



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 13 Enero 2020**



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 13 Enero 2020**

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

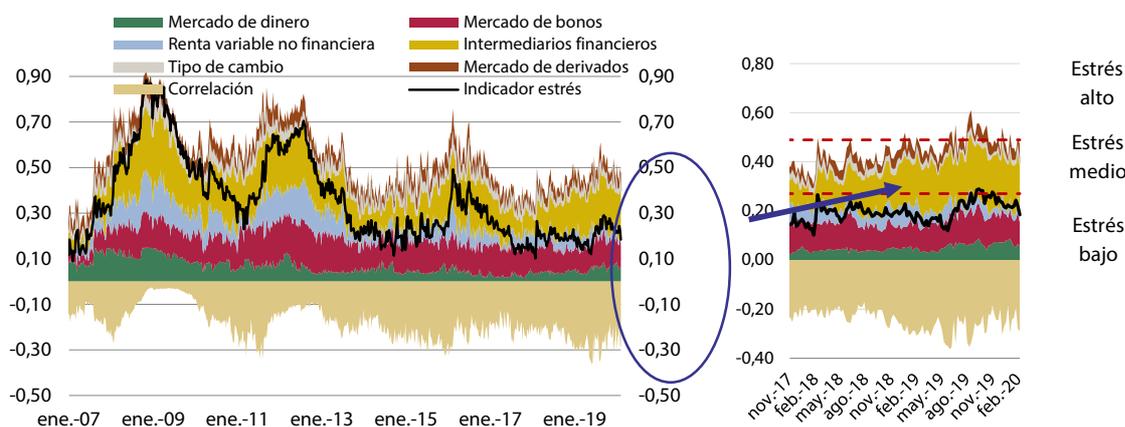
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

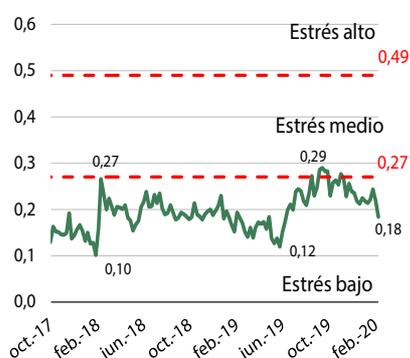
- ✓ Desde la última nota de estabilidad financiera correspondiente al mes de octubre, momento en que el indicador de estrés de los mercados financieros españoles mostraba valores fronterizos entre un nivel bajo de estrés y un nivel medio (0,27), se ha observado un descenso del indicador, que en la fecha de cierre de este informe se situaba en 0,18<sup>1</sup>. Dentro de esta tendencia cabe destacar un leve repunte del estrés a finales de enero, que probablemente reflejó un aumento de la incertidumbre relacionado con el coronavirus identificado inicialmente en la ciudad china de Wuhan, hecho que también repercutió en otros mercados financieros pero que no ha supuesto un cambio de tendencia del indicador. Como en trimestres anteriores, los niveles de estrés más elevados se registraron en el segmento de intermediarios financieros y en el de deuda, observándose rebotes transitorios en otros segmentos de menos relevancia en el índice total. La correlación de los niveles de estrés entre los diferentes componentes del indicador continúa siendo baja en términos históricos.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

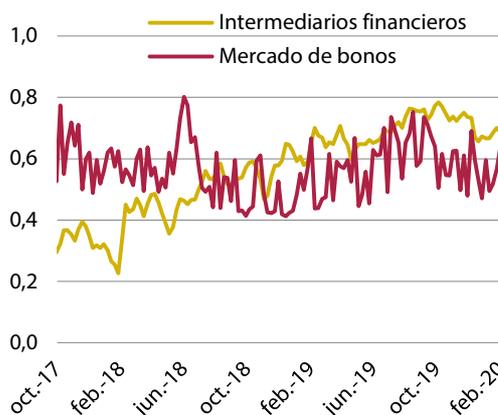
GRÁFICO 1



### Indicador de estrés total



### Indicadores de estrés en el segmento de intermediarios financieros y de bonos



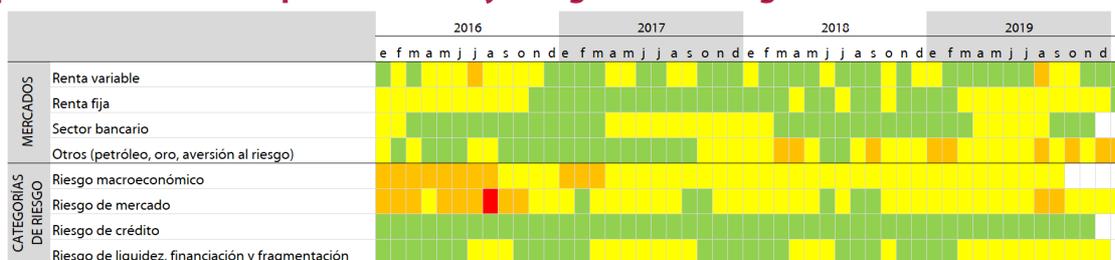
Fuente: CNMV. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información 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 31 de enero, excepto para el indicador de estrés, que alcanza el 7 de febrero, y algunas informaciones puntuales.

- ✓ El contexto macroeconómico español sigue estando marcado por una senda de desaceleración de la actividad que también se está trasladando al ritmo de creación de empleo (el PIB creció un 2 % en 2019, 4 décimas menos que en 2018). Esta ralentización continuará este año y será más intensa que en la zona del euro, donde han mejorado las expectativas en países como Alemania e Italia, por lo que el diferencial de crecimiento se reducirá hasta 0,3 puntos porcentuales (p.p.). Con la formación de Gobierno en España a principios de año se han atenuado algunas fuentes de incertidumbre, pero persisten otras como el elevado nivel de desempleo, los retos que plantea el envejecimiento de la población, las dificultades del sector bancario para elevar sus márgenes o la existencia de sectores o agentes que presentan un grado de vulnerabilidad financiera alto.
- ✓ Los mercados financieros domésticos registraron en el tramo final del año pasado alzas en las cotizaciones de las acciones y en las rentabilidades de los activos de deuda. Las primeras fueron, en general, inferiores a las registradas en otros índices europeos y, además, no se observó un comportamiento homogéneo entre sectores ni tampoco dentro de ellos. Entre las compañías que aumentaron su valor destacaron las empresas de carácter cíclico y las relacionadas con la energía y, entre los descensos, los de las empresas inmobiliarias y las entidades bancarias (aunque no todas). Las rentabilidades de los activos de deuda, que habían descendido durante buena parte del año conforme se conocía el nuevo rumbo de la política monetaria, se incrementaron a finales del ejercicio por la mejora de expectativas sobre la actividad europea y la disminución de algunas incertidumbres. Las primeras semanas del año han venido marcadas por la incertidumbre en torno al coronavirus, que dieron lugar a descensos en las bolsas cercanos al 2 % en enero (que se han revertido por completo en los primeros días de febrero) y en las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo.
- ✓ Dentro de los riesgos de carácter financiero más relevantes, continúa destacando el riesgo de mercado y de liquidez, particularmente en los activos de deuda, pero también cabe destacar riesgos de otra naturaleza que pueden acabar teniendo implicaciones en términos de estabilidad financiera como, por ejemplo, los relacionados con la ciberseguridad. El riesgo de mercado y de liquidez es especialmente significativo en el caso de los activos más arriesgados, pues sus primas de riesgo presentarían mayores alzas ante un eventual repunte de la incertidumbre o un deterioro notable de la actividad económica. Además, afectaría con más severidad a los agentes más endeudados y los más expuestos a activos complejos poco líquidos y a duraciones más largas.

## Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo<sup>1</sup>

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV. Véase Cambón, M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín Trimestral de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

<sup>1</sup> Datos hasta el 31 de enero.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- De acuerdo con las últimas previsiones referidas a la economía española, el PIB nacional creció un 2,0 % en 2019 tras la ligera aceleración del último trimestre, en el que se produjo un aumento del 0,5 % (0,4 % en el trimestre anterior). Esta cifra confirma, no obstante, la senda de desaceleración en la que se encuentra la economía, pues se sitúa cuatro décimas por debajo del crecimiento del año anterior (y una décima menos que la previsión del Gobierno). Además, el consumo de los hogares, que había sido uno de los motores del crecimiento en los últimos años, se ha estancado entre octubre y diciembre, al contrario que las exportaciones, que crecieron un 1,5 % trimestral. Aun así, esta evolución continúa siendo sustancialmente superior a la de la zona del euro, cuya tasa de crecimiento en 2019 fue del 1,2 % —en el último trimestre la variación respecto al anterior fue del 0,1 % (gráfico 21)—. El empleo, por su parte, está acusando también esta ralentización, ya que, aunque 2019 cerró con la creación de algo más de 400.000 puestos de trabajo y una tasa de desempleo por debajo del 14 % (13,8 %<sup>2</sup>), el avance en el número de empleados fue el más bajo desde el inicio de la recuperación en 2014, al igual que lo fue la reducción del paro desde 2012. Los primeros datos sobre el mercado laboral en 2020 reflejan una caída en el número de empleados de 244.000<sup>3</sup> y un aumento del paro registrado en algo más de 90.000.
- El indicador avanzado de inflación correspondiente al mes de enero parece confirmar la tendencia al alza del indicador, que se situó en mínimos cercanos a cero en el mes de octubre, hasta alcanzar el 1,1 % interanual (0,8 % en diciembre). En este incremento destaca la subida de los precios de la electricidad y de la alimentación y las bebidas. Con datos a diciembre de 2019, se puede observar que la tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), se mantiene estable en el 1,0 % desde septiembre (gráfico 22). En cuanto al diferencial con la zona del euro (en términos de IPC armonizado), los datos reflejan que nuestro nivel de inflación es inferior al de la media, manteniéndose el diferencial alrededor de los 0,5 p.p. desde mediados de 2019.
- La última información correspondiente a las finanzas del sector público muestra que hasta noviembre el déficit registrado fue ligeramente superior al del mismo periodo de 2018: 1,66 % del PIB frente al 1,46 % en el ejercicio anterior<sup>4</sup>. A pesar de este aumento, el déficit de la Administración central se redujo del 1,0 % del PIB al 0,96 %, mientras que las comunidades autónomas pasaron de tener un superávit del 0,1 % a un déficit del 0,25 %. La seguridad social, por su parte, experimentó una reducción del déficit del 17 % en términos interanuales, hasta situarse en el 0,45 % del PIB. La deuda pública alcanzó a finales de septiembre el 97,9 % del PIB, lo que supone un incremento de 0,3 p.p.

