



Nota de estabilidad financiera

Nº 12 Octubre 2019



Nota de estabilidad financiera

Nº 12 Octubre 2019

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

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

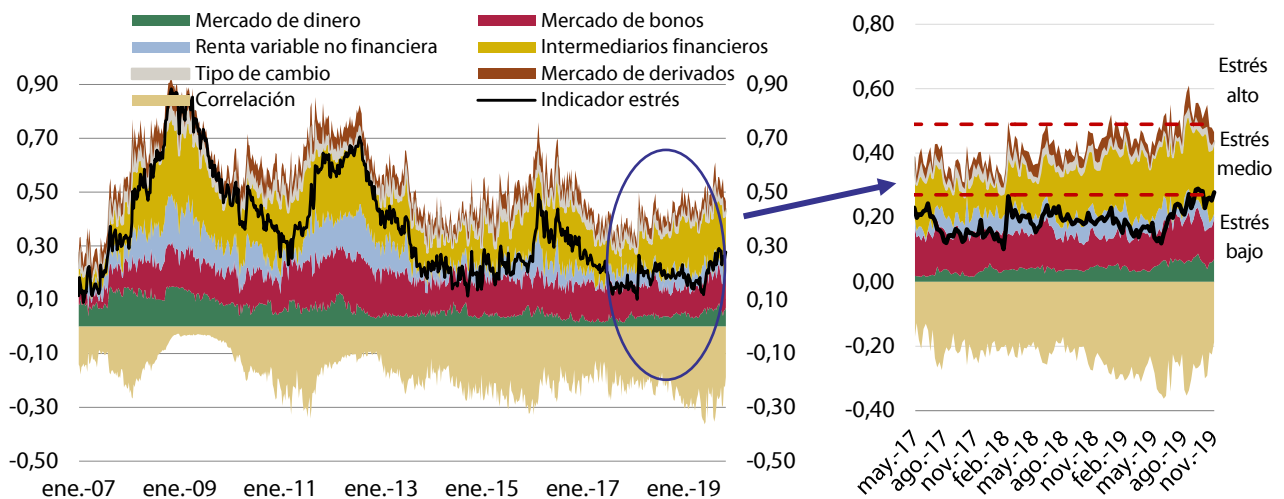
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resumen

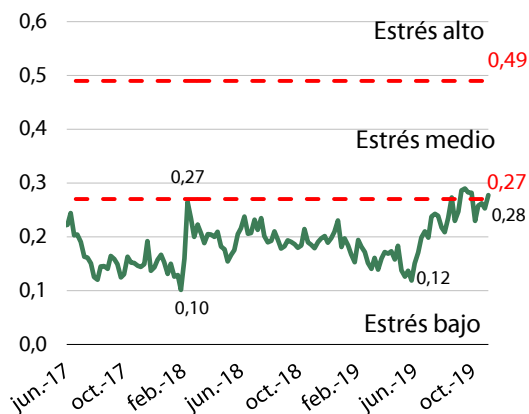
- ✓ Desde la última nota de estabilidad financiera, publicada a finales de julio, en la que se informaba de un incipiente cambio de tendencia al alza del indicador de estrés de los mercados financieros españoles como consecuencia de las incertidumbres existentes, se ha observado una consolidación de esta tendencia¹. Así, el indicador alcanzó el umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio en agosto y desde entonces oscila en torno al mismo (último dato: 0,28). La tendencia de este indicador se explica tanto por el mantenimiento de un nivel de estrés elevado en los segmentos de intermediarios financieros (bancos) y de deuda como por rebrotes puntuales del nivel de estrés en otros segmentos menos relevantes que han hecho aumentar el grado de correlación en el sistema. De hecho, el indicador que aproxima este grado de correlación entre las diferentes partes del sistema financiero se encuentra en los valores más altos desde el verano del año pasado.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

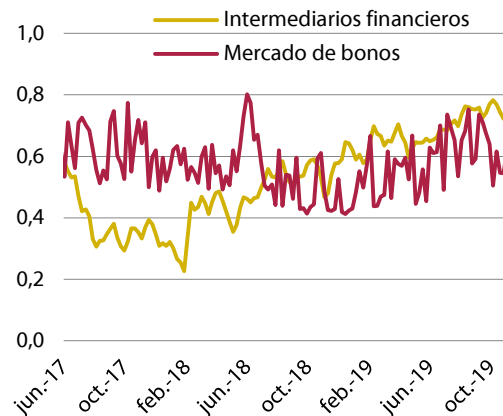
GRÁFICO 1



Indicador de estrés total



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



Fuente: CNMV.

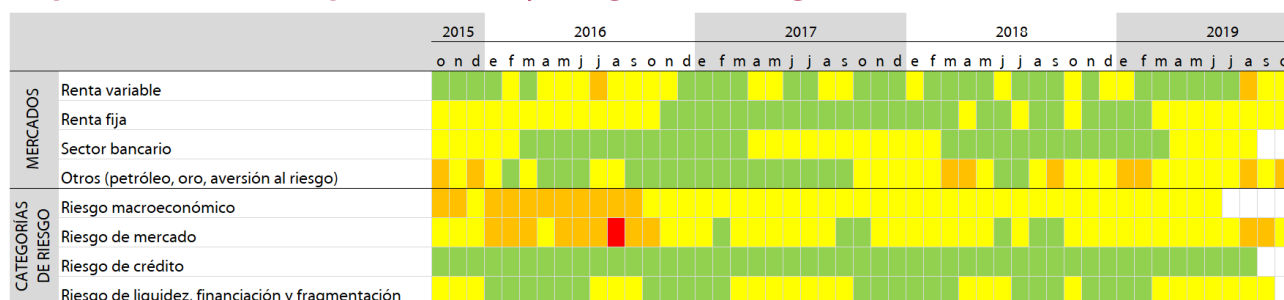
Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016) A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI). Spanish Review of Financial Economics 14 (January (1)), 23-41 o Documento de Trabajo de la CNMV nº 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

¹ La fecha de cierre de esta nota es el 31 de octubre salvo para el indicador de estrés que alcanza el 1 de noviembre y algunas informaciones puntuales.

