



# Nota de Estabilidad Financiera

Nº 7 Julio 2018





# **Nota de Estabilidad Financiera**

**Nº 7 Julio 2018**

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

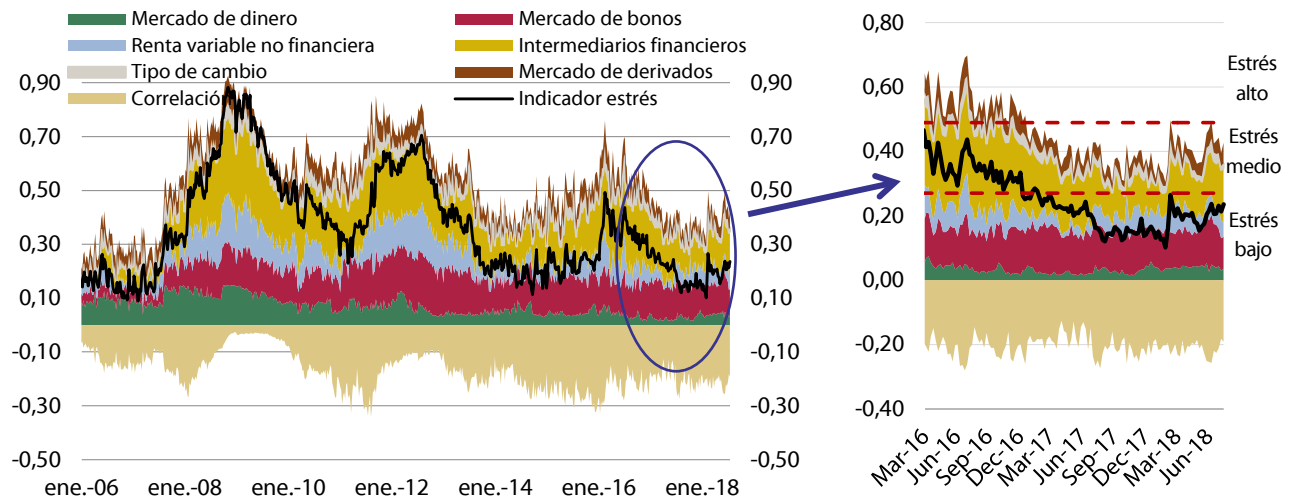
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ El nivel de estrés de los mercados financieros españoles<sup>1</sup>, que había descendido de forma notable tras el repunte registrado en febrero, ha vuelto a aumentar desde mayo como consecuencia de la incertidumbre política en Italia y de los temores relacionados con una posible guerra comercial. A mediados de julio el indicador registraba un valor de 0,24 por lo que, a pesar de su reciente incremento, se mantiene en valores compatibles con un nivel de estrés reducido. Por segmentos, el nivel más elevado de estrés se registra en el de intermediarios financieros (mayoritariamente bancos), cuyas cotizaciones han registrado descensos más acusados que las de otros sectores y cuyas primas de riesgo han experimentado un repunte. El estrés en el segmento de renta fija empeoró sensiblemente a finales de mayo, coincidiendo con los peores momentos de incertidumbre en Italia, pero después se ha moderado en línea con la disminución de la volatilidad en este mercado así como de la prima de riesgo.

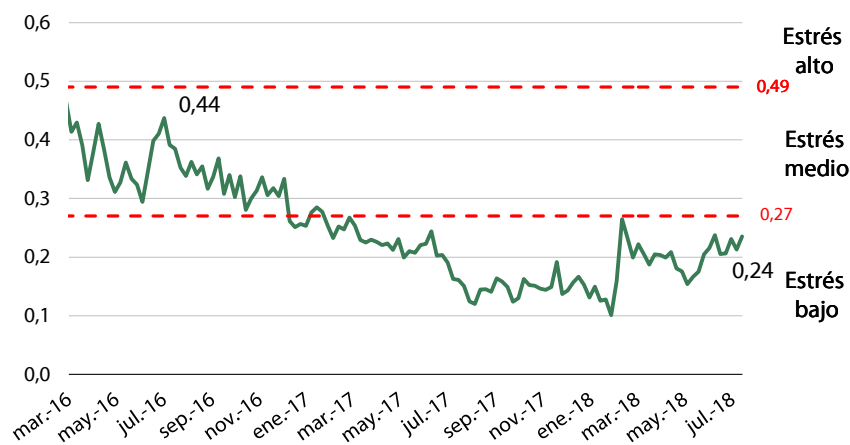
## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

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 fecha de cierre de la nota es el 13 de julio, salvo para la información referente al último *World Economic Outlook* publicado por el FMI el 16 de julio.

- ✓ La evolución macroeconómica en España continúa siendo positiva. En el primer trimestre del año, el PIB registró un avance interanual del 3,0%, solo una décima por debajo de la tasa anterior y cuatro décimas por encima de los registros de la zona euro. El proceso de creación de empleo se mantiene, aunque a un ritmo algo inferior, y la variación de los precios (2,3% interanual en junio) refleja, fundamentalmente, el encarecimiento del petróleo. Por el momento, los temores a una guerra comercial no han pasado factura al crecimiento esperado por el FMI para este año (2,8%) ni tampoco para el que viene (2,2%), si bien han introducido un riesgo a la baja sobre el escenario central que maneja la institución.
- ✓ Los mercados financieros nacionales, que habían experimentado un rebrote importante de volatilidad en febrero contagiados por las bolsas estadounidenses, comenzaron el segundo trimestre con alzas en los precios que acabaron revirtiéndose como consecuencia de dos nuevos elementos de incertidumbre: el primero de ellos relacionado con la formación del nuevo gobierno en Italia y el segundo originado por los temores a una guerra comercial, consecuencia de la política de la nueva administración de EE.UU. Estos factores no han dado lugar a un descenso abrupto de las cotizaciones pero sí han impedido avances, que se justificarían por la fortaleza de la actividad, y también han propiciado repuntes puntuales en la prima de riesgo de la deuda pública. Por otra parte, no se ha apreciado ningún efecto en los mercados financieros derivado del cambio de gobierno que tuvo lugar en España a principios de junio.
- ✓ Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre el sistema financiero están relacionados con el riesgo de mercado y con el de liquidez, fundamentalmente en los activos de renta fija y, de manera más general, con los efectos que se derivan del giro en la política monetaria de las economías avanzadas, que se encuentra en un estado más adelantado en EE.UU. En este sentido, cabe tener presente que la adopción de medidas restrictivas del comercio mundial puede dar lugar a un incremento adicional de los precios e introducir incertidumbre en torno a las expectativas de movimientos de tipos de interés por parte de los bancos centrales.

