



# Nota de estabilidad financiera

N.º 22 Junio 2022





# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 22 Junio 2022**

La Nota de estabilidad financiera se enmarca en las tareas de seguimiento de las condiciones de estabilidad financiera que la CNMV realiza en las áreas que supervisa. En particular, la Nota evalúa el nivel de estrés de los **mercados de valores nacionales durante el último semestre**, señala modificaciones en el nivel de los distintos riesgos financieros e identifica las principales fuentes de riesgo.

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](http://www.cnmv.es)

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

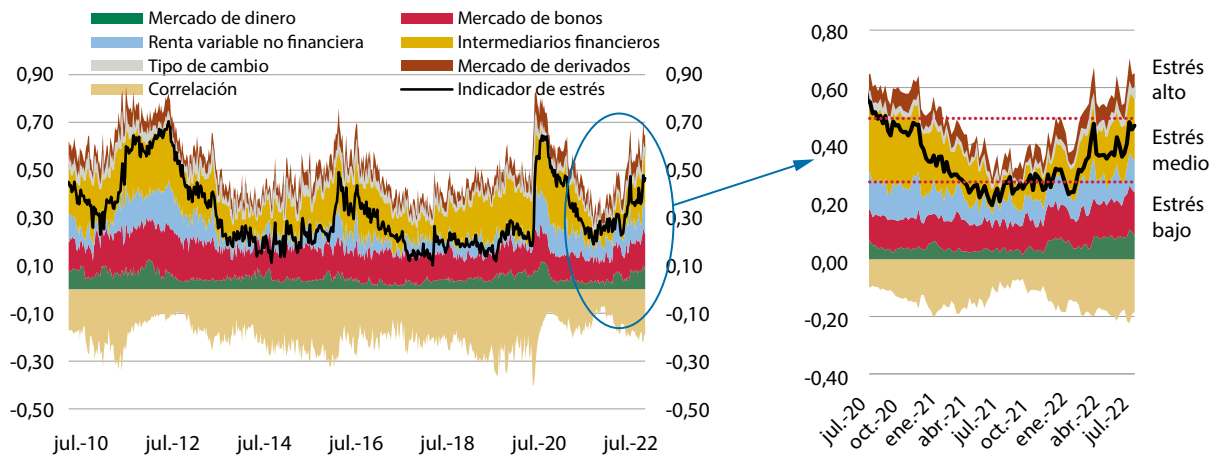
Edición y maquetación: Cálamo y Cran

## Resumen

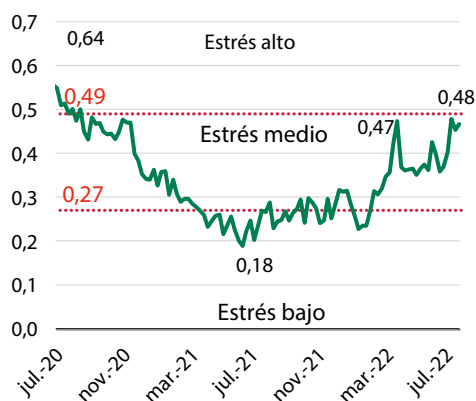
- ✓ Los riesgos relacionados con la intensificación de la inflación, la repercusión de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, el giro de la política monetaria y la desaceleración de la economía en un entorno de alta incertidumbre han determinado que **el indicador de estrés de los mercados financieros españoles** haya mostrado una senda ascendente en el primer semestre del año. El indicador partió de 0,24 y finalizó el semestre en un máximo anual de 0,50<sup>1</sup>, que se corresponde con un nivel de estrés alto, algo por encima del umbral superior del nivel de estrés medio (véase gráfico 1). Se registraron 2 máximos en el semestre, del 0,47 y el 0,50, alcanzados en momentos puntuales de alta incertidumbre: el primero, en los inicios de la guerra, y el segundo, en la parte central del año, cuando se descontó un endurecimiento más adelantado e intenso de lo esperado de la política monetaria. Se observan repuntes generalizados del estrés en todos los segmentos (destacando el de bonos e intermediarios financieros) debido, sobre todo, al aumento de los indicadores de volatilidad. La correlación del sistema está en un nivel medio-alto.

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

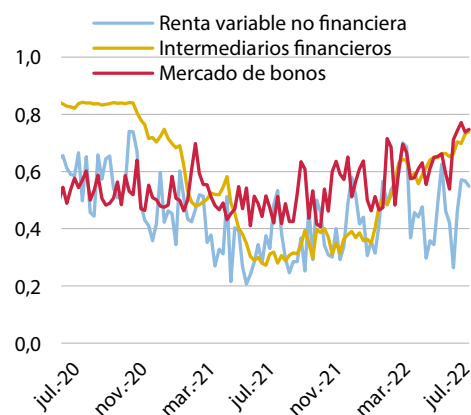
GRÁFICO 1



### Indicador de estrés total



### Indicadores en el segmento de bonos, intermediarios financieros y renta variable



Fuente: CNMV. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor 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, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

<sup>1</sup> La fecha de cierre de esta nota es el 30 de junio, excepto para el indicador de estrés (8 de julio) y algunas informaciones puntuales.

- ✓ **Los riesgos y la incertidumbre han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales y nacionales durante la primera mitad del año.** El ejercicio comenzó con la prolongación de una inflación al alza, más allá de lo previsto en meses anteriores y que, lejos de ceder, se vio de nuevo impulsada por el aumento de los precios de las materias primas y la energía vinculados a la situación geopolítica. Este escenario de elevada inflación ha impulsado un giro significativo del tono de la política monetaria de los principales bancos centrales, en un contexto de considerable complejidad en el que se intensifican las perspectivas de deterioro de la actividad económica por el mantenimiento de rigideces en la oferta, el aumento de los costes y el endurecimiento de los costes de financiación. En este contexto, los mercados financieros han mostrado caídas en los precios de los activos y rebotes en su volatilidad, que han sido más importantes en los mercados de materias primas y de energía.
- ✓ **En los mercados de renta variable, los descensos de las cotizaciones en el primer semestre fueron mayores en los índices estadounidenses** (entre el 15,3 % del Dow Jones y el 29,5 % del Nasdaq). Los índices europeos mostraron caídas notables, pero algo inferiores, que oscilaron entre el 7,1 % del Ibex 35 y el 22,1 % del Mib 30. En este entorno de caídas, el Ibex 35 presentó el menor descenso entre sus semejantes europeos, al beneficiarse del buen comportamiento relativo de las compañías de energía y del sector bancario, ambos sectores con elevada ponderación en el índice, y de la menor presencia de compañías cíclicas y ligadas al sector tecnológico, con evolución más desfavorable. El índice español también se benefició de la mejora de las perspectivas de recuperación de las economías latinoamericanas, de gran importancia para algunas compañías españolas. **En los mercados de deuda europeos se observaron incrementos notables de los rendimientos de los activos** que, en el caso de la deuda soberana a largo plazo, oscilaron entre 1,3 y 2,3 puntos porcentuales (p.p.). En España este aumento fue de 1,9 p.p., hasta un nivel del 2,5 %. Las primas de riesgo de diferentes activos de deuda se han tensionado en momentos puntuales, pero permanecen en niveles contenidos gracias, en parte, al anuncio y a la posterior aprobación por parte del Banco Central Europeo (BCE) de una herramienta (TPI, por sus siglas en inglés) destinada a reducir la fragmentación de los mercados europeos y de esta forma procurar evitar posibles dificultades en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.
- ✓ **El repunte de la inflación y de los tipos de interés (junto con un menor crecimiento) genera un entorno complejo con numerosas fuentes de incertidumbre.** En primer lugar, repercute negativamente en el **ahorro** de los agentes y, en consecuencia, en la oferta de financiación. Además, es importante que los inversores incorporen convenientemente en sus decisiones la disminución de la **rentabilidad real** de sus activos y que tengan en cuenta la **sensibilidad de su cartera a incrementos en los tipos de interés** (por ejemplo, en los fondos de inversión de renta fija). No se puede descartar una recomposición de la cartera de algunos agentes hacia **activos más complejos y arriesgados**. En este contexto, los riesgos financieros más importantes que se identifican son los de mercado y los de liquidez. El riesgo de crédito puede ser creciente en función del grado de deterioro de la economía. Finalmente, cabe resaltar que los **agentes más endeudados** (públicos y privados) pueden mostrar un grado de vulnerabilidad financiera superior en momentos de subidas de los tipos de interés y, por tanto, de encarecimiento en las condiciones de financiación.



## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico: la inflación, el mayor riesgo

- **El PIB de la economía española creció un 0,2 % en el primer trimestre de 2022 con respecto al trimestre anterior y un 6,3 % respecto al mismo trimestre del año previo, ambas cifras 1 décima por debajo de las avanzadas en el mes de abril.** Estas cifras suponen una desaceleración respecto a los trimestres anteriores<sup>2</sup> que se explica, principalmente, por la contracción del consumo de los hogares a lo largo del trimestre, que se redujo un 2 % en relación con la cifra del trimestre anterior, en un contexto marcado por el inicio de la invasión de Ucrania y el significativo repunte de la inflación. En términos interanuales, no obstante, la demanda de los hogares junto con la inversión (formación bruta de capital) fueron los componentes con una mayor aportación al crecimiento del PIB, con un avance del 4,9 % y del 6,5 %, respectivamente. En cuanto a la demanda exterior, las exportaciones de bienes y servicios durante los 3 primeros meses de 2022 se incrementaron un 1,1 % (18,1 % en términos interanuales), mientras que las importaciones descendieron un 0,8 % (en términos interanuales crecieron un 11,7 %). La economía española mostró un crecimiento inferior al de la zona euro en este primer trimestre del año, que fue del 0,6 %, después de haber avanzado sensiblemente por encima en los 2 últimos trimestres de 2021. Por esta razón la tasa de crecimiento interanual en España continúa por encima de la de la zona euro: un 6,3 % frente a un 5,1 % (véase gráfico 21).
- **Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España mostraron un estancamiento en el mercado de trabajo durante el primer trimestre del año, con una creación de empleo del 0,5 %<sup>3</sup> entre enero y marzo, tras un 2021 en el que el crecimiento fue del 6,6 %.** Los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA) confirmaron esta tendencia, ya que se destruyeron según esta encuesta 100.200 puestos de trabajo respecto al trimestre anterior, situándose su número total en 20,08 millones de finales de marzo<sup>4</sup>. Esta ligera contracción tuvo su reflejo tanto en la tasa de actividad, que se redujo 15 centésimas en el trimestre hasta el 58,5 %<sup>5</sup>, como en el número de desempleados, que se incrementó en 70.900 personas<sup>6</sup> (2,3 %), lo que sitúa la tasa de paro en el 13,65 % (13,3 % al cierre de 2021). Estas cifras no incluyen a los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE<sup>7</sup>), que ascendían a tan solo 27.500 al cierre de mayo (122.672 en diciembre de 2021), tras la finalización de los ERTE relacionados con el COVID-19 y la puesta en marcha del mecanismo RED<sup>8</sup> para agencias de viajes.

**En cuanto a la afiliación a la seguridad social, los registros del mes de junio mostraron un aumento en el primer semestre del año de 469.791 afiliados, hasta los 20,1 millones<sup>9</sup>, lo que prolonga la tendencia positiva de 2021, que se cerró con un aumento en el número de cotizantes del 4,1 %. Por otra parte, las previsiones del Banco de España para el cierre de 2022 indican que la tasa de paro se situaría en el 13,0 %, 5 décimas por debajo del pronóstico realizado en marzo.**

<sup>2</sup> En el tercer y cuarto trimestres de 2021 la economía española avanzó un 2,6 % y un 2,2 %, respectivamente.

<sup>3</sup> Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

<sup>4</sup> Esto supone un descenso del 0,5 % respecto al mes de diciembre de 2021 y un aumento del 4,6 % en relación con la cifra que había 1 año antes.

<sup>5</sup> Ya en el cuarto trimestre de 2021 se había reducido casi 5 décimas, habiendo superado el 59,1 % al cierre del tercer trimestre.

<sup>6</sup> En 2021 el número de desempleados había descendido en 616.000 personas, lo que supone una variación del -16,6 %.

<sup>7</sup> Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), estos trabajadores se consideran ocupados.

<sup>8</sup> El Mecanismo RED de Flexibilidad y Estabilización del Empleo, introducido en el Real Decreto-ley 32/2021 (reforma laboral), permite a las empresas, en situaciones excepcionales, la aplicación de medidas de reducción de jornada y suspensión de contratos de trabajo.

<sup>9</sup> Esta cifra supera en casi 900.000 personas el dato de ocupados de febrero de 2020, mes anterior al inicio de la crisis del COVID-19.



- **Los datos provisionales del IPC correspondientes al mes de junio sitúan la tasa de inflación en el 10,2 %, lo que en caso de confirmarse supondría un aumento de 1,5 puntos en relación con el mes anterior y alcanzaría su nivel máximo desde 1985.** Los grupos con una mayor influencia en el incremento de la tasa anual han sido, como en meses precedentes, los carburantes, con una subida superior a la de junio del año pasado, y los alimentos y las bebidas no alcohólicas. También se han incrementado más que en 2021 los precios de hoteles, cafés y restaurantes. Por su parte, la tasa subyacente, que había cerrado 2021 en el 2,1 % después de aumentar paulatinamente desde el 0,5 % de enero de ese año, ha experimentado un crecimiento más intenso a lo largo del primer semestre de 2022 y ha alcanzado el 5,5 % a finales de junio. Este hecho pone de manifiesto que el componente energético, que era prácticamente el único causante de los altos niveles de inflación en 2021 y primeros meses de 2022<sup>10</sup>, se está trasladando al resto de bienes y servicios. En la comparativa con la zona euro, los datos reflejaron una reducción del diferencial positivo de España desde los 1,6 p.p. a finales de 2021 hasta tan solo 0,4 p.p. al cierre de mayo de este año (véase gráfico 22).
- **La información disponible en relación con las finanzas del sector público pone de manifiesto una notable contracción del déficit público, que refleja, por el lado del gasto público, la paulatina finalización de las medidas aprobadas para combatir los efectos del COVID-19 y, en lo que respecta a los ingresos, los efectos tanto del crecimiento económico y del empleo como de la inflación.** Así, el déficit consolidado de las Administraciones públicas<sup>11</sup> se situó a finales de abril en el 0,6 % del PIB, muy por debajo del 2,2 % del mismo periodo de 2021, con una mejora en todas las Administraciones (Gobierno central, comunidades autónomas y fondos de la seguridad social<sup>12</sup>). El nivel de deuda pública, por su parte, se redujo en el primer trimestre del año hasta el 117,7 % del PIB (118,4 % al cierre de 2021 y 125,2 % un año antes).

