



# Nota de Estabilidad Financiera

Nº 4 Octubre 2017



# **Nota de Estabilidad Financiera**

**Nº 4 Octubre 2017**

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 trimestre, 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

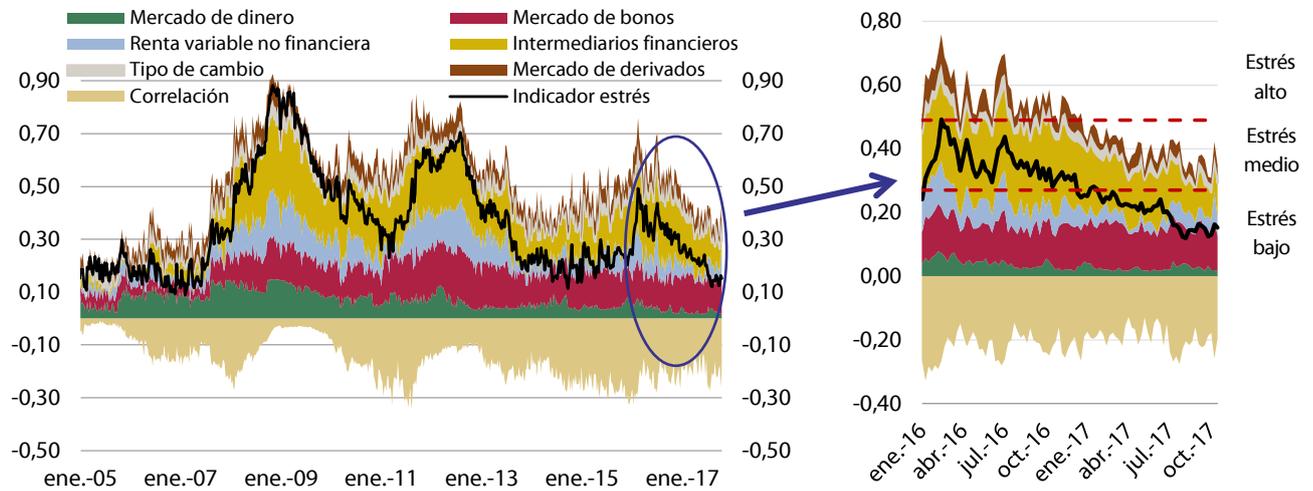
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ El estrés de los mercados financieros españoles permaneció en niveles mínimos durante los meses de verano pues los mercados mostraron una elevada estabilidad y no se vieron alterados por factores como el todavía reciente proceso de resolución de Banco Popular o los atentados terroristas de Barcelona. En octubre<sup>1</sup>, el indicador registró un leve repunte, probablemente relacionado con la crisis política en Cataluña, pero que no fue de gran magnitud pues los descensos de las cotizaciones y el incremento de la volatilidad no fueron tan severos como en periodos de crisis anteriores. Por ahora, el nivel de estrés más elevado se mantiene en el segmento de renta fija debido al incremento de la volatilidad y al empeoramiento de la liquidez y se observa un ligero aumento del mismo en el segmento de renta variable.

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



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 14 (January (1)), 23-41 o Documento de Trabajo de la CNMV nº 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

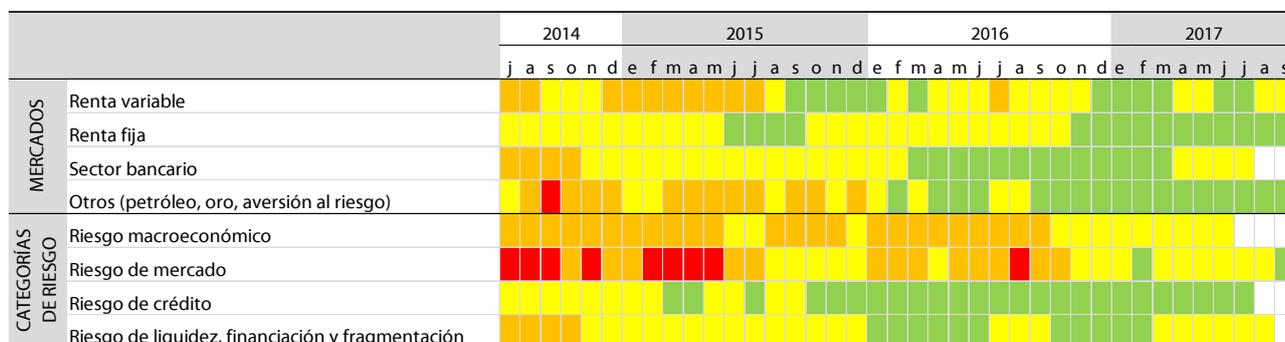


<sup>1</sup> La nota se ha cerrado con información hasta el 6 de octubre excepto para determinadas informaciones como el indicador de estrés (con datos hasta el 13 de octubre) o las previsiones del FMI.

- ✓ Aunque el nivel de estrés del sistema financiero no ha experimentado un incremento significativo en las últimas semanas, sí se observa un comportamiento divergente entre la evolución de los mercados financieros nacionales y la de otros mercados europeos, que evidencia el aumento de la incertidumbre relacionada con factores domésticos. Esta incertidumbre también ha propiciado un aumento de la correlación entre los precios de los activos españoles de diferente naturaleza. En este contexto, el Ibex 35 registraba un descenso del 1,4% desde principios de septiembre frente a las revalorizaciones de entre el 2,4% y el 6,7% de los índices europeos y, en los mercados de renta fija, la prima de riesgo se incrementaba levemente (hasta los 122 p.b.), mostrando un comportamiento relativo peor que el de otras economías europeas.
- ✓ Los principales riesgos que afronta el sistema financiero están relacionados con la posible pérdida de liquidez de algunos activos, sobre todo en los mercados de deuda, y con el elevado precio de una buena parte de ellos. El encarecimiento de los activos financieros se ha justificado, en parte, por la bonanza del crecimiento económico, por el deseo de los inversores de adquirir productos más rentables y por los programas de compras del BCE. Sin embargo, el aumento de las incertidumbres domésticas y el mantenimiento de las exteriores pueden acabar ejerciendo una presión bajista sobre estos precios a medio plazo. Otros riesgos de carácter más estructural están relacionados con la progresiva deslocalización de la emisión y la negociación de valores españoles en el exterior.
- ✓ En el ámbito macroeconómico, la economía española ha continuado a la cabeza de la zona del euro en relación con el crecimiento del PIB (3,1% en el segundo trimestre frente al 2,3% en la zona del euro) y con la creación de empleo. Este dinamismo de la actividad está permitiendo reducir la magnitud del déficit público hasta niveles que a finales de año podrían ser inferiores al 3% del PIB. Las estimaciones más recientes sobre la evolución de la actividad revelan que esta seguirá creciendo a tasas elevadas y por encima de los registros de la zona euro en el escenario central<sup>2</sup>. Sin embargo, diversas instituciones de prestigio indican que la crisis institucional en Cataluña ha aumentado los riesgos a la baja sobre estos pronósticos.