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

GRÁFICO 2

		2014			2015			2016			2017			2018									
		o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j
MERCADOS	Renta variable	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Renta fija	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Sector bancario	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Otros (petróleo, oro, aversión al riesgo)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
CATEGORÍAS DE RIESGO	Riesgo macroeconómico	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de mercado	R	R	R	R	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de crédito	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

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". Datos hasta el 13 de julio.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Durante el primer trimestre de 2018, el PIB de la economía española continuó creciendo a buen ritmo al registrar un avance del 0,7% en tasa trimestral (igual en el cuarto trimestre de 2017) y del 3,0% en tasa anual (3,1% en el cuarto trimestre de 2017). El sector exterior experimentó una leve mejoría, pero el grueso del crecimiento de la actividad tuvo su origen en la fortaleza de la demanda doméstica. En este contexto, el número de empleados continuó avanzando, aunque a un ritmo ligeramente inferior al de trimestres previos: 2,6% en el primer trimestre del año frente al 2,9% en los tres trimestres anteriores, y la tasa de paro se estabilizó en un nivel algo superior al 16,5% de la población activa. Por su parte, los datos de inflación mostraron un repunte de la tasa anual hasta el 2,3% en junio, tres décimas más que en mayo, como consecuencia exclusivamente de la contribución de los componentes más volátiles del índice (la energía, que recoge el encarecimiento del petróleo, y los alimentos frescos). De hecho, la tasa de inflación subyacente, que descuenta estos dos componentes, se redujo una décima hasta el 1%, un nivel sobre el que se mueve con pocas variaciones desde hace más de dos años (véase gráfico 22).
- Los últimos datos correspondientes a las cuentas públicas indican que en el primer cuatrimestre del año, el déficit consolidado de las Administraciones Públicas, excluyendo las Corporaciones Locales, se situó en el 0,57% del PIB, 0,21 p.p. menos que en el mismo periodo del año anterior. El desglose por administraciones muestra que el déficit del Estado (hasta mayo) se redujo en 0,17 p.p. hasta el 1,19% del PIB, el de las CC.AA. lo hizo en 0,10 p.p. hasta el 0,20% del PIB y el superávit de los Fondos de la Seguridad Social permanecieron en valores similares a los de 2017 (0,19% del PIB en 2018 frente a 0,18% en 2017). De cara a futuro, el nuevo Gobierno ha anunciado una revisión al alza de aproximadamente cinco décimas cada año en los objetivos de déficit para el periodo 2018-2021. Tras esta revisión, la nueva senda de estabilidad presupuestaria ha fijado los niveles de déficit en el 2,7%, el 1,8%, el 1,1% y el 0,4% del PIB respectivamente cada uno de estos ejercicios.
- Las últimas previsiones del FMI para la economía española publicadas a mediados de julio no han variado respecto a los pronósticos de abril, situando el crecimiento esperado del PIB en el 2,8% este ejercicio y en el 2,2% en 2019 (2,2% y 1,9% respectivamente en la zona del euro). Las estimaciones de la Comisión Europea, conocidas unos días antes que las del FMI, muestran un patrón similar con un aumento esperado del 2,8% este año (una décima menos que en su previsión de abril) y el 2,4% (sin cambios) el que viene. Los retos más relevantes desde el punto de vista macroeconómico siguen relacionados con la necesidad de reducir y estabilizar el déficit público, con el elevado nivel de apalancamiento de algunos sectores de la economía y del envejecimiento progresivo de la población.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- El entorno de tipos de interés continúa en niveles muy reducidos en la zona euro y, en principio, no es previsible ningún movimiento al alza de tipos por parte del BCE antes del verano del año que viene. En una primera fase, el giro de la política monetaria por parte de la institución europea se centra en la finalización de los programas de compra, de manera similar a lo que hizo la Reserva Federal, que está en una fase mucho más adelantada en el cambio del tono de la política monetaria<sup>2</sup>. En la zona del euro, los datos de crecimiento fueron algo más débiles de lo esperado en el primer trimestre del año y los últimos registros de la inflación sitúan la tasa anual muy cerca del 2%, debido fundamentalmente al encarecimiento del precio de la energía. La tasa subyacente oscila (como en España) en torno al 1% desde hace varios ejercicios. En este contexto, los elementos que introducen un cierto grado de incertidumbre en torno a las decisiones de los bancos centrales en el corto y medio plazo se derivan bien de un impacto mayor del repunte del precio del petróleo sobre la inflación (si hay efectos indirectos significativos) o bien del impacto al alza en los precios que puede derivarse de la generalización de las medidas restrictivas al comercio mundial.
- La prolongación de este entorno de rentabilidades tan reducidas en muchos de los productos de inversión disponibles sigue incidiendo en la toma de decisiones de los inversores, que continúan aceptando activos de mayor riesgo con el fin de obtener una rentabilidad superior a la de los productos tradicionales como los depósitos bancarios. En este sentido, los últimos datos de las Cuentas Financieras de la economía española correspondientes al primer trimestre del año revelan que los hogares continuaron desinvirtiendo en depósitos a plazo y en valores de deuda<sup>3</sup>, dedicando sus recursos a la adquisición de los activos más líquidos (efectivo y depósitos a la vista) y de fondos de inversión. En el caso concreto de la industria de fondos de inversión, que ha recibido cuantiosas inversiones en los últimos años, se observa claramente la preferencia de los inversores por activos más arriesgados si se atiende a las vocaciones que experimentan una expansión mayor. Así, por ejemplo, de los casi 24.000 millones de euros (en términos netos) que entraron entre marzo de 2017 y marzo de 2018, 15.100 millones correspondieron a fondos globales y más de 8.000 millones a fondos de renta variable (internacional o euro). Por el contrario, las categorías más conservadoras<sup>4</sup> registraron en conjunto unas salidas de 11.300 millones de euros (gráfico 28).
- El sistema bancario continúa viéndose afectado por el entorno de bajos tipos de interés, que presiona a la baja su rentabilidad. Los datos de la cuenta de resultados del primer trimestre del año así lo indican, pues el margen de intereses continuó descendiendo en este periodo<sup>5</sup>. Los retos más relevantes que afrontan estas entidades están relacionados con la necesidad de incrementar su eficiencia (los gastos de explotación agregados

<sup>2</sup> La Reserva Federal subió sus tipos 25 p.b. en junio hasta situarlos en el rango del 1,75%-2%. Esta es la segunda subida en el año y la institución ha anunciado que realizará dos subidas adicionales de tipos en lo que resta del mismo.

<sup>3</sup> El volumen desinvertido ascendió al 5% del PIB en los cuatro trimestres que van hasta el primero de 2018.

<sup>4</sup> Fondos de renta fija, garantizados de renta variable, garantizados de renta fija y fondos de gestión pasiva.

<sup>5</sup> 5.728 millones de euros frente a 5.908 en el primer trimestre de 2017.



muestran pocos cambios desde 2013), de afrontar la competencia de las entidades tecnológicamente más avanzadas y de reducir el volumen de activos improductivos. Esta última tarea se ve favorecida, en el caso español, por el dinamismo de la actividad económica y la expansión de las rentas de los agentes.