Las previsiones del Banco de España situarían el déficit público en el conjunto de 2022 en el 4,6 % del PIB (tras una corrección a la baja de 4 décimas), mientras que según los cálculos de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional (FMI) ascendería al 4,9 % y el 5,3 %, respectivamente. Por su parte, las estimaciones de estos organismos para los niveles de deuda pública son muy similares y la situarían alrededor del 115 % del PIB. No obstante, mientras que el Banco de España prevé una disminución paulatina en los próximos 2 años, en las proyecciones del FMI se estabilizaría en torno al 114 % en los próximos 5 años.

- **Los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al primer trimestre de 2022 continúan mostrando una vuelta paulatina a los patrones existentes antes de la pandemia.** Así, se puede observar cómo la tasa de ahorro, que había aumentado progresivamente desde el inicio de la pandemia hasta alcanzar un máximo del 16,7 % en el primer trimestre de 2021 (datos acumulados de 4 trimestres), ha ido descendiendo desde entonces hasta situarse en marzo de 2022 en el 9,2 %, un valor muy similar al de principios de 2020. El ahorro de los hogares españoles continúa siendo notablemente inferior al observado en la zona euro (véase gráfico 29). El descenso en el nivel de ahorro de los hogares españoles tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que, aunque continuó siendo elevada en términos acumulados de 12 meses (6,5 % del PIB a finales del primer

<sup>10</sup> En el mes de marzo la tasa anual de crecimiento de los precios de la electricidad, el gas y otros combustibles se situaba en el 80 %.

<sup>11</sup> Excluyendo las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

<sup>12</sup> En el caso del Gobierno central el déficit disminuyó 1,4 p.p., hasta el 0,3 % del PIB, derivado de un mayor incremento de los ingresos no financieros en relación con los gastos. Las comunidades autónomas, por su parte, redujeron su necesidad de financiación hasta el 0,2 % del PIB (0,3 % entre enero y abril de 2021), mientras que los fondos de la seguridad social experimentaron un déficit de poco más de 1.500 millones de euros frente al déficit de más de 2.300 millones fruto, especialmente, del crecimiento de las cotizaciones (4,3 %).

trimestre, 0,3 p.p. por debajo del valor de cierre de 2021), se redujo de forma sustancial en términos trimestrales, hasta el 0,9 % del PIB. La evolución de los distintos activos que componen esta inversión siguió patrones similares a los de trimestres anteriores, con una importante desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue del 2,7 % del PIB, y una inversión de una parte sustancial del ahorro en medios de pago<sup>13</sup>, con unas entradas de recursos que alcanzaron el 6,5 % del PIB. Si se analizan únicamente los datos del primer trimestre, se observa que la inversión en medios de pago fue notablemente mayor que en trimestres precedentes (6,7 % del PIB), en detrimento, sobre todo, de las suscripciones en fondos de inversión (0,3 % del PIB), que habían sido elevadas en 2021 (3 % del PIB).

**El análisis de los datos disponibles en la CNMV sobre los flujos en fondos de inversión muestra que la relativa polarización de las inversiones iniciada en 2019 continuó en el primer trimestre de 2022.** De esta forma, las vocaciones más favorecidas por estas entradas de recursos en los tres primeros meses del año fueron, por un lado, la de renta fija, percibida como de menor riesgo, y, por otro, la de renta variable internacional, una de las consideradas más arriesgadas. En concreto, la renta fija experimentó unas suscripciones netas de 3.800 millones de euros en el trimestre (más de 10.000 millones entre marzo de 2021 y marzo de 2022), mientras que las entradas de recursos en renta variable internacional ascendieron a 1.400 millones (casi 4.600 en los últimos 12 meses). En el caso de las IIC extranjeras comercializadas en España, se observó un retroceso de su patrimonio en el primer trimestre del año del 18 %, hasta 227.200 millones, que obedece, fundamentalmente, a las pérdidas de valor de la cartera.

- **El aumento de la tasa de inflación, que es un fenómeno global en estos momentos, se ha configurado como uno de los riesgos más importantes para nuestra economía, igual que para otras economías de nuestro entorno.** El repunte de los precios, que puede lastrar de forma importante el crecimiento económico a corto y medio plazo, se sitúa en un momento poco propicio, pues interrumpe el proceso de recuperación de la economía tras la crisis del COVID-19. Como se comenta en otros epígrafes de esta nota<sup>14</sup>, el aumento de los precios a nivel mundial, que ha excedido las expectativas iniciales, tanto en dimensión como en persistencia, está llevando a los bancos centrales a modificar el tono de la política monetaria, ya sea a través del aumento de los tipos de referencia ya sea mediante la paulatina reducción o finalización de los programas de compras de activos. La tendencia al alza de los tipos de interés se configura como una fuente de riesgo importante por el encarecimiento de la financiación, sobre todo para los agentes (públicos y privados) con coste de financiación variable.
- **Las últimas previsiones de crecimiento de la economía española incorporan los elementos de riesgo existentes —parte de los cuales se han descrito ya— y corrigen a la baja las cifras estimadas en los primeros meses del año.** Así, las últimas previsiones del Banco de España y de la Comisión Europea sitúan el aumento del PIB para 2022 en el 4,1 % y el 4,0 %, respectivamente. La previsión del Banco de España supone una rebaja de 0,4 p.p. respecto al pronóstico de abril, mientras que la de la Comisión Europea se mantuvo estable respecto a la última efectuada en mayo, mes en que había hecho una revisión a la baja en 1,6 p.p.<sup>15</sup> El FMI, por su parte, modificó el dato de crecimiento en su último informe (julio) en relación con el pronóstico anterior (abril), desde el 4,8 % hasta el 4 % (se añade a la rebaja de abril de 1 p.p.).

---

<sup>13</sup> Efectivo y depósitos a la vista.

<sup>14</sup> Para un mayor detalle de la política monetaria en la zona euro, véase el siguiente epígrafe.

<sup>15</sup> Respecto al mes de febrero.

## Contexto de tipos de interés: giro en la política monetaria

- **El BCE, que se había mostrado inicialmente reticente a una subida de tipos, fue cambiando el tono del mensaje conforme las tasas de inflación continuaron su senda alista y acabó incrementando los tipos de interés 50 p.b. en su reunión del 21 de julio.** La constatación de que la lucha contra la subida de precios<sup>16</sup> obligaría a adoptar medidas más agresivas en materia de política monetaria provocó un endurecimiento notable del mensaje del BCE y la confirmación, tras la reunión de su Consejo de Gobierno del pasado 9 de junio, de que la autoridad monetaria comenzaría a normalizar su política monetaria en julio. Además en un contexto de repunte y variabilidad de las primas de riesgo de los países periféricos, tuvo lugar una reunión extraordinaria del Consejo de Gobierno del BCE a mediados de junio, tras la cual la institución confirmó que abordará la fragmentación del mercado aplicando cierta flexibilidad en la reinversión de los bonos que lleguen a vencimiento, a la vez que anunció que trabajaba en la concreción de un nuevo instrumento para hacer frente a esta situación. Pues bien, a finales de julio llegó la constatación de ambas decisiones. Por una parte, el BCE decidió incrementar los tipos de interés en 50 p.b.<sup>17</sup> (su primer movimiento al alza en 11 años y por encima de la subida prevista) y, por otra, presentó su nueva herramienta contra la fragmentación financiera TPI<sup>18</sup> (*Transmission Protection Instrument*). Esta última, que se añadiría a las reinversiones de vencimientos en la cartera del programa de compras adoptado durante la pandemia (PEEP), consiste en la posibilidad de comprar valores del sector público (podrían considerarse también valores privados) de los Estados miembros si se observan dinámicas de mercado desordenadas e injustificadas que representen una amenaza para la transmisión de la política monetaria en la zona euro.
- **En EE. UU. y en el Reino Unido la dinámica de alzas de tipos va más adelantada que en la zona euro.** La Reserva Federal emprendió en marzo el endurecimiento de su política monetaria tras subir los tipos 25 p.b. y continuó con 50 p.b. en mayo y 75 p.b. en junio (hasta el rango del 1,5-1,75 %), a la vez que anunció que desde junio comenzaría a reducir su balance dejando de reinvertir los vencimientos de la deuda comprada durante la pandemia. Las previsiones de los analistas sitúan los tipos en el entorno del 3 % a final de año. Asimismo, el Banco de Inglaterra acumula 5 alzas consecutivas desde diciembre, lo que sitúa los tipos en el 1,25 %, su nivel más elevado de los últimos 13 años.
- **En este contexto gana mayor relevancia el riesgo de tipo de interés y se intensifican las estrategias de preservar el valor del dinero ante la amenaza de la inflación.** Las subidas de tipos de interés ya están dando lugar a pérdidas por valoración de las carteras de activos de renta fija, que podrían incrementarse y ser más intensas en los activos con vencimientos más largos y peor calificación crediticia (entre ellos, los fondos de renta fija y de deuda *high yield*). A esto se une la pérdida de valor por la inflación de las posiciones en liquidez y de los activos sin riesgo, por lo que se acentúan los incentivos de los inversores a adquirir activos más complejos y con mayores expectativas de rentabilidad y, por tanto, con un incremento significativo de los niveles de riesgo asociados.

Por otro lado, mejoran las expectativas del sector financiero en relación con sus márgenes y su rentabilidad, si bien a medio plazo se pueden poner de manifiesto algunas vulnerabilidades asociadas al incremento de los costes de financiación de empresas y

---

<sup>16</sup> Los mercados consideran que la inflación está tomando cierto carácter estructural y que ya están apareciendo efectos de segunda ronda, por lo que será más persistente de lo esperado y se extenderá en el tiempo.

<sup>17</sup> [Monetary policy decisions \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2022072101.en.html).

<sup>18</sup> [The Transmission Protection Instrument \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2022060901.en.html).

familias, que serían más acusadas en el caso de aquellos agentes más endeudados. A ello puede sumarse, aunque posiblemente con carácter transitorio, el efecto sobre la valoración de las entidades bancarias del anunciado impuesto sobre sus actividades.

### Fuentes de incertidumbre política: la repercusión del conflicto entre Rusia y Ucrania no finalizará a corto plazo

- **El principal foco de incertidumbre política en la actualidad es la guerra entre Ucrania y Rusia, que está ocasionando graves consecuencias en términos humanos, políticos y económicos.** La invasión rusa iniciada en febrero ha generado un crecimiento exponencial de la inseguridad e incertidumbre políticas y económicas y ha involucrado a gran parte de las potencias mundiales. De hecho, a finales de junio la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) actualizó su concepto estratégico y señaló a Rusia como la amenaza más directa y significativa a la seguridad de los aliados y al mantenimiento de la paz y la estabilidad en el área Euro-Atlántica<sup>19</sup>, <sup>20</sup>. Además, se anunció una intensificación de su fuerza y presencia militares en Europa y se invitó formalmente a Suecia y a Finlandia a unirse a la alianza.

Tras la invasión, los países occidentales han adoptado una serie de sanciones sobre personas físicas, empresas y activos de origen ruso con el fin de deteriorar económica y financieramente el país y ayudar a contener la agresión sobre Ucrania. Tras más de cuatro meses desde el inicio del conflicto bélico<sup>21</sup>, a principios de junio el Comité de Derivados Crediticios en EE. UU. declaró en quiebra a la economía rusa, ante el impago de intereses de demora por la imposibilidad de utilizar dólares. Las consecuencias económicas y financieras del conflicto son visibles a escala mundial. Esta situación ha repercutido directamente en el alza de los precios de las materias primas (y, en consecuencia, en la inflación), ha interrumpido algunas cadenas de suministros y, en general, ha deteriorado la actividad económica. El suministro energético de los países europeos se ha visto sensiblemente afectado y, aunque se ha reducido la dependencia energética de Rusia, la exposición a este riesgo continúa siendo muy importante y no se descartan interrupciones de dicho suministro, que pueden seguir al cierre, supuestamente temporal, del gaseoducto que surte de gas ruso a Alemania. También se han incrementado los riesgos operacionales, ante el posible aumento de los ciberataques perpetrados contra diferentes entidades y sectores.

Los mercados financieros han reaccionado a esta situación de alta incertidumbre con caídas de precios y repuntes de la volatilidad, que han sido especialmente importantes en los mercados de materias primas y han afectado al funcionamiento de algunas infraestructuras de estos mercados. La duración del conflicto es aún incierta y, en consecuencia, lo es su repercusión en todos los ámbitos. En este entorno no pueden descartarse nuevos episodios de inestabilidad financiera.

---

<sup>19</sup> El anterior Concepto Estratégico de la OTAN adoptado en 2010 declaraba a Rusia como socio estratégico.

<sup>20</sup> Este renovado Concepto Estratégico hace mención por primera vez a China a lo largo del documento, declarándola un desafío para la OTAN. No obstante, también señala que la alianza está abierta a compromisos constructivos con este país, de cara a salvaguardar los intereses de seguridad de los países de la OTAN y tener una transparencia recíproca.