- ✓ El contexto macroeconómico español se caracteriza por una desaceleración de la actividad originado por las restricciones a los intercambios comerciales y por la presencia de varias fuentes de incertidumbre. En este marco, la inflación ha descendido con intensidad en el año hasta tasas cercanas a cero y el empleo ha seguido aumentando aunque a tasas inferiores a las observadas en años anteriores. Por su parte, el déficit público registra un leve aumento respecto a las cifras del año anterior y el nivel de deuda pública muestra pocos cambios manteniéndose algo por debajo del 100% del PIB. Como nota favorable destaca el hecho de que la economía española, a pesar de la ralentización, sigue creciendo por encima de los registros de la zona euro. Sin embargo, se enfrenta a numerosas fuentes de incertidumbre, de origen externo e interno, que pueden acabar teniendo un impacto significativo sobre las decisiones de ahorro e inversión de los agentes a medio y largo plazo.
- ✓ La evolución de los mercados financieros domésticos en el año se ha visto condicionada por este entorno y, de forma particular, por el renovado tono expansivo de la política monetaria, que ha dado lugar a un nuevo escenario de tipos muy bajos por un periodo prolongado (*lower for longer*). En los mercados de renta variable, el Ibex 35 presenta una revalorización en el año del 8,4%, muy por debajo de los avances de otros índices de referencia europeos que están en torno al 20% en la mayoría de los casos. También prosigue el descenso de la contratación en el mercado, en un marco de baja volatilidad y de leve deterioro de la liquidez. En los mercados de renta fija, las rentabilidades continúan en niveles muy bajos, en muchos casos en mínimos históricos al igual que las primas de riesgo. En el segmento de deuda soberana, los tipos están en terreno negativo hasta el plazo de 6 años y en el plazo a 10 años la rentabilidad del bono finalizó octubre cerca del 0,2%. Destacó el incremento de las emisiones de renta fija, tanto aquellas registradas en la CNMV (22%) como en el exterior (11,5%).
- ✓ Además del deterioro del riesgo macroeconómico, se vislumbran otros riesgos financieros como el de mercado y el de liquidez, especialmente en los activos de renta fija. Estos riesgos se han acentuado como consecuencia de la extensión del entorno de tipos de interés reducidos que, además, va a seguir incentivando las estrategias de búsqueda de rentabilidad y fomentando el endeudamiento de los agentes. En este marco, la materialización de alguna de las incertidumbres presentes podría dar lugar a aumentos de las primas de riesgo y, en consecuencia, a pérdidas de valor de los activos y efectos negativos en los mercados financieros con riesgos de contagio.

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV. Véase artículo del Boletín Trimestral de la CNMV 1T2015. "Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color". Datos hasta el 31 de octubre.

Fuentes de riesgo

Entorno macroeconómico

- Durante el tercer trimestre de 2019 el PIB de la economía española continuó creciendo, aunque a tasas ligeramente inferiores a las de trimestres anteriores, ya que se produjo un aumento del 0,4% en tasa trimestral y del 2,0% en tasa anual² (gráfico 21). Esta desaceleración, no obstante, es mucho menos intensa que la de otras economías de nuestro entorno: la tasa de crecimiento de la zona euro en el segundo trimestre de este año fue del 0,2% y del 1,2% en términos anuales. En línea con este comportamiento, el empleo continuó avanzando, aunque a un ritmo mucho menor que en años anteriores, lo que se ve reflejado en el último dato del número de ocupados correspondiente al tercer trimestre del año, que aumentó un 1,77% en términos anuales hasta los 19,9 millones. La tasa de paro, por su parte, se situó a finales de septiembre en el 13,9% de la población activa, después de que el número de parados se redujera en 16 mil en el trimestre (112 mil en el último año³).
- El indicador avanzado de inflación correspondiente al mes de octubre muestra una situación en la que los precios experimentan pocas variaciones, con un aumento del 0,1% interanual, después de haberse atenuado paulatinamente sus incrementos desde abril, cuando la inflación se situaba en el 1,5% (gráfico 22). La causa principal de este descenso (con datos hasta septiembre) ha sido la disminución de la tasa anual de los precios de la energía, que ha pasado de máximos del 5,6% en marzo a mínimos anuales del -6,6% en septiembre. La tasa subyacente, en cambio, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), y que había oscilado desde comienzos de año entre el 0,7% y el 0,9%, se situó a finales del tercer trimestre en el 1,0%, una décima más que a finales de 2018 (gráfico 22). En cuanto al diferencial de inflación con la zona euro (en términos de IPC armonizado), se observa que el indicador de precios español es inferior al de la zona euro desde los últimos meses de 2018, habiendo aumentado la diferencia en los últimos meses hasta los 0,6 p.p. (0,3 p.p. en diciembre).
- Los últimos datos referentes a las finanzas del sector público indican que hasta agosto el déficit registrado fue ligeramente superior al del mismo periodo de 2018: 2,08% del PIB en 2019 frente al 1,98% en 2018⁴. Esta evolución no fue homogénea entre administraciones como consecuencia, entre otros, de la no actualización de las entregas a cuenta por falta de Presupuestos Generales del Estado (PGE). Así el déficit de la Administración Central se redujo del 1,64% del PIB al 1,37%, mientras que las CC.AA. pasaron de tener un superávit del 0,09% a un déficit del 0,21%. La Seguridad Social, por su parte, experimentó un incremento del déficit de seis puntos básicos hasta

² Este resultado es preliminar, ya que es un avance del indicador definitivo que se publicará en diciembre.