### Fuentes de incertidumbre política

- En el plano internacional, existe el riesgo de que la aplicación de políticas comerciales de carácter proteccionista continúe intensificándose durante los próximos meses. El inicio de la adopción de medidas restrictivas se produjo en marzo, cuando la administración estadounidense impuso tasas sobre las importaciones de aluminio y acero, si bien algunos países, incluidos los miembros de la UE, quedaron exentos. El giro proteccionista se acentuó en junio, cuando EE.UU. puso fin a esas exenciones y anunció la aplicación de nuevos aranceles sobre productos tecnológicos procedentes de China por valor de 50 mil millones de dólares.
- Por el momento, la adopción de estas medidas proteccionistas no ha dado lugar a descensos abruptos en las cotizaciones en los mercados debido al reducido porcentaje que representan las importaciones gravadas sobre los flujos comerciales totales. Sin embargo, sí están impidiendo una revalorización en los precios más acusada, sobre todo, en aquellas economías que están en una fase claramente expansiva. A medio y largo plazo, la escalada del proteccionismo derivada de la aplicación de aranceles adicionales o de represalias por parte de otros países podría retrasar o suspender muchas decisiones de inversión y, por tanto, tener consecuencias negativas relevantes para la actividad económica global.
- En el marco de la UE, uno de los principales riesgos de carácter político continua siendo la evolución de las negociaciones en torno al *brexit*. A mediados de julio el gobierno británico publicó un documento<sup>6</sup> en el que se detallan propuestas sobre cómo se podría definir la futura relación entre el Reino Unido y la UE. La configuración definitiva de esa relación dependerá de la respuesta que den los países miembros de la UE a dichas propuestas y del desarrollo de las futuras rondas de negociaciones. Un escenario en el que el periodo de transición finalizase sin un acuerdo podría tener consecuencias económicas negativas para ambas partes y podría resultar en la materialización de riesgos operacionales relacionados con la continuidad de los contratos financieros y con el acceso a las infraestructuras de mercado.
- En el segundo trimestre del año, otra fuente de riesgo para el entorno financiero de la UE estuvo relacionada con la incertidumbre política en Italia. A finales de mayo, la posible formación de un gobierno en ese país que pudiese poner en riesgo la estabilidad financiera de la zona del euro tuvo un impacto notable en los mercados internacionales. Así, la prima de riesgo italiana aumentó 161 p.b. durante mayo y alcanzó, a finales de ese mes, los 283 p.b., su nivel máximo desde 2013. También se pudo observar cierto efecto

---

<sup>6</sup> <https://www.gov.uk/government/publications/the-future-relationship-between-the-united-kingdom-and-the-european-union>

contagio en la cotización de los bonos soberanos de otros países periféricos. En concreto, la prima de riesgo española aumentó 62 p.b. en ese mismo periodo, hasta los 134 p.b.

- En el plano nacional, se produjo un cambio de Gobierno a principios de junio, tras la aprobación de una moción de censura. No hay evidencia de que este proceso haya tenido un efecto apreciable en los mercados financieros.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: verde

- La evolución de los mercados internacionales de renta variable ha estado marcada este año por la incertidumbre relacionada con las consecuencias negativas que se derivan de una posible guerra comercial y por el giro (iniciado o previsto) en las políticas monetarias de las principales avanzadas. En este contexto, los mercados estadounidenses<sup>7</sup> se han beneficiado del impacto positivo de la reforma fiscal<sup>8</sup> y presentan una evolución positiva en el año, destacando las ganancias del tecnológico Nasdaq. Con todo, en el mercado cada vez son más las voces que alertan de un valoración excesiva de las compañías tecnológicas y de internet. En Europa, donde los datos de actividad del primer trimestre fueron algo más débiles de lo previsto, el comportamiento de las bolsas fue más heterogéneo<sup>9</sup>, destacando la debilidad del mercado alemán, que acusó el impacto potencial que tendría un incremento de los aranceles sobre sus compañías manufactureras y exportadoras, así como una revisión a la baja en las previsiones de crecimiento; además del mercado italiano, que reflejó las incertidumbres de tipo político tras la formación de un nuevo gobierno alejado del proyecto europeo.
- En los mercados nacionales de renta variable, el Ibex 35, que había acumulado caídas superiores al 4% en el primer trimestre arrastrado por el periodo de turbulencias que se produjo en las bolsas estadounidenses en febrero, apenas se recuperó en los meses posteriores debido a las incertidumbres relacionadas con las medidas restrictivas al comercio mundial y al repunte de los precios del petróleo. Así, en lo que va de año<sup>10</sup>, este índice acumula un retroceso del 3,1%, una evolución algo más desfavorable que la de otros índices europeos de referencia. El análisis sectorial revela que los mayores avances en el ejercicio corresponden a las compañías petrolíferas, de bienes de consumo y farmacia, las industriales y de materias primas, así como a las empresas de pequeña capitalización con ganancias ligadas al ciclo económico, que se revalorizaron más de un 16%<sup>11</sup>. En el lado contrario, los mayores retrocesos fueron para el sector financiero, seguido por los sectores de telecomunicaciones y de servicios de consumo. En el caso de las empresas financieras, su evolución estuvo condicionada por elementos de diferente naturaleza entre los que destacan el retraso en la normalización de los tipos de interés por parte del BCE, las pérdidas relacionadas con su exposición a la deuda italiana en los momentos de mayores dudas en aquella economía europea y, más recientemente, las incertidumbres relacionadas con un posible cambio en el régimen tributario del sector.

<sup>7</sup> Hasta el 13 de julio, los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq presentaron avances del 1,2%, el 4,8% y el 13,4%, respectivamente, frente a un avance del 1,5% del índice mundial MSCI World.

<sup>8</sup> En vigor desde el 1 de enero de 2018.

<sup>9</sup> Los principales índices europeos presentaron signo mixto, con revalorizaciones del índice francés Cac 30 y el italiano Mib 30 del 2,2% y el 0,2%, respectivamente, mientras que el alemán Dax 30 y el europeo Eurostoxx 50 retrocedieron el 2,9% y el 1,4%, respectivamente.

<sup>10</sup> Con datos hasta el 13 de julio.

<sup>11</sup> Este tipo de compañías se revalorizó un 8,9% y un 31,4% en 2016 y 2017, respectivamente, frente a un retroceso del 2% y un avance del 7,4% de Ibex 35 en los mismos periodos.

- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyó desde 12,7 a mediados de abril hasta 12,1<sup>12</sup> en julio (su nivel más bajo desde 2013) debido al crecimiento de los beneficios empresariales y, en menor medida, al retroceso de las cotizaciones (gráfico 4). Por otro lado, las posiciones cortas agregadas comunicadas aumentaron a mediados de julio hasta situarse por encima del 0,9% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), volviendo a destacar por su cuantía –como en los últimos trimestres– las posiciones cortas en Día, Técnicas Reunidas y Neinor Homes, a las que se unió OHL.
- El principal riesgo de mercado sigue observándose en los activos de renta fija. La relevancia de este riesgo ya ha sido puesta de manifiesto en algunos momentos de incertidumbre que han originado variaciones significativas en los precios de estos activos como consecuencia de los cambios en las primas de riesgo exigidas por el mercado. En el ámbito europeo, a pesar del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE<sup>13</sup>, en el segundo trimestre tuvieron lugar dos efectos de signo contrario sobre los precios de la deuda. Así, por un lado, las incertidumbres relacionadas con el gobierno italiano se trasladaron parcialmente a la deuda de otras economías periféricas europeas, entre ellas, la española, lo que presionó sus primas de riesgo al alza. Por otro lado, la condición de activo refugio de la renta fija frente a los descensos de las bolsas, más acentuada en los países *core* europeos, permitió que las alzas iniciales de sus primas de riesgo se moderasen de modo significativo. En conjunto, la rentabilidad exigida a la deuda pública de los países de la periferia aumentó (entre los 10 p.b. de España y los 76 p.b. de Italia), mientras que la de las grandes economías cayó (entre 10 y 15 p.b.), manteniéndose la rentabilidad de los activos de deuda en Alemania y Francia hasta el plazo de cinco años en valores negativos o próximos a cero.
- Por su parte, la rentabilidad de la deuda corporativa se mantiene cerca de sus mínimos históricos gracias a la extensión, aunque reducida, del programa de compras hasta diciembre de 2018, si bien se han observado ligeros aumentos asociados al incremento del riesgo soberano. Por todo ello, aunque siguen sin vislumbrarse subidas significativas en los tipos de interés de forma inminente, no deben infravalorarse los efectos que podría tener sobre los agentes más endeudados y más expuestos a activos de renta fija un eventual incremento de los tipos asociado a alzas en las primas de riesgo exigidas, que sería más significativo en el caso de los activos de mayor riesgo y los complejos poco líquidos. Por otro lado, el volumen de deuda pública española adquirida por el BCE ascendía a 247.250<sup>14</sup> millones de euros a finales de junio.