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

GRÁFICO 2



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

<sup>2</sup> En octubre, el FMI ha pronosticado un crecimiento del 3,1% este año y del 2,5% en 2018, frente al 2,1% y 1,9% previsto para la zona del euro.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- La evolución de la economía española sigue siendo positiva. En el segundo trimestre del año el PIB se incrementó un 0,9% respecto al trimestre anterior, tres décimas por encima del crecimiento de la zona del euro. En términos interanuales, la variación del PIB fue del 3,1% y del 2,3% respectivamente (gráfico 21). También continúa el proceso de creación de empleo, con un avance del 2,9% en el segundo trimestre, lo que ha permitido un descenso de la tasa de paro hasta el 17,2% (18,8% en el primer trimestre del año). En cuanto a la evolución de los precios, el indicador avanzado del IPC sitúa la inflación al cierre del tercer trimestre en el 1,8% interanual, dos décimas más que en agosto, debido principalmente al incremento de los precios de los alimentos frescos. Por su parte, la tasa subyacente, que excluye los alimentos frescos y la energía por su alta volatilidad, se mantuvo estable en el 1,2%, la misma tasa que en la zona euro (gráfico 22).
- En relación con las finanzas del sector público, los últimos datos de ejecución presupuestaria muestran que el déficit consolidado (excluidas las Corporaciones locales) se situó en el 2,3% del PIB hasta julio, ocho décimas menos que en el mismo periodo de 2016. El dinamismo de la actividad económica está permitiendo una reducción paulatina del déficit que podría finalizar el año cerca del 3%, en línea con los pronósticos incluidos en la última actualización del Programa de Estabilidad para el periodo 2017-2020. Una vez que el déficit público disminuya por debajo del 3% del PIB, el consejo de la UE podría dar por finalizado el proceso de déficit excesivo abierto a España en 2009, de forma similar a lo acontecido en otras economías europeas. La deuda pública, por su parte, se redujo una décima en el segundo trimestre, situándose en el 99,8% del PIB.
- Las previsiones de distintas instituciones, tanto nacionales como internacionales, confirman el buen comportamiento de la economía española, con un consenso en la expectativa de crecimiento para 2017 del 3,1% (la misma estimación que antes del verano) y de entre el 2,5% y el 2,7% en 2018. No obstante, existen factores que pueden presionar a la baja este crecimiento. Algunos de ellos son comunes a otras economías europeas como, por ejemplo, aquellos relacionados con el sector bancario y sus dificultades para elevar la rentabilidad en el actual contexto de tipos de interés o con el proceso del *brexit*. Otros son específicos, destacando los retos que plantea el aún elevado número de personas desempleadas, el alto endeudamiento que aún muestran algunos agentes y, con una importancia creciente, la incertidumbre relacionada con la crisis política en Cataluña.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- El entorno de tipos de interés continúa en niveles muy reducidos, al igual que en la zona del euro, si bien se observa un ligero aumento durante las últimas semanas que tiene origen en las incertidumbres nacionales. Así, por ejemplo, la rentabilidad del bono soberano a diez años se ha situado a principios de este mes de octubre en el 1,7% (1,5% a cierre del segundo trimestre) y la de las letras del Tesoro a tres meses en el -0,39% frente al -0,44% de finales de junio. Los riesgos que introducen unos niveles tan reducidos, incluso negativos, en los tipos de interés son diversos: (i) los inversores tienen más dificultades para tomar sus decisiones de inversión debido a la escasez de activos de mayor rentabilidad y riesgo limitado, (ii) los agentes con necesidades de financiación pueden endeudarse en condiciones más favorables, pero algunos de ellos pueden alcanzar apalancamientos excesivos y (iii), finalmente, los bancos experimentan dificultades para incrementar su margen de intereses. A continuación se proporcionan algunas de las tendencias más recientes en relación con las decisiones de inversión de los hogares y con la evolución del sector bancario.
- En cuanto a los hogares, durante los meses centrales del año han continuado las tendencias a, por una parte, incrementar las posiciones líquidas y, por otra, perseguir mayores rentabilidades a través de la asunción de mayores riesgos. Así, como viene sucediendo desde 2013, se produjo una desinversión notable en depósitos a largo plazo debido a las bajas rentabilidades que ofrecen, con una reducción desde enero hasta agosto del 14,7% (8,2% entre abril y agosto). Por el contrario, el volumen invertido en depósitos a la vista avanzó un 7,7% en el mismo periodo, mientras que el patrimonio de los fondos de inversión lo hizo un 7,5%. En el caso de estos últimos y como viene sucediendo desde mediados de 2016, las mayores entradas de recursos se produjeron en fondos con un nivel de riesgo relativamente elevado (fondos de renta variable o globales), posiblemente por la baja rentabilidad de los fondos más conservadores. La fuerte expansión de la industria de la inversión colectiva durante los últimos años ha hecho que sus magnitudes más importantes estén cerca (o por encima en algunos casos) de los niveles observados antes de la crisis.
- El mencionado entorno de bajos tipos de interés, unido a la consolidación de otras fuerzas competitivas aún en ciernes (*shadow banking*, *fintech*...), sigue lastrando el desarrollo del negocio bancario tanto en España como en la zona del euro. En el caso español, el entorno es más favorable gracias a la consolidación del crecimiento, que ha llevado a una disminución de la tasa de morosidad hasta el 8,4% (gráfico 10). Sin embargo, el sector no está exento de riesgos como lo pone de manifiesto el proceso de resolución del Banco Popular de principios de junio o la decisión de las entidades más importantes radicadas en Cataluña de trasladar su domicilio social a otras regiones del país debido a la incertidumbre existente. Por otra parte, el crédito bancario da síntomas de recuperación de forma localizada, pero el saldo total aún sigue condicionado por el proceso de desapalancamiento de numerosos agentes.