<sup>21</sup> Las sanciones económicas a Rusia se remontan a 2014, tras la anexión de Crimea; no obstante, tras el inicio de la guerra en 2022, estas se han incrementado notablemente. Entre otras, destaca la imposición de medidas financieras (por ejemplo: congelación de activos y prohibición del acceso a reservas en divisas internacionales y de la operativa con ellas a los bancos centrales de Rusia y Bielorrusia), comerciales e industriales, personales y otras de tipo diplomático. Se han establecido sanciones económicas a sectores estratégicos rusos como el energético, el bancario o el de defensa, y también se han aplicado medidas restrictivas a personas y entidades, que van desde la inmovilización de bienes y activos en la Unión Europea, incluidos fondos a su disposición, hasta la prohibición de entrada en el territorio de la Unión.

- **En Europa persisten diferentes tensiones, siendo una de las más importantes la que tiene que ver con la dependencia del gas ruso.** El riesgo de escasez ha dado lugar a un aumento del nivel de alerta energética, de modo que algunos países no descartan el recurso al carbón en caso de una interrupción total del suministro ruso<sup>22</sup>. Además, por primera vez en la historia de la Unión, se ha financiado la compra y entrega de armas y equipos de defensa a Ucrania con dinero comunitario<sup>23</sup>. Por otra parte, en junio la UE nombró formalmente a Ucrania y a Moldavia como países candidatos a ingresar en la Unión. Estas actuaciones se producen en un contexto geopolítico muy complejo marcado por el renovado enfoque estratégico de la OTAN y por el mantenimiento de las sanciones a Rusia, por lo que la incertidumbre y el riesgo de nuevos episodios de turbulencias e inestabilidad en los mercados continúa en niveles muy elevados.

**Otra fuente de incertidumbre política importante para Europa es la crisis política en Italia.** El primer ministro italiano presentó su dimisión durante el mes de julio tras perder el apoyo de los partidos de la coalición y, en consecuencia, la mayoría para gobernar. Hasta el 25 de septiembre, fecha de las siguientes elecciones anticipadas, el Gobierno de Mario Draghi seguirá en funciones. El cambio gubernamental<sup>24</sup>, en un momento en el que el escenario macroeconómico y financiero es altamente complejo, añade incertidumbre política y económica (con posibles retrasos en la ejecución de planes de reforma) y podría dar lugar a nuevas turbulencias en los mercados, así como a repuntes en las primas de riesgo.

**En relación con el *brex*it**, que se materializó en diciembre de 2020, cabe señalar que el acuerdo adoptado entre el Reino Unido y la UE sigue generando hoy en día discrepancias entre las partes acerca de determinadas cuestiones. Las más recientes son las relativas al protocolo del *brex*it para Irlanda del Norte, pues el Reino Unido respaldó unilateralmente, a finales de junio, un proyecto de ley para modificar el acuerdo alcanzado con la UE, sin el consentimiento del bloque comunitario. Esta situación, que ha generado malestar en el ámbito de la UE<sup>25</sup> y abre la posibilidad de que se produzcan tensiones comerciales entre ambos socios en el futuro, se puede ver agravada por la dimisión del primer ministro del Reino Unido a principios de julio, puesto que da pie a una incertidumbre aún mayor.

- **Hace más de dos años que se acordó la primera fase del acuerdo comercial entre China y EE. UU. Sin embargo, las incertidumbres derivadas de la relación comercial futura entre ambas economías siguen presentes.** La negociación y el desarrollo futuro del acuerdo comercial siguen pendientes y, aunque persisten graves tensiones entre ambas potencias acerca de la isla de Taiwán y el mantenimiento de la política de sanciones y el

<sup>22</sup> Diez países de la UE han emitido a lo largo de estos meses advertencias tempranas de alerta respecto al suministro de gas: el primero de los tres niveles de crisis. Estos son Austria, Croacia, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Italia, Letonia, Países Bajos y Suecia. Alemania también estaba entre estos, aunque en junio elevó el nivel de alarma ante el alto riesgo de escasez de gas al nivel 2, que incluye una cláusula que permite a las empresas de servicios públicos trasladar inmediatamente el aumento de precios a la industria y los hogares. En el nivel más alto de alerta se impondrían racionamientos mientras el Estado toma el control de la distribución energética.

<sup>23</sup> A través del Fondo Europeo de Apoyo a la Paz (FEAP), la UE ha otorgado ayuda económica a Ucrania por valor de 2.000 millones de euros (desde febrero), para financiar, entre otros, equipos militares destinados a suministrar «fuerza letal con fines defensivos» y cubrir la provisión de equipos y suministros de protección personal, botiquines de primeros auxilios y combustible.

<sup>24</sup> A este respecto, el jefe del Estado italiano ha emplazado a los partidos para que los comicios no alteren los trabajos en curso relacionados con los principales desafíos a los que se enfrenta el país en el contexto actual: su papel en la guerra de Ucrania, las reformas pactadas con la UE para recibir los fondos del plan de recuperación, las medidas anticrisis, la aprobación de los presupuestos de 2023, etc.

<sup>25</sup> Esta ley podría tardar hasta un año en ser aprobada; no obstante, si sale adelante el Gobierno británico tendría competencias en Irlanda del Norte para limitar los controles fronterizos pactados con Bruselas, anular el papel del Tribunal de Justicia de la Unión Europea o aplicar subsidios y desgravaciones fiscales. Todos estos aspectos formaron parte de las controversias más importantes durante las negociaciones para la salida del Reino Unido de la UE, pues para el bloque comunitario es imprescindible controlar la entrada de productos al mercado comunitario europeo y prevenir la competencia desleal.

veto a empresas chinas por parte de EE. UU., recientemente la Administración estadounidense anunció que está estudiando una posible rebaja arancelaria a determinados productos chinos para tratar de reducir las presiones inflacionarias actuales.

- **En el plano nacional existen distintos riesgos de naturaleza política.** En esta edición cabe señalar, en el ámbito internacional, aquellos que se derivan de la suspensión, a principios de junio, del Tratado de Amistad, Buena Vecindad y Cooperación entre España y Argelia. En el ámbito nacional continúa un grado de fragmentación parlamentaria elevado, que en ocasiones puede dificultar la toma de decisiones.

Otro factor relevante para el crecimiento y la estabilidad nacionales está relacionado con la necesidad de implementación efectiva de los planes financiados con los fondos destinados a España en el marco del **programa Next Generation EU**.

### Otras fuentes de incertidumbre

- **La evolución incierta de la pandemia del COVID-19 continúa siendo un elemento de riesgo de cara a la recuperación económica global.** Aunque en los últimos meses este riesgo se ha reducido y las restricciones impuestas por muchos países para frenar la expansión del virus se han ido levantando, no se puede descartar la aparición de nuevas variantes del virus, más resistentes a las vacunas, que puedan provocar nuevos brotes y la reimposición de medidas restrictivas, con las repercusiones económicas que ello conlleva.
- **La ciberseguridad se configura como uno de los riesgos más importantes para todo tipo de entidades, debido, especialmente, a la elevada intensidad con la que se están produciendo los cambios tecnológicos y al contexto geopolítico actual, que ha dado lugar a un aumento de los ataques cibernéticos.** La materialización de este riesgo operacional tendría consecuencias muy destacadas pero, de producirse en entidades del sector financiero, se le añadiría la posibilidad de contagio a otros sectores por su elevado grado de interrelación, que puede provocar una pérdida generalizada de confianza y hacer peligrar la estabilidad financiera. En un sistema cada vez más interconectado y con el impulso digital y tecnológico que supuso el aumento de la actividad en remoto debido a la pandemia, las posibilidades de sufrir ciberataques se han incrementado significativamente<sup>26</sup>. La adecuada gestión de este riesgo requiere un aumento de la inversión en ciberseguridad y coordinación entre los diferentes sectores y autoridades para tratar de disminuir y prevenir las posibles consecuencias sistémicas de un incidente cibernético<sup>27</sup>. Desde un punto de vista regulatorio, cabe destacar la próxima aprobación del Reglamento europeo sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero, también conocido como DORA (*Digital Operational Resilience Act*)<sup>28</sup>. En el ámbito español, destaca la presentación conjunta por parte de la CNMV, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) de las guías para la realización de pruebas avanzadas en materia de ciberseguridad bajo el marco TIBER-ES adoptado<sup>29</sup>. Además, a finales de marzo se aprobó el Plan Nacional de

<sup>26</sup> Según un informe del Foro Económico Mundial, en 2021 las compañías sufrieron una media de 270 ciberataques cada una, un 31 % más que en 2020.

<sup>27</sup> La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) publicó en enero una recomendación para establecer un marco paneuropeo de coordinación de incidentes cibernéticos sistémicos (EU-SCICF), cuyo objetivo principal es la coordinación entre las distintas autoridades financieras de la Unión Europea, otras autoridades de la UE y actores importantes a nivel internacional.

<sup>28</sup> Trata de establecer un marco común de obligaciones, principios y requerimientos en materia de ciberseguridad, para que todas las entidades financieras se rijan por un conjunto de normas homogéneas que mitigue y gestione los riesgos de seguridad de las redes y sistemas informáticos.

<sup>29</sup> TIBER-ES es la adaptación local de TIBER-EU, que es el marco de pruebas avanzadas de ciberseguridad publicado por el BCE y que tiene como objetivo fortalecer la ciberresiliencia de las instituciones financieras que operan en España.

Ciberseguridad, que, dotado con más de 1.000 millones de euros, prevé alrededor de 150 iniciativas en los próximos 3 años, por ejemplo, la creación de la plataforma nacional de notificación y seguimiento de ciberincidentes y amenazas, y el impulso a la puesta en marcha del Centro de Operaciones de Ciberseguridad de la Administración General del Estado.

- **La expansión de las criptomonedas y, sobre todo, el interés que generan en los clientes no profesionales es un fenómeno que se enmarca fundamentalmente dentro del ámbito de la protección del inversor, pero que podría generar turbulencias en los mercados a medio plazo.** Estos activos llevan asociados riesgos muy elevados que la CNMV ha dado a conocer en diversas ocasiones<sup>30</sup>, entre los que destacan su elevada volatilidad y la posibilidad de pérdida de toda la inversión<sup>31</sup>. La protección del inversor minorista, especialmente en lo que a la publicidad y promoción de estas inversiones se refiere, es esencial, por lo que en enero de 2022 la CNMV publicó una circular que regulaba la publicidad sobre los criptoactivos presentados como objeto de inversión y que definía las reglas respecto al contenido y formato de los mensajes publicados en las campañas de promoción de este tipo de activos<sup>32</sup>. Hoy en día, la inversión en España en criptomonedas es reducida: un estudio impulsado recientemente por la CNMV revela que menos del 7 % de los inversores ha invertido alguna vez en criptomonedas, la mayor parte de los cuales dedica a ellas menos del 5 % de su capital. En general, la población muestra un conocimiento muy reducido en relación con estos activos. La expansión de la inversión en criptoactivos a escala mundial y de la interconexión entre el mercado de criptoactivos y el sector financiero tradicional, de mantenerse o acentuarse en el tiempo, podría originar riesgos para el sistema financiero en su conjunto. Es por ello que el establecimiento de una regulación adecuada en el ámbito europeo cobra una especial relevancia<sup>33</sup>.
- **Los riesgos relativos al cambio climático siguen manteniendo un peso específico significativo en las decisiones económicas de los agentes, circunstancia que ha ganado mayor relevancia tras la pandemia.** Los efectos del cambio climático van a suponer importantes transformaciones tanto en la economía como en los mercados financieros derivadas no solo de los costes directos<sup>34</sup> (también denominados *riesgos físicos*) sino de los costes de transición<sup>35</sup> hacia una economía baja en carbono, que ahora podrían verse alterados como consecuencia del impacto económico y energético que ha supuesto la invasión de Ucrania. Este conflicto podría dar lugar a una redistribución de los recursos y una aceleración de los planes de sustitución de los combustibles fósiles, aunque de manera transitoria tenga lugar un retroceso que obligue temporalmente a un mayor uso de estos. El volumen de los costes dependerá en gran medida de las medidas de carácter preventivo para paliarlos, pero también de la velocidad del

---

<sup>30</sup> En marzo de este año, las autoridades europeas de supervisión del sistema financiero (EBA, ESMA e EIOPA, por sus siglas en inglés), publicaron una advertencia sobre los riesgos que los criptoactivos suponen para los consumidores en la UE que a su vez suscribieron, en un comunicado conjunto, el Banco de España, la DGSFP y la CNMV (véase la nota de prensa del 17 de marzo de 2022). Disponible en: <http://www.cnmv.es/portal/AIDia/NotasPrensa.aspx?tipoNP=1>

<sup>31</sup> Por ejemplo, el precio del *bitcoin* ha caído casi un 70 % desde noviembre de 2021, cuando el precio superó los 68.000 dólares, su precio máximo histórico.

<sup>32</sup> <https://www.boe.es/boe/dias/2022/01/17/pdfs/BOE-A-2022-666.pdf>

<sup>33</sup> A finales de junio la Presidencia del Consejo y el Parlamento Europeo alcanzaron a un acuerdo provisional sobre la propuesta de Reglamento relativo al mercado de criptoactivos, conocido como MiCA por sus siglas en inglés, (*Markets in Crypto-Assets*). Este entrará en aplicación previsiblemente a lo largo de 2024 y proporcionará un marco común a nivel europeo para regular el mercado de criptoactivos y proporcionarle así seguridad jurídica.

<sup>34</sup> Los costes directos del cambio climático se manifiestan como consecuencia de los eventos asociados a este, observándose un crecimiento constante de dichos costes en los últimos años como consecuencia de las pérdidas vinculadas a las catástrofes y los eventos meteorológicos e hidrológicos (inundaciones, incendios, oleadas de calor o sequías).