---

<sup>2</sup> Datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

<sup>3</sup> Afiliación a la Seguridad Social.

<sup>4</sup> Estos datos corresponden al déficit conjunto de la Administración central, comunidades autónomas y seguridad social. Por tanto, no incluye el saldo de las corporaciones locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras, que cada vez es menor (en los primeros 11 meses del año ascendió a 5 millones de euros).

respecto al dato de cierre de 2018. Los pronósticos de las instituciones y organismos de referencia indican que el déficit público se habría situado a finales de 2019 entre el 2,4 %<sup>5</sup> y el 2,5 % del PIB<sup>6</sup>.

- Según las previsiones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el mes de enero, el crecimiento a nivel global se habría situado en el 2,9 % en 2019, tras una corrección a la baja de 1 décima desde la anterior estimación en el mes de octubre. Para este año y el que viene, esta institución espera que el PIB mundial aumente un 3,3 % y un 3,4 %, respectivamente, después de haberse reducido también el pronóstico en 1 y 2 décimas. Estas revisiones a la baja de la actividad son consecuencia, sobre todo, de un comportamiento peor de lo esperado en la evolución de algunas economías emergentes, en particular de la India. En este contexto, las previsiones para la economía española se han corregido también ligeramente a la baja, con un crecimiento esperado tanto para 2020 como para 2021 del 1,6 %, 2 décimas y 1 décima<sup>7</sup> menos que los pronósticos de hace 3 meses<sup>8</sup>. Esta previsión supone que el PIB español avanzará este año a una tasa superior al ritmo estimado para la zona del euro (1,3 %), aunque el diferencial entre ambas economías se reducirá (desde 0,8 p.p. hasta 0,3 p.p.) debido a la recuperación de la actividad en economías como Alemania o Italia, que mostraron mayor debilidad en 2019.
- A pesar del mejor comportamiento de la economía española en relación con el resto de los países de nuestro entorno, continúan presentes algunos retos importantes que pueden lastrar el crecimiento de la actividad tanto a corto como a medio plazo. A corto plazo, cabe incidir en el hecho de que ya se está produciendo una ralentización significativa de la actividad, causada principalmente por la desaceleración de la demanda interna y a la que se prevé que se sume una pérdida de fuerza de las exportaciones. Entre las fuentes de incertidumbre más relevantes para los próximos trimestres destaca la persistencia de algunas de carácter interno y, en el plano exterior, los posibles efectos económicos del coronavirus, que, por el momento, son difíciles de cuantificar. A medio y largo plazo continúan siendo preocupantes algunos factores como la elevada tasa de desempleo, el envejecimiento de la población o la persistencia de un nivel de endeudamiento elevado en algunos sectores<sup>9</sup>, que podrían verse afectados en un entorno de mayor desaceleración de la actividad o ante un rebrote de inestabilidad en los mercados financieros.

---

<sup>5</sup> Funcas.

<sup>6</sup> Banco de España.

<sup>7</sup> En el mes de octubre ya se había corregido a la baja el crecimiento del PIB español en una décima.

<sup>8</sup> Estas previsiones están en línea con las realizadas por otros organismos. Así, por ejemplo, la previsión de crecimiento para 2020 de Funcas se sitúa en la misma cifra, mientras que el Banco de España ha estimado que el PIB crecerá un 1,7 % (ambos datos calculados en el mes de enero). La Comisión Europea, por su parte, en su última proyección correspondiente a noviembre del año pasado estimaba un crecimiento de la actividad del 1,4 %.

<sup>9</sup> El endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras alcanzaba el 57,4 % y el 95,0 % del PIB, respectivamente, en septiembre de 2019.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- La política monetaria de la zona del euro fue modificando su orientación durante el ejercicio 2019, en un contexto marcado por la desaceleración de la actividad económica y los reducidos niveles de inflación. Lo que comenzó con ciertas expectativas sobre la posibilidad de incrementar los tipos de interés acabó con el anuncio a mediados de año de nuevas medidas de carácter expansivo, que se pusieron en marcha a lo largo del tercer trimestre (rebaja de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,50 % e inicio de la tercera ronda de financiación a la banca —el TLTRO-III—, con la extensión del plazo de las operaciones de 2 a 3 años) y, en octubre, cuando se reanudaron las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales. Todas estas medidas llevaron a que los tipos de interés se situasen en mínimos históricos y alcanzasen valores negativos en gran parte de los plazos de la curva. En el último trimestre del año pasado y las primeras semanas de este, la mayor parte de estas circunstancias se han mantenido, aunque han mejorado las expectativas sobre la evolución económica de la zona del euro, por lo que el BCE ha indicado que no adoptará, por el momento, medidas adicionales en materia de política monetaria e, incluso, se planteará una revisión estratégica de la política actual<sup>10</sup>. En EE. UU., donde la Reserva Federal aplicó tres rebajas sucesivas de los tipos entre julio y octubre<sup>11</sup>, sus responsables se han mostrado partidarios de no aplicar por el momento cambios adicionales, al considerar la política actual apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica<sup>12</sup>.
- En este entorno se mantienen —e incluso se intensifican— algunos riesgos que ya se han recogido en notas anteriores: i) aumento de los incentivos de los agentes a endeudarse en un contexto de cierta ralentización económica; ii) persistencia de las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), lo que acentúa la demanda y sobrevaloración de activos con mayores expectativas de rendimientos, pero que suelen ser más volátiles (mercados emergentes), tener peores calificaciones crediticias (deuda *high yield*) y ser menos líquidos (fondos de *private equity*), y iii) dificultades del sector bancario para mejorar sus márgenes y, en consecuencia, su rentabilidad, lo que supone un incentivo para asumir mayores riesgos en busca de un rendimiento superior.
- En relación con el sector bancario, las dificultades para el desarrollo de su actividad se pusieron de manifiesto en los resultados del cuarto trimestre de las principales entidades financieras, caracterizados por caídas de los beneficios, descenso del margen financiero, menores resultados extraordinarios y provisiones al alza. Los márgenes del sector siguen lastrados por el contexto de tipos de interés mencionado (*lower for longer*) y los mayores costes regulatorios. Aunque todas las entidades están haciendo importantes esfuerzos para reducir costes, este proceso podría continuar, a la vista de la disminución de la rentabilidad

<sup>10</sup> Su presidenta, Christine Lagarde, se mostró preocupada por los bajos tipos de interés, señalando que el Banco Central Europeo (BCE) se mantendrá atento a los efectos secundarios que pudieran generar.

<sup>11</sup> La Reserva Federal efectuó entre julio y octubre 3 rebajas sucesivas de tipos, hasta situarlos en el rango del 1,5-1,75 %.

<sup>12</sup> En diciembre de 2019 y en enero de 2020, los responsables de la institución se mostraron partidarios de la estabilidad de los tipos de interés, señalando que «la actual situación de política monetaria es apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica, las condiciones de fortaleza del mercado laboral y la vuelta de la inflación al objetivo del 2 %». A esta circunstancia se une que EE. UU. celebrará sus elecciones generales en noviembre de 2020 y habitualmente la Reserva Federal no adopta decisiones sobre los tipos con objeto de mantener su independencia y neutralidad.

del sector, cuyos segmentos más rentables están presionados, además, por la potencial competencia de las denominadas *bigtech*. Estas compañías cuentan con una posición de partida favorable, al disponer de una base amplia de clientes, tecnología avanzada y coste de capital reducido. Asimismo, las entidades bancarias afrontan algunas incertidumbres de carácter legal, así como las derivadas de la ralentización económica, que podría tener cierto impacto en la morosidad de los activos con más riesgo, como los créditos al consumo, y sobre los clientes más endeudados. En todo caso, también hay que señalar que los tipos de interés muy reducidos rebaja la carga financiera de los agentes endeudados, lo que facilita una caída de los niveles de morosidad.

- En relación con las decisiones financieras de los hogares, los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al tercer trimestre de 2019 muestran una prolongación de las tendencias observadas desde principios de año, tras los descensos de valor de los mercados bursátiles a finales de 2018, caracterizadas por el aumento de la inversión en activos algo más conservadores que en los últimos años. En este contexto, se ha apreciado un aumento tanto de la tasa de ahorro de los hogares —que se situó en el 7,0 % de la renta disponible en el tercer trimestre, frente al 5,6 % de 2018 y 2017—, como del volumen de inversión en activos financieros, especialmente en aquellos de menor riesgo. Así, la adquisición neta de activos financieros de los hogares en el tercer trimestre de este año (con datos acumulados de 4 trimestres) se situó en el 4,3 % del PIB, la mayor cifra desde 2007 (gráfico 27). El desglose de la inversión por tipo de activo revela que algunas de las tendencias de ejercicios anteriores se mantuvieron, como la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (-1,6 % del PIB) y la importante adquisición de medios de pago<sup>13</sup> (4,7 % del PIB). Sin embargo, se observaron algunas novedades que podrían confirmar el carácter más conservador de la cartera. Así, por ejemplo, los fondos de inversión registraron reembolsos netos que interrumpieron la fuerte tendencia expansiva que comenzó en 2013, mientras que las reservas técnicas de seguros recibieron unas entradas netas de recursos que representaron la cifra más elevada desde 2006 (1,9 % del PIB).
- En el caso particular de los fondos de inversión, los reembolsos se concentraron en vocaciones consideradas de riesgo elevado —como los fondos de renta variable euro o los fondos globales<sup>14</sup>— o de riesgo medio —fondos de renta fija mixta—. Por el contrario, los fondos de renta fija, a pesar de estar obteniendo unos rendimientos cercanos a cero, experimentaron durante los primeros 9 meses de 2019 unas suscripciones netas de casi 10.000 millones de euros, que se explican por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores en un entorno de desaceleración de la actividad y de rebotes puntuales de volatilidad en los mercados financieros.

---

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

<sup>14</sup> En estas dos categorías los reembolsos netos entre enero y septiembre se situaron alrededor de los 3.000 millones de euros, mientras que en 2017 y 2018 en ambos casos se habían producido suscripciones netas positivas, especialmente en los fondos globales (más de 20.000 millones de euros acumulados en los 2 ejercicios).