## Fuentes de incertidumbre política

- En el plano nacional la crisis institucional en Cataluña ha tenido, por el momento, un impacto limitado en los mercados financieros, aunque su rumbo ha empezado a divergir de la tendencia observada en otros mercados europeos de referencia. Así, el diferencial entre la rentabilidad del bono soberano español y la del alemán ha aumentado 13 p.b. desde el inicio de septiembre frente a 6 p.b. en el caso de la prima de riesgo italiana y el Ibex 35 ha registrado un retroceso del 1,4%, frente a los avances del Eurostoxx 50 y del francés Cac 40 (4,6%) o del Dax 30 (6,7%). El incremento de la incertidumbre ha hecho que numerosas corporaciones ubicadas en Cataluña hayan decidido cambiar su domicilio social a otros lugares del territorio español (véase riesgo de mercado). A medio plazo, la prolongación de esta crisis puede tener consecuencias notables sobre los mercados y la actividad económica. En los mercados se puede producir un endurecimiento de las condiciones de financiación de los agentes y una pérdida de confianza que den lugar a descensos de las cotizaciones y a rebotes puntuales de la volatilidad. El impacto sobre la actividad económica es difícil de cuantificar en este momento, pero existen algunos indicadores que muestran ya revisiones a la baja en los beneficios esperados por acción de varias sociedades cotizadas durante los próximos doce meses. En este escenario es posible que algunos proyectos de inversión puedan verse retrasados o, incluso, suspendidos.
- En EE.UU. el alcance de la política fiscal expansiva anunciada por la Administración estadounidense es aún desconocido y cabe la posibilidad de que algunas de las medidas propuestas no lleguen a aprobarse, mientras que en el ámbito de la política comercial un giro hacia la aplicación de medidas de carácter proteccionista podría tener un impacto negativo en el crecimiento mundial en el medio y largo plazo. Por su parte, persiste el riesgo, aunque menor, de que el proceso de normalización de la política monetaria de EE.UU. se desarrolle con mayor rapidez de la anticipada, lo que a su vez podría provocar una corrección de precios en los instrumentos de renta fija a nivel global.
- En Europa el *brexít* continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo político para el escenario financiero y económico. Hasta el momento no se ha conseguido suficiente progreso en la primera ronda de negociaciones, hecho que puede retrasar el inicio de la fase en la que se configurará el periodo de transición y la futura relación entre la Unión Europea (UE) y el Reino Unido. Asimismo, aunque el riesgo político ha disminuido tras el desenlace de los procesos electorales en Francia y Alemania, los comicios que tendrán lugar en Italia durante la primera mitad de 2018 suponen otra fuente de incertidumbre y serán relevantes para la estabilidad política en la UE.
- Finalmente, se mantienen algunas tensiones geopolíticas entre diferentes potencias y tampoco se descarta la posibilidad de que se produzcan atentados terroristas a escala global. Estos eventos podrían tener un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: verde

- El Ibex 35 ha retrocedido un 2,5% desde mediados de año, aunque la mayor parte de las caídas se han concentrado en la primera semana de octubre coincidiendo con la intensificación de la crisis política en Cataluña. El índice llegó a caer por debajo de los 10.000 puntos, su nivel más bajo desde marzo. Este retroceso contrasta con los avances de los principales índices europeos, cuya revalorización ha sido cercana o superior al 5%<sup>3</sup>. En este periodo, los mayores descensos correspondieron a las empresas de pequeña y mediana capitalización, así como a las de seguros, el sector industrial y el textil. Por el contrario, se observaron alzas en las sociedades del sector de concesiones de autopistas y del sector del petróleo, favorecidas por una opa en curso sobre el mayor operador de concesiones y por la recuperación del precio del crudo, respectivamente. En el acumulado del año se mantienen las diferencias entre la evolución del Ibex 35 y la de otros índices europeos, aunque son mucho menores por el buen comportamiento del índice español en el primer trimestre .
- Además de los descensos de las cotizaciones, la incertidumbre originada en estas semanas ha hecho que numerosas compañías radicadas en Cataluña, muchas de ellas cotizadas en los mercados, hayan decidido trasladar su sede social a otras regiones de España con el objeto de proteger los intereses de sus clientes, accionistas y empleados. Esta circunstancia es especialmente relevante para las entidades financieras (así lo ponen de manifiesto las decisiones de Caixabank y Banco Sabadell) pues su traslado garantiza su permanencia en la zona del euro (y, por tanto, el acceso a los instrumentos de liquidez del BCE) y disminuye el riesgo de salida de depósitos.
- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyó desde 14,9 a mediados de junio hasta 13,9 en septiembre (su media histórica es 13,6) debido al efecto combinado del descenso de las cotizaciones y la mejora de los beneficios empresariales (gráfico 4). La evolución de estos últimos cambió en los primeros días de octubre, pues se observaron descensos de los beneficios esperados por acción en varias compañías del Ibex 35. Por otro lado, las posiciones cortas volvieron a caer hasta aproximarse al 0,7% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), alcanzando su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2015. Como en el trimestre anterior, siguen destacando por su cuantía las posiciones cortas en Día y, en menor medida, en Técnicas Reunidas.
- El riesgo de mercado más destacado se mantiene en los activos de renta fija, cuyos tipos de interés se mantienen en niveles muy reducidos, aunque han mostrado leves

<sup>3</sup> Desde mediados de año (hasta el 6 de octubre) los principales índices bursátiles europeos se revalorizaron entre el 4,7% del Euro stoxx 50 y el 8,8% del Mib 30 italiano. Los índices Dax 30 (Alemania) y Cac 40 (Francia) se incrementaron un 5,1% y un 4,7%, respectivamente, en el mismo periodo.

aumentos en las últimas semanas por el incremento de la incertidumbre<sup>4</sup>. A pesar de este pequeño repunte, existen factores que invitan a pensar que las subidas de tipos no serán significativas a corto plazo. Entre ellos destaca la ralentización de la economía estadounidense, el fortalecimiento del tipo de cambio del euro y la moderación de la inflación en la zona del euro. En esta última región la deuda corporativa sigue beneficiándose del efecto positivo de los programas de compras de deuda del BCE<sup>5</sup>, como lo demuestra la intensa actividad emisora de estos valores. Sin embargo, en el horizonte permanece la perspectiva de que el BCE acometerá nuevos recortes sobre la cuantía y el alcance de los mismos. Por otro lado, el volumen de deuda pública española adquirida por el BCE ascendía a 212.300 millones de euros<sup>6</sup> a principios de octubre.

### Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo de los emisores españoles del sector privado han tenido un comportamiento positivo desde mediados de año, tanto para las grandes compañías no financieras como para las entidades financieras, aunque los retrocesos iniciales se han visto reducidos por la crisis política originada en Cataluña. Aún así, estas primas de riesgo alcanzaron a principios de octubre su nivel más bajo desde 2008 y se situaron en promedio en 84 p.b. en el sector financiero y en 65 p.b. en las sociedades no financieras (gráfico 12). Por el contrario, la prima de riesgo del bono soberano (evaluado como la diferencia entre las rentabilidades del bono a diez años en España y Alemania) acusó este periodo de incertidumbre y aumentó hasta situarse en 121 p.b. (gráfico 11), alejándose de sus mínimos anuales alcanzados en julio (95 p.b) y del comportamiento de sus homólogos europeos.
- El saldo vivo del crédito a hogares ha mantenido tasas de variación anuales ligeramente negativas durante todo el año, mientras que el crédito a las empresas, que había mostrado las primeras tasas positivas en muchos años entre marzo y mayo, volvió a terreno negativo con posterioridad. En el caso del crédito a hogares, el descenso del saldo total de crédito (-1,1% anual en agosto) se explica por el retroceso de los préstamos hipotecarios (-2,8%) y el avance del crédito al consumo (4,6%). En el caso de las empresas (-0,9% en agosto), la expansión de la actividad económica hace que algunas empresas estén empezando a recurrir a esta fuente de financiación, pero el agregado se ve condicionado por aquellas que aún siguen desapalancándose. Las empresas más grandes, además, continúan sustituyendo parte de su financiación bancaria tradicional por emisiones de deuda corporativa. El saldo de préstamos del exterior también ha empezado a descender desde hace algunos meses.

