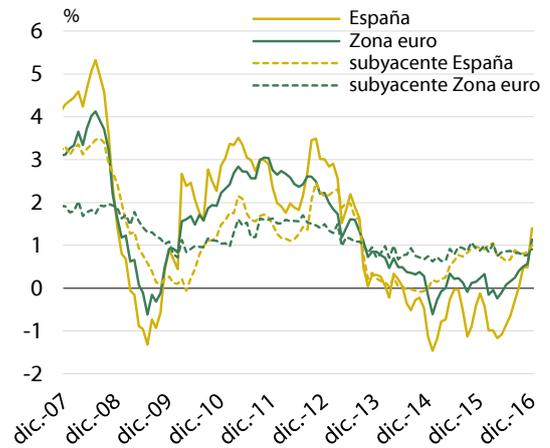


## Riesgo macroeconómico: nivel naranja

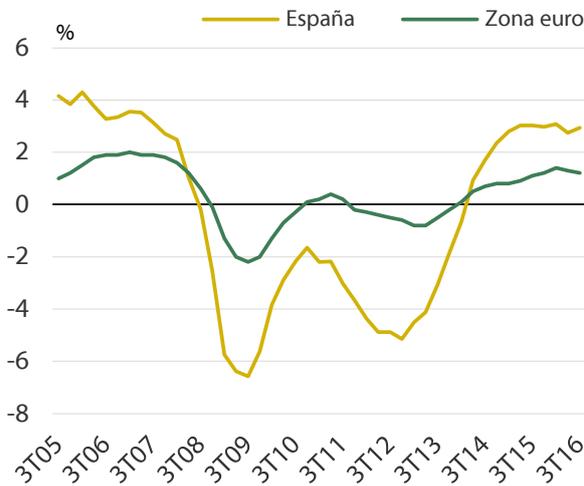
### Gráfico 21: PIB (variación interanual)



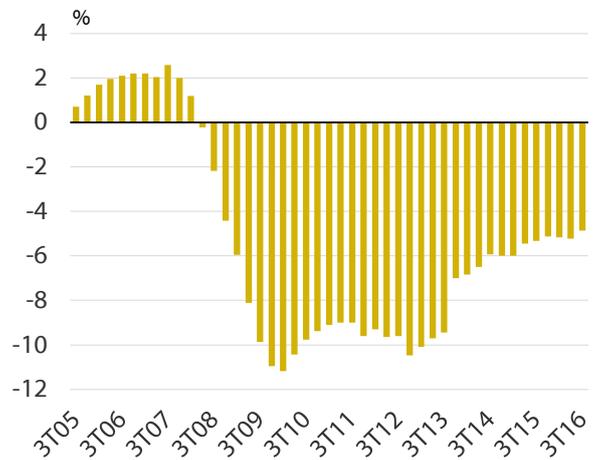
### Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)



### Gráfico 23: Empleo (variación interanual)

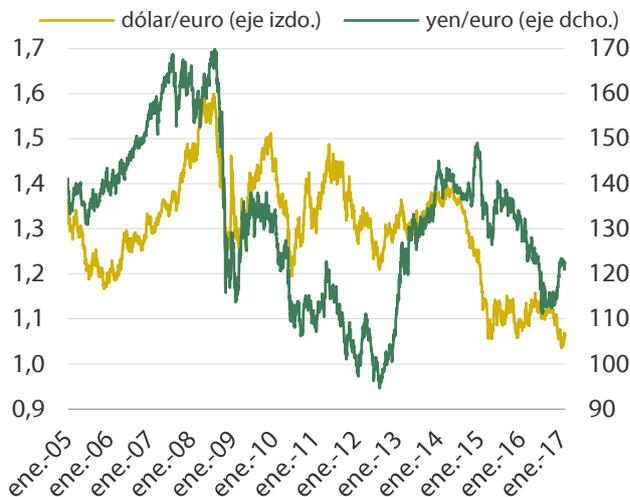


### Gráfico 24: Saldo público (% PIB)

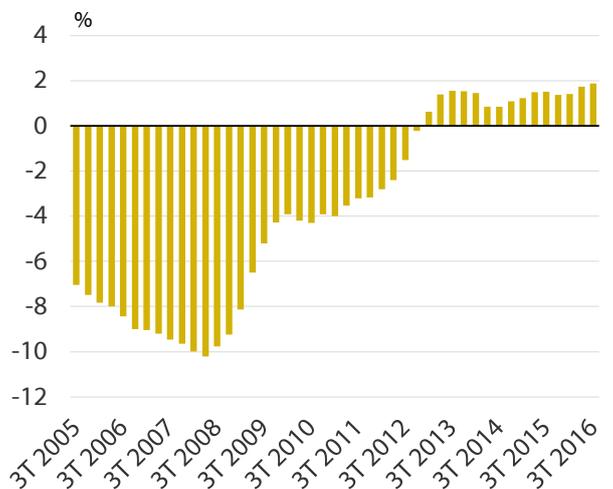


Datos acumulados 4 trimestres.