³ Datos de la EPA.

⁴ 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 en los primeros ocho meses del año ascendió a 27 millones de euros (63 millones entre enero y agosto de 2018).

situarse en el 0,5% del PIB. La deuda pública se situó a finales de junio en el 99,0% del PIB, lo que supone un incremento de 1,4 p.p respecto al dato de cierre de 2018. Los pronósticos de las instituciones u organismos de referencia indican que el déficit público finalizará el año entre el 2,2%⁵ y el 2,4% del PIB⁶, ligeramente por encima de las previsiones del gobierno (2%).

- De acuerdo con las previsiones del FMI publicadas en octubre, el crecimiento a nivel global continuará ralentizándose en 2019, con un incremento previsto del PIB mundial del 3,0%, tras una corrección a la baja de dos décimas desde la anterior estimación en el mes de julio. Esta ralentización de la actividad es consecuencia de distintos factores que se han traducido en una reducción del comercio internacional (la guerra comercial entre Estados Unidos y China o la incertidumbre sobre el acuerdo final del *brexit*) y en una notable desaceleración de la producción industrial (descenso de la producción y las ventas en el mercado automovilístico a nivel global o la desaceleración de la demanda en China⁷). En este contexto, las previsiones para la economía española se han corregido también ligeramente a la baja, con un crecimiento esperado del 2,1% en 2019, una décima⁸ menos con respecto a los pronósticos de hace tres meses⁹. Aun así, esta previsión supone que el PIB español avanzará a una tasa muy superior al ritmo estimado para la zona del euro (1,2%). En relación con el próximo año, todas las estimaciones apuntan a una paulatina desaceleración de nuestra economía, que crecerá, según las distintas previsiones, entre un 1,5% y un 1,8% (frente al 1,4% de la zona euro), debido a la pérdida de fuerza de la demanda interna, que está siendo el principal motor de crecimiento.
- A pesar del buen comportamiento relativo de la economía española en relación con los países de su entorno, continúan presentes algunos retos importantes que pueden lastrar el crecimiento de la actividad tanto a corto como a medio plazo. En el horizonte más cercano, la conformación o no de un gobierno estable tras las elecciones del 10 de noviembre junto con la inestabilidad en Cataluña son las fuentes de incertidumbre más importantes, pero también existen otras novedosas como la anunciada imposición por parte de EE. UU. de aranceles a determinados productos españoles. Además, continúa siendo preocupante la repercusión del deterioro del comercio mundial en nuestra economía, la todavía elevada tasa de desempleo, los retos que plantea el envejecimiento de la población o la vulnerabilidad financiera de algunos sectores de la economía como consecuencia de su alto nivel de endeudamiento¹⁰.

⁵ FMI.

⁶ Funcas y Banco de España.

⁷ Este menor crecimiento es consecuencia tanto de los esfuerzos que ha tenido que hacer el país para controlar su endeudamiento como de las tensiones comerciales.

⁸ En el mes de julio el crecimiento del PIB español se había corregido al alza en dos décimas.

⁹ Estas previsiones son ligeramente superiores a las realizadas por otros organismos. Así, por ejemplo, la previsión para la tasa de crecimiento de Funcas y del BBVA se sitúa en el 1,9%, mientras que el Banco de España ha estimado que el PIB crecerá un 2,0%.

¹⁰ Cabe recordar que el endeudamiento del sector público se situaba en el 99% del PIB a mediados de junio, el de las sociedades no financieras alcanzaba el 94,4% del PIB y el de los hogares se situaba en el 58,5%.