---

<sup>4</sup> El rendimiento de la deuda pública de España a diez años se ha incrementado 15 p.b. desde mediados de año, frente a los tipos de Alemania e Italia que apenas variaron. Por otro lado, los tipos de Francia y Portugal disminuyeron 8 y 60 p.b., respectivamente, en el mismo periodo.

<sup>5</sup> Hasta el 6 de octubre el BCE había adquirido deuda corporativa europea por importe de 116.439 millones de euros, incluyendo valores de quince emisores españoles, de los que el 14,9% fue adquirido en el mercado primario.

<sup>6</sup> Esta cifra representa el 25,7% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV alcanzaron los 13.146 millones de euros en el tercer trimestre, una cifra similar a la del mismo periodo de 2016, destacando una emisión de 1.000 millones de euros de obligaciones perpetuas contingentemente amortizables. En el conjunto del año estas emisiones se han situado en 61.624 millones, un 26% menos que en 2016, en contraste con la tendencia de las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior, que aumentaron un 33,5% hasta agosto (51.501 millones de euros). Por tipo de activo, solo avanzaron las emisiones de bonos simples (un 26% en 2017 hasta los 17.374 millones de euros), favorecidas por los programas de compras del BCE. En los mercados de acciones, destacó la ampliación de capital con derecho de suscripción preferente del Banco de Santander, que superó los 7.100 millones de euros, la mayor ampliación de este tipo en los últimos años de una entidad financiera española.
- La contratación media diaria en el mercado continuo creció un 11% interanual en el tercer trimestre, situándose en 2.044 millones de euros (gráfico 17). Como suele ser habitual en los datos correspondientes a los meses de verano, el nivel de la negociación del tercer trimestre es inferior al registrado en los trimestres anteriores (2.408 y 3.266 millones) y a la media acumulada en 2017 (2.549 millones). La negociación de valores españoles en otros mercados distintos al de origen ha seguido incrementándose este año, alcanzando en el tercer trimestre una proporción cercana al 35% de la negociación total sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*).
- Los indicadores de liquidez del Ibex 35 (evaluados mediante los spread bid-ask) se mantuvieron estables y en niveles satisfactorios en el tercer trimestre del año. En el caso del spread del bono de deuda soberana a diez años se observó un leve descenso del mismo, pero el valor del diferencial sigue siendo elevado en términos históricos.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España se mantienen para los préstamos inferiores a un millón de euros (en 10 p.b.) y disminuyen levemente en los préstamos de cuantía superior (hasta 26 p.b.).

## Riesgo de contagio: amarillo

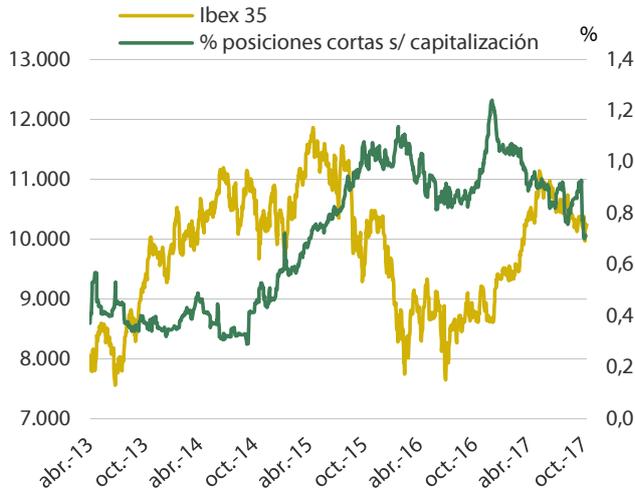
- Los niveles de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros españoles, que se habían mantenido estables durante los meses centrales del año, aumentaron de forma generalizada en la primera semana de octubre tras el aumento de la tensión relacionada con la crisis institucional en Cataluña (véase gráfico 29). Así, el valor mediano de las correlaciones aumentó hasta 0,29 (0,17 a final de septiembre). Los valores mínimo y máximo mostraron incrementos similares. No obstante, cabe destacar que, a pesar de este reciente repunte, el valor mediano de las correlaciones continúa en su nivel más bajo desde 2009. Cuando estas correlaciones

son reducidas los inversores pueden disminuir con más facilidad el riesgo de sus carteras a través de una mayor diversificación.

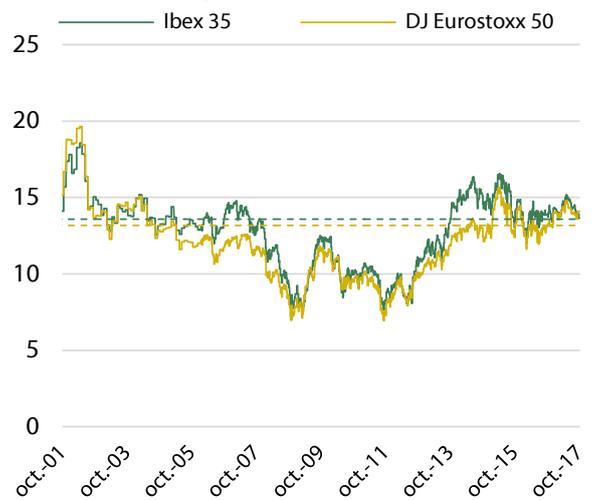
- La correlación entre la rentabilidad de la deuda pública española y la del resto de países europeos disminuyó de forma considerable en septiembre, tras haber mostrado una evolución estable durante los meses centrales del año (véase gráfico 30). En general, la divergencia de la evolución de la rentabilidad del bono soberano español con respecto a la del resto de países europeos responde al impacto de las incertidumbres nacionales. En particular, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core*, que a final de agosto se situó en torno a 0,8, cayó hasta 0,4 en la primera semana de octubre. La caída de la correlación en el caso de las economías periféricas (excluyendo Grecia) fue aún más pronunciada y descendió hasta 0,2 en el mismo periodo (0,85 en agosto) pues reflejó el efecto de la mejora del rating de la deuda pública de Portugal por parte de una importante agencia de calificación crediticia.