<sup>12</sup> En el mismo periodo, la ratio PER de los índices bursátiles europeo Eurostoxx 50 y estadounidense S&P 500 retrocedió hasta 12,7 y 16,1 veces, respectivamente, su nivel más bajo desde el tercer trimestre de 2016.

<sup>13</sup> El presidente del BCE señaló a mediados de junio que los tipos continuarán en el 0% al menos hasta el verano de 2019, adoptado una estrategia más paciente y gradual en el ritmo de subidas. Además, anunció que las compras de deuda se ampliarán hasta diciembre de 2018, pero que su importe mensual se reducirá a partir de octubre hasta los 15.000 millones de euros.

<sup>14</sup> Representando el 28,4% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

## Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo de los emisores españoles del sector privado aumentaron ligeramente desde finales de marzo, aunque en menor cuantía que la prima de riesgo soberano, acusando el alza de esta última y otros elementos de distinta naturaleza. El promedio de las primas de riesgo de las entidades financieras aumentó desde los 76 p.b. hasta los 95 p.b. a mediados de julio (con un máximo temporal de 111 p.b. en mayo) como consecuencia de su exposición a la deuda pública, especialmente la italiana, y del retraso en la normalización de la política monetaria del BCE, lo que difulta la ampliación de sus márgenes. En el caso de las sociedades no financieras, el promedio de sus primas de riesgo aumentó de modo más moderado, desde los 62 p.b. hasta los 70 p.b., pues los efectos del programa de compras del BCE prácticamente se han agotado (gráfico 12). Como se comentó en una sección anterior de la nota, la prima de riesgo del bono soberano (evaluada como la diferencia entre las rentabilidades del bono a diez años en España y Alemania) repuntó temporalmente en mayo, acusando el contagio de las incertidumbres de tipo político en Italia, y alcanzó un máximo de 134 p.b. A mediados de julio, se valor se reducía nuevamente por debajo de los 100 p.b. (gráfico 11).
- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>15</sup> de la economía muestra diferencias relevantes entre hogares y empresas. En el caso de los hogares, el saldo vivo del crédito presentó en mayo la primera tasa anual positiva desde diciembre de 2010 (0,1%), gracias a la expansión del crédito al consumo (7,1%, su tasa más alta desde 2008), así como a la desaceleración de la caída del crédito hipotecario (-2,1%). Por el contrario, la financiación a las sociedades no financieras presentó un descenso anual del 1,7%, interrumpiendo la leve recuperación del año pasado. Tanto las pymes como las grandes corporaciones continúan aprovechando la mejora de la actividad económica para desapalancarse, si bien estas últimas siguen sustituyendo parte de la financiación vía crédito por deuda, emitida mayoritariamente en el exterior.

## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: verde

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el segundo trimestre alcanzaron los 11.114 millones de euros, un 58% menos que en el mismo periodo de 2017, correspondiendo el 40% del total emitido a pagarés a corto plazo. Asimismo, las emisiones de deuda de compañías españolas en el exterior crecieron un 9% interanual hasta mayo (42.316 millones de euros), volviendo a destacar los pagarés, que representaron el 47% del total. En los mercados de renta variable, destacó la salida a cotización en las bolsas españolas de Berkeley Energía mediante un procedimiento de *listing*. Además, varias compañías de diferentes sectores tienen previsto salir a cotizar en los próximos meses.

<sup>15</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

- Los datos de negociación del mercado de renta variable del segundo trimestre indican que, en términos diarios, esta se recuperó ligeramente en relación con los datos del primer trimestre (2.869 millones de euros frente a 2.524 millones), pero siguió presentando retrocesos en términos anuales (gráfico 17). Destaca, además, la disminución de la importancia relativa de la contratación de los valores españoles en otros mercados distintos al de origen desde el 38,6% de la negociación total<sup>16</sup> en el primer trimestre hasta el 32,5% en el segundo<sup>17</sup>.
- En relación con los requisitos de transparencia de los mercados que se derivan de la aplicación de la regulación MiFID II/MIFIR, cabe señalar que en la fecha de cierre de esta nota había un total de 17 valores admitidos a negociación en las bolsas españolas que superaban los umbrales de negociación establecidos para poder acogerse a las exenciones de transparencia de esta regulación<sup>18</sup>. Por tanto, estos valores no podrán usar dichas exenciones de manera temporal<sup>19</sup> y así, se facilitará el proceso de formación de precios.
- El indicador de liquidez del Ibex 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, mejorando ligeramente en los últimos meses. En el caso del bono soberano, su *spread* aumentó de modo destacado en junio, coincidiendo con el periodo de incertidumbre política en Italia, pero después se ha reducido de forma significativa (gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España volvieron a disminuir para los préstamos inferiores a un millón de euros, hasta situarse en mayo en negativo por primera vez desde 2008 (-1 p.b.), mientras que para los préstamos de cuantía superior mostraron una mayor estabilidad al situarse en 37 p.b. (32 p.b. en el promedio de los últimos doce meses).

### Riesgo de contagio: amarillo

- La correlación entre el precio del bono soberano español y el de los bonos soberanos de los países *core*, que había aumentado en abril de forma considerable (hasta 0,79), se redujo drásticamente a finales de mayo, situándose a mediados de julio en -0,03 (véase gráfico 31). Por su parte, la correlación entre el precio de la deuda pública española y la del resto de países periféricos (excluyendo Grecia) se mantuvo en niveles elevados (aunque descendió levemente) y a principios del segundo semestre oscilaba en torno a 0,65. Esta evolución dispar se debe al impacto negativo que tuvo la inestabilidad política existente en Italia en los precios de la deuda pública de los países periféricos y

<sup>16</sup> Sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*).

<sup>17</sup> En el conjunto de 2017 este porcentaje fue del 31,7%.

<sup>18</sup> El artículo 4.1) de MiFIR regula las exenciones (waivers) relativas a las órdenes a precios referenciados a otro mercado. Estas exenciones pueden suspenderse temporalmente si se supera alguno de los límites de negociación establecidos (*double volume cap*).

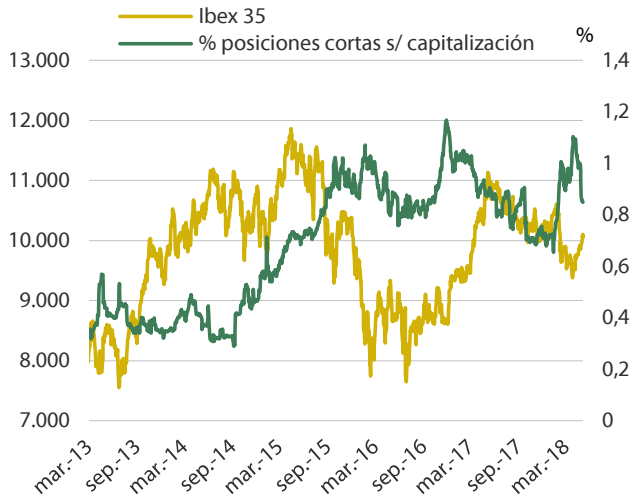
<sup>19</sup> Véase las comunicaciones de la CNMV de 8 de marzo, 11 de abril, 9 de mayo y 8 de junio, adoptando los acuerdos de ESMA: <http://www.cnmv.es/portal/AlDia/Informacion-Sector.aspx>

al papel de activo refugio que tienen los bonos soberanos de países *core* (como Alemania o Francia) en momentos de incertidumbre.