Contexto de tipos de interés reducidos

- La confirmación de todas las expectativas sobre las medidas a adoptar por el BCE y la puesta en marcha de las mismas a lo largo del tercer trimestre (rebaja de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,50%, inicio de la tercera ronda de financiación a la banca y extensión del plazo de las operaciones de financiación de 2 a 3 años, así como la confirmación de que en octubre se reanudarían las compras de deuda en los mercados secundarios), junto con las 3 sucesivas rebajas de tipos por parte de la Reserva Federal entre julio y octubre han supuesto la constatación que la política monetaria acomodaticia de ambas instituciones se mantendrá en el tiempo, favoreciendo un contexto estable de tipos de interés reducidos. Como consecuencia de ello se exacerban algunos riesgos que ya se habían puesto de manifiesto en algunas notas anteriores: i) aumento de los incentivos de los agentes a endeudarse en un contexto de ralentización económica, ii) la intensificación de las estrategias que persiguen la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), lo que acentúa la demanda y la sobrevaloración de los activos con mayores expectativas de rendimiento, que suelen tener peores calificaciones crediticias y ser menos líquidos y, iii) la imposibilidad del sector bancario de mejorar sus márgenes, lo que puede llevarle a asumir mayores riesgos en búsqueda de una mayor rentabilidad, si bien es cierto que los tipos reducidos, como se apunta un poco más adelante, contribuyen a evitar aumentos en el nivel de morosidad.
- Las decisiones financieras de los hogares, que en los últimos años se habían visto influidas por el contexto de tipos de interés reducidos y habían mostrado una mayor preferencia por activos más arriesgados (y expectativa de rentabilidad superior), han retomado un carácter algo más conservador en los últimos meses a raíz de las turbulencias de los mercados de finales de 2018 y del aumento de la incertidumbre económica. En este contexto, se ha observado un aumento de la tasa de ahorro de los hogares (que se situó en el 7,2% de la renta disponible en el segundo trimestre frente al 5,9% de 2018 y el 5,5% de 2017) y del volumen de inversión en activos financieros, sobre todo en aquellos de menor riesgo. Así, la adquisición neta de activos financieros de los hogares en el segundo trimestre de este año (con datos acumulados de cuatro trimestres) se situó en el 3,6% del PIB, la cifra más elevada desde 2007 (véase gráfico 27). Respecto al patrón inversor, se mantuvieron algunas de las tendencias observadas en años anteriores como la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (-1,7% del PIB) y la fuerte adquisición de medios de pago (5% del PIB), pero se produjeron algunas nuevas que apuntalaron el carácter más conservador de la inversión de los hogares. Así, por ejemplo, los datos de cuatro trimestres acumulados hasta el segundo de este año muestran que los fondos de inversión registraron reembolsos netos interrumpiendo la tendencia expansiva que comenzó en 2013, mientras que las reservas técnicas de seguros recibieron el importe de recursos más elevado desde 2006 (1,4% del PIB).

- En el ámbito particular de los fondos de inversión, las suscripciones netas efectuadas en los últimos meses también ponen de manifiesto el carácter más conservador de las inversiones, que comenzó a finales del año pasado. Así, por ejemplo, entre junio de 2018 y junio de 2019, los fondos de retorno absoluto muestran unos reembolsos netos cercanos a los 5.000 millones de euros, los de renta fija mixta de 4.400 millones y los de renta variable euro de 2.840 millones. En cambio, los fondos de renta fija acumulan unas suscripciones netas superiores a los 3.800 millones. Dentro de esta tendencia más conservadora sí se observan algunas inversiones relevantes en fondos con algo más de riesgo, como los de renta variable mixta, que solo en el segundo trimestre recibieron más de 2.600 millones (véase gráfico 28).
- Como ya se apuntó en el número anterior de esta nota, las incertidumbres que se ciernen sobre el sector bancario se han agravado a lo largo del año como consecuencia de la prolongación del escenario de tipos de interés reducidos (se ha pasado del escenario *low for long* al *lower for longer*), que está incidiendo directamente sobre el margen de intereses, y del entorno de desaceleración económica, que podría afectar a su volumen de negocio y a la morosidad. Respecto a este último punto, cabe señalar que el bajo nivel de los tipos supone algunos riesgos, pero también se convierte en un factor mitigante de otros, pues alivia la carga financiera de la deuda de los agentes más endeudados y reduce su probabilidad de impago. Por otra parte, las entidades de depósito españolas, aunque con diferente intensidad, siguen afrontando riesgos legales derivados de las posibles consecuencias de los resultados de demandas judiciales en marcha. En paralelo, cabe señalar la competencia creciente sobre la prestación de determinados servicios financieros que ejercen las denominadas *bigtech*, que se encuentran en una posición favorable en cuanto que poseen una base de clientes sólida, así como información relevante sobre dicha clientela, una cierta reputación, una tecnología avanzada y un coste de capital reducido.

Fuentes de incertidumbre política

- En el plano internacional una de las incertidumbres más importantes está relacionada con el alcance de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. La guerra arancelaria¹¹, que comenzó hace casi un año y medio, parece estar frenándose, aunque por el momento existe solo un acuerdo parcial. Los presidentes de ambas economías pactaron en octubre un acuerdo por fases para evitar nuevos aranceles, aunque los que ya están vigentes se mantienen. Como resultado de esto, China se compromete a aumentar sus compras de productos estadounidenses hasta llegar a cifras de entre los 40.000 y 50.000 millones de dólares anuales en productos agrícolas estadounidenses por un periodo de dos años y EE.

¹¹ Recientemente, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo publicó un informe en el que se analizan los efectos de la guerra comercial entre Estados Unidos y China. El informe concluye que las consecuencias de la imposición mutua de aranceles daña la economía de ambos; así, el consumidor americano ve los aranceles repercutidos en el precio de sus compras, y en China, en muchos casos, las empresas exportadoras se ven obligadas a bajar el precio de sus productos absorbiendo el arancel. Atendiendo a los datos del primer semestre de 2019, se estima que la reducción de importaciones estadounidenses procedentes de China de productos afectados por aranceles es de más del 25%, aproximadamente unos 35.000 millones de dólares, aunque se especifica que probablemente esta cifra sea mayor con datos más recientes debido a la escalada de las tensiones comerciales en la segunda mitad del año (la reducción es de aproximadamente el 10% si se toman en consideración todas las importaciones conjuntamente y no solo las que están sujetas a aranceles). Los sectores chinos más afectados son los de equipamiento de oficina y comunicación, que han visto reducidas las importaciones estadounidenses procedentes de China en aproximadamente 15.000 millones de dólares.

UU. ya suspendió el alza de aranceles del 25% al 30% valorada en 250.000 millones de dólares que estaba programada para octubre. No obstante, el desarrollo de esta primera fase de acuerdo sigue siendo incierto aunque, en principio, se prevé que su firma se lleve a cabo en diciembre.