## Riesgo de mercado: nivel verde

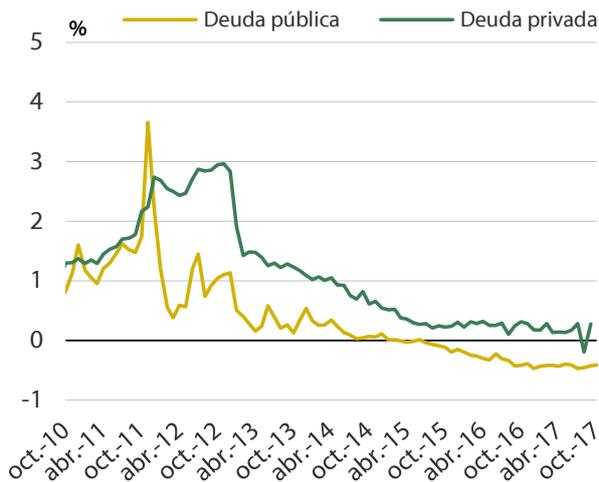
**Gráfico 3: Ventas en corto**



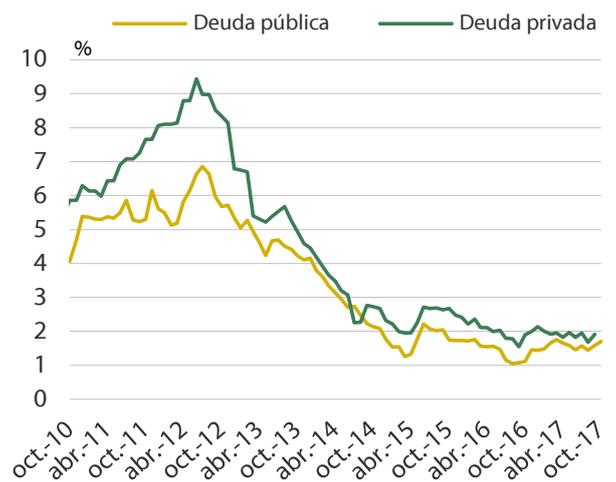
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



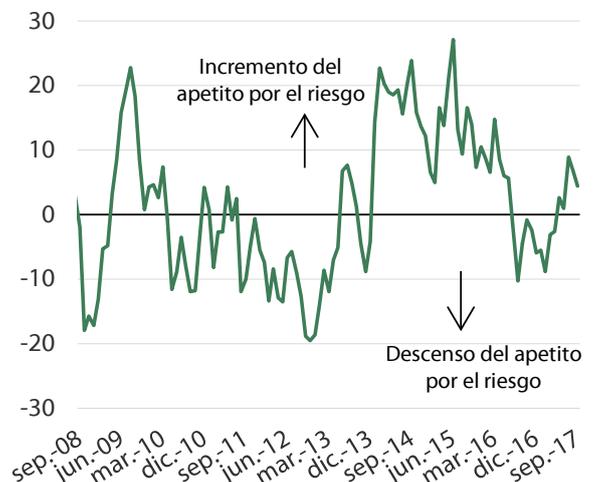
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**

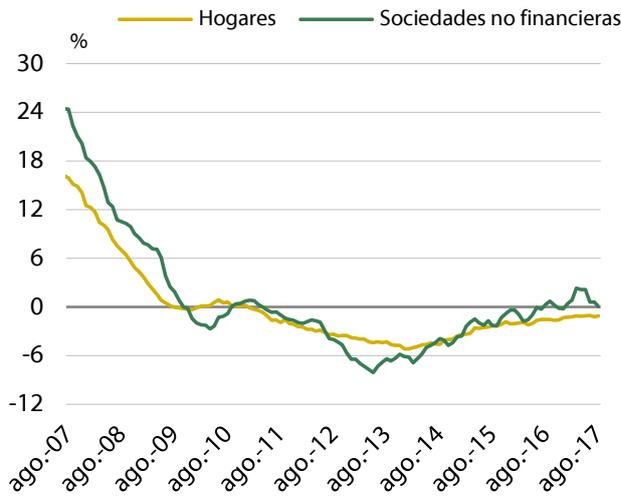


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

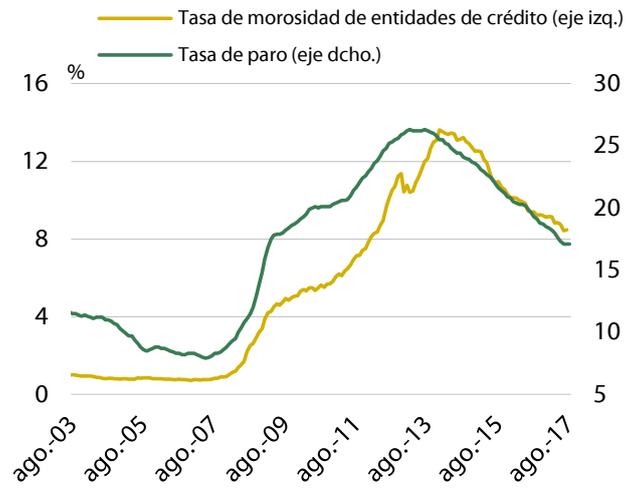


## Riesgo de crédito: nivel verde

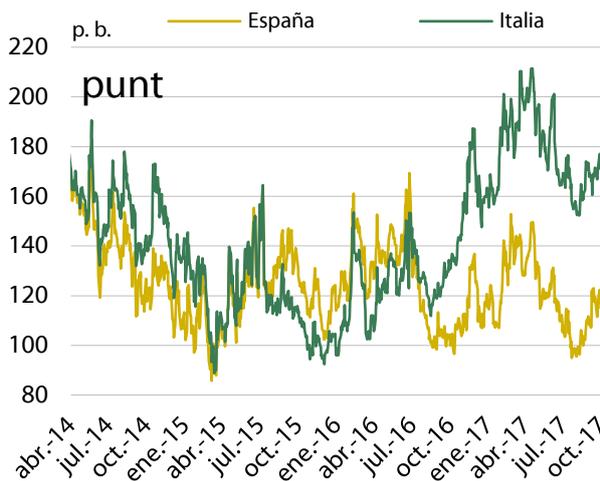
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



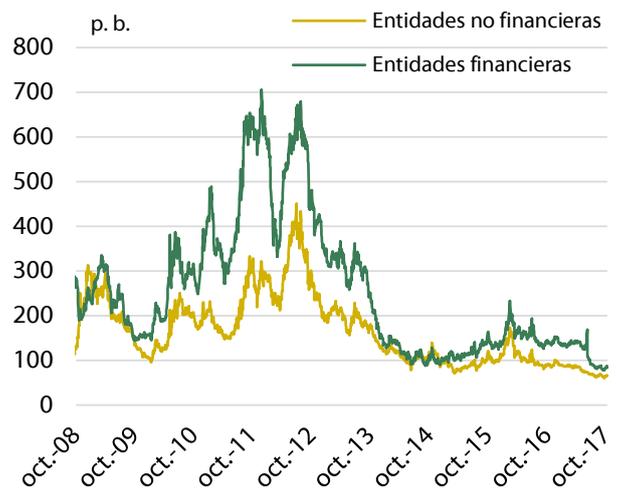
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