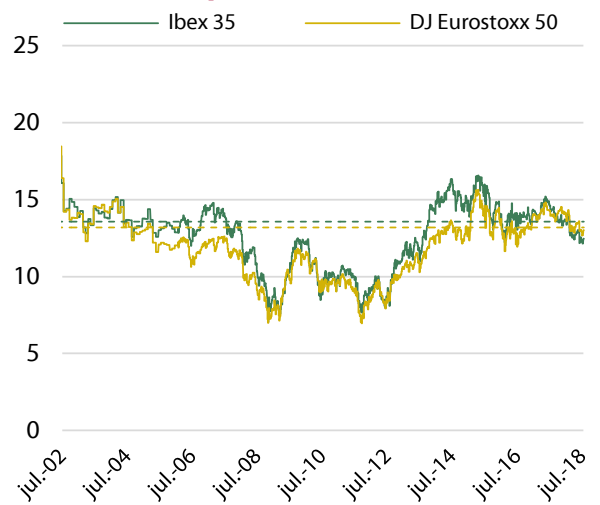
- Como se puede observar en el gráfico 32, la mediana de las correlaciones entre los diferentes tipos de activos españoles aumentó ligeramente durante el segundo trimestre del año y se situó en 0,48 a mediados de julio, un valor similar al promedio registrado en la última década. El valor mínimo y máximo de las correlaciones aumentó ligeramente a finales de mayo, coincidiendo con el momento en el que la inestabilidad política en Italia tuvo su impacto más notable en los mercados financieros, ya que la mayoría de activos se movieron en la misma dirección y registraron rentabilidades negativas.

## Riesgo de mercado: nivel verde

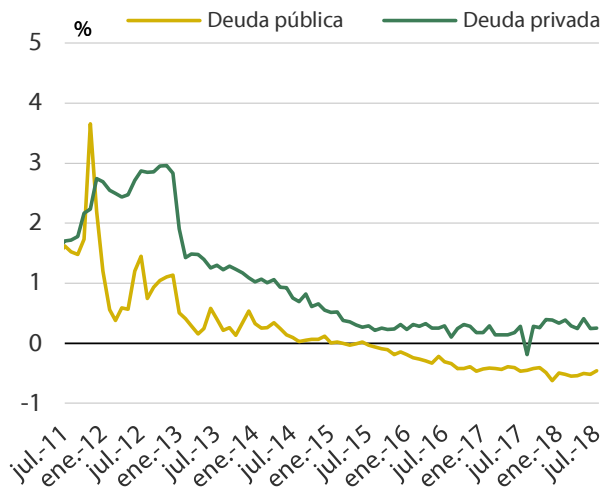
**Gráfico 3: Ventas en corto**



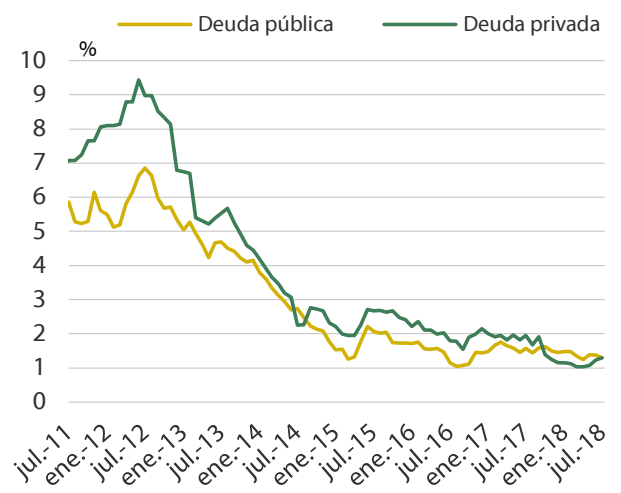
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



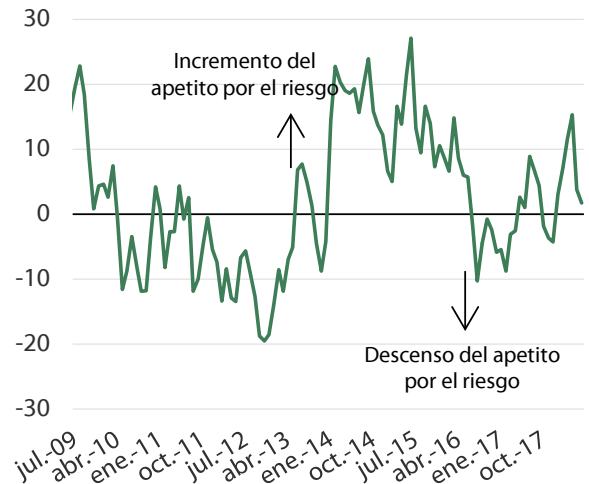
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**



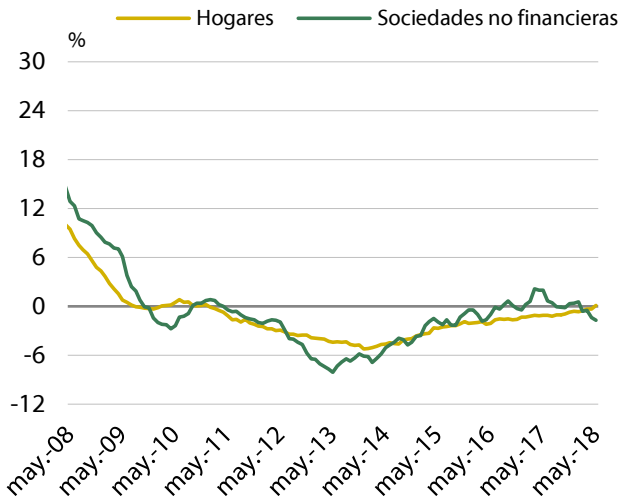
**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**



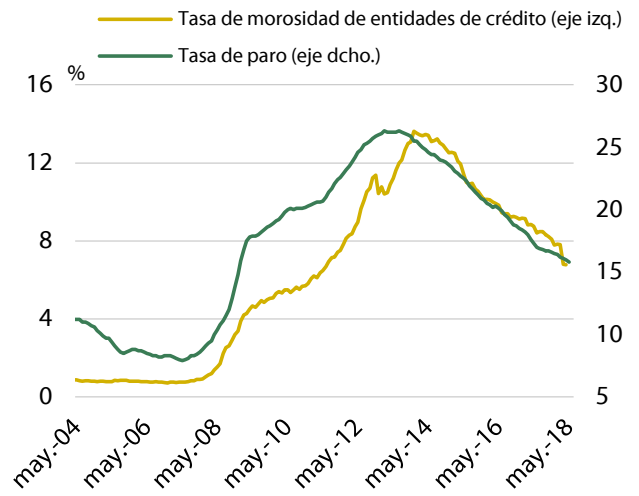


## Riesgo de crédito: nivel verde

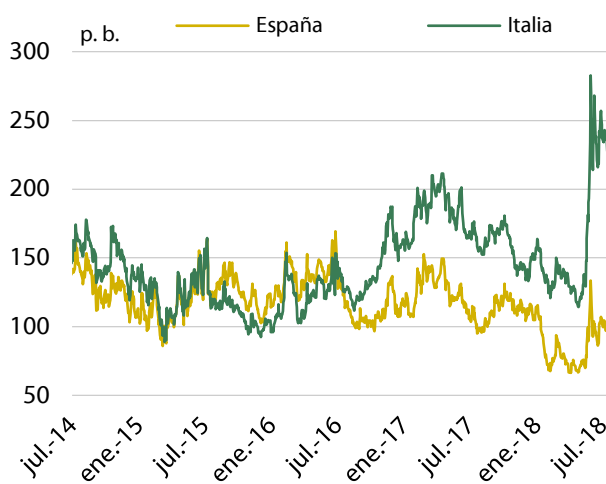
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