- En el marco europeo, las tensiones comerciales entre la Unión Europea (UE) y Estados Unidos se han convertido en una de las principales fuentes de incertidumbre política. A principios de octubre la Organización Mundial del Comercio (OMC) emitió su decisión con respecto a las contramedidas que EE.UU. puede imponer a la UE y a determinados Estados miembros por las subvenciones otorgadas en el pasado a la compañía Airbus. En esta decisión falló a favor de EE. UU. permitiendo la imposición de aranceles por hasta 7.500 millones de dólares (6.900 millones de euros), siendo esta la mayor cantidad concedida hasta el momento por la OMC en un arbitraje. Tras un intento fallido de alcanzar un acuerdo entre las partes para mitigar los efectos de esta medida, los aranceles entraron en vigor el pasado 18 de octubre, afectando a una variedad de exportaciones de la UE. La mayor parte de las cargas se aplica a productos procedentes de los países responsables de los subsidios en cuestión, entre los que se encuentra España, siendo los productos nacionales más afectados los que pertenecen al sector agroalimentario: vino, aceite y derivados lácteos. Como consecuencia de las medidas impuestas, la Comisaria Europea del Comercio ha comunicado que la UE responderá con nuevos aranceles en su debido momento, pues aún no se ha publicado el fallo definitivo de la OMC respecto al caso paralelo protagonizado por la compañía americana Boeing. En este contexto, la posibilidad de generar aranceles 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 *brexit* continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo político para el escenario económico y financiero de la UE. La salida del Reino Unido (RU) de la Unión Europea estaba prevista para el 31 de octubre, aunque ante la imposibilidad de aprobar en el parlamento británico el acuerdo de salida alcanzado con la UE, se le ha otorgado una nueva prórroga, la tercera hasta el momento. Así, el Consejo Europeo acordó el 28 de octubre un aplazamiento de la aplicación del artículo 50 hasta el 31 de enero de 2020. Con el objetivo de desbloquear la crisis política que vive el país anglosajón, y después de cuatro intentos, el primer ministro británico consiguió a finales de octubre que el parlamento aceptara la convocatoria de elecciones anticipadas, que se celebrarán el 12 de diciembre. Serán unas elecciones plagadas de incertidumbre y con gran trascendencia porque, de conseguir mayoría absoluta, el ejecutivo podría ratificar cualquier acuerdo de salida de la UE. En este contexto, sigue presente la posibilidad de que se produzca un *brexit* sin acuerdo¹², que dificultaría la futura relación entre el RU y la UE y podría

¹² Ante esta posibilidad y para facilitar el tránsito de la situación derivada de considerar al Reino Unido como tercer Estado sin el acuerdo previsto en el artículo 50, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA por sus siglas en inglés) ha decidido reconocer a las entidades británicas de contrapartida central (CCP) y la entidad depositaria central de valores (CSD) como CCP y CSD de terceros países. También ha emitido una declaración pública señalando que permite que en caso de *brexit* sin acuerdo, las empresas europeas puedan negociar valores con códigos ISIN que comiencen con GB en cualquier centro de negociación, británico o de la UE.

generar turbulencias en los mercados financieros y acabar afectando a la economía real¹³. De hecho, el crecimiento del RU ya se ha visto lastrado con un descenso del 0,2% en el segundo trimestre de 2019 (con respecto al trimestre anterior).

- En el plano nacional, siguen presentes los focos de riesgo político mencionados en números anteriores de este informe. Continúa tanto la incertidumbre relacionada con la formación de gobierno como la inestabilidad política en Cataluña. Los resultados de las elecciones celebradas el 10 de noviembre han aumentado el grado de fragmentación parlamentaria si bien se ha producido ya un pre-acuerdo para la conformación de un gobierno de coalición cuyos efectos sobre la evolución de la economía parece prematuro valorar. Ambos factores de incertidumbre retrasan la adopción de potenciales reformas estructurales y pueden retraer las decisiones de inversión lo que, a medio y largo plazo, podría suponer un perjuicio en términos de actividad económica.

Otras fuentes de incertidumbre

- La preocupación por que un ciberataque pudiera acabar afectando a una o más partes del sistema financiero se ha incrementado de forma progresiva durante los últimos años. Los incidentes relacionados con la ciberseguridad han aumentado tanto en número como en daños provocados en diferentes sectores, no necesariamente relacionados con las finanzas¹⁴. Este tipo de riesgo tiene relevancia desde el punto de vista de este informe como potencial amenaza para la estabilidad financiera. La incertidumbre que podría acarrear un ciberataque que alterara el funcionamiento de los mercados financieros y de sus participantes, en un sistema cada vez más interconectado y digitalizado, podría poner en peligro la estabilidad financiera si llegara a comprometer la confianza en el sistema. 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.

¹³ En España, la CNMV ha abierto en su página web una nueva sección denominada “Después del brexit: 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.