## Fuentes de incertidumbre política

- Desde hace aproximadamente dos años, una de las incertidumbres que más ha pesado sobre la economía mundial ha sido la guerra comercial entre EE. UU. y China. Aunque actualmente continúan vigentes determinados aranceles establecidos el pasado año, ambos países cancelaron la subida arancelaria que tenían planeada para diciembre y en enero dieron un paso importante para encaminar estas disputas comerciales a su fin. Así, a mediados de mes se firmó en la Casa Blanca la primera fase del acuerdo comercial entre ambas potencias y está previsto que las negociaciones comiencen de inmediato de cara a la firma de una segunda fase (que probablemente se prolongue hasta después de las elecciones presidenciales en EE. UU.). La primera fase del acuerdo recorta algunos de los aranceles ya instaurados, además de congelar la imposición de nuevas tarifas. A esto se añade que EE. UU. excluye a China de la lista oficial de gobiernos que manipulan su divisa, en la que fue incluida en agosto de 2019. China se compromete a aumentar la compra de productos estadounidenses (centrándose sobre todo en los sectores agrícola, manufacturero y energético), a emprender determinadas reformas para facilitar la apertura del sistema financiero a empresas extranjeras y a ser más rigurosa en relación con la protección de la propiedad intelectual. Pese a que con la firma de esta primera fase del acuerdo se lanza un mensaje de cooperación entre ambas economías, que disminuye las restricciones comerciales y da confianza a los mercados internacionales, aún queda por saber cómo se desarrollarán las negociaciones en torno a la segunda fase del acuerdo comercial para eliminar las incertidumbres en mayor medida.
- Las tensiones comerciales entre la Unión Europea (UE) y EE. UU. continúan siendo una de las principales fuentes de riesgo político para el escenario económico en el marco europeo. En octubre del pasado año, la Organización Mundial del Comercio (OMC) emitió una decisión por la que facultaba a EE. UU. a imponer aranceles por las subvenciones otorgadas en el pasado a la compañía Airbus, que ya entraron en vigor a mediados del mismo mes y afectaron a una variedad de exportaciones de la UE (España se encuentra entre los países en los que recaen las tarifas). Adicionalmente, en el Foro Económico Mundial de Davos, celebrado a finales de enero, EE. UU. advirtió tanto a la UE como al Reino Unido de que impondría más aranceles —en este caso dirigidos al sector del automóvil—, de no llegar a un acuerdo comercial y de entrar en vigor la tasa tecnológica (conocida como tasa Google). En este contexto, la posibilidad de nuevos aranceles o un incremento de estos (probablemente en ambos sentidos) entre EE. UU. y la UE se configura como una fuente de riesgo relevante para la situación financiera y el crecimiento de ambas economías.
- El 31 de enero se produjo la salida del Reino Unido (RU) de la UE después de casi tres años y medio desde la celebración del referéndum tras el que se invocó el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea. Pese a que la fuente principal de riesgo en torno al *brexit* siempre fue la posibilidad de que esta salida se realizase sin acuerdo y eso no ha ocurrido, la relación futura entre la UE y el RU sigue generando incertidumbre. El acuerdo alcanzado

transitoriamente abarca aspectos relacionados con la protección de los derechos de los residentes británicos en países comunitarios y viceversa, los compromisos a los que el RU se ha sometido como Estado miembro y las cuestiones relativas a las fronteras, pero la relación futura entre ambos territorios será objeto de un nuevo tratado. En él se deberán definir múltiples aspectos, siendo uno de los puntos clave el futuro acuerdo comercial, los aranceles con los que operarán y la forma de resolución de los posibles conflictos a este respecto. Conforme a lo establecido en el Acuerdo de Retirada de la UE, hasta el 31 de diciembre de 2020 se establece un periodo de transición durante el cual el país británico tendrá acceso al mercado único y estará sujeto a la legislación de la UE. Por ello, se pretende finalizar un tratado que defina los puntos clave de la relación futura entre el RU y la UE antes de que termine el año<sup>15</sup>. Las negociaciones comenzarán a finales de febrero y existe la posibilidad de que este periodo de transición genere turbulencias en los mercados financieros que acaben afectando a la economía real<sup>16</sup>. De hecho, de no llegar a un acuerdo comercial al finalizar el periodo de transición, se estaría ante una salida desordenada del RU, que podría acabar comerciando con la UE según las normas de la OMC.

- En el plano nacional, se han disipado algunas fuentes de incertidumbre pero otras permanecen. Entre las que han desaparecido destaca, por encima de todas, la formación de un Gobierno de coalición a principios de este año, que reduce las dudas en torno a las decisiones económicas de los próximos meses. Sin embargo, persisten los riesgos asociados a la elevada fragmentación parlamentaria, que puede retrasar o impedir la adopción de algunas medidas, así como la inestabilidad política en Cataluña, donde previsiblemente habrá un adelanto de elecciones.

### Otras fuentes de incertidumbre

- Otra fuente de incertidumbre reciente, que ya está provocando algunos efectos en los mercados financieros, es el avance del coronavirus, surgido a finales de diciembre de 2019 en la ciudad china de Wuhan. Las repercusiones para la economía asiática y, en consecuencia, para el crecimiento mundial es incierto, pero es posible que sea significativo, a la vista de las restricciones que se observan para el desarrollo de la actividad en determinados sectores y regiones: empresas de todos los ámbitos han cerrado temporalmente sus oficinas en China, la actividad de las fábricas de las zonas más afectadas ha quedado paralizada, varias atracciones turísticas no han abierto tras la confirmación del brote y muchas aerolíneas han suspendido sus vuelos al país asiático, a la espera de que pase el momento de mayor incidencia de la enfermedad y el temor generalizado. Esta fuente de incertidumbre ya ha tenido un cierto impacto en los mercados financieros, especialmente en los de la economía asiática. En el caso particular de las bolsas, el índice chino Shanghai Composite abrió el lunes 3 de febrero, después del cierre

---

<sup>15</sup> En realidad, las negociaciones en torno al futuro tratado han de concluir aproximadamente en noviembre, pues el acuerdo necesitará ratificarse en el Parlamento. No obstante, existe la posibilidad de ampliar este periodo de transición, aunque solo podrá hacerse si se solicita antes del 1 de julio de 2020, algo que parece poco probable a la vista de las declaraciones del Gobierno británico.

<sup>16</sup> En España, la CNMV ha abierto en su página web una nueva sección denominada «Después del *bretxit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero», en la que se recoge información que puede ser útil para los participantes en el mercado y los inversores.

por el año nuevo chino, con un descenso cercano al 8 % (la mayor caída en más de 4 años). En otras bolsas internacionales, las pérdidas de los índices a finales de enero rondaban el 2 %, en un fenómeno de búsqueda de calidad (*flight to quality*) que favoreció las compras de activos de deuda de las economías percibidas como más sólidas. Durante los primeros días de febrero<sup>17</sup>, las cotizaciones se recuperaron totalmente en la mayoría de las bolsas de las economías avanzadas y parcialmente en las emergentes asiáticas, excepto en China, donde se agudizaron las pérdidas. En este contexto no se pueden descartar episodios de turbulencias en los mercados financieros, cuya probabilidad dependerá de cómo siga avanzando este virus, así como de su proceso de contención.

- Los riesgos de ciberataques que afecten al sistema financiero son cada vez mayores, pues la interconexión de todos los sectores puede convertir un incidente relacionado con la ciberseguridad en una amenaza para la estabilidad financiera y una quiebra de la confianza en dicho sistema. Así, lo que en un principio nace como la materialización de un riesgo operacional podría convertirse en una crisis sistémica en determinadas circunstancias. En la actualidad, existen numerosas iniciativas procedentes de diferentes ámbitos —público y privado— que tratan de evaluar este riesgo, incrementar la resistencia de las entidades y, en su caso, tratar de identificar los factores mitigantes más relevantes, así como los mecanismos de coordinación entre instituciones más adecuados.

---

<sup>17</sup> Hasta el día 13.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- Los mercados internacionales de renta variable evolucionaron positivamente en la última parte del año pasado, gracias a los efectos positivos asociados a los estímulos monetarios adoptados por el BCE<sup>18</sup> y las sucesivas rebajas de tipos de la Reserva Federal, así como a la resolución de varios elementos de incertidumbre, entre los que destaca la firma a mediados de diciembre de la primera fase del acuerdo comercial alcanzado entre EE. UU. y China, que ponía fin a las disputas comerciales entre ambas economías y que habían sido un motivo continuo de inestabilidad de los mercados. Además, a todo ello se unía la resolución final del *brexit*, que también ha sido una fuente de incertidumbre desde su inicio en 2016, y la moderación de la ralentización económica de la zona del euro, acompañada de la mejora de sus perspectivas. En este contexto, los mercados de renta variable finalizaron el año con importantes avances, que se extendieron hasta las primeras semanas de este año y que llevaron a los principales índices estadounidenses y europeos a alcanzar máximos históricos o de los últimos años. Esta tendencia se interrumpió cuando se conoció la existencia y propagación del coronavirus desde China, lo que elevó el temor y la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, que, finalmente, acabaron el mes de enero con pérdidas<sup>19</sup>, por los efectos que pueda tener este acontecimiento en la economía, el consumo y el crecimiento global<sup>20</sup>. En los primeros días de febrero, las cotizaciones se han vuelto a recuperar compensando, en la mayor parte de los casos, las pérdidas iniciales<sup>21</sup>.
- Los principales índices bursátiles presentaron ganancias destacadas en el conjunto de 2019, que fueron especialmente significativas en el caso de los mercados estadounidenses y de las economías más grandes de la zona del euro. En los primeros, los avances de los índices se situaron entre el 22,3 % del Dow Jones y el 35,2 % del Nasdaq, alcanzando todos ellos sus máximos históricos en enero de este año. En el caso del índice tecnológico Nasdaq, también en máximos históricos, los inversores profesionales y analistas mantienen sus advertencias sobre la valoración excesiva de algunas compañías tecnológicas<sup>22</sup>, en un entorno de moderación del crecimiento económico a nivel mundial y del consumo, que podría verse afectado por el coronavirus chino. En Europa, con la excepción de los índices español y británico, las revalorizaciones

<sup>18</sup> El BCE inició la tercera ronda de financiación a la banca (TLTRO-III), extendiendo su plazo de 2 a 3 años, a la vez que inició el 1 de noviembre las compras netas de deuda en los mercados secundarios por importe de 20.000 millones de euros mensuales.

<sup>19</sup> Los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq, así como el alemán Dax 30 alcanzaron máximos históricos en enero, mientras que el francés Cac 40 llegó a su nivel más alto desde 2007. Sin embargo el balance acumulado de dicho mes fue negativo: Dow Jones (-1 %), S&P500 (-0,2 %), Eurostoxx 50 (-2,8 %), Dax 30 (-2 %), Cac 40 (-2,9 %) y Mib 30 (-1,1 %).