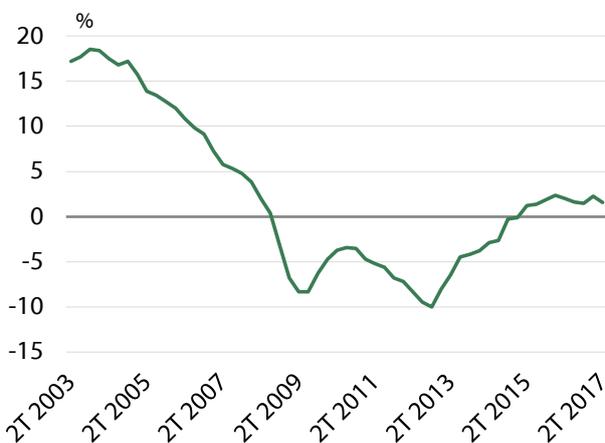
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



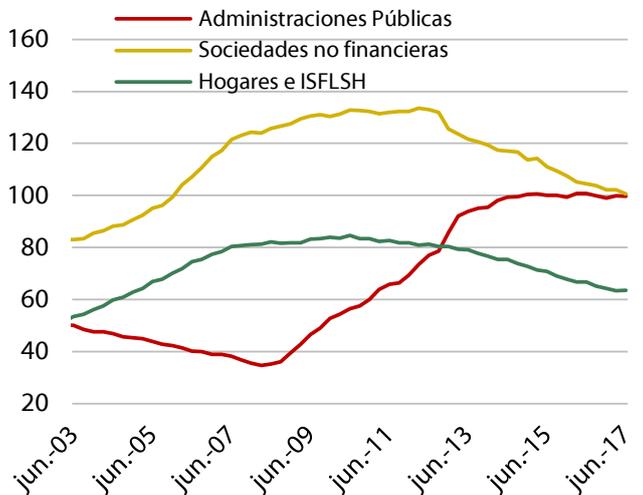
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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



**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



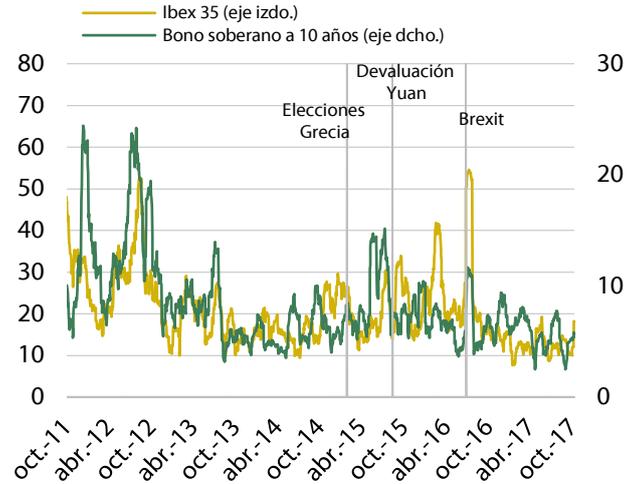
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

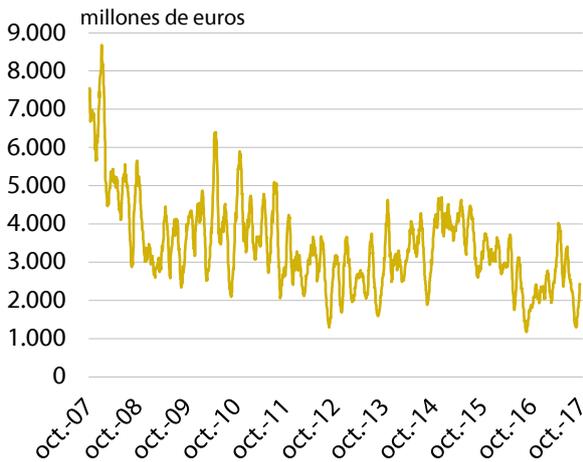


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

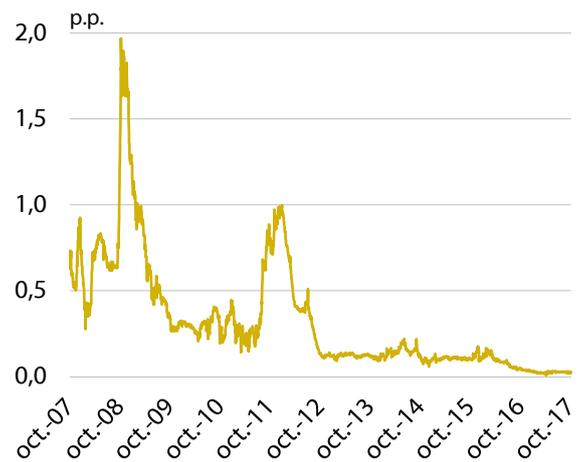
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



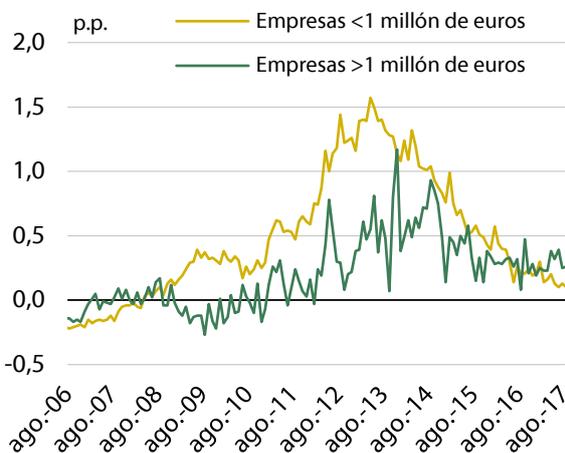
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



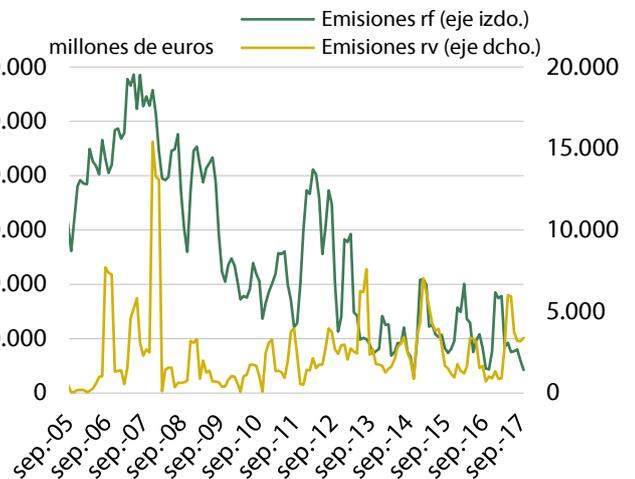
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