¹⁴ Algunos de los ciberataques más importantes son los de *WannaCry* y *NotPetya* en 2017 que impactaron en la infraestructura y servicios públicos del Reino Unido y Ucrania dando lugar a costes de entre 500 millones y 4.000 millones de dólares (el primero) y de entre 4.000 y 10.000 millones (el segundo). Aunque los anteriores no tuvieran como objetivo atacar las estructuras del sistema financiero sí demuestran que los costes de los mismos son muy elevados. En el siguiente enlace se detallan anualmente los diferentes ciberataques perpetrados contra el sistema financiero: <https://carnegieendowment.org/specialprojects/protectingfinancialstability/timeline>

Categorías de riesgo

Riesgo de mercado: amarillo

- Las incertidumbres que se fueron extendiendo sobre los mercados internacionales de renta variable conforme avanzaba el año (enfrentamiento comercial entre EE.UU. y China, dudas sobre la resolución final del *brexit*, caída de la actividad económica de la zona euro y ralentización del crecimiento global) tuvieron un punto de inflexión en el mes de septiembre que tendió a prolongarse en octubre. Este giro, que dio lugar a revalorizaciones de las acciones, se produjo de forma simultánea a los nuevos estímulos monetarios adoptados por el BCE¹⁵, a los que se unió la Reserva Federal¹⁶ con dos rebajas adicionales de tipos y nuevas inyecciones de liquidez. A pesar de las dudas sobre la ralentización del crecimiento de la zona euro y a escala global¹⁷, las medidas anunciadas de política monetaria junto al avance de las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China y el leve descenso de la incertidumbre ligada a la resolución del *brexit* -véase epígrafe sobre incertidumbres políticas- permitieron que los índices presentaran avances positivos en el tercer trimestre y al comienzo del cuarto. La mayoría de los índices recuperan las pérdidas del ejercicio anterior¹⁸, acumulando revalorizaciones significativas en el caso de los estadounidenses y de algunos europeos.
- En los mercados estadounidenses, los avances en los índices se sitúan entre el 15,9% del Dow Jones y el 25% del Nasdaq, hasta alcanzar en todos ellos la zona de máximos históricos a finales de octubre. En el caso del índice tecnológico Nasdaq, a pesar de sus buenas perspectivas de crecimiento, los inversores profesionales siguen alertando sobre la valoración excesiva de algunas compañías tecnológicas¹⁹, en un entorno de mayor ralentización del crecimiento económico a nivel mundial. Con la excepción de los índices español y británico, los avances de los principales mercados europeos fueron incluso mayores, oscilando entre el 20,1% del Eurostoxx 50 y el 23,8% del Mib 30 italiano²⁰, lo que les permitió compensar todas las pérdidas de 2018. Así, a pesar del descenso de la actividad económica de la zona euro y del impacto de las restricciones comerciales sobre las compañías exportadoras, los valores europeos –especialmente los de las compañías más tecnológicas y los de los sectores en crecimiento- se han visto favorecidos por unos precios atractivos y una rentabilidad por dividendo elevada, en

¹⁵ El BCE rebajó los tipos de la facilidad marginal de depósito 10 p.b., hasta el -0,50%, y anunció que en noviembre retomará las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales, a la vez que extenderá el plazo de las operaciones de financiación a la banca (el tercer TLTRO) de 2 a 3 años.

¹⁶ La Reserva Federal realizó dos rebajas sucesivas de los tipos de interés de 25 p.b. (finales de septiembre y octubre), hasta acumular 3 recortes en el año y situarlos en el rango del 1,5%-1,75%. Además, anunció que compraría, a partir del 15 de octubre, 60.000 millones de dólares al mes en letras del Tesoro para mantener un elevado nivel de reservas y mejorar la transmisión de la política monetaria.

¹⁷ El aumento de las dudas sobre la ralentización económica a nivel mundial dio lugar a caídas significativas de las bolsas en la sesión del 2 de octubre que perdieron entre el 2% y el 3% de su valor (2,8% en el caso del Ibex 35).

¹⁸ Hasta el 31 de octubre, los principales índices internacionales recuperaban las pérdidas acumuladas en el ejercicio 2018 con la excepción del británico FTSE 100 y el Ibex 35.

¹⁹ Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE.UU. –conocidas como las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google)- acumulan una revalorización hasta el 31 de octubre del 50%, 62%, 21%, 10% y 24%, respectivamente, aunque sus cotizaciones han presentado cierta volatilidad tras la publicación de distintos resultados empresariales y proyecciones sobre las cifras de negocio.

²⁰ El índice alemán Dax 30 y el francés Cac 40 se revalorizan en el año un 21,9% y un 21,1%, respectivamente. Por otro lado, el británico FTSE lo hace un 7,7%.

un contexto de tipos a largo plazo en mínimos históricos y de valores reducidos de las primas de riesgo.