<sup>20</sup> El precio del petróleo cayó un 12 % en enero y cotiza al nivel más bajo del último año por el temor a la desaceleración de la actividad industrial y del transporte. Un precedente de naturaleza similar fue la gripe aviar (SARS) de 2003, que acabó propiciando un 1,1 % de descenso del PIB de China y un 2,5 % del de Hong Kong.

<sup>21</sup> Todos los índices de renta variable de las economías avanzadas muestran revalorizaciones hasta el 13 de febrero (excepto el índice británico FT 100 y el Topix japonés) que oscilan entre el 0,7 % del Nikkei 225 y el 8,2 % del estadounidense Nasdaq. En Europa las alzas van desde el 1,9 % hasta el 5,9 % (Ibex 35: 3,8 %).

<sup>22</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU. —conocidas como las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google)— acumularon en 2019 una revalorización del 59 %, 90 %, 25 %, 23 % y 30 %, respectivamente, que ha sido del -0,3 %, 7 %, 10 %, 8 % y 8 %, respectivamente en enero de 2020.

fueron similares, oscilando entre el 24,8 % del Eurostoxx 50 y el 28,3 % del Mib 30 italiano<sup>23</sup>, lo que les permitió compensar las pérdidas de 2018 y acumular ganancias destacadas. Así, a pesar de la ralentización económica de la zona del euro y del impacto de las restricciones comerciales a las compañías exportadoras, los valores europeos se vieron favorecidos, especialmente en la última parte del año, por el contexto de tipos de interés a largo plazo en mínimos históricos —que favorece las valoraciones y el atractivo de la rentabilidad por dividendo—, así como por el descenso de las primas de riesgo. Las compañías más favorecidas fueron las de carácter más tecnológico y las pertenecientes a sectores en crecimiento, así como las empresas industriales exportadoras, que se beneficiaron de la relajación de las tensiones comerciales.

- En España el Ibex 35 finalizó 2019 con un avance del 11,8 %, por lo que presenta una revalorización sensiblemente menor (en torno a la mitad) que la de los principales índices de los mercados europeos<sup>24</sup>. Su comportamiento fue peor en todos los trimestres y su revalorización fue insuficiente para compensar las pérdidas del 15 % de 2018. En enero registró un retroceso del 1,9 %, en línea con el de otros mercados europeos por los temores sobre los posibles efectos negativos del coronavirus sobre la economía mundial, que se compensó totalmente en los primeros días de febrero, cuando las acciones registraron revalorizaciones notables (véase nota al pie de la página 21). El peor comportamiento relativo del índice español respecto a sus homólogos europeos en 2019 podría explicarse en gran parte por la diferente composición del índice español y los europeos —donde están representadas en mayor medida compañías tecnológicas y de sectores de crecimiento—, pero también podría asociarse en cierta medida a la existencia de algunas incertidumbres políticas.
- La evolución sectorial en 2019 fue desigual tanto por sectores como por valores puesto que, aunque todos los sectores iniciaron el año con revalorizaciones, solo se fueron incrementando y consolidando en algunos sectores, especialmente en los más cíclicos junto con el sector del petróleo y la energía, mientras que en el caso del financiero y el inmobiliario se tornaban en pérdidas. Los mayores avances correspondieron a los sectores de los bienes de consumo —donde destacaron Inditex, las compañías farmacéuticas y las de biotecnología—, la construcción, la tecnología y la electricidad (todos ellos con avances superiores al 20 %), mientras que los retrocesos más notables correspondieron al sector inmobiliario por el temor de los inversores a un posible cambio de ciclo. Asimismo, tanto las compañías de pequeña como de mediana capitalización, que en años anteriores habían contado con el interés de los inversores, presentaron un comportamiento discreto. Las primeras, por el temor a una ralentización de la economía española y las últimas, por la ralentización de la zona del euro por su mayor vocación exportadora. Las compañías más grandes no mostraron un comportamiento homogéneo, ni siquiera dentro del mismo sector<sup>25</sup>. Las

---

<sup>23</sup> El índice alemán Dax 30 y el francés Cac 40 se revalorizaron en 2019 un 25,5 % y un 26,4 %, respectivamente, mientras que el británico FTSE lo hizo un 12,1 %.

<sup>24</sup> Los principales índices bursátiles europeos presentaron una revalorización anual en 2019 sustancialmente mayor a la del Ibex 35: Eurostoxx 50 (24,8 %), Dax 30 (25,5 %), Cac 40 (26,4 %) y Mib 30 (28,3 %).

<sup>25</sup> Entre las grandes compañías españolas destacaron los avances de Inditex (40,7 %), Iberdrola (36,8 %), Amadeus IT (19,7 %) y BBVA (7,5 %) y los retrocesos de Telefónica (15,2 %) y Banco Santander (6,1 %).

revalorizaciones más relevantes se produjeron entre las compañías del sector eléctrico y de la energía, que se han beneficiado del entorno de tipos de interés reducidos y del carácter estable de sus ingresos<sup>26</sup>; las compañías del sector de la tecnología y las telecomunicaciones avanzaron en su conjunto, aunque no lo hicieron así las operadoras tradicionales por la madurez de sus negocios. Finalmente, los bancos, como se ha indicado antes, presentaron, en general, descensos en el año, pues sus márgenes y resultados siguen muy lastrados por la laxitud de la política monetaria, en un contexto de desaceleración económica y otras incertidumbres<sup>27</sup>, a las que se unen los riesgos de sostenibilidad y cambio climático, que cada vez ganan más peso en el negocio bancario<sup>28</sup>, aunque no todas las entidades bancarias acabaron el año con pérdidas.

- La revalorización de las cotizaciones, que vino acompañada de una progresiva ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 aumentase desde 11,3<sup>29</sup> a mediados de octubre hasta 12,3 a mediados de enero (su media histórica es 13,4), su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2018 (gráfico 4).
- Los activos de deuda pública, que habían recogido al alza en sus precios desde el verano todas las medidas de relajación monetaria del BCE —entre las que se incluye la reactivación de las compras de deuda pública en los mercados secundarios<sup>30</sup> y que llevaron a las rentabilidades de la mayoría de la deuda soberana a situarse en mínimos históricos—, incrementaron ligeramente su rendimiento en el cuarto trimestre, si bien se mantuvieron cerca de sus mínimos históricos<sup>31</sup>.
- El aumento de las rentabilidades en el cuarto trimestre se explica por la confirmación por parte del BCE de que no adoptará, por el momento, nuevas medidas adicionales en materia de política monetaria más allá de las vigentes en la actualidad e, incluso, se planteará una revisión de su estrategia actual<sup>32</sup>. También han contribuido a dicho aumento la moderación de la ralentización y la mejora de las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, además de las expectativas de mantenimiento de los tipos por parte de la Reserva Federal. Las alzas, que oscilaron entre los 27 puntos básicos (p.b.) de Portugal y los 58 p.b. de Grecia, se revirtieron desde mediados de enero por el rebrote de incertidumbre en los mercados asociado al coronavirus (observándose descensos de entre 8 y 40 p.b. respecto a los niveles de cierre de 2019).

---

<sup>26</sup> Sobre la parte regulada de los ingresos la Comisión Nacional de Mercados y de la Competencia (CNMC) ha introducido cambios recientemente.

<sup>27</sup> Se mantienen los riesgos de carácter legal relacionados con la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre el IRPH y con potenciales litigios, costes e impacto económico de la digitalización y ciberseguridad.

<sup>28</sup> Los reguladores bancarios han puesto de manifiesto la necesidad de introducir los riesgos asociados al cambio climático y la sostenibilidad en los análisis financieros realizados por las entidades financieras.

<sup>29</sup> En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil europeo Eurostoxx 50 y del estadounidense S&P 500 avanzó hasta 14,3 y 18,4 veces, respectivamente. Estos niveles son los más altos desde finales de 2017 y se sitúan por encima de sus promedios históricos (13,2 y 15,9 veces, respectivamente).

<sup>30</sup> El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba en enero de 2020 activos por importe de 2,60 billones de euros, de los que 2,11 billones correspondieron a deuda pública. En enero las compras netas de deuda pública alcanzaron 12.336 millones de euros. Por su parte, el volumen de deuda pública española en el balance del BCE ascendía a 260.820 millones de euros a mediados de diciembre (el 28,4 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado).

<sup>31</sup> El hecho de que los tipos de interés se encuentren en niveles muy reducidos desde hace años ha planteado algunas cuestiones relacionadas con la metodología que se emplea en el mapa de color que se actualiza trimestralmente y que en estos momentos se encuentra en proceso de revisión. En este mapa la asignación de los colores en el caso particular de los tipos de interés se realiza en función de los valores de las series de los últimos tres años y, por tanto, en un contexto de tipos de interés muy bajos durante un periodo muy largo podrían no ser totalmente informativos.

<sup>32</sup> La nueva presidenta del BCE, Christine Lagarde, anunció en diciembre que en enero de 2020 comenzaría la revisión estratégica sobre los objetivos e instrumentos de la política monetaria de la institución (la anterior estrategia data de 2003).

En el caso del bono soberano español a 10 años, la rentabilidad pasó del 0,48 % a finales de diciembre al 0,23 % a finales de enero. Estas variaciones son muy relevantes para los agentes con mayor exposición a esta clase activos y plazos más largos, puesto que pueden dar lugar a variaciones significativas en sus precios y, en consecuencia, en su volatilidad.

- En el caso de la deuda corporativa, sus rendimientos también presentaron suaves avances en el cuarto trimestre de 2019, pues estos ya habían anticipado los efectos del inicio del nuevo programa de compras de deuda corporativa<sup>33</sup> del BCE desde el 1 de noviembre. En el futuro, existe la posibilidad de que la ralentización económica acabe afectando a las tasas de crecimiento y a la salud financiera de las compañías, lo que podría presionar al alza sus primas por riesgo de crédito. Esta circunstancia es más relevante en el caso de la deuda subordinada y *high yield*, cuya rentabilidad se encuentra actualmente en niveles muy bajos.
- El sesgo acomodaticio de la política monetaria, tanto del BCE como de la Reserva Federal, sigue manteniendo el riesgo de mercado de los activos de deuda en niveles moderados, siendo más elevado para la deuda corporativa de mayor riesgo y para la deuda subordinada. No obstante, tanto las economías con mayores desequilibrios fiscales y tasas de endeudamiento más significativas como las compañías más apalancadas presentan mayor vulnerabilidad, puesto que un deterioro del entorno económico se trasladaría con facilidad a sus primas de riesgo. Así, los movimientos al alza de las primas de riesgo podrían generar caídas de los precios de los activos, que podrían ser especialmente relevantes en el caso de la deuda especulativa o inferior al grado inversión, así como en los activos con duraciones más largas<sup>34</sup>, cuya valoración es muy sensible a cualquier repunte de los tipos de interés. Luego, aunque a corto plazo no se vislumbran subidas significativas ni en los tipos de interés ni en las primas de riesgo, cabe plantearse los efectos que podrían derivarse de un eventual aumento de los tipos de interés —especialmente en el caso de los activos de mayor riesgo, cuyas primas de riesgo presentarían mayores alzas— para los agentes más endeudados y los más expuestos a activos complejos poco líquidos y a duraciones más largas —como algunos fondos de inversión de renta fija—.

### Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado descendieron paulatinamente durante todo el año pasado, favorecidas por el mejor comportamiento relativo de la economía española frente al resto de las grandes economías europeas, acumulando los mayores descensos a partir del verano coincidiendo con el anuncio y la adopción por parte del BCE de un conjunto de medidas de política monetaria más expansiva, que llevaron a los tipos y las primas de riesgo a

---

<sup>33</sup> El programa de compras de deuda corporativa acumulaba hasta finales de enero activos por importe de 189.117 millones de euros, de los cuales más del 18 % fueron adquiridos en el mercado primario.

<sup>34</sup> Un aumento de los tipos de interés de 100 p.b. daría lugar a una caída superior al 9 % en el precio de un bono a 10 años.

situarse en sus mínimos históricos. Así, la prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte del cuarto trimestre, situándose al cierre de 2019 en 66 p.b., cerca de su mínimo anual de 60 p.b. alcanzado en julio y más de 50 p.b. por debajo del valor en el que finalizó 2018 (118 p.b.) (gráfico 11). En enero se mantuvo estable y a la fecha de cierre de esta nota se situaba en 67 p.b.

- Las primas de riesgo del sector financiero, que habían acumulado descensos destacados en el primer semestre del ejercicio pasado, registraron disminuciones más moderadas en la última parte del año y finalizaron diciembre en un promedio de 72 p.b. (58 p.b. a finales de enero). A pesar de la erosión continua del margen de intereses como consecuencia del entorno de tipos de interés reducidos, los bancos se han visto favorecidos por la puesta en marcha de la tercera ronda de financiación del BCE<sup>35</sup>, que les permite acceder a financiación a reducido coste, a la vez que el bajo nivel de tipos facilita la contención de la morosidad. En el caso de las sociedades no financieras, los mayores descensos también se produjeron en el primer semestre de 2019, observándose cambios menores en el resto del año, hasta situarse su prima a finales de diciembre en 52 p.b. (51 p.b. en enero), su nivel más bajo desde el cierre de 2007. Así, estas últimas compañías siguen beneficiándose de la reactivación del programa de compras del BCE<sup>36</sup>, que favorece el mantenimiento de sus costes financieros en niveles reducidos.
- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>37</sup> de la economía sigue ralentizándose como consecuencia de la moderación del crédito a las empresas, que es insuficiente para compensar el tímido avance del crédito a los hogares. En este último caso, su expansión se situaba en el 0,2 % en diciembre en tasa de variación anual, debido a la aceleración del ritmo de crecimiento del crédito al consumo (desde el 3,5 % en septiembre hasta el 4,1 % en diciembre —pero por debajo del 5,3 % en que empezó el año<sup>38</sup>—), que ha compensado el mantenimiento de la caída del saldo vivo del crédito destinado a la compra de vivienda<sup>39</sup> (-1,2 %). En el caso de las sociedades no financieras, el ritmo de expansión de la financiación bancaria continuó aminorándose (desde el 1,2 % de septiembre hasta el 0,5 % de diciembre), debido tanto al descenso del crédito tradicional (-0,6 % en diciembre) como a la ralentización de la financiación vía emisiones de deuda (desde el 16,4 % hasta el 13,9 %), que siguen creciendo a tasas muy elevadas<sup>40</sup>. Las grandes empresas no financieras —y un número cada vez más elevado de sociedades de tamaño medio— han continuado aprovechando las buenas condiciones del mercado y la elevada demanda por parte de los inversores para emitir

---

<sup>35</sup> Las entidades financieras también se benefician del programa de compras del BCE, que incluye asimismo *covered bonds* —entre ellos, cédulas hipotecarias— (denominado CBPP3, por sus siglas en inglés). En enero las compras netas de *covered bonds* alcanzaron 3.684 millones de euros.

<sup>36</sup> Este programa de compras incluye deuda corporativa (denominada CSPP, por sus siglas en inglés), que se han extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior). En enero las compras netas de deuda corporativa alcanzaron 4.611 millones de euros.

<sup>37</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>38</sup> Desde enero la variación anual de este saldo ha oscilado entre el mínimo del 3,1 % de octubre y el máximo del 5,3 % en el que empezó el año. Tras la ralentización del tercer trimestre, las entidades han vuelto a aumentar el ritmo de concesión de los créditos al consumo, puesto que es el segmento que cuenta con mayor demanda y más rentabilidad, a pesar de los riesgos que implica el aumento de su morosidad.

<sup>39</sup> La firma de hipotecas retrocedió en noviembre un 0,5 % interanual, con lo que encadena 4 meses de descensos consecutivos.

<sup>40</sup> Todas las sociedades que forman parte del Ibex 35, salvo Aena, Inditex, Mediaset, Siemens Gamesa y Viscofan, están financiadas actualmente en mayor o menor medida con emisiones de deuda a medio o largo plazo.

deuda a plazos más largos<sup>41</sup> o refinanciarse en mejores condiciones. Por otro lado, el saldo de préstamos exteriores presentó un retroceso del 0,8 %.

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

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el cuarto trimestre de 2019 se situaron en 34.923 millones de euros, un 40 % menos que en el mismo periodo de 2018, debido a la disminución del volumen de emisiones de la SAREB y a las menores necesidades de financiación de los emisores, que habrían sido cubiertas con anterioridad aprovechando las buenas condiciones del mercado y los bajos tipos. Asimismo, las emisiones registradas en el conjunto del año alcanzaron los 90.066 millones de euros, un 11 % menos que en 2018 y el importe más bajo de los 10 últimos años, observándose un descenso en todas las categorías de deuda salvo en los bonos de titulización y en ciertos tipos específicos de instrumentos como las cédulas de internacionalización, además de un incremento de las emisiones de pagarés a corto plazo de las sociedades no financieras. Por otro lado, las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior ralentizaron su crecimiento, pero el importe emitido en 2019 se situó en 100.321 millones de euros, superando el importe de las emisiones registradas en España. Dentro de las emisiones en el exterior, cabe destacar el aumento de la importancia de las de largo plazo en detrimento de las emisiones de pagarés. Los datos preliminares de enero de 2020 indican que las emisiones de deuda registradas en la CNMV continúan siendo modestas y más orientadas a las emisiones de pagarés<sup>42</sup>. En los mercados de renta variable no hubo ninguna salida a bolsa a lo largo del año pasado ni tampoco en el periodo transcurrido de 2020, puesto que varias empresas cancelaron su debut en el mercado como consecuencia de las incertidumbres existentes.
- La contratación media diaria en el mercado continuo se recuperó —como suele ocurrir— en el cuarto trimestre de 2019, hasta alcanzar los 1.979 millones de euros; así pues, se situó por encima del promedio de todo el ejercicio (1.820 millones de euros), pero un 4,1 % menos en términos interanuales. Los datos preliminares de enero de este año indican que la negociación diaria volvió a disminuir de modo significativo hasta situarse en 1.629 millones de euros, un 12,3 % menos que en el ejercicio anterior y el volumen más bajo para ese mes en la última década.
- Asimismo, la fragmentación del mercado, que se encontraba muy cerca de sus máximos históricos en el tercer trimestre de 2019<sup>43</sup>, se moderó en el último trimestre del año, representando la negociación de valores españoles en centros distintos al mercado de origen el 40,3 % de la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit más dark*). Los datos preliminares de enero apuntan a un nuevo incremento de la importancia relativa de los centros competidores en la negociación de estos valores hasta alcanzar lo que supondría

<sup>41</sup> Cada vez son más los emisores que realizan emisiones de bonos verdes.

<sup>42</sup> Las emisiones de deuda registradas en enero en la CNMV se situaron en 3.294 millones de euros, un 35 % menos que en enero de 2019, de los cuales más de la mitad fueron pagarés a corto plazo.

<sup>43</sup> La contratación en otros centros de negociación y mercados competidores de BME representó en el tercer trimestre de 2019 un 44,8 % del total de la negociación sujeta a reglas de mercado, muy cerca del máximo histórico del 44,9 % alcanzado en el primer trimestre.

un máximo histórico del 45,4 %. La tendencia a la deslocalización parece haber tocado techo en el conjunto de Europa, observándose cierta reversión de esta en algunas plazas donde la cuota de mercado de los centros competidores ha caído por debajo del 40 %<sup>44</sup>. Igualmente, la contratación de acciones españolas realizada a través de internalizadores sistemáticos —y, por tanto, no sujeta a reglas de mercado— se ha consolidado por encima del 15 % de la negociación total<sup>45</sup> en 2019, frente a los valores inferiores al 5 % alcanzados a principios de 2018<sup>46</sup>, cifra que se mantiene en las primeras semanas de 2020. Por otro lado, el operador del mercado regulado español, BME, fue objeto de una oferta pública de adquisición de acciones de carácter voluntario<sup>47</sup> que se encuentra pendiente de resolución por parte del operador del mercado suizo SIX Group.

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, aunque también persiste el leve repunte del diferencial observado en el segundo semestre del año. Aunque la volatilidad del mercado sigue en niveles reducidos, su fragmentación y el descenso de los volúmenes de contratación empujan al alza los valores del indicador. En el caso del bono soberano, su *spread* mejoró ligeramente<sup>48</sup> durante la mayor parte del periodo, aunque continuó presentando valores superiores a los de la primera mitad del año. En términos absolutos, la horquilla también registró un descenso, aunque menor, y su tamaño sigue siendo relevante en el entorno de tipos reducidos (gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona del euro y de España volvieron a situarse en valores negativos, tanto para los de cuantía inferior a 1 millón de euros (-8 p.b., su mínimo histórico) como para los préstamos de cuantía superior (hasta -4 p.b. en diciembre, 29 p.b. en septiembre), por lo que caen hasta su nivel más bajo desde comienzos de 2012.