### Gráfico 25: Tipos de cambio

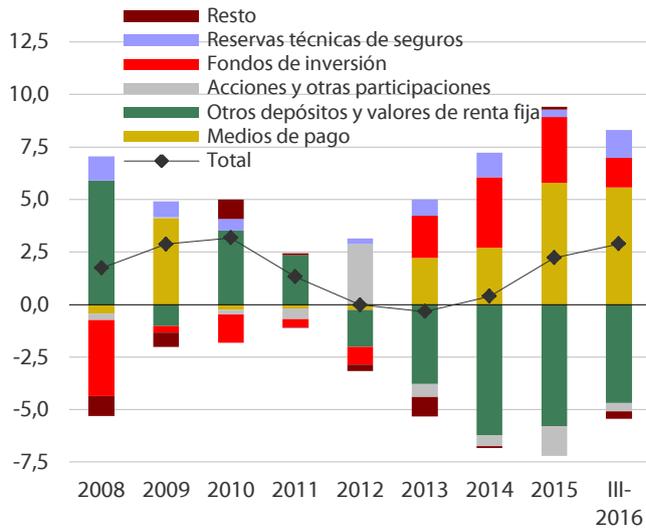


### Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



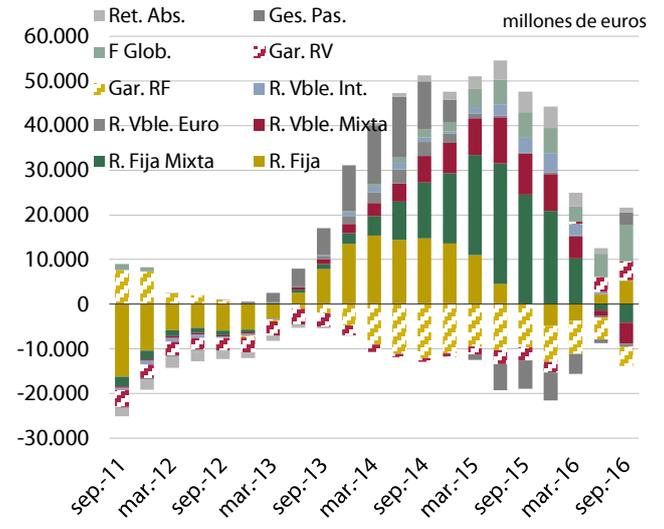
## Inversores

**Gráfico 27: Hogares: adquisición neta de activos financieros (% PIB)**



Datos acumulados 4 trimestres.

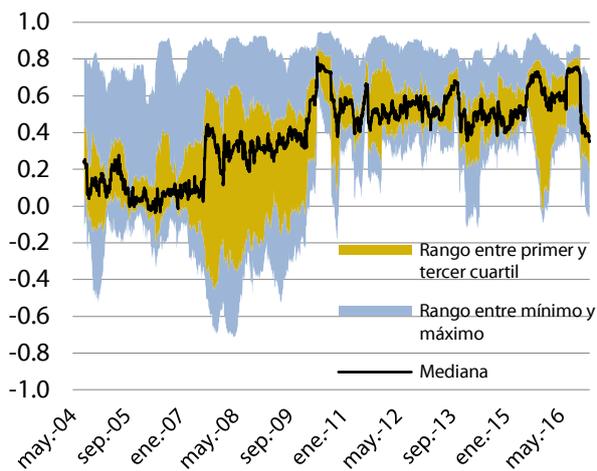
**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



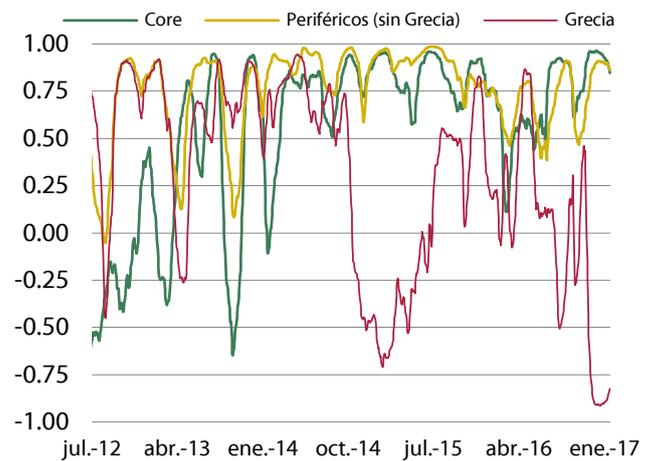
Datos acumulados 4 trimestres (millones de euros).

## Riesgo de contagio

**Gráfico 29: Correlaciones entre clases de activos**



**Gráfico 30: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos**







## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega obteniéndose una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, 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. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona del euro. Para mayor información véase el recuadro 1.1 del Informe Anual de la CNMV de 2014 y el Documento de Trabajo CNMV nº 60 “*A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)*”. <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y, también, sobre algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la **posición** de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, asociando esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 42 indicadores, cinco de los cuales son elaborados por la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etcétera) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etcétera), como se ilustra en el gráfico 2. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas véase el artículo “Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color”, publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2015.

**Riesgo de contagio:** los indicadores que componen este bloque tienen una complejidad algo superior. A continuación se exponen las más relevantes:

- **Correlación entre clases de activos (gráfico 29).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos (gráfico 30).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de tres meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los países periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.