- En España, el Ibex 35, que ya en el primer semestre había presentado una revalorización notablemente inferior a la de la mayoría de los índices de los mercados europeos²¹, aumentó apenas un 0,6% entre julio y octubre, ampliando aún más el diferencial respecto a aquellos, hasta acumular un rendimiento en el año del 8,4%. Esta evolución del índice español puede explicarse, en gran parte, por su diferente composición respecto a los europeos, pero también puede atribuirse alguna influencia a incertidumbres de carácter político asociadas al retraso en el proceso de formación del nuevo gobierno y, en consecuencia, en la adopción de potenciales medidas y reformas económicas. En relación con la composición del selectivo español, cabe señalar el mayor peso del sector bancario y de otros sectores de carácter más cíclico –afectados por la caída del margen financiero y la ralentización económica, respectivamente– frente a la menor representación de compañías de los sectores tecnológicos y de crecimiento, que son más relevantes en otros índices europeos.
- La evolución sectorial refleja que el mejor comportamiento en el ejercicio correspondió a las compañías de los sectores de bienes de consumo –donde destacaron Inditex y las compañías farmacéuticas y de biotecnología–, las de construcción y las del sector eléctrico y de la energía, todas ellas con revalorizaciones superiores al 20%. Estas últimas siguen beneficiándose del entorno de tipos de interés reducidos prolongado en el tiempo, del mayor dinamismo de demanda interna de la economía española y del carácter estable de sus ingresos, cuya propuesta de recorte²², realizada en julio por la Comisión Nacional de Mercados y de la Competencia (CNMC), todo indica que se va a ver suavizada. En menor medida destacó la revalorización de las cotizaciones de las empresas de pequeña capitalización (9% anual), cuya actividad está más ligada a la economía doméstica, que mantiene un dinamismo mayor que la de la zona euro. En el lado contrario, destacaron los retrocesos de los bancos (-8,2%), cuyos márgenes y resultados se ven lastrados por una política monetaria muy laxa –con tipos de interés reducidos y perspectivas de extensión en el tiempo por un periodo prolongado–, en un contexto de desaceleración económica y otras incertidumbres²³. También retrocedió la cotización de las compañías inmobiliarias (-11,9%) por el temor de los inversores a un cambio de ciclo en el mercado inmobiliario. Asimismo, hay que señalar el discreto comportamiento de las empresas de tamaño medio (1,2%), con mayor presencia y actividad exportadora a los mercados europeos, que se ven condicionadas por el descenso de la actividad económica y el comercio con la región.
- El crecimiento esperado de los beneficios empresariales para los próximos meses –en fase de desaceleración–, junto con el escaso avance de las cotizaciones hizo que la ratio

²¹ Los principales índices bursátiles europeos presentaron registros positivos y de mayor cuantía a los del Ibex 35 tanto en el periodo comprendido entre julio y octubre como en el acumulado anual: Eurostoxx 50 (3,8% y 20,1%, respectivamente), Dax 30 (3,8% y 21,9%, respectivamente), Cac 40 (3,4% y 21,1%, respectivamente) y Mib 30 (6,9% y 23,8%, respectivamente).

²² La Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) publicó el 5 de julio una consulta sobre siete proyectos de Circulares en los que se propone un marco regulatorio para la retribución de los sectores de electricidad y gas en cuestiones relacionadas con cánones y peajes a redes, así como las actividades reguladas de ambos sectores. A finales de octubre la aprobación por la CNMC de la citadas Circulares todavía no se había producido.

²³ Se mantienen los riesgos de carácter legal relacionados con la sentencia del TJUE sobre el IRPH y potenciales litigios.

precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyera desde 11,9²⁴ a mediados de julio (su nivel más alto en lo que va de año) hasta 11,3 en octubre (gráfico 4).

- La confirmación de que el BCE mantendrá en el tiempo su política monetaria acomodaticia, que incluye un nuevo programa de compras de deuda en los mercados por importe de 20.000 millones de euros mensuales, así como las últimas decisiones de la Reserva Federal, que ha vuelto a recuperar un sesgo acomodaticio en su política monetaria, siguen manteniendo en niveles moderados el riesgo de mercado relacionado con los activos de deuda con carácter general, siendo más elevado para la deuda corporativa de mayor riesgo y para la deuda subordinada. A pesar de que el reducido nivel de tipos es un factor mitigante de algunos riesgos (por ejemplo, favorece la disminución de la morosidad), cabe destacar el hecho de que las economías con mayores desequilibrios y tasas de endeudamiento más elevadas presentan una vulnerabilidad superior, puesto que un deterioro del entorno económico se trasladaría con facilidad a las primas de riesgo, lo que podría generar caídas significativas de los precios de los activos. Además, el riesgo sigue siendo muy elevado en los activos con duraciones más largas, cuya valoración es muy sensible a cualquier repunte de los tipos de interés.
- Los activos de deuda pública han recogido al alza en sus precios las últimas medidas de relajación de la política del BCE, lo que ha llevado a las rentabilidades de la mayoría de los activos de deuda soberana a situarse en mínimos históricos, especialmente en los plazos más largos. Esto ha dado lugar a un aplanamiento significativo de las curvas de tipos de interés de la mayoría de las economías europeas, que es previsible se mantenga en el tiempo gracias al impacto positivo que supondrán las nuevas compras de deuda del BCE²⁵. Así, desde julio el rendimiento de la deuda soberana europea ha presentado descensos que van desde los 129 p.b. de Grecia a los 7 p.b. de Alemania, si bien durante la última parte de octubre se ha observado un leve repunte de tipos en los plazos más largos (entre 5 y 20 p.b.) desde sus mínimos históricos alcanzados a finales de septiembre. Este cambio de tendencia, de mantenerse, podría provocar caídas de precios en los activos de deuda a plazos más largos y en las carteras de los agentes con mayor exposición a esta clase de activos. Los rendimientos de la deuda soberana a 10 años se situaban en valores negativos en Alemania, Francia, Holanda, Austria, Bélgica, Finlandia y Dinamarca, mientras que en el caso de España y Portugal alcanzaban valores en torno al 0,2%, con los tipos en valores negativos hasta el plazo de 6 años en el caso español. Por otra parte, el volumen de deuda pública española en la cartera del BCE ascendía a 255.464²⁶ millones de euros a mediados de octubre.

²⁴ En el mismo periodo, la ratio PER de los índices bursátiles europeo Eurostoxx 50 y estadounidense S&P 500 retrocedió desde 13,3 y 17,1 veces hasta 13,1 y 16,6 veces, respectivamente.

²⁵ El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba en octubre activos por importe de 2,55 billones de euros, de los que 2,08 billones de euros correspondían a deuda pública.