### Riesgo de contagio: amarillo

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles disminuyó significativamente durante el último trimestre del año pasado, hasta situarse en valores muy reducidos en las últimas semanas (véase gráfico 31). La mediana de estas correlaciones a finales de enero era del 0,02, un valor muy inferior a la media del conjunto de 2019 (0,18) y también al valor medio de la última década (0,5). Disminuyó tanto el valor máximo como el mínimo de las correlaciones, aunque lo hizo con más intensidad este último, por lo que la diferencia entre ambos aumentó considerablemente. El primero cayó

---

<sup>44</sup> Esta tendencia podría ser consecuencia del descenso de las operaciones de alta frecuencia, que se ven condicionadas por el entorno de baja volatilidad y que, en su mayoría, tienen lugar en centros de negociación distintos de los mercados de origen. Si este fuera el elemento explicativo más relevante, es razonable pensar que en el futuro pudiera producirse un nuevo cambio, en la medida en que los niveles de volatilidad de los mercados sean algo más elevados.

<sup>45</sup> Negociación total entendida en este contexto como la suma de la negociación sujeta a reglas de mercado y la realizada a través de internalizadores sistemáticos.

<sup>46</sup> A pesar de que uno de los objetivos iniciales de la regulación MiFID II era desplazar parte de la negociación no sujeta a reglas de mercado hacia centros de contratación o mercados organizados en los que estuviese sujeta a ellas, los datos de mercado reflejan cierta escasa efectividad de las medidas implantadas para lograr el objetivo.

<sup>47</sup> El 28 de noviembre SIX Group presentó una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME a un precio de 34 euros por acción.

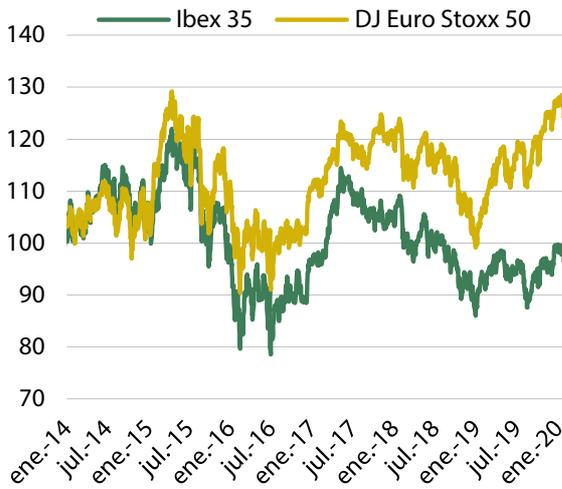
<sup>48</sup> El *spread* sigue siendo destacado en términos relativos, pero está condicionado por los costes de transacción de los agentes, que son relevantes en un entorno de tipos tan reducidos a 10 años. En términos absolutos, se produjo un descenso del *spread* promedio, pero fue inferior a 1 p.b.

hasta situarse en enero en valores cercanos al 0,58 y el segundo, que registró un mínimo del -0,5 en noviembre, se situaba en la fecha de cierre de esta nota en -0,37. El descenso de los niveles de correlación se explica por el incremento de las rentabilidades de los activos de deuda del último trimestre ya comentado (y el consiguiente descenso de sus precios) en un contexto alcista de las cotizaciones de las acciones en la mayoría de los sectores. Cabe señalar que unos menores niveles de correlación reducen las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activo y favorecen la diversificación de las carteras.

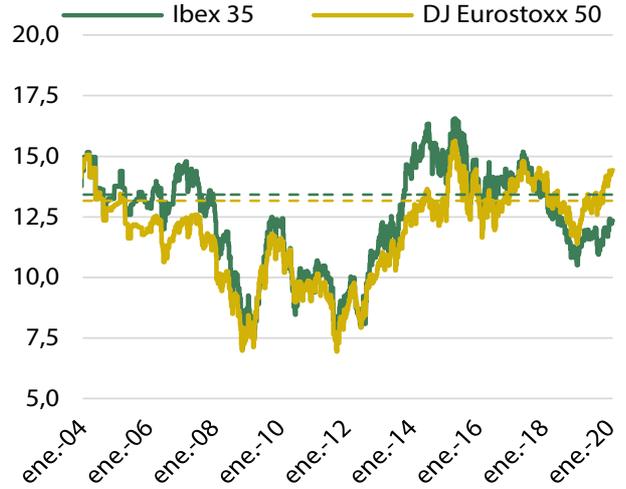
- Con respecto a los movimientos de los activos de deuda pública europeos, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos aumentó desde finales de octubre hasta casi finales de diciembre (de 0,85 a 0,91), momento a partir del cual descendió hasta situarse a finales de enero en 0,73 (el nivel mínimo que alcanzó en enero fue de 0,60). Esta disminución se debe, en parte, a que las rentabilidades de la deuda pública de los países *core* europeos disminuyeron durante enero a mayor velocidad de lo que lo hizo la de la deuda pública española en el contexto de las compras de activos de deuda más seguros (*flight to quality*) asociado al incremento de la incertidumbre en torno al coronavirus. Por su parte, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos también siguió una tendencia parecida (véase gráfico 32). No obstante, el aumento inicial en noviembre fue más acusado (desde 0,35 hasta 0,86 a finales de diciembre) y la caída posterior hasta finales de enero fue más leve, para finalizar el primer mes del año en 0,81. En este caso, el aumento de la correlación con los países periféricos se debió al mayor alineamiento con los movimientos de los bonos italianos y griegos, que en meses anteriores habían mostrado niveles de correlación muy bajos e, incluso, negativos.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

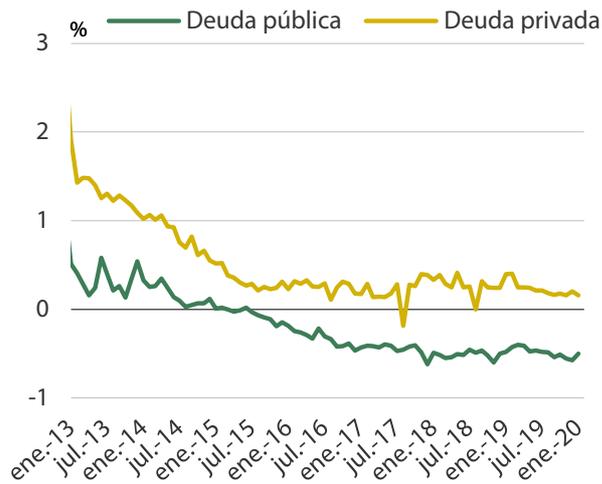
### Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles



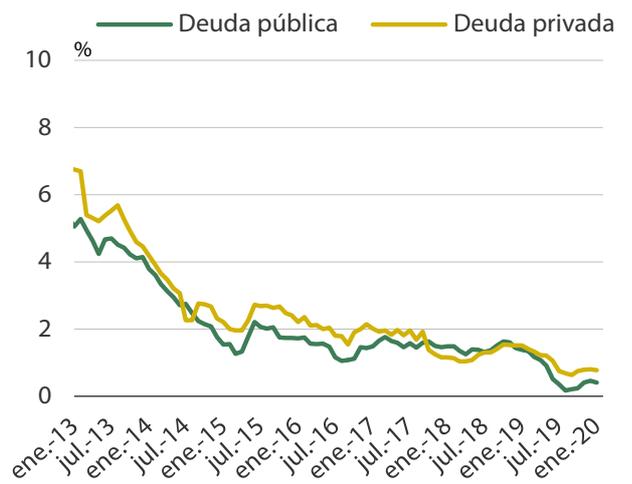
### Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)



### 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

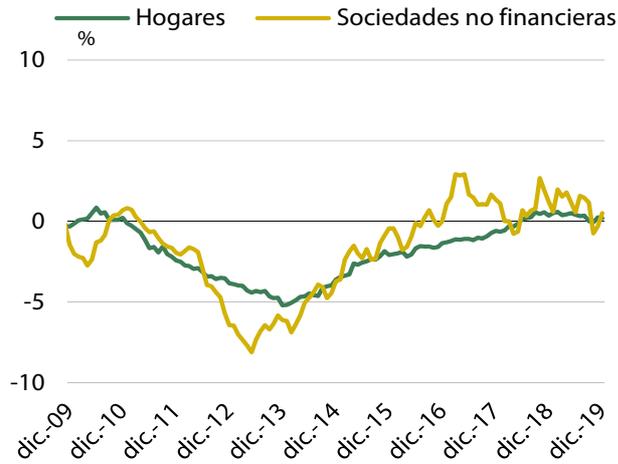


### Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)

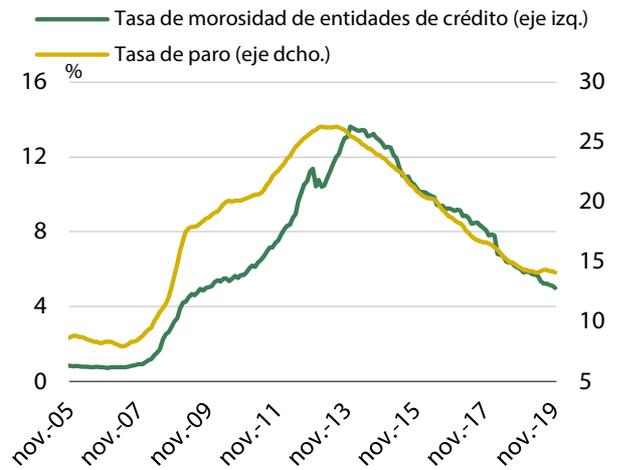


## Riesgo de crédito: nivel verde

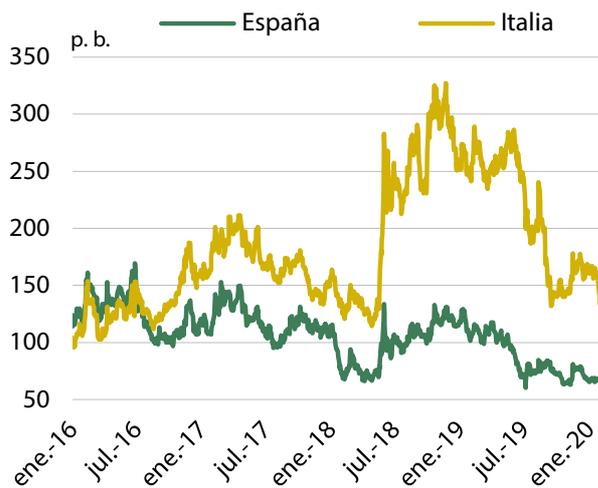
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