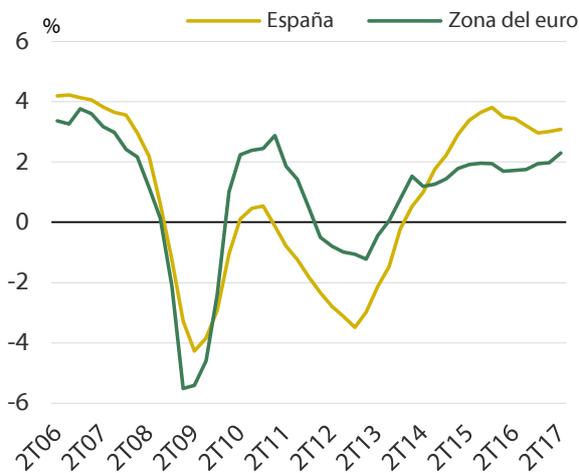


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

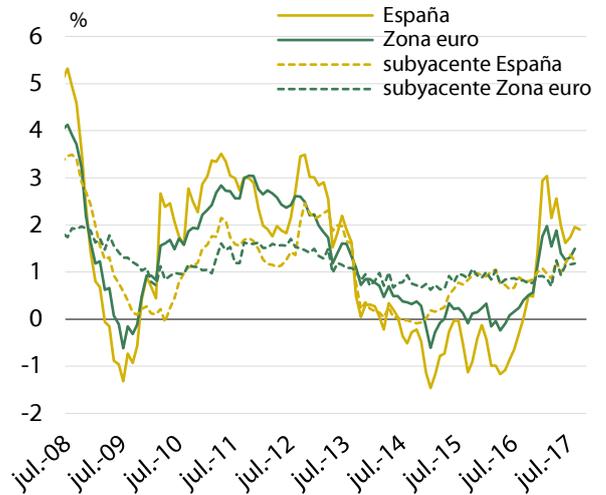


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

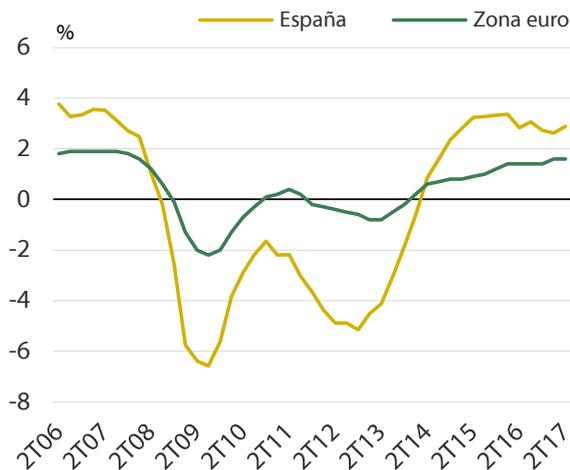
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



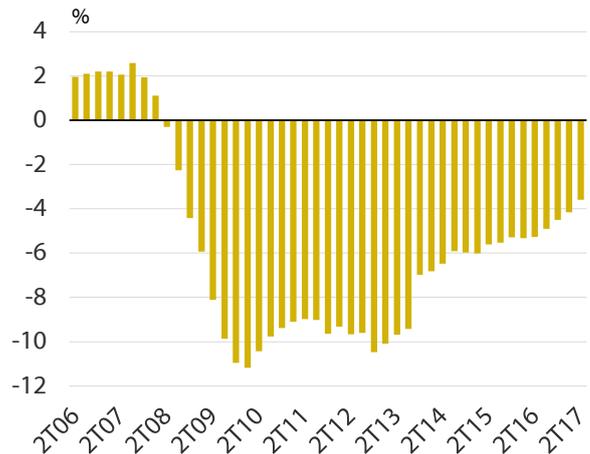
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