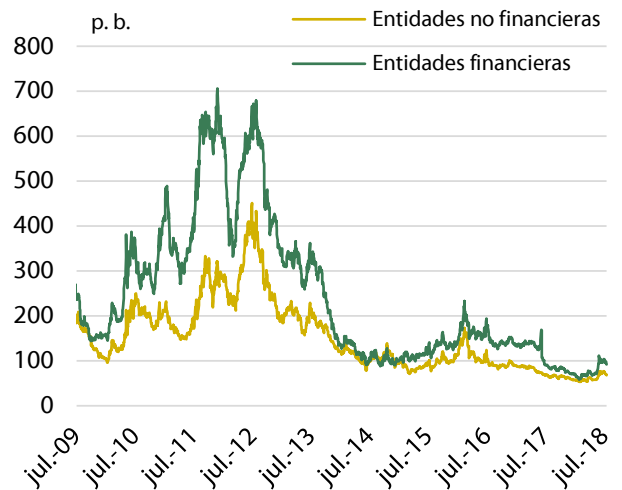
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



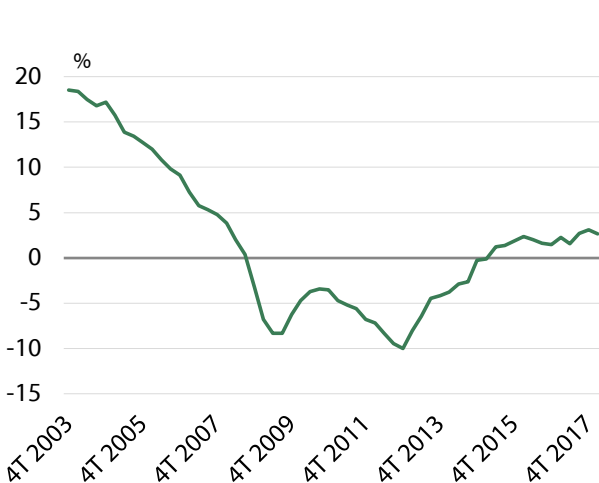
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



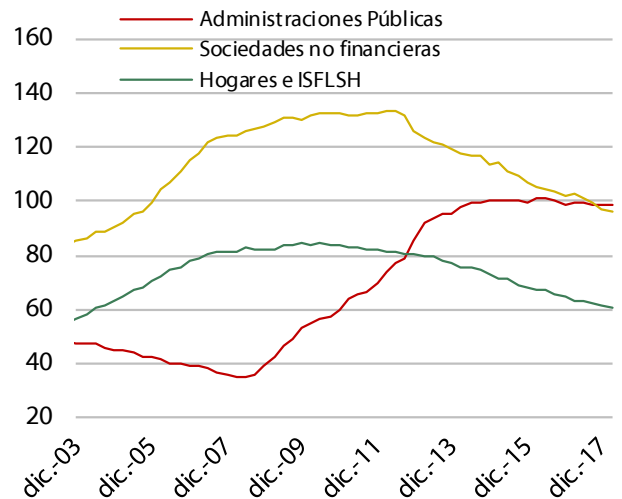
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

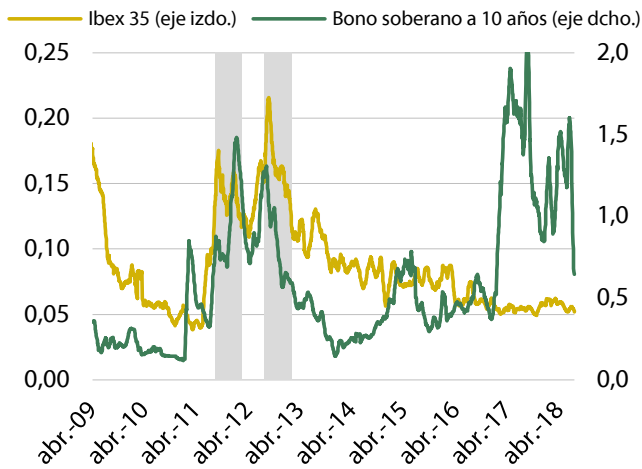


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



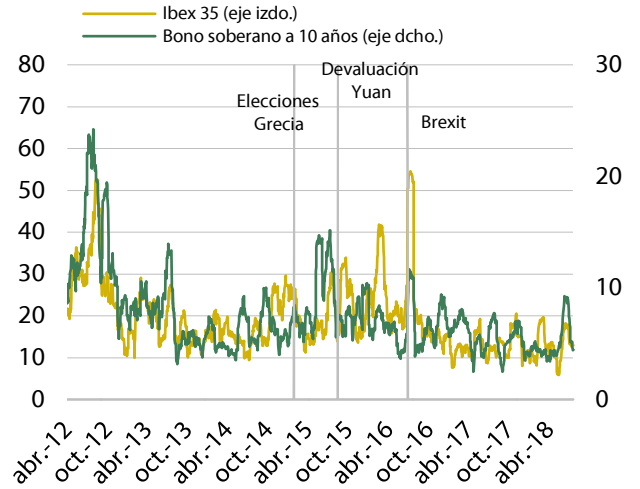
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

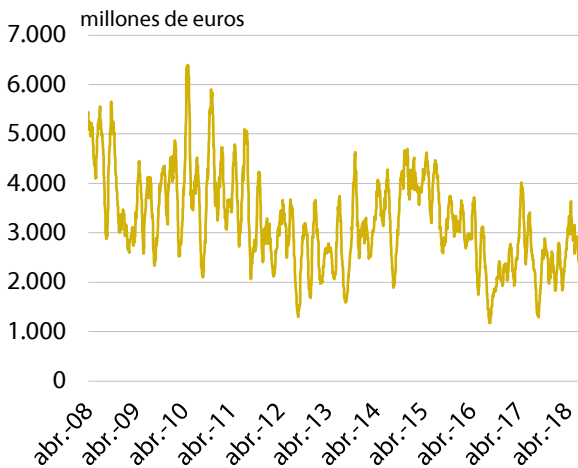


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

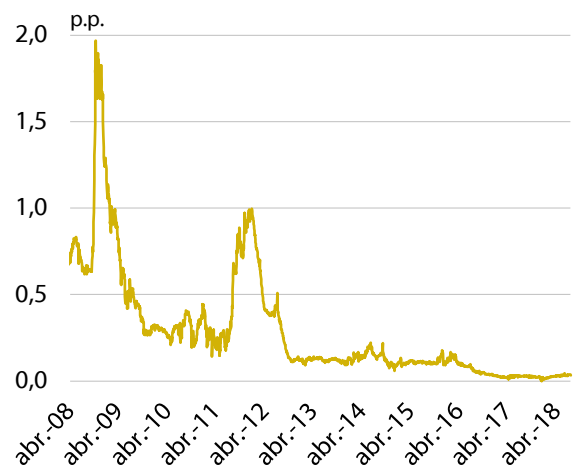
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