<sup>35</sup> Derivados de los costes de mitigación, adaptación y sustitución para alcanzar una economía baja en carbono (renovación de automóviles, sistemas de energía y cambios en los procesos de producción y las fuentes de suministro).

proceso de transformación, lo que afectará a sectores que suponen una parte significativa del PIB<sup>36</sup> y del empleo actual, a la vez que requerirá ingentes volúmenes de recursos económicos<sup>37</sup> para financiar estos cambios. En este sentido, los mercados financieros se constituyen en un mecanismo clave para canalizar los recursos necesarios, en un contexto de consolidación del interés de los mercados y los inversores por los activos sostenibles.

**La necesidad de acelerar la transformación energética hacia energías más sostenibles puede contribuir a corto y medio plazo a incrementar aún más el alza de los precios, pero también puede ser una herramienta que permita a las economías ser progresivamente menos vulnerables ante cambios en los precios de la energía y los conflictos geopolíticos.** Así, en el contexto actual de incremento de precios de la energía, algunas regiones han optado por relajar transitoriamente sus restricciones al uso de los combustibles fósiles como el carbón, con el fin de ser menos dependientes de los suministradores y, a la vez, acelerar el desarrollo de sus planes de energías renovables.

**En este contexto, los mercados financieros afrontan un proceso de rápida transformación hacia inversiones en activos que cumplan con criterios de sostenibilidad (ASG<sup>38</sup>).** La demanda creciente de este tipo de activos por parte de los inversores ha permitido que la inversión sostenible se haya consolidado como ámbito de inversión, al incluir un grupo amplio de agentes como inversores, emisores, gestores de activos, agencias de calificación crediticia, oficinas de relaciones con los inversores o gestores de índices, que están ampliando progresivamente su oferta de servicios y modelos de negocio. En el caso de los emisores, la oferta de este tipo de activos sigue creciendo con la incorporación de nuevos emisores de bonos ASG<sup>39</sup>, así como de una amplia gama de fondos de inversión<sup>40</sup>. Asimismo, en la medida en que la pandemia ha tenido un gran componente humanitario, se identifica una importancia creciente del aspecto social de la sostenibilidad, sin olvidar los aspectos de gobernanza, dado el interés de los inversores en la transparencia y en la calidad de la información corporativa.

**Los riesgos más relevantes identificados sobre la estabilidad financiera están relacionados con el mantenimiento de las dificultades para evaluar correctamente los riesgos asociados al cambio climático<sup>41</sup>, así como el desequilibrio entre la demanda de estos productos y la oferta existente.** Estos elementos pueden originar distorsiones en el proceso de formación de precios, por lo que no son descartables episodios de ajustes

---

<sup>36</sup> La reducción de actividades de altas emisiones y el aumento de las de bajas emisiones implicará un elevado gasto de capital en activos físicos, a la vez que será necesaria una reasignación de mano de obra, lo que permitirá la creación de nuevos puestos de trabajo directos e indirectos, al tiempo que se perderán otros. Los sectores más expuestos serán aquellos con productos u operaciones con altas emisiones (como la energía, la industria, la agricultura y la movilidad, entre otros) que representan hoy el 20 % del PIB mundial, mientras que otro 10 % corresponde a sectores cuyas cadenas de suministro tienen altas emisiones, como la construcción. Asimismo, los costes de transición energética serán menores para aquellas economías basadas en los servicios —ellas, España— y con un PIB per cápita más elevado. Los hogares con bajos ingresos pueden verse más afectados en este proceso debido al mayor coste de la electricidad a corto plazo y de la adquisición de productos de bajas emisiones, como las nuevas calefacciones o los coches eléctricos.

<sup>37</sup> El Plan de Inversiones para una Europa Sostenible prevé movilizar solo en recursos públicos un mínimo de 1 billón de euros en inversiones sostenibles durante la próxima década con cargo al presupuesto de la UE con el objetivo de lograr una economía neutra en carbono en 2050.

<sup>38</sup> Conforme a criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

<sup>39</sup> Muchos de los emisores de estos activos realizan emisiones con carácter recurrente y cada vez se incorpora un mayor número de países e instituciones. Entre ellos el Reino de España y la Unión Europea, que realizaron las primeras emisiones de este tipo en el segundo semestre de 2021. Está previsto que la Unión Europea se convierta en el mayor emisor de bonos verdes del mundo, puesto que se espera que sus emisiones de deuda para financiar el programa Next Generation EU alcancen 250.00 millones de euros hasta finales de 2026.

<sup>40</sup> En el caso de España, la CNMV tenía registrados al cierre de abril de 2022 un total de 207 fondos de inversión y 3 sociedades de inversión de capital variable (SICAV) que gestionan un patrimonio agregado de 71.763 millones de euros conforme a los artículos 8 (producto verde claro) y 9 (producto verde oscuro) del Reglamento sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero (SFDR).

<sup>41</sup> El mecanismo de formación de precios de las emisiones de carbono no permite valorar correctamente las externalidades negativas asociadas al clima, ante la ausencia de información completa sobre este riesgo.



bruscos de las valoraciones en el futuro. Asimismo, desde el punto de vista de la protección del inversor, uno de los focos más importantes de los reguladores y los supervisores se centra en evitar fenómenos de *greenwashing* (o blanqueo ecológico<sup>42</sup>), así como de crisis de gobernanza, que podrían afectar a la credibilidad de los mercados y de las propias empresas.

---

<sup>42</sup> *Greenwashing* es la expresión que recoge el conjunto de mecanismos a través de los cuales las compañías tratan de aparentar que sus productos o actividades son sostenibles cuando en realidad no lo son, con el objetivo de atraer el interés de los potenciales inversores o clientes.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- **Los mercados internacionales de renta variable, que habían experimentado avances significativos en 2021, cambiaron de rumbo en 2022 a medida que se producían noticias o acontecimientos adversos y registraron pérdidas que, en algunos casos, hicieron desaparecer casi la totalidad de las ganancias acumuladas durante el ejercicio previo.** Aunque los problemas provocados por la pandemia se fueron disipando, las elevadas tasas de inflación registradas tanto en EE. UU. como en Europa provocaron las primeras caídas en las cotizaciones, ante la perspectiva de que la Reserva Federal y otros bancos centrales principales elevarían sus tipos de interés para contener el alza de los precios.

Estas caídas iniciales se acentuaron tras la invasión de Ucrania y el estallido de la guerra, lo que aceleró el alza de los precios de la energía y las materias primas y, por tanto, intensificó las presiones inflacionistas. Además, China volvió a introducir restricciones por la pandemia, lo que añadió mayor incertidumbre a los problemas en las cadenas de suministro. Como se ha descrito en un epígrafe anterior, las alzas de tipos comenzaron de forma anticipada en EE. UU. y en el Reino Unido y en el mes de julio se unió la zona euro.

En este contexto de alta incertidumbre, la expectativa de caídas en los beneficios empresariales e incluso de recesión en algunas áreas, unido a la perspectiva de endurecimiento notable del tono de la política monetaria, han dado lugar a un ajuste significativo de las valoraciones de los activos tanto de renta variable como de deuda. Las caídas en sus precios han venido también acompañadas de rebotes de volatilidad.

- **La mayoría de los índices internacionales relevantes, con la excepción del británico FTSE 100<sup>43</sup>, presentaron caídas notables en el primer trimestre<sup>44</sup>, que se agravaron en el segundo<sup>45</sup>, siendo más significativas en el caso de los mercados de EE. UU. y la zona euro.** Así, la evolución en el conjunto del semestre fue negativa para todos ellos, aunque desigual, con importantes caídas en el caso de los índices estadounidenses y de la mayor parte de los índices de la zona euro. Se observaron descensos más moderados en el caso de los índices japoneses y del español Ibex 35, que, junto con el británico FT 100, presenta el mejor comportamiento entre los grandes índices europeos.

Todos los índices estadounidenses presentan pérdidas en el primer semestre de 2022, con lo que finalizan tres ejercicios consecutivos de alzas y caen a niveles de comienzos de 2021 e incluso de finales de 2020 en el caso del tecnológico Nasdaq. El menor retroceso, del 15,3 %, correspondió al Dow Jones, favorecido por el mayor peso de las compañías de la economía tradicional —bancos e industria—, mientras que las caídas más intensas correspondieron al índice de carácter más general S&P 500<sup>46</sup> (-20,6 %); pero,

---

<sup>43</sup> El índice británico FTSE 100 se revalorizó un 1,8 % en el primer trimestre del año, favorecido por la elevada presencia en este mercado de compañías mineras y de materias primas.

<sup>44</sup> Los índices estadounidenses acumularon retrocesos que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,1 % del Nasdaq, mientras que en el caso de los índices europeos las caídas en el mismo periodo oscilaron entre el 9,3 % del alemán Dax 30 y el 3,1 % del español Ibex 35. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el italiano FTSE Mib retrocedieron un 9,2 %, un 6,9 % y un 8,5 %, respectivamente.

<sup>45</sup> En el segundo trimestre los retrocesos se intensificaron hasta oscilar entre el 11,3 % y el 22,4 % de los índices estadounidenses Dow Jones y Nasdaq, respectivamente, mientras que en el caso de los índices europeos se agravaron hasta oscilar entre el 14,9 % del italiano FTSE Mib y el 4,1 % del español Ibex 35. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el alemán Dax 30 retrocedieron un 11,5 %, un 11,1 % y un 11,3 %, respectivamente. El británico FT 100 registró pérdidas del 4,6 %.

<sup>46</sup> El índice S&P 500 es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico a la industria. El peso de las compañías tecnológicas en este índice representa más del 28 % de su capitalización, su mayor proporción de la historia. De las 10 primeras compañías por ponderación de este índice 6 son tecnológicas y suponen más del 21 % del total.

sobre todo, al tecnológico Nasdaq<sup>47</sup>, que retrocedió un 29,5 %<sup>48</sup>. Este último acusó con más intensidad las expectativas de un rápido crecimiento de los tipos de interés, en un contexto de ajuste significativo a la baja de las previsiones de crecimiento esperado y de moderación del impacto positivo sobre estas compañías de los cambios en los hábitos de consumo y ocio<sup>49</sup> conforme la situación de la pandemia se ha ido normalizando.

La tendencia fue similar entre los principales mercados de valores europeos<sup>50</sup>, concentrándose las mayores caídas en los índices de las grandes economías, con retrocesos de en torno al 20 %. El mejor comportamiento relativo correspondió al índice británico FT 100 y al español Ibex 35, que se beneficiaron de la elevada presencia de compañías mineras y de materias primas entre sus componentes en el primer caso y de la menor ponderación de compañías cíclicas y tecnológicas en el segundo.

- **En España, el Ibex 35 también retrocedió, aunque —como se ha mencionado— lo hizo con una intensidad más moderada (-7,1 %<sup>51</sup>) que la mayoría de los índices europeos.** El índice español se ha beneficiado de la mayor ponderación en el índice de los sectores financiero y de la energía, que han presentado una evolución relativa mejor que el de la mayoría de los sectores, así como de la menor presencia de compañías cíclicas y ligadas al sector tecnológico, cuya evolución ha sido notablemente peor al estar más afectadas por las perspectivas de ralentización económica. Además, el índice español se beneficia de la mejora de las perspectivas de recuperación de las economías latinoamericanas debido a la gran exposición de las grandes compañías cotizadas a esta área. Aun así, el mejor comportamiento relativo del índice español en el primer semestre no cierra la brecha de rentabilidad abierta respecto a los índices europeos en los últimos años. El retroceso de las cotizaciones en el primer semestre ocasionó que la ratio-precio beneficios (PER) del Ibex 35 retrocediese desde 12,9<sup>52</sup> a mediados de diciembre hasta 11,9<sup>53</sup> en junio —su media histórica es 13,6— (véase gráfico 4).
- **La mayoría de los sectores presentó una evolución negativa de las cotizaciones en el semestre, correspondiendo el mejor comportamiento a las compañías petrolíferas, beneficiadas por el fuerte incremento del precio del petróleo.** También presentaron un comportamiento positivo, aunque más discreto, las compañías de energías renovables, las farmacéuticas y las inmobiliarias. Además, destacaron las caídas moderadas —inferiores al 5 %— de las compañías del sector energético y de las telecomunicaciones, que se benefician de la mayor estabilidad de sus negocios; de los bancos, que se ven favorecidos por el efecto positivo del alza de los tipos de interés sobre sus márgenes, y de las compañías de menor tamaño. Por otro lado, las mayores caídas se concentraron en el sector industrial y en el de bienes y servicios de consumo. Destacaron los retrocesos de las compañías industriales, del sector textil y del comercio debido a las caídas de la inversión y el consumo, así como los de las compañías del sector turístico, el ocio, la hostelería y el transporte por las dudas sobre la evolución del negocio más allá del fin del verano.

---

<sup>47</sup> Una parte significativa de los valores del Nasdaq acumula retrocesos superiores al 50 % e incluso al 75 % en lo que va de año. Entre las últimas, compañías como Netflix, Peloton y Shopify, cuyas cotizaciones crecieron fuertemente con el estallido de la pandemia.

<sup>48</sup> El índice Nasdaq se revalorizó en 2019 y 2020 un 35,2 % y un 43,6 %, respectivamente.

<sup>49</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU., conocidas como FAANG (Meta Platforms —antes Facebook—, Apple, Amazon, Netflix y Google) acumularon caídas en el primer semestre del año del 52,1 %, el 23 %, el 36,3 %, el 71 % y el 24,4 %, respectivamente.

<sup>50</sup> En la zona euro destacaron las caídas semestrales del 22,1 %, el 19,6 %, el 19,5 % y el 17,2 % del FTSE Mib, el Eurostoxx 50, el Dax 30 y el Cac 40, respectivamente. El mejor comportamiento fue el del Ibex 35, que retrocedió un 7,1 %. Asimismo, fuera de la zona euro el británico FTSE 100 cayó únicamente un 2,9 %.

<sup>51</sup> El Ibex 35 registró en 2021 una revalorización del 7,9 %, tras registrar unas pérdidas del 15,5 % en 2020.