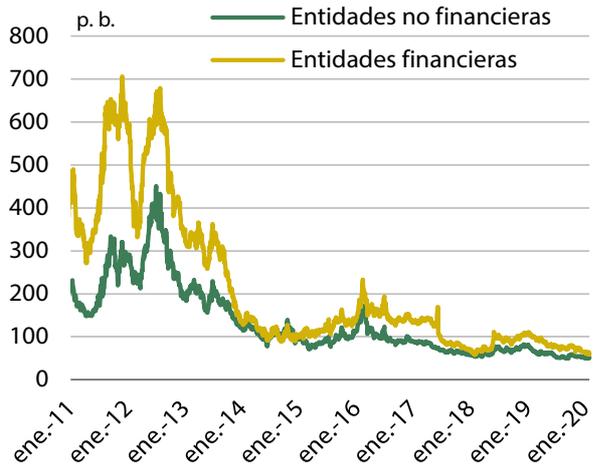
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



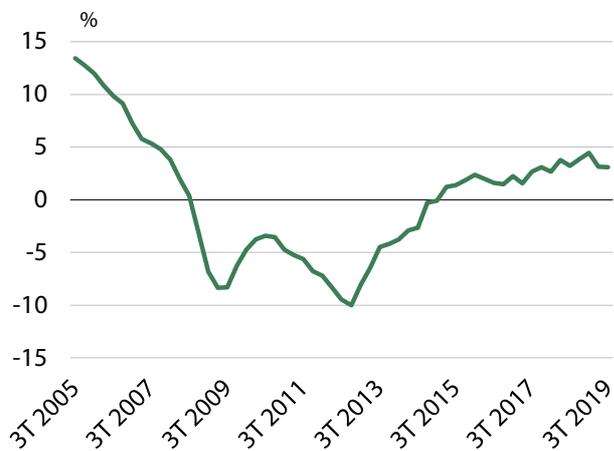
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



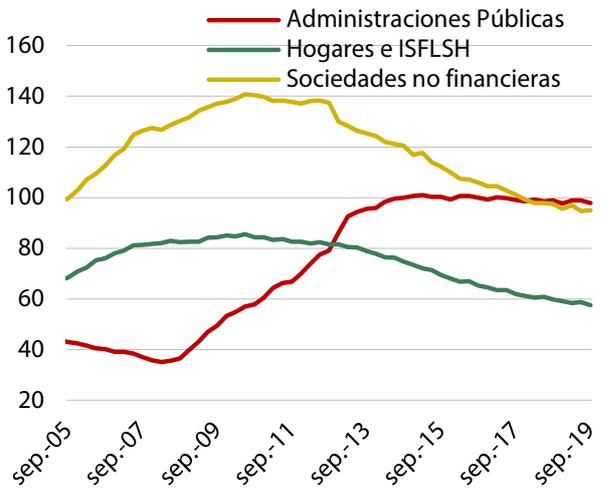
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

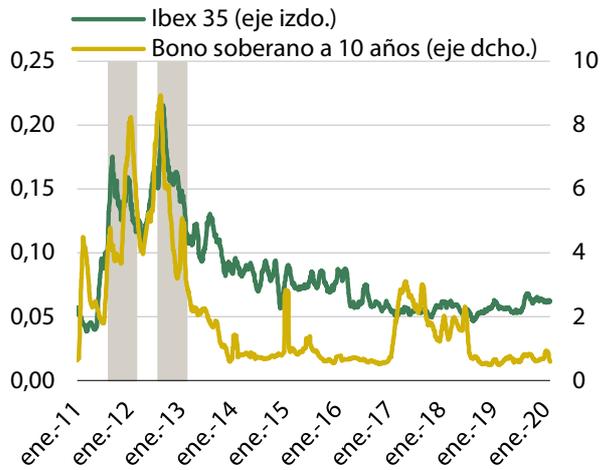


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



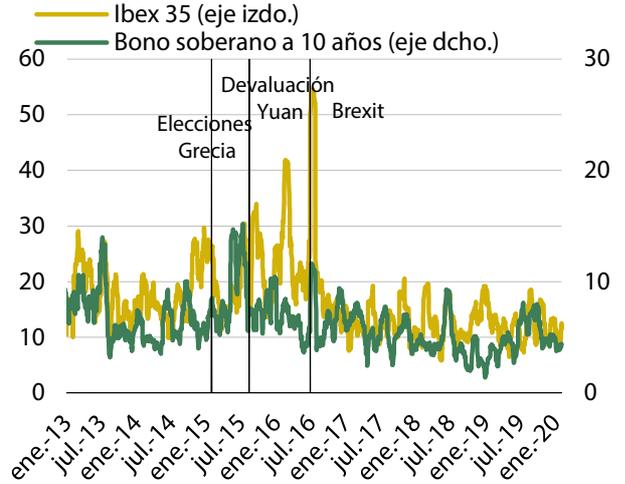
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

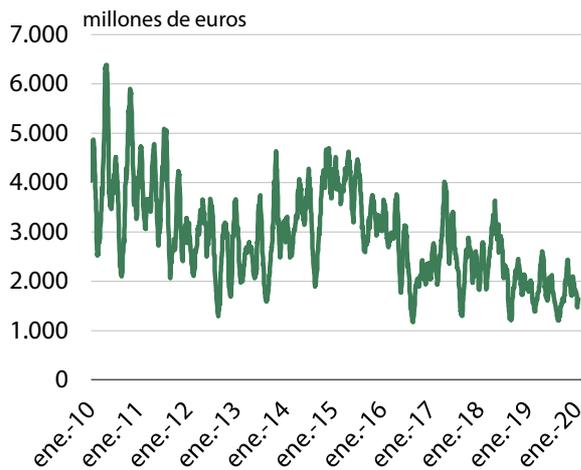


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

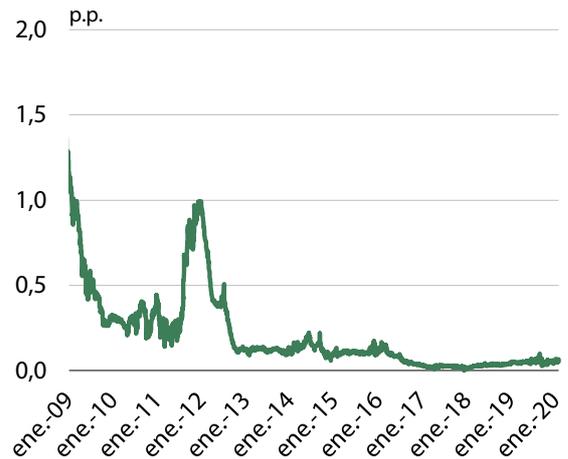
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1 mes)**



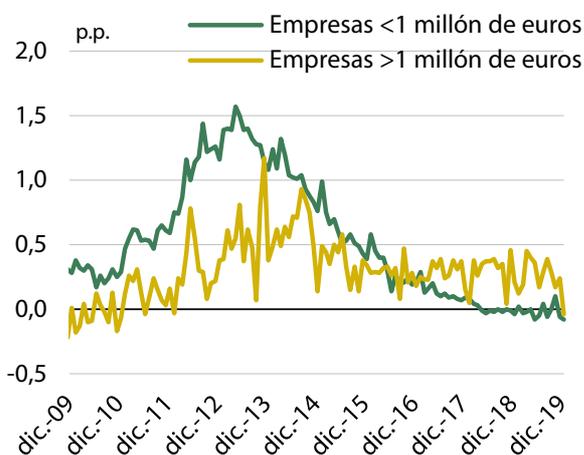
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)**



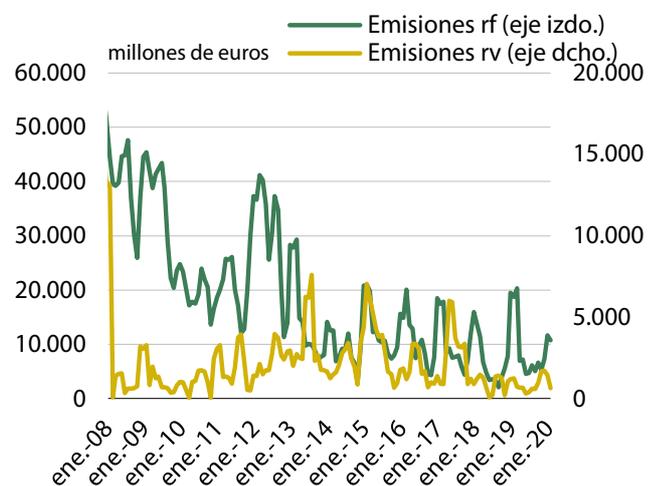
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