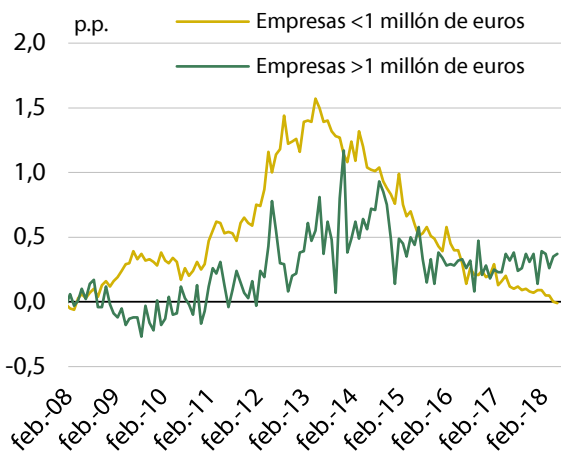
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



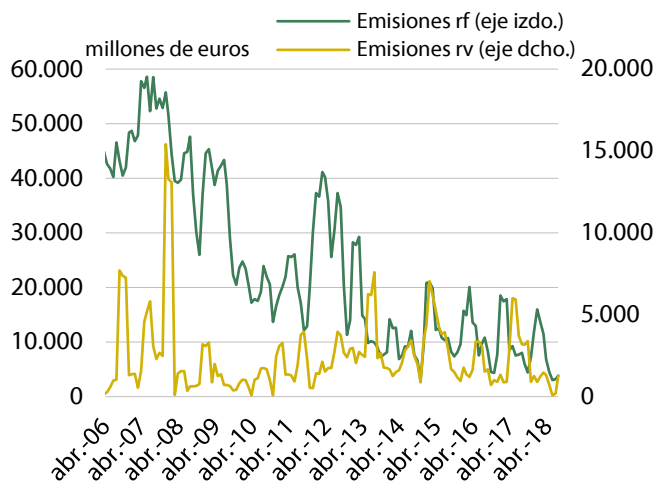
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

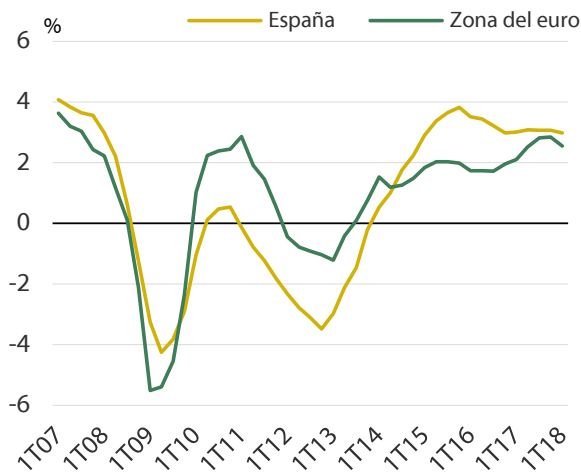


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

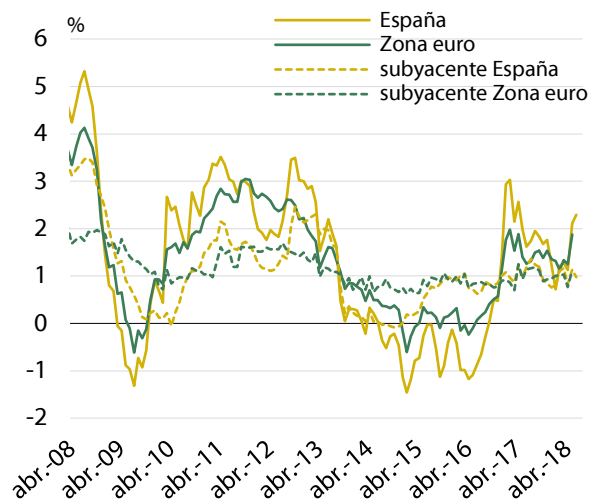


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

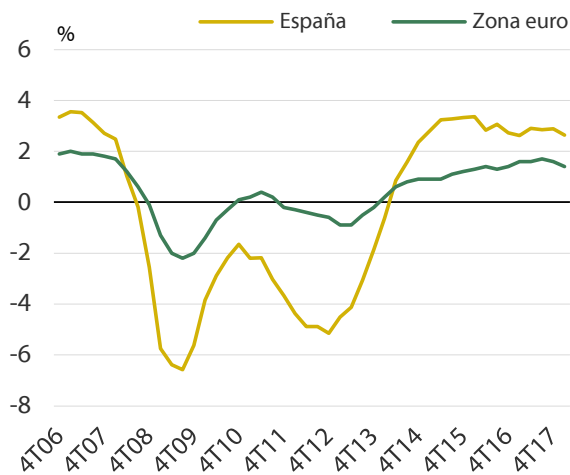
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



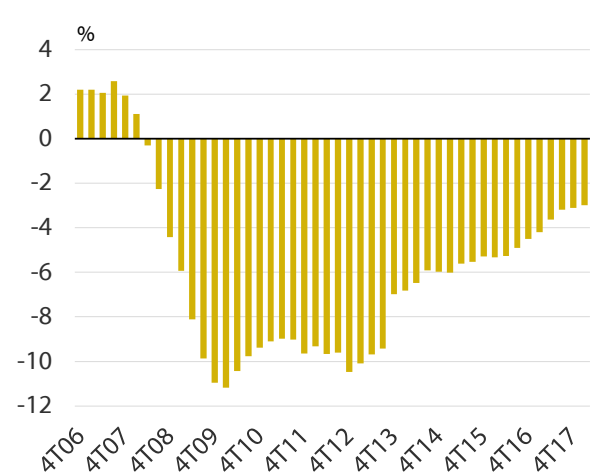
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