<sup>52</sup> En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 disminuyó hasta 17,3 veces, mientras que la del europeo Eurostoxx 50 lo hizo hasta 12 veces.

<sup>53</sup> La ratio PER alcanzó un valor de 11,3 veces en marzo, el más bajo en lo que va de año.

- **Los mercados internacionales de deuda mostraron una tendencia alcista en el rendimiento de los activos en el primer trimestre del año, que se intensificó a partir del segundo.** Así, los tipos de interés de la deuda pública española han ido aumentando durante la mayor parte del semestre hasta finalizarlo con valores positivos prácticamente en todos los plazos de la curva<sup>54</sup>. Los tipos de la deuda corporativa<sup>55</sup> —que habían cerrado 2021 en valores positivos ya para todos los plazos— también han seguido una tendencia similar. Los rendimientos de la deuda pública de todas las economías europeas<sup>56</sup> cerraron el semestre con alzas significativas en la mayor parte de los plazos, situándose en el plazo de 10 años en los niveles más elevados en más de 5 años<sup>57</sup>. En este plazo los incrementos se situaron entre los 155 p.b. de Alemania y los 230 p.b. de Grecia —en promedio rondaron los 180 p.b.—. Al cierre del semestre únicamente el rendimiento de la deuda a 10 años presentaba valores inferiores al 1,5 % en Alemania (1,37 %). Los rendimientos de la deuda a 10 años presentaban valores inferiores al 2 % en Holanda, Austria, Finlandia y Francia. Por su parte, Bélgica e Irlanda se situaban en torno al 2 %, España y Portugal mostraban valores cercanos al 2,5 %, mientras que Italia se acercaba al 3,5 % y Grecia lo superaba ligeramente.
- **Los rendimientos de la deuda corporativa también se incrementaron en todos los tramos de la curva, aunque las alzas se concentraron en mayor medida en los más largos,** que eran los que habían contado con mayor apoyo de los programas de compras específicos del BCE. A pesar de que este tipo de activos muestra una mayor dispersión en sus rendimientos<sup>58</sup>, todavía se mantienen en niveles próximos a los observados en la deuda pública. No se descarta que en los próximos meses se registre una mayor dispersión de estos rendimientos, que dependerá del *rating* y del grado de subordinación de los activos, y que puede exacerbarse en aquellos con peor riesgo de crédito. En un escenario de tipos de interés reducido como el vigente hasta hace unos meses, muchos activos con riesgo de crédito elevado habían experimentado fuertes alzas en sus precios favorecidos por el fenómeno de la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), que había presionado su rentabilidad a la baja ante la escasez de rendimiento en los activos sin riesgo. Dada la normalización del contexto de tipos que se está produciendo, es muy probable que esta situación se revierta y los activos objeto de estas estrategias sufran ajustes en sus precios.
- **Se ha incrementado de forma notable el riesgo de mercado de los activos de deuda. Este riesgo es mayor en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y de la deuda subordinada,** puesto que sus primas de riesgo de crédito tienden a incrementarse aún más en un contexto de tipos al alza y su liquidez suele ser más reducida. Asimismo, la estructura financiera de algunas compañías, que ya se había visto debilitada de modo significativo por la pandemia, podría acusar aún más las alzas de tipos, por lo que las primas exigidas a su deuda dependerán en gran medida de la evolución económica y de su sensibilidad al incremento de los costes financieros. Así, aquellas compañías con mayores dificultades para mantener sus niveles de actividad y que cuenten con una estructura financiera más débil y mayor apalancamiento podrían tener problemas para obtener financiación a un coste razonable. Asimismo, una situación parecida podría llegar a acontecer

<sup>54</sup> Los rendimientos de la curva de deuda española presentan valores positivos a partir del plazo de 6 meses. Asimismo, en el mercado primario todas las subastas presentaron tipos positivos, salvo la de letras a 3 meses. Las letras a 6 meses obtuvieron por primera vez en los últimos años un rendimiento medio positivo del 0,117 % en la subasta del 5 de julio.

<sup>55</sup> Aunque una parte de los bonos corporativos, e incluso los pagarés de empresa, ha estado incluida en los programas de compras de deuda corporativa del BCE, desde finales de 2021 la deuda corporativa dejó de presentar rendimientos negativos en los mercados secundarios.

<sup>56</sup> En el caso de EE. UU. los tipos a 10 años aumentaron casi 150 p.b. en el semestre, hasta finalizar en el 2,97 %, si bien a lo largo de este alcanzaron valores cercanos al 3,5 %.

<sup>57</sup> En el caso de la deuda española, los tipos a 10 años alcanzaron su nivel más alto desde el segundo semestre de 2014, mientras que en el caso de la deuda alemana se situaron en valores no observados desde el primer semestre del mismo ejercicio.

<sup>58</sup> La deuda corporativa presenta mayor dispersión en sus rendimientos en función del tipo de activo (deuda *senior* o subordinada), su calificación crediticia y de su condición de formar parte o no del rango de activos elegibles para las compras del BCE.

en aquellas economías más vulnerables, con mayores niveles de deuda e importantes desequilibrios fiscales, pues el alza de los tipos de interés supondrá un incremento significativo del servicio de la deuda.

Con base en lo anterior, hay que reiterar los efectos potenciales del previsible aumento de las primas de riesgo exigidas por el mercado sobre los precios y la valoración de algunos activos, circunstancia que es relevante en ciertas carteras de fondos —especialmente de renta fija—, que, en ocasiones, están expuestas a activos poco líquidos<sup>59</sup>, complejos y con calificaciones crediticias por debajo del grado de inversión.

### Riesgo de crédito: verde

- **Las primas de riesgo tanto del sector público como del sector privado, que se habían mantenido en niveles reducidos durante 2021 al contar con el apoyo específico de los programas de compra del BCE<sup>60</sup>, fueron aumentando progresivamente conforme avanzaba el semestre y se tenía conocimiento de la finalización<sup>61</sup> de estos programas.** Dentro de esta tendencia cabe destacar el repunte notable de las primas de riesgo en mayo y junio, que se moderó tras anunciar el BCE que estaba trabajando en una herramienta que limite la fragmentación financiera en la zona euro con el fin de no perjudicar la transmisión de la política monetaria. La aprobación de esta herramienta, conocida como TPI, llegó a finales de julio<sup>62</sup>. La prima de riesgo española —medida como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania— se situaba al cierre de junio en 109 p.b. (77 p.b. a principios de año), tras un máximo en el ejercicio superior a 135 p.b. registrado a mediados del mismo mes (véase gráfico 11).
- **Las primas de riesgo de las entidades del sector privado también aumentaron progresivamente a lo largo del semestre.** Esta tendencia se enmarca, como ya se ha comentado, en un momento de: i) finalización de los programas de compras de deuda del BCE, que se han extendido a la deuda emitida tanto por los bancos<sup>63</sup> como por las sociedades no financieras<sup>64</sup>, y ii) elevada incertidumbre y expectativa de deterioro de la situación económica en los próximos meses. En este contexto, es previsible un repunte de la morosidad de las entidades financieras, así como un incremento de los costes de financiación de las empresas. La media de los CDS de los bancos se situaba a finales de junio en 122 p.b., 58 p.b. por encima de los valores de principios de año; mientras que la media de los CDS de las sociedades no financieras lo hacía en 87 p.b., 36 p.b. más que a comienzos de año y en niveles similares a los del primer semestre de 2020, cuando estalló la pandemia.

<sup>59</sup> Las abundantes compras de deuda corporativa y de algunos tipos de deuda emitida por las entidades financieras, tanto en el mercado primario como en el secundario, realizadas por el BCE podrían haber afectado a la liquidez de algunas emisiones con volúmenes más reducidos o cuya propiedad se halle concentrada en un escaso número de inversores.

<sup>60</sup> El BCE ha adquirido deuda pública española a través de sus programas de compras de activos PSPP y PEPP, acumulando a finales de mayo un saldo cercano a 503.000 millones de euros, más del 43 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo.

<sup>61</sup> El programa PEPP concluyó en junio como estaba previsto y las compras bajo el programa PSPP fueron reduciendo progresivamente su cuantía hasta que a principios de junio el BCE anunció también la finalización de este programa el 1 de julio.

<sup>62</sup> Véase el epígrafe «Contexto de tipos de interés».

<sup>63</sup> El BCE ha mantenido varios programas específicos de compras de títulos emitidos por entidades financieras como las cédulas hipotecarias (CBPP3) y las titulizaciones (ABSPP), que acumulaban hasta junio compras por importe de 301.244 y 25.589 millones de euros, respectivamente, de las cuales el 38 % y el 72 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba hasta mayo cédulas hipotecarias por 6.007 millones de euros adquiridos al amparo del programa PEPP.

<sup>64</sup> El BCE ha mantenido un programa específico de compras de deuda corporativa (CSPP) —que se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior)— y que acumulaba a finales de junio compras por importe de 344.185 millones de euros, de las cuales casi el 24 % fue adquirido en el mercado primario. Además, hasta mayo acumulaba bonos corporativos y pagarés por importe de 41.825 y 4.352 millones de euros, respectivamente, adquiridos en el marco del programa PEPP.

- **La calidad crediticia de los emisores privados españoles no mostró cambios significativos en el primer trimestre de 2022 y la mayor parte de la deuda española continuó siendo de alta calidad.** Así, el 89,7 % de la deuda pertenecía al grupo de grado de inversión —o *investment grade*—, frente al 89,4 % en diciembre, destacando la mayor calidad crediticia de la deuda del sector financiero frente a la de las sociedades no financieras<sup>65</sup> (el 91,8 % del saldo total en circulación del primero tiene grado de inversión, mientras que en el sector no financiero es del 79,3 %). En ambos sectores esta proporción se incrementó ligeramente en el primer trimestre, por el aumento en valor absoluto de los activos con esta calificación y la disminución de los activos *high yield*. Por su parte, la proporción de deuda privada que, teniendo grado de inversión, se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield* fue del 10,9 % en el primer trimestre del año, ligeramente por debajo de la observada en trimestres anteriores (11,2 % en septiembre y diciembre de 2021). Además, se detectó una mejora crediticia de activos de las instituciones financieras no monetarias, que pasaron de tener calificación *high yield* a *investment grade*. Así, la relevancia de la deuda *high yield* descendía hasta el 10,3 % del total en marzo de 2022 (10,6 % en diciembre).
- **Sin embargo, la concurrencia de varias circunstancias en el contexto actual puede aumentar la percepción del riesgo de crédito de las compañías.** Algunas como, por ejemplo, las que tienen que ver con la finalización de los programas de compra de deuda del BCE ya están teniendo un cierto reflejo en los mercados. Otras tienen que ver con la posibilidad de que reaparezca la fragmentación entre los distintos emisores en función de sus calificaciones crediticias, lo cual es especialmente relevante en el ámbito de los emisores *high yield*, que se habían visto beneficiados estos años pasados por las estrategias de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en el contexto de tipos reducidos. También cabe tener presente que las calificaciones y primas de riesgo analizadas corresponden en su mayoría a compañías de tamaño grande o mediano, que disponen de una mayor capacidad financiera para afrontar situaciones complejas.

Finalmente, la conclusión de las medidas de apoyo a las empresas, como los avales públicos y las moratorias, adoptadas durante la pandemia por las autoridades en un contexto de deterioro de la actividad económica, puede agravar los problemas financieros de muchas sociedades y elevar los niveles de morosidad en los próximos meses. En consecuencia, se identifica un riesgo de crédito creciente<sup>66</sup>, que puede dar lugar a procesos de reestructuración financiera<sup>67</sup>, especialmente en compañías de menor tamaño, como las pymes, o de sectores que aún no han conseguido recuperarse de los efectos de la pandemia.

- **La financiación a los sectores no financieros de la economía<sup>68</sup>, que había finalizado 2021 con un avance anual del 1,8 %, continuó desacelerándose en 2022 hasta una tasa del 0,8 % en mayo.** Esta evolución se explica por la progresiva ralentización del crecimiento de la financiación a las sociedades no financieras en lo que va de año, que no se ha visto compensado por el crecimiento de la financiación a los hogares. La financiación a las sociedades financieras, que finalizó 2021 con un aumento del 2,4 %, se moderó hasta situarse en el 0,4 %. Esta evolución tuvo su origen en la disminución de la financiación vía valores de deuda, que se situó en el 4,1 % —su valor más bajo en los últimos dos años—, y en la caída de los préstamos exteriores<sup>69</sup>. En cambio, la variación del

<sup>65</sup> Desde la crisis del COVID-19, se observa un deterioro progresivo de la calidad crediticia de la deuda de los emisores no financieros: la proporción de deuda *investment grade* se ha reducido desde el 90 % del saldo total en marzo de 2020 hasta el 79 % en marzo de 2022.

<sup>66</sup> La morosidad del crédito privado residente se situó en abril en el 4,19 %.

<sup>67</sup> El Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, cuyo objetivo era aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia empresarial de compañías no financieras afectadas por la pandemia, concluyó su actividad en junio tras haber aprobado 30 operaciones de apoyo por un importe total de 3.255,8 millones de euros, un 60,3 % del importe total solicitado.

<sup>68</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>69</sup> Su tasa interanual fue negativa en mayo, cuando alcanzó el 2,1 %.

crédito pasó del 0,8 % en diciembre al 1,1 % en mayo, tras un primer trimestre registrando tasas negativas. Por su parte, el aumento de la financiación a los hogares se explica tanto por el mantenimiento de la recuperación del crédito para la adquisición de vivienda, que crece a tasas interanuales cercanas al 1 % (apoyado en la expansión del mercado inmobiliario), como por la ampliación del crédito al consumo, que hasta mayo crecía en promedio a tasas cercanas al 6 % interanual.