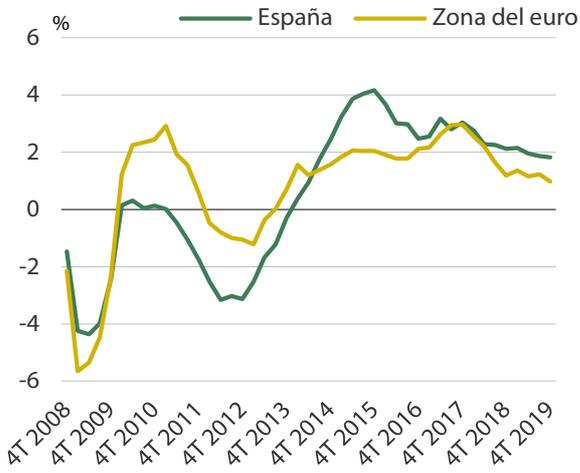


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)**

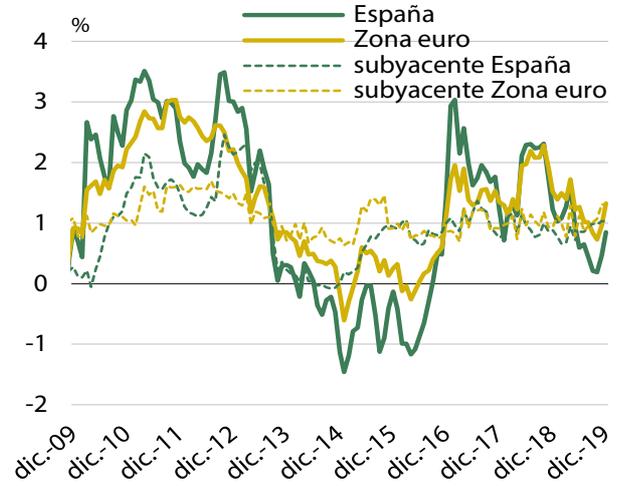


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

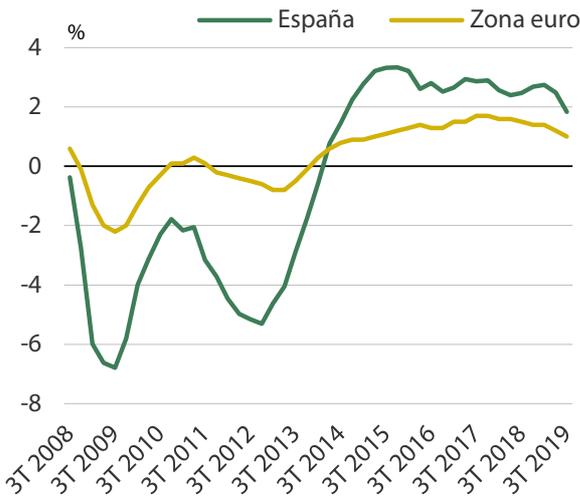
**Gráfico 21: PIB (var. interanual)**



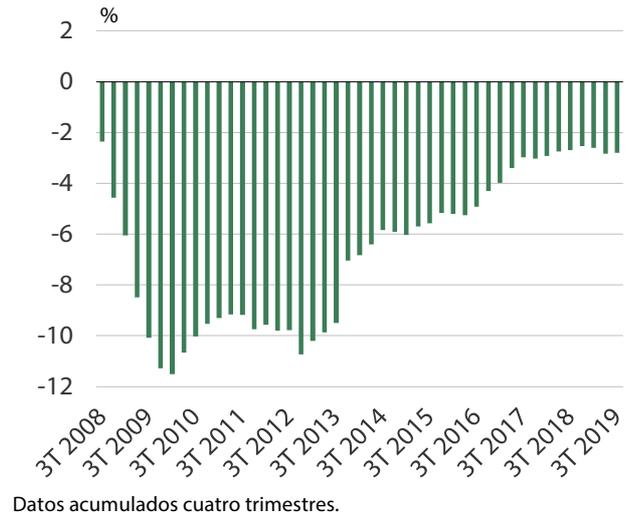
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



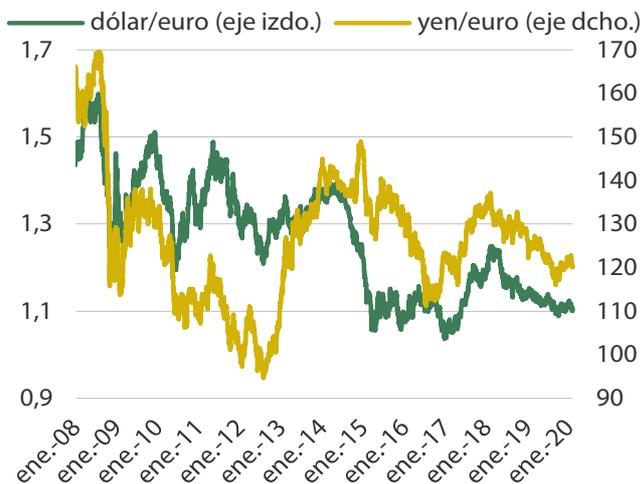
**Gráfico 23: Empleo (var. interanual)**



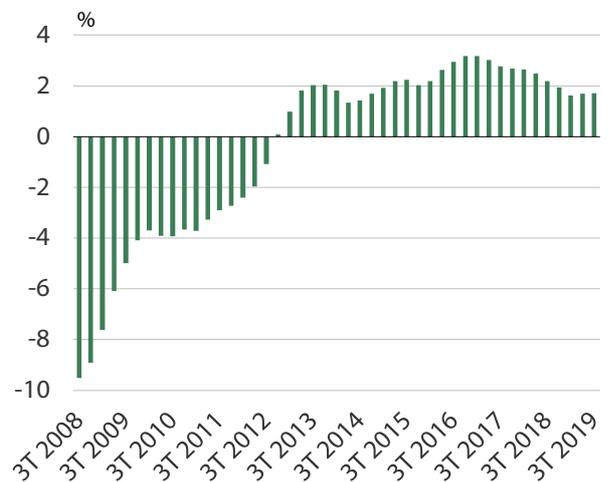
**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**



**Gráfico 25: Tipos de cambio**

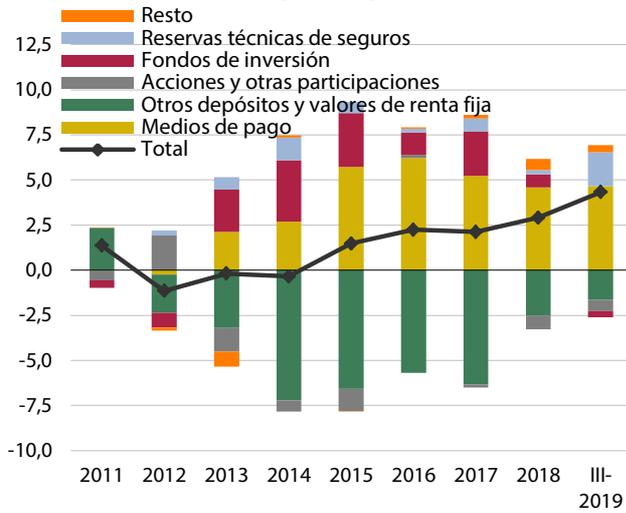


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



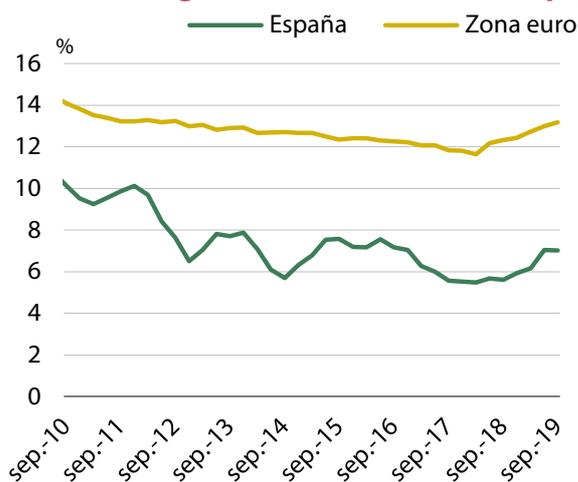
## Inversores

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



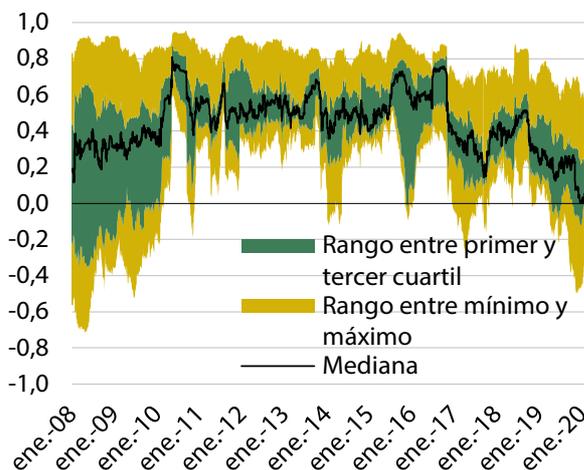
Datos acumulados cuatro trimestres.

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

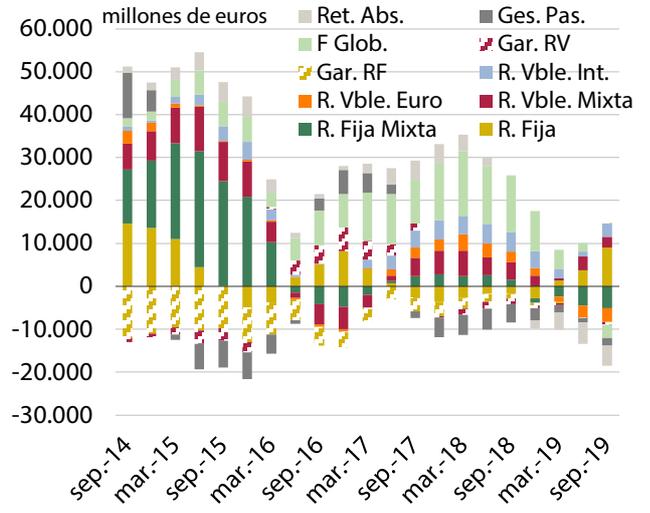


## Riesgo de contagio: nivel amarillo

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

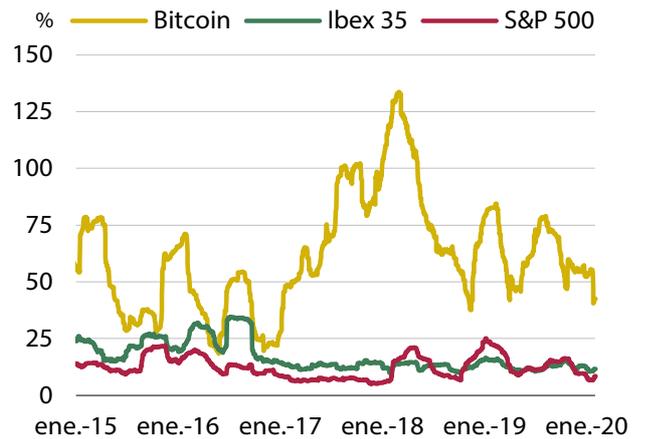


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**

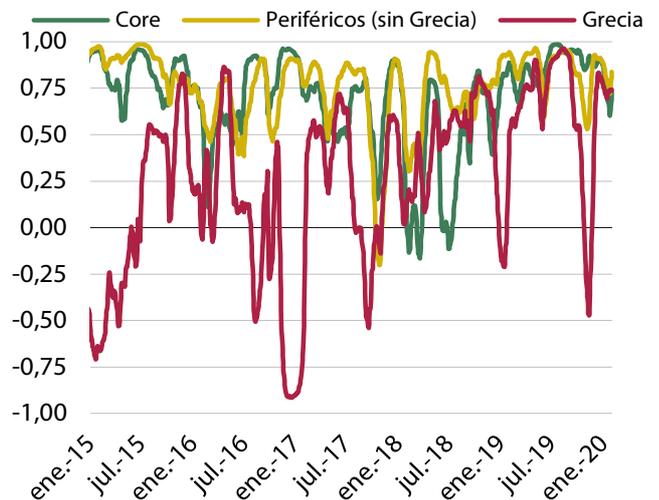


Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**



**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 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*, 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>49</sup>, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de

<sup>49</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.

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 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 Cambón, M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín Trimestral 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.