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

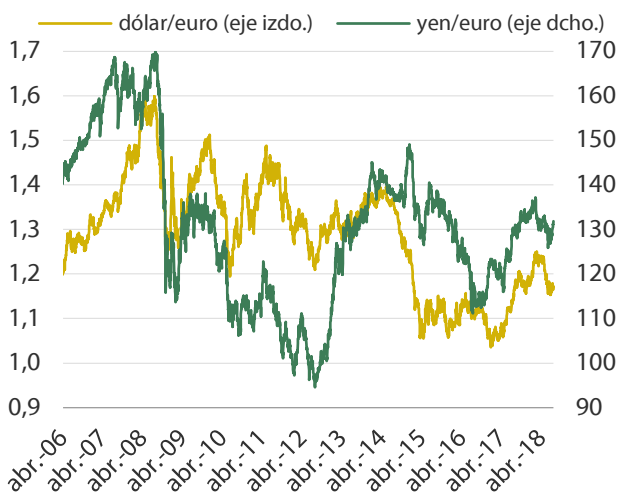


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

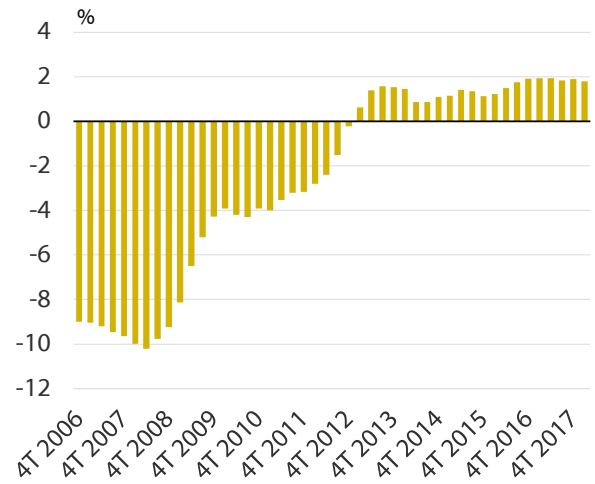


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

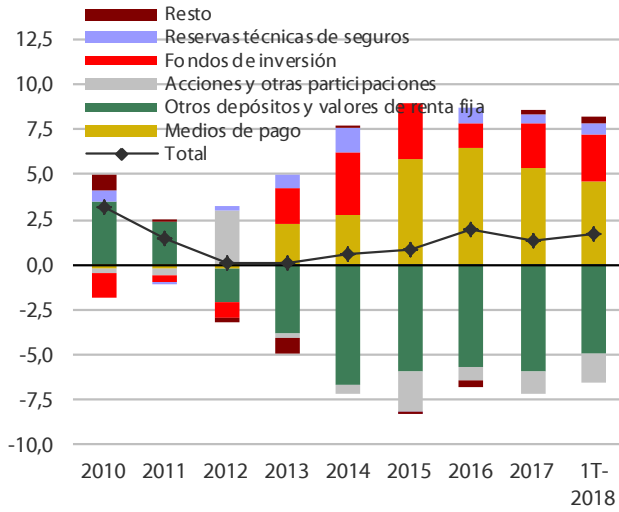


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



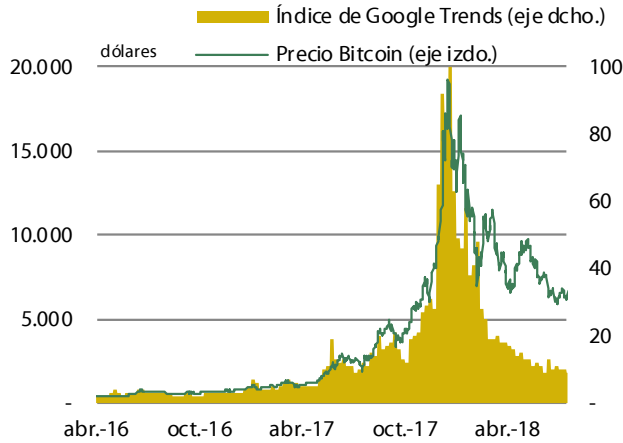
## Inversores

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

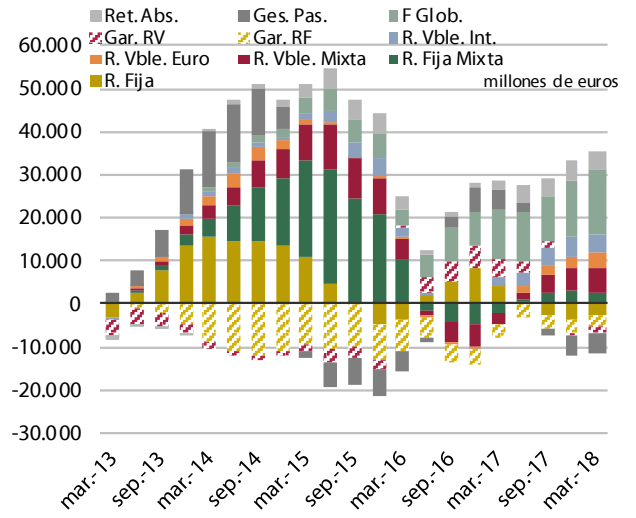


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 29: Cotización y búsquedas del bitcoin**

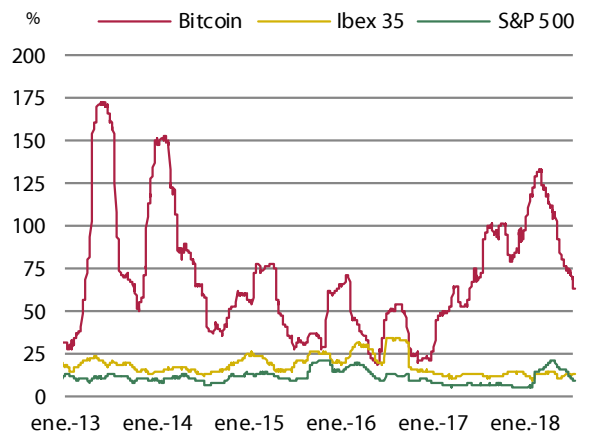


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



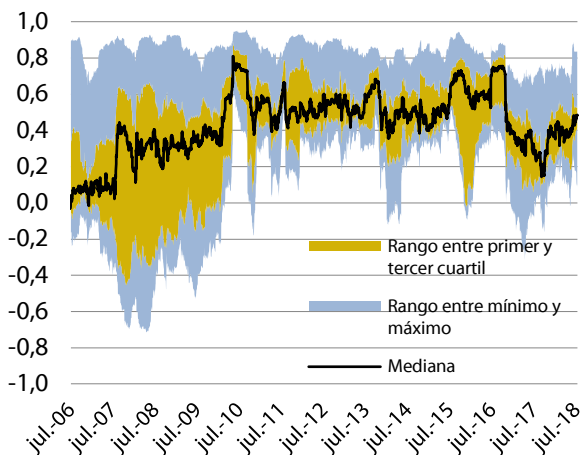
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

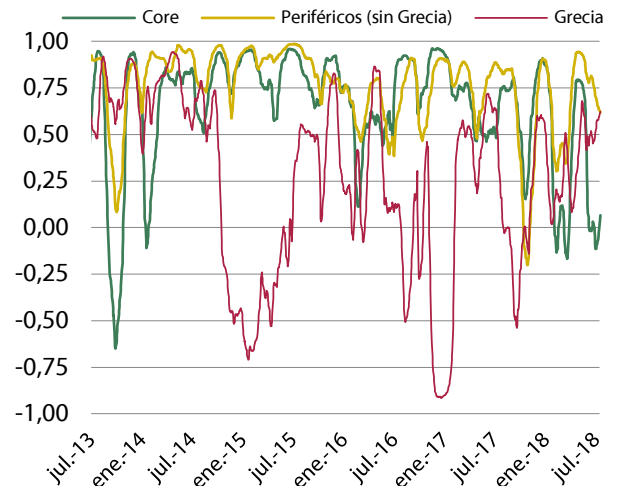


## Riesgo de contagio: amarillo

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



**Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos**





## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega obteniéndose una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona del euro. Para 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>20</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>20</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el spread bid-ask 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.

**Cotización y búsquedas del bitcoin (gráfico 29):** El índice Google Trends refleja el interés de los usuarios del buscador de Google acerca de un tema concreto en una región y periodo determinados. En este caso, se muestra el índice del término “bitcoin” a nivel global desde abril de 2016 hasta la fecha de cierre de la Nota de Estabilidad.

**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 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 32).** 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.