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

- **Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en la primera mitad de 2022 alcanzaron 60.062 millones de euros, un 24,2 % más que en el mismo semestre de 2021 y el importe más elevado en este periodo desde 2016.** Este avance tuvo su origen en la intensa actividad emisora del primer trimestre, que compensó el descenso de la actividad observado en el segundo, concentrándose en emisiones de cédulas hipotecarias, bonos de titulización y, en menor medida, pagarés de empresa. El comportamiento más débil correspondió a las emisiones de bonos simples, que han acusado el descenso de la actividad emisora de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), tradicionalmente un emisor activo al comienzo del ejercicio. Por otro lado, las emisiones de renta fija efectuadas por las compañías españolas en el exterior se situaron en 45.316 millones de euros<sup>70</sup> hasta mayo, un importe reducido en relación con años previos. Así, a falta de datos del mes de junio, es probable que el importe de las emisiones de deuda realizadas en el exterior se sitúe algo por debajo del registrado en la CNMV en el semestre. La relevancia de estas emisiones foráneas dentro del total efectuado por parte de los emisores españoles ha sido creciente durante buena parte de los últimos años hasta el inicio de la pandemia en 2020, momento a partir del cual ha mostrado una mayor variabilidad.

La ralentización de la actividad emisora de deuda del segundo trimestre se explica por el incremento de los costes financieros, así como por la volatilidad de los mercados, y por haber cubierto las compañías en 2021 buena parte de sus necesidades de financiación ante la perspectiva de un próximo endurecimiento de los costes de esta. Asimismo, en los mercados de renta variable, a finales de julio tuvo lugar la salida a bolsa de la compañía de energías renovables Opdenenergy mediante una oferta pública de venta (OPV), con una valoración cercana a 500 millones de euros. Esta es la primera salida a bolsa de una compañía en el mercado continuo en el año, ya que las elevadas incertidumbre y volatilidad han retrasado los procesos de nuevas incorporaciones. No obstante, se observa un grado de dinamismo mayor en el mercado alternativo BME Growth, en el que en lo que va de año se han incorporado 6 nuevas compañías que han captado capital por importe de 407 millones de euros.

- **El importe de las emisiones verdes, sociales, sostenibles o vinculadas a la sostenibilidad<sup>71</sup> (ASG) efectuadas por emisores españoles ha descendido de forma significativa en el primer semestre del año.** Este se situó en 6.023 millones de euros (cerca de un 9 % de las emisiones de deuda a largo plazo), aproximadamente un 25 % menos que en el

<sup>70</sup> Las emisiones de deuda a largo plazo representaron el 56 % y el resto correspondió a pagarés.

<sup>71</sup> Se consideran bonos verdes aquellos destinados a financiar o refinarciar exclusivamente, en su totalidad o en una parte, una combinación de proyectos nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Verdes (GBP). Los bonos sociales están destinados a proyectos sociales nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Sociales (SBP), mientras que los bonos sostenibles son aquellos dedicados a financiar o refinarciar exclusivamente la combinación de ambos, proyectos verdes y sociales. Por su parte, los bonos vinculados a la sostenibilidad son cualquier tipo de bono cuyas características financieras o estructurales puedan variar dependiendo de si el emisor alcanza, o no, ciertos objetivos predefinidos de sostenibilidad o ASG.

mismo periodo de 2021. El 56 % de este importe fue emitido por instituciones financieras y el 44 % restante, por sociedades no financieras, lo que supuso un fuerte avance de estas últimas, que el año previo concentraban el 30 % del total. Dentro de estas destacaron las emisiones realizadas por las empresas del sector de la energía y las *utilities* (62 %) y del de telecomunicaciones (38 %). En cuanto a la tipología de las emisiones, fue especialmente notable el incremento de la importancia relativa de las emisiones sostenibles y, en menor medida, de las sociales, situándose ambas en el 17 % del total en el primer semestre de 2022 (1 % y 12 % en el mismo periodo de 2021, respectivamente). Aunque la proporción de las emisiones de bonos verdes sigue siendo mayoritaria (58,4 % del volumen emitido), esta disminuyó con respecto a la del primer semestre de 2021, cuando era del 87 %. Finalmente cabe destacar que el grueso de estas emisiones, en torno al 80 %, se realiza en mercados foráneos.

- **La capacidad de financiación de la economía española se situó cerca de 260 millones de euros en abril<sup>72</sup>, por debajo de los casi 1.500 millones de euros registrados en el mismo periodo de 2021.** Este comportamiento estuvo condicionado por el déficit por cuenta corriente de 500 millones de euros alcanzado debido al fuerte incremento hasta 3.200 millones de euros del déficit de bienes (frente al superávit de 1.300 millones de euros del año anterior). La evolución de este último se explica por el fuerte crecimiento de las importaciones (35 % interanual), frente al 20 % de las exportaciones. El déficit comercial se vio compensado parcialmente por el superávit de los servicios, donde destacó la mejora del superávit turístico, que alcanzó 4.700 millones de euros (frente a 300 millones del mismo periodo de 2021). Asimismo, las rentas primaria y secundaria acumularon un déficit de 2.000 millones de euros (frente a los 700 millones de 1 año antes), mientras que la cuenta de capital mejoró su superávit hasta 700 millones de euros. Por otro lado, en términos acumulados de 12 meses, la capacidad de financiación alcanzó 18.200 millones de euros, por encima de los 15.900 millones de euros del mismo periodo de 2021.
- **Los depósitos de los hogares crecieron un 6,1 % interanual en mayo, mientras que los de las empresas no financieras lo hicieron un 4,6 %**, hasta situarse en 984.800 y 311.500 millones de euros, respectivamente, su máximo histórico en el primer caso y valores próximos a este en el segundo. Tanto los hogares —cuyos depósitos crecieron todos los meses de 2021 salvo en agosto— como las empresas han continuado acumulando liquidez en depósitos en el periodo más reciente: entre ambos, más de 70.000 millones de euros en los últimos 12 meses<sup>73</sup>. Estos parecen haber ralentizado o retrasado sus decisiones de consumo e inversión en el presente contexto, marcado por el fuerte aumento de la inflación, el aumento de los costes de financiación y una incertidumbre elevada.
- **La deuda consolidada de los hogares y las sociedades no financieras se situó en el 157,9 % del PIB en el primer trimestre de 2022<sup>74</sup>, hasta totalizar 1,95 billones de euros, 4,5 p.p. por debajo del nivel de deuda registrado a finales de 2021**, pero todavía 7,9 p.p. por encima del nivel del último trimestre de 2019 cuando aún no había comenzado la pandemia. La deuda de los hogares representó el 57,0 % del PIB, mientras que la de las empresas alcanzó el 100,9 %. Asimismo, la riqueza financiera de los hogares alcanzó 2,65 billones de euros (215,0 % del PIB), un 1,1 % menos que al cierre del año anterior, mientras que en términos netos la cifra fue de 1,90 billones (153,7 % del PIB), un 1,3 % por debajo del valor de diciembre (pero un 4,8 % por encima de la del mismo periodo de 2021).

<sup>72</sup> Según datos del Avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

<sup>73</sup> Esta liquidez proviene parcialmente de la desinversión en depósitos a plazo y en renta fija. Véanse los datos sobre la situación de los hogares descritos en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

<sup>74</sup> Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española publicadas por el Banco de España.



- **La contratación media diaria del mercado continuo se recuperó en el primer semestre de 2022**, hasta situarse en 1.650 millones de euros, favorecida por el aumento de la volatilidad. Este nivel es un 12,4 % superior al del mismo periodo del año anterior y también se sitúa por encima del promedio de todo el ejercicio 2021 (1.449 millones de euros). Los datos promedios del segundo trimestre del año (1.597 millones de euros) indican que la negociación diaria retrocedió ligeramente, un 6,2 % menos, respecto al primer trimestre.

La negociación total de acciones españolas en el primer semestre del año se situó en 430.000 millones de euros, un 22,7 % más que en el primer semestre de 2021. De este importe, cerca de 206.000 millones se negociaron en BME (un 11,3 % más) y el resto, en centros de negociación distintos de BME<sup>75</sup>. El hecho de que la negociación en estos últimos se incrementara con más intensidad (35,5 %) —lo cual suele ocurrir en periodos de alta volatilidad— hizo que la cuota de mercado de estos centros alternativos superara ligeramente el 51 % de la negociación total de los valores<sup>76</sup> (este porcentaje fue del 47 % en el conjunto de 2021). Otras fuentes de información alternativas —en particular, las proporcionadas por BME a partir de los datos de Liquidmetrix— apuntan a una cuota de mercado de BME en la negociación de los valores superior, del 68,5 % en el primer semestre del año. La diferencia se explica por el volumen de negociación en los centros exteriores, que es considerablemente inferior en la información proporcionada por Liquidmetrix.

Por otro lado, la contratación de acciones españolas realizada a través de internalizadores sistemáticos siguió descendiendo hasta situarse en la primera mitad del año por debajo del 5 % de la negociación total de los valores españoles<sup>77</sup>, 1,6 p.p. menos que en el conjunto de 2021. Esta tendencia representa un avance significativo en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación realizada bajo reglas discrecionales hacia centros de negociación que utilizan reglas no discrecionales.

- **El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del diferencial de precios *bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, pero se deterioró ligeramente en el primer semestre del año.** Lo mismo ocurrió en el caso del bono soberano español a 10 años, que mantiene un diferencial muy reducido en términos absolutos, pero ligeramente alcista debido, en parte, al entorno de alta volatilidad (véase gráfico 15). En términos relativos la horquilla se ha reducido ligeramente debido al propio aumento de los tipos de interés.
- **Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de España y de la zona euro disminuyeron en el primer semestre del año.** En el caso de los préstamos inferiores a 1 millón de euros, este diferencial pasó de -10 p.b. en diciembre a -13 p.b. en mayo (es decir, los préstamos a empresas de la zona euro muestran de media unos tipos de interés más elevados que en España y esta diferencia se ha ampliado). En el caso de los préstamos de importes superiores, este diferencial disminuyó desde -8 p.b. hasta -23 p.b. (con un mínimo anual de -34 p.b. en abril). Por otro lado, la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre del año mostró que los criterios de concesión de préstamos se endurecieron para las empresas tanto en España como en la zona euro, en un contexto de aumento moderado de las peticiones de préstamos y de mayor preocupación como consecuencia de los riesgos asociados a la crisis energética y a la guerra en Ucrania. Este incremento de los riesgos puede anticipar una contracción de la oferta en el segundo trimestre tanto en España como en la zona euro.

<sup>75</sup> Información calculada con datos obtenidos del proveedor de información financiera Bloomberg.

<sup>76</sup> Negociación total entendida como aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales.

<sup>77</sup> Definiendo *negociación total* como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos.

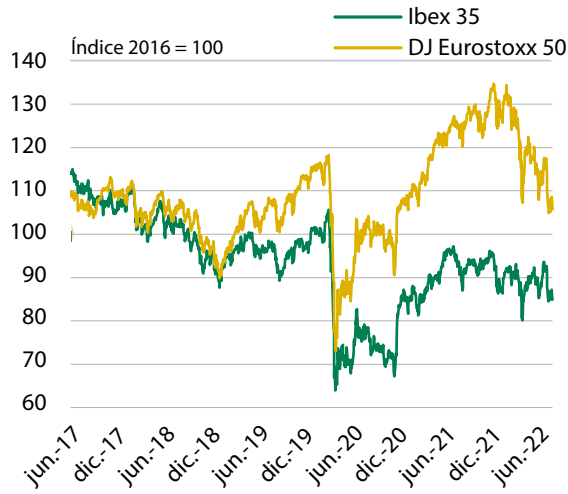
Finalmente cabe señalar que el proceso de aumento de los tipos de interés se produce en un momento particularmente desfavorable para las familias debido al repunte de la inflación, siendo relevante que la proporción de préstamos a tipo de interés variable en España es superior a la media de la zona euro.

### Riesgo de contagio: naranja

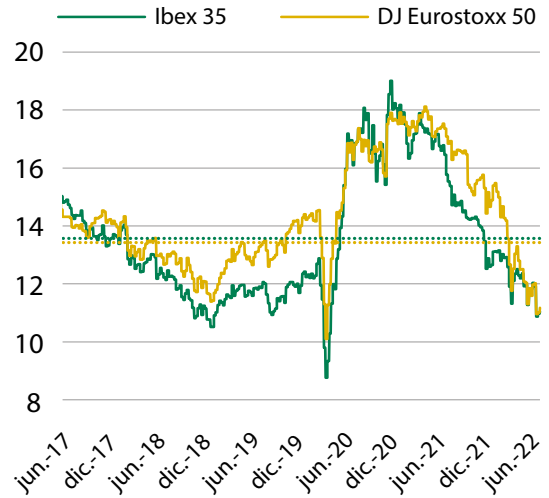
- **La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles ha experimentado ciertos altibajos a lo largo del primer semestre del año, aunque en general ha tenido una evolución descendente desde finales de enero.** A pesar de ello, el valor medio semestral de la correlación se situó en 0,33, por encima de los valores medios del conjunto de 2021 (0,26). Los descensos de la correlación se observaron, sobre todo, a partir de marzo, destacando también la variabilidad del indicador en junio, en momentos de turbulencias en los mercados. La mediana de estas correlaciones finalizó dicho mes en torno a 0,23. Los valores mínimos y máximos de estas correlaciones disminuyeron su diferencia desde enero: de hecho, no se observan diferencias tan bajas desde marzo de 2020. Los mínimos pasaron de valores en torno a -0,43 algunos días de enero a valores positivos (cerca de 0,01) a finales de junio y los máximos descendieron de 0,81 en enero a 0,63 en junio. La correlación entre los distintos sectores también registró altibajos a lo largo del semestre, entre los que destacan especialmente los identificados entre la deuda soberana y la renta variable y, en menor medida, entre la deuda soberana y la renta fija privada. Aunque la tendencia general es de descenso en los precios de los activos tanto de renta fija como de renta variable, el fuerte aumento de la volatilidad de estos últimos en momentos específicos genera esta variabilidad en los indicadores de correlación. Cabe recordar que la probabilidad de contagio es inferior con niveles de correlación más bajos y que, además, las bajas correlaciones facilitan la diversificación de las carteras.
- **La correlación entre la rentabilidad del bono soberano español a 10 años y el resto de los bonos soberanos europeos se mantuvo en niveles elevados todo el semestre (excepto con el rendimiento del bono griego).** La correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos se mantuvo estable y en niveles altos, en torno a 0,98 desde finales de enero (véase gráfico 32). Esto se diferencia de otros periodos pasados de incertidumbre, en los que se observó con frecuencia un descenso de la correlación entre el rendimiento de la deuda española y la de los países *core* provocado por un tensionamiento de las primas de riesgo de los países periféricos de Europa frente a la de los países más sólidos en términos financieros. Por su parte, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos fluctuó más que la anterior. Tras comenzar el año en niveles cercanos a 0,60 (debido a la correlación negativa entre el bono español y el griego a finales de 2021), se observó un incremento significativo en pocas semanas hasta valores superiores a 0,90, sobre los que osciló el resto del semestre, pero siempre en niveles muy altos. Esta oscilación del indicador con los países periféricos vino determinada, en mayor medida, por la correlación entre el bono español y el griego y, en menor medida, con el irlandés, ya que la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y el italiano y el portugués es muy alta y estable, en torno a 0,99.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

### Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

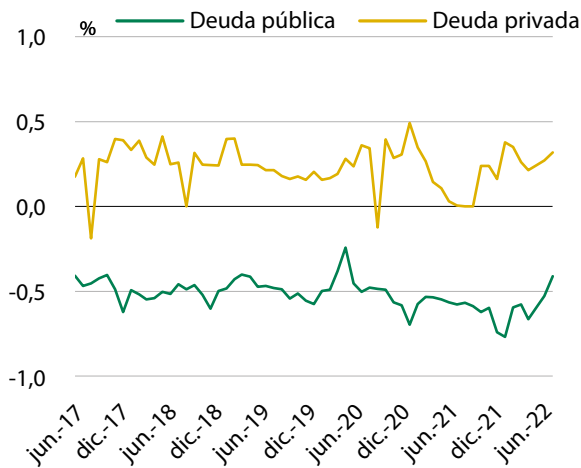


### Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

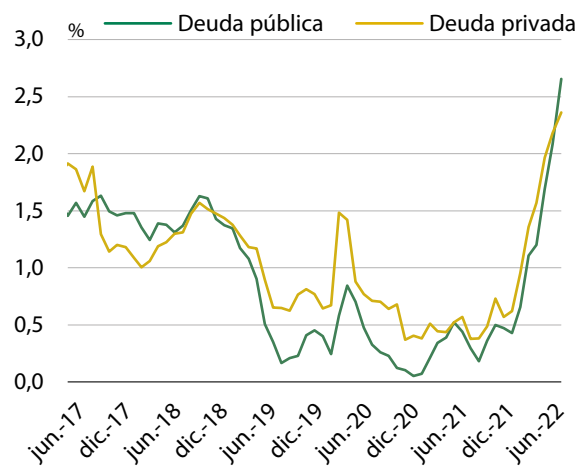


Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

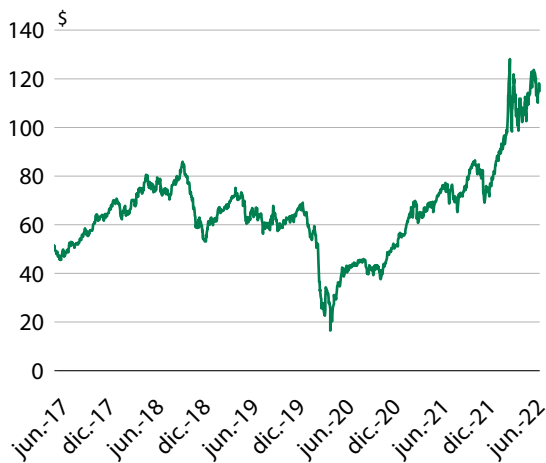
### Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)



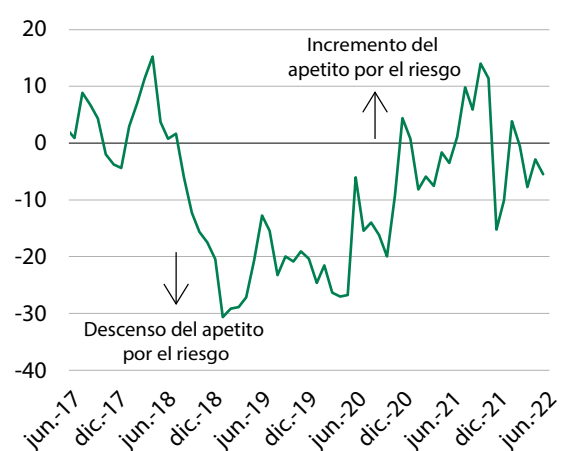
### Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)



### Gráfico 7: Precio del petróleo

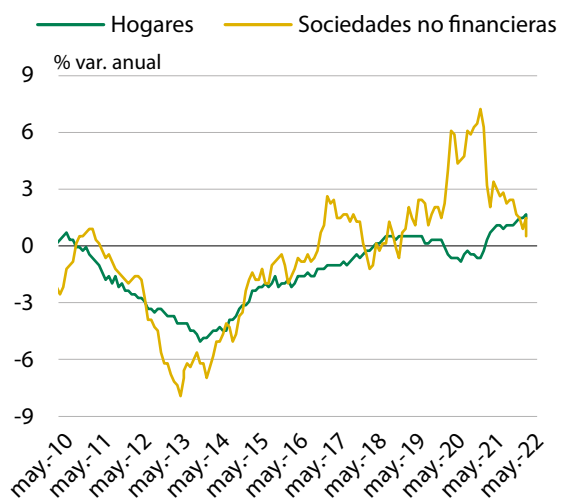


### Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)

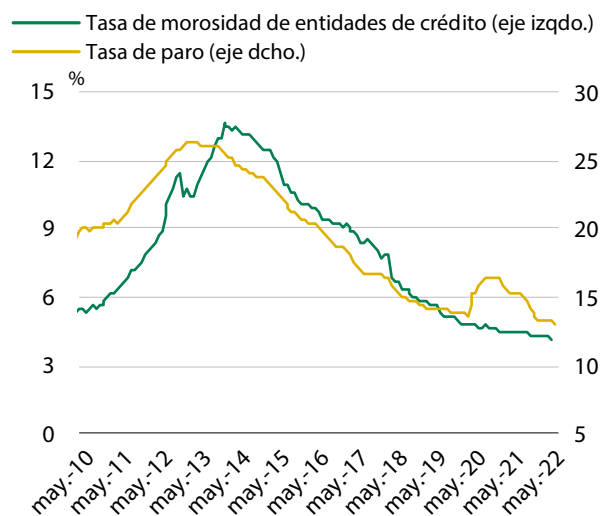


## Riesgo de crédito: nivel verde

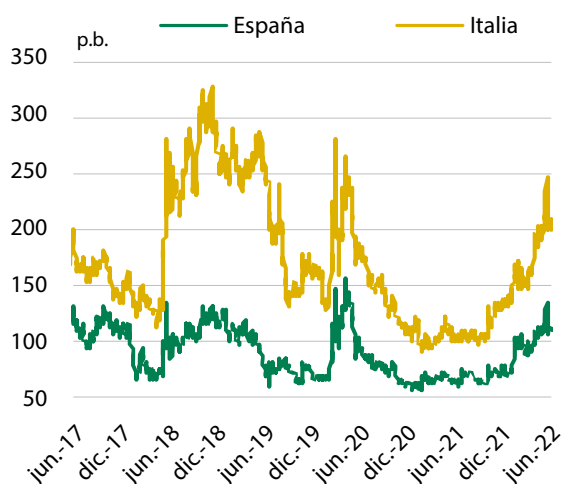
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



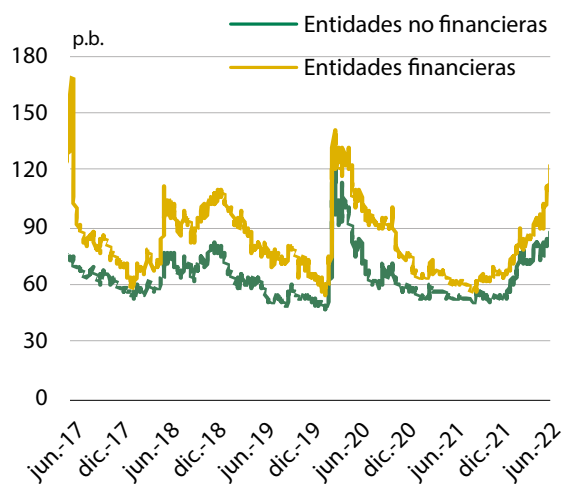
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



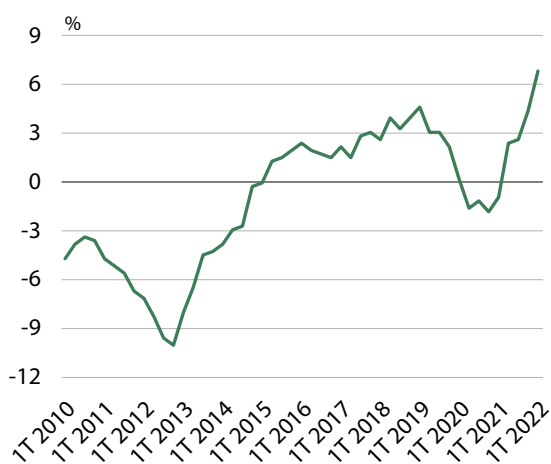
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



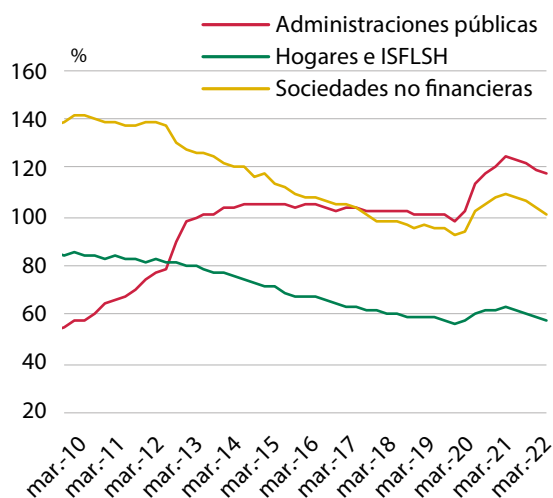
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

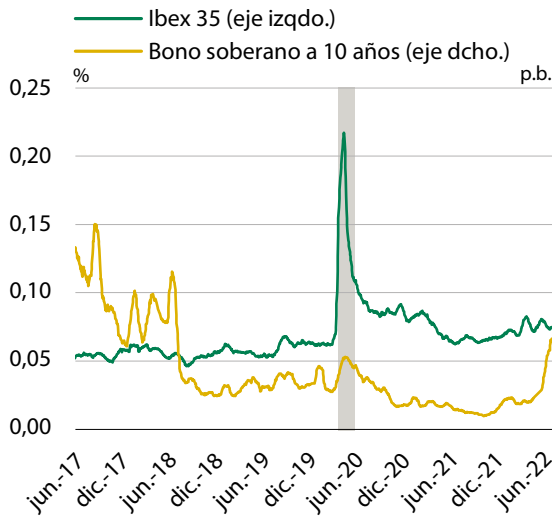


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



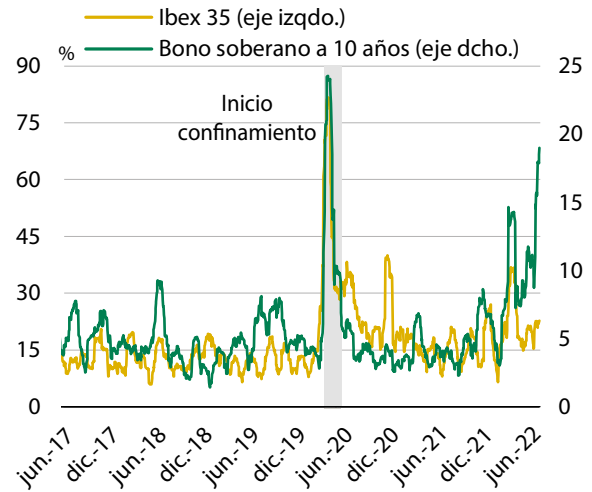
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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



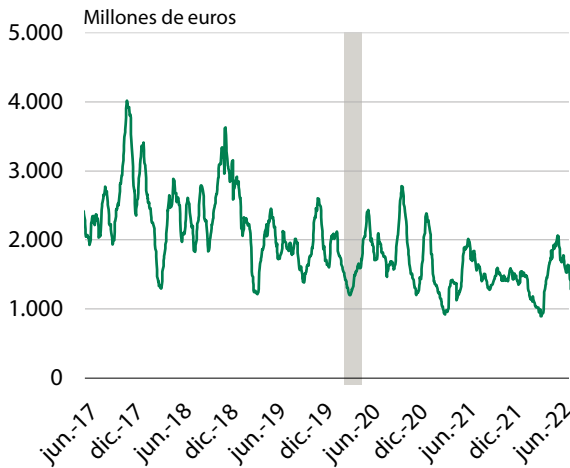
El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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