**Gráfico 23: Empleo (variación interanual)**

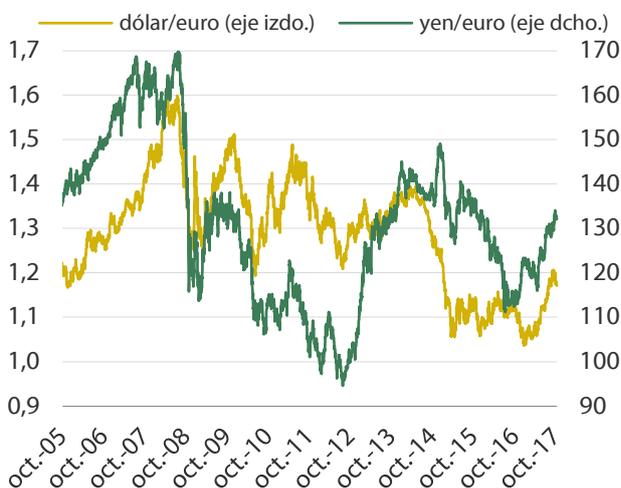


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

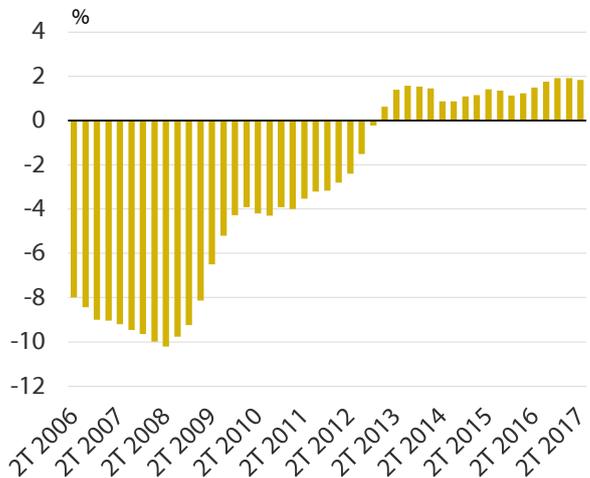


Datos acumulados 4 trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

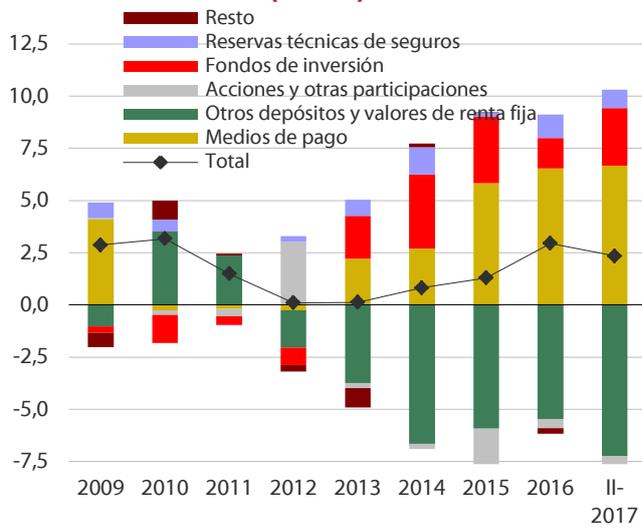


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



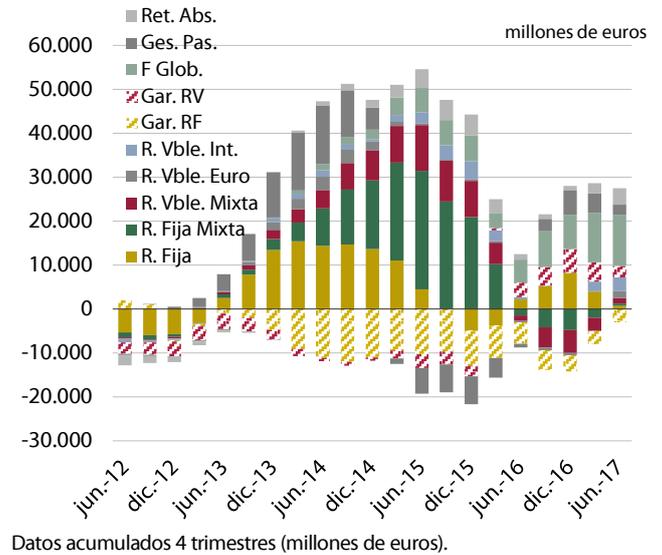
## Inversores

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



Datos acumulados 4 trimestres.

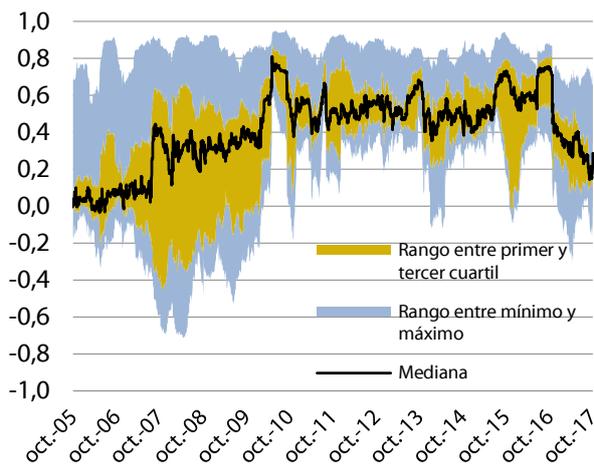
**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



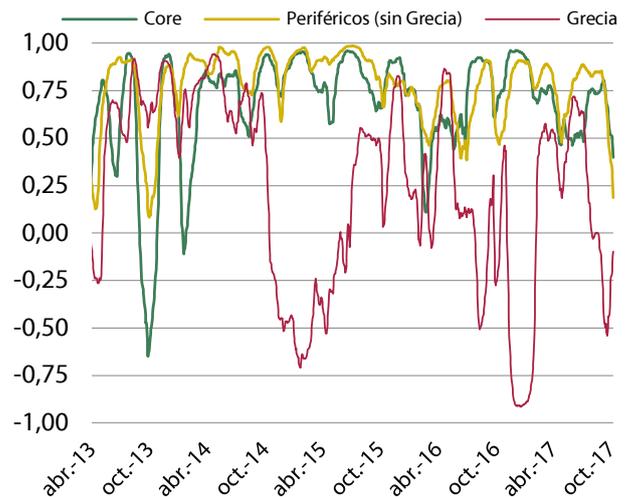
Datos acumulados 4 trimestres (millones de euros).

## Riesgo de contagio: amarillo

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



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



## Mapa de color: categorías de riesgo

INDICADOR	intervalos referencia <sup>1</sup>	2012				2013				2014				2015				2016				2017																		
		j	a	s	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	n	d	
<b>Riesgo macroeconómico</b>																																								
PIB (% var. anual)	fijos_1c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Tasa de paro (% población activa)	fijos_1c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Inflación (% var. anual IPC)	fijos_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Saldo público (% PIB)	fijos_1c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Deuda pública (% PIB)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Índice de competitividad	fijos_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Índice de sentimiento económico	fijos_1c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
<b>Riesgo de mercado</b>																																								
Ibex 35	p_3A_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice Medium Caps	p_3A_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice Small Caps	p_3A_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice FTSE Latibex All-Share	p_3A_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Ratio PER Ibex 35	p_h_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Tipos de interés a corto plazo deuda pública 3m (%)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipo de interés pagarés 3m (%)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipos de interés a largo plazo deuda pública 10A (%)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipo de interés renta fija privada a largo plazo 10A (%)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Pendiente de la curva 10A-1A (p. b.)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Precio del petróleo (US\$/barril)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	p_3A_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Indicador de aversión al riesgo	fijos_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
<b>Riesgo de crédito</b>																																								
Financiación a hogares (% var. anual)	fijos_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	fijos_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	fijos_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p. b.)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del bono de deuda soberana (p. b.)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del sector no financiero (p. b.)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del sector financiero (p. b.)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	fijos_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Ratio crédito sobre depósitos	fijos_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Ratio de morosidad (%)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
<b>Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación</b>																																								
Bid-ask spread Ibex 35 (%)	p_3A_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Volatilidad Ibex 35 (%)	p_3A_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Liquidez deuda pública a largo plazo (%)	p_3A_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	p_3A_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	p_3A_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Préstamo neto del Eurosistema (mill. euros)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, <1 millón (%)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, >1 millón (%)	fijos_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	p_3A_1c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Emissiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Emissiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	corr_3m_2c	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	
con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, Ir)	corr_3m_2c	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	

(1) Los intervalos de referencia pueden ser: (i) fijos: límites numéricos determinados, una (1c) o dos colas (2c); (ii) corr\_3m: coeficientes de correlación calculados en ventanas de tres meses; (iii) p\_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de tres años, una cola (1c) o dos colas (2c) o (iv) p\_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica. (2) Datos hasta el 6 de octubre. Fuente: CNMV, Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega obteniéndose una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona del euro. Para 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 14 (January (1)), 23-41 o Documento de Trabajo de la CNMV nº 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y, también, sobre algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, asociando esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 43 indicadores<sup>7</sup>, cinco de los cuales son elaborados por la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario,

<sup>7</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el spread bid-ask del del bono de deuda soberano a diez años.

etcétera) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etcétera), 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 lo 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 el artículo “Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color”, publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2015.

**Posiciones cortas (gráfico 3):** El dato de las posiciones cortas netas agregadas incluye la suma, a la fecha de referencia, de las posiciones individuales declaradas (iguales o superiores al 0,5 %) más el total de las posiciones iguales o superiores al 0,2 % e inferiores al 0,5 %. La serie sólo refleja las posiciones que se encontraban declaradas a cada fecha y, por tanto, no se recalcula por eventuales modificaciones posteriores o incorporaciones extraordinarias de notificaciones de posiciones a fecha anterior a la de cada agregación.

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

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