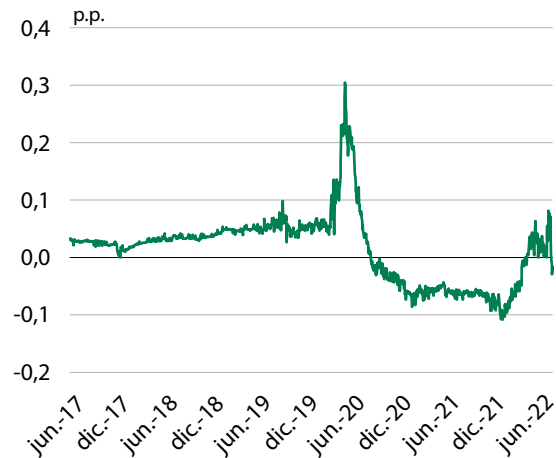
El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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

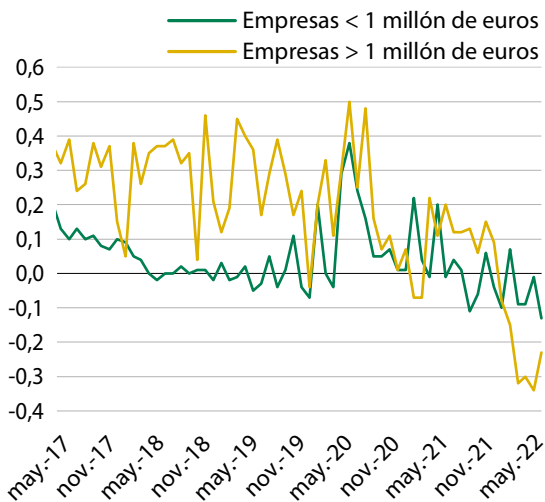


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

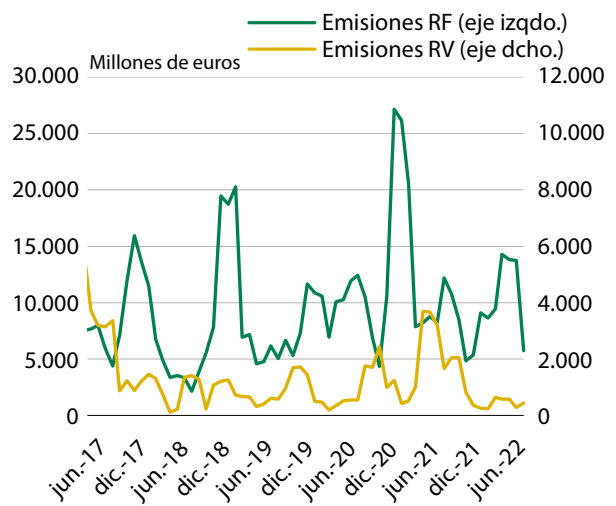
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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



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



## Riesgo macroeconómico: nivel naranja

Gráfico 21: PIB (var. interanual)

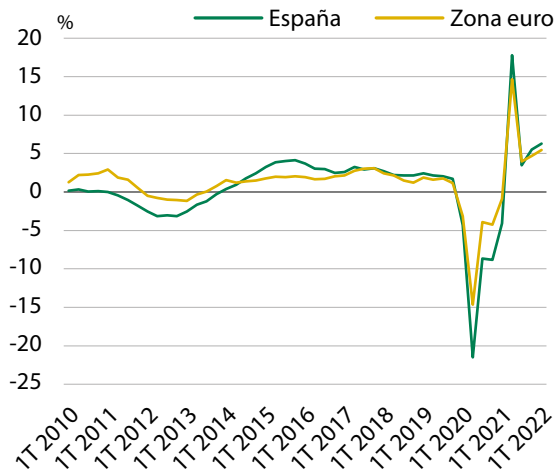


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)

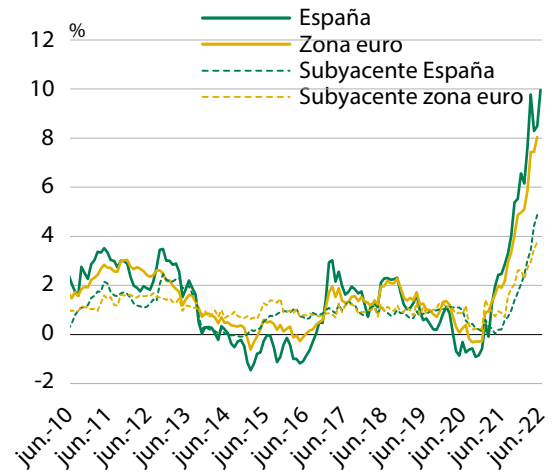


Gráfico 23: Empleo (var. interanual)

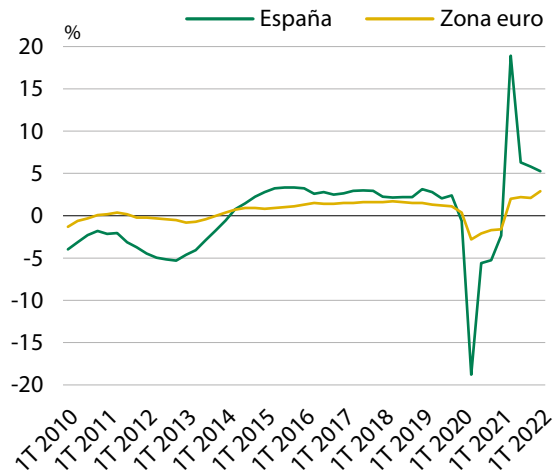
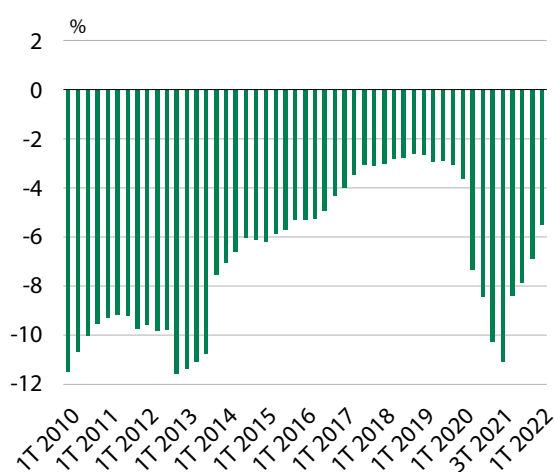


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico 25: Tipos de cambio

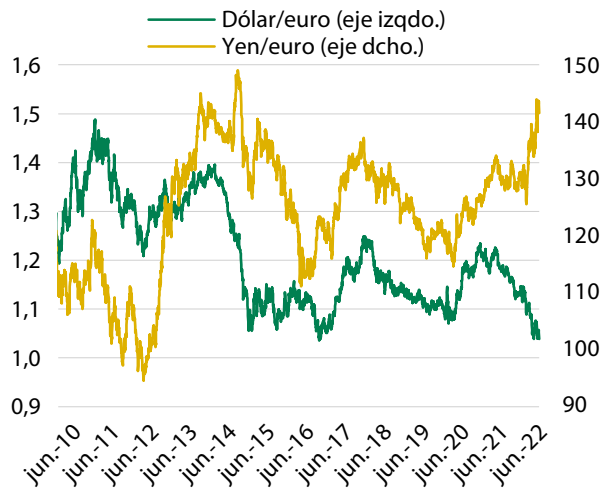
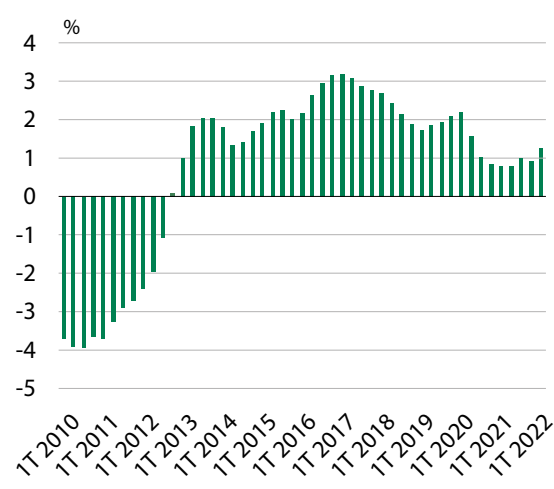
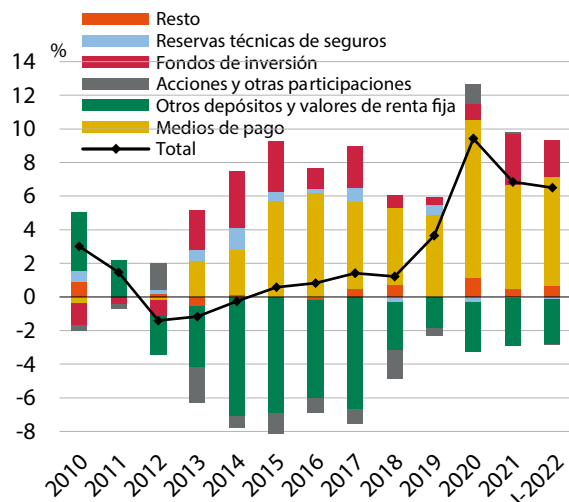


Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



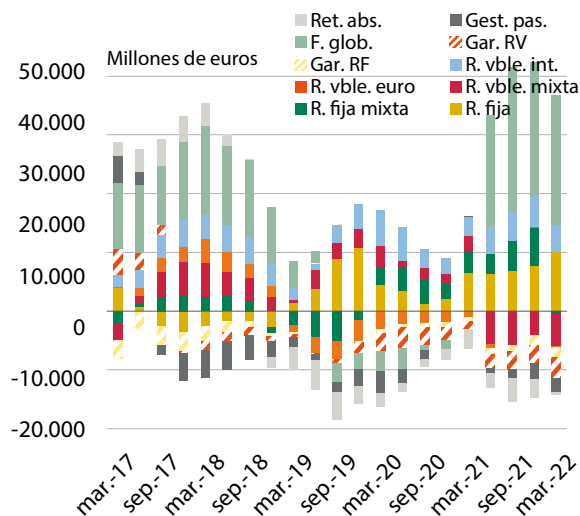
## Inversores

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



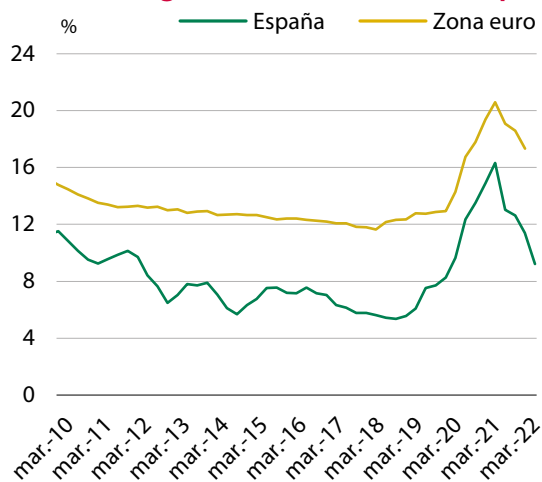
Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**

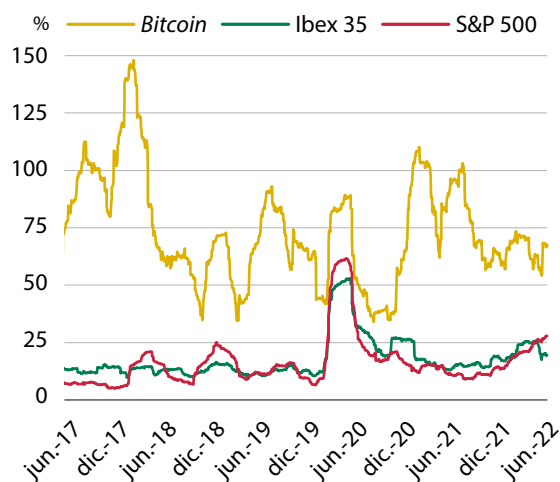


Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 29: Hogares: ahorro (% renta disp.)**

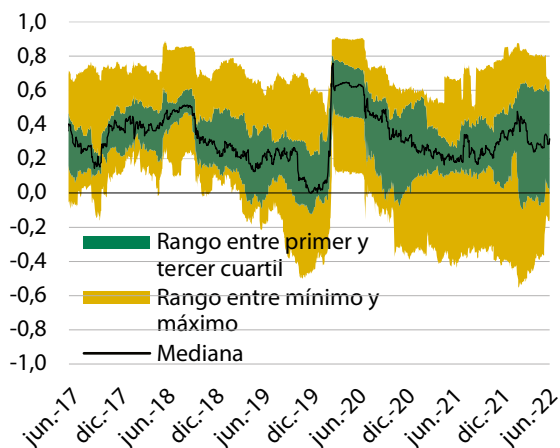


**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

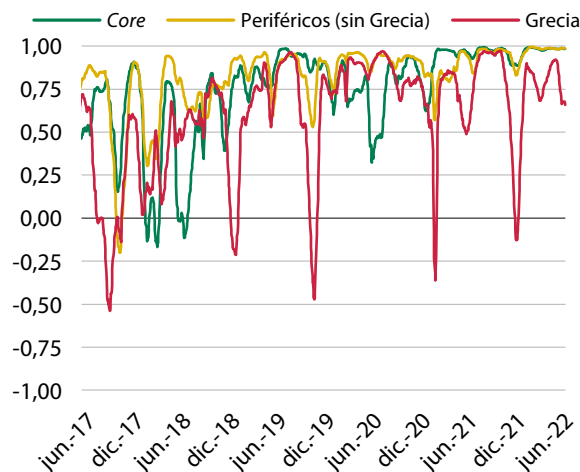


## Riesgo de contagio: nivel naranja

**Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos**



**Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años 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 para obtener 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 euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse 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 una mayor 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, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

**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 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 y asociar esta posición a 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 periodo 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 incluye 43 indicadores<sup>78</sup>, 5 de los cuales elabora 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, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que los componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que, hasta que este no se publica, el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, véase Cambón, M.I. (2015). «Identificación de

<sup>78</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

**Volatilidad histórica del bitcoin (gráfico 30):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.

**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 31).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son 6: 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 un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría derivar 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 sistémico.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos (gráfico 32).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de 3 meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica, y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.