²⁶ Este importe representa el 26,2% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado apenas variaron desde julio puesto que ya habían incorporado en gran medida en los meses anteriores los efectos de todas las expectativas, anuncios y medidas de política monetaria adoptados por el BCE. En este contexto, la prima de riesgo soberana presentó un leve descenso de 5 p.b., mientras que las de los emisores privados apenas presentaron cambios. La prima de riesgo soberano –evaluada como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania (grafico 11)- se situaba en torno a 64 p.b. en la fecha de cierre de esta nota, en zona de mínimos del año y 53 p.b. por debajo de los registros de finales de 2018 (117 p.b.).
- Al igual que la prima de riesgo soberano, las primas de riesgo de crédito de las entidades financieras ya habían disminuido significativamente en el primer semestre del año, por lo que mostraron pocos cambios después, situándose en 54 p.b. a finales de octubre. A pesar del escenario comentado anteriormente que genera dificultades para el negocio bancario, los bancos se ven favorecidos positivamente por la puesta en marcha de una tercera ronda de financiación del BCE que les permitirá el acceso a financiación a largo plazo y bajo coste. En el caso de las sociedades no financieras, las primas de riesgo tampoco experimentaron grandes cambios, situándose en torno a 55 p.b. a finales de octubre, en zona de mínimos desde su nivel más bajo registrado a finales del año 2007. Estas compañías también continúan beneficiándose del programa de compras²⁷ del BCE, que favorece el mantenimiento de los bajos costes financieros.
- La evolución de la financiación a los sectores no financieros²⁸ de la economía ralentiza su discreta mejoría, reduciéndose el ritmo de expansión del crédito tanto a las empresas como a los hogares. En este último caso, su expansión se reduce a un 0,1% en septiembre en tasa de variación anual como consecuencia del descenso del ritmo de crecimiento del crédito al consumo (desde el 4,4% en agosto hasta el 3,4% en septiembre²⁹) y del mantenimiento de la caída del saldo vivo de crédito destinado a la compra de vivienda³⁰ (-1%). Por su parte, el saldo de financiación total de las sociedades no financieras modera su crecimiento (desde el 1,5% en agosto hasta el 1,1% en septiembre) debido tanto a la caída del crédito tradicional (-0,6% en septiembre) como a la ralentización de la financiación vía emisiones de deuda³¹ (desde el 18,1% hasta el 16,5%), aunque sigue creciendo a tasas muy elevadas. Las grandes empresas no financieras, e incluso algunas de tamaño medio, siguen aprovechando las buenas condiciones del mercado, los tipos de interés en mínimos históricos y el apetito

²⁷ Este programa de compras incluye deuda corporativa (en denominada CSPP, por sus siglas en inglés), que se han extendido a todos los emisores españoles que han cumplido las condiciones del programa (rating mínimo BBB- o superior).

²⁸ Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

²⁹ Esta tasa es la más baja desde mayo del año 2016 y en parte puede atribuirse al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito al consumo como consecuencia del aumento de la morosidad en este segmento.

³⁰ Desde enero la variación anual de este saldo oscila entre el -0,9% y el -1,1%.

³¹ En la actualidad salvo Aena, Inditex, Mediaset, Siemens Gamesa y Viscofan, todas las sociedades que forman parte del Ibex 35 están financiadas parcialmente en mayor o menor medida con emisiones de deuda.

de los inversores³² por la deuda para financiarse a plazos más largos o refinanciarse en mejores condiciones. Además, el saldo de préstamos exteriores presentó también un retroceso del 1,2%.

Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV entre julio y octubre alcanzaron 25.834 millones de euros, un 36% más que en el mismo periodo de 2018, destacando 3 emisiones de titulaciones de préstamos al consumo del BBVA, Banco Santander y Banco Sabadell –por un importe agregado de 3.650 millones de euros-, así como una emisión de cédulas de internacionalización³³ emitidas por el BBVA por un importe de 1.500 millones de euros. Las emisiones de titulación anteriores son las primeras realizadas por bancos españoles que cumplen con el reconocimiento STS³⁴ de acuerdo con los criterios establecidos en la regulación de titulaciones (Reglamento (UE) 2017/2402)³⁵. En el conjunto del año, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 61.009 millones de euros, un 22% más que en el mismo periodo del ejercicio anterior (los bonos y cédulas hipotecarias³⁶ representaron en ambos casos el 29,4% del total emitido). Por otro lado, las emisiones de deuda de las compañías españolas en el exterior crecieron un 11,5% interanual hasta septiembre (77.905 millones de euros), representando las emisiones de pagarés el 45% del total (frente al 54% del mismo periodo de 2018), observándose un incremento del endeudamiento a largo plazo para aprovechar las buenas condiciones y los tipos reducidos del mercado. Las emisiones de deuda a largo plazo de las entidades financieras españolas³⁷ alcanzaron los 25.500 millones de euros³⁸ hasta octubre, siendo previsible que continúe un cierto dinamismo emisor en la última parte del año, especialmente de deuda subordinada que computa como capital de segundo nivel³⁹. En los mercados de renta variable, sigue sin producirse ninguna salida a bolsa en lo que va de año.

³² Se mantiene el fenómeno de *search for yield*, ampliando los inversores el rango de activos elegibles como consecuencia de la reducida rentabilidad de los emisores tradicionales.

³³ Se trata de títulos garantizados por créditos y préstamos de “internacionalización” de empresas o de exportación regulados en el artículo 34.3 de la ley 3/2013: “El capital y los intereses de las cédulas de internacionalización estarán especialmente garantizados por todos los créditos y préstamos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o a la internacionalización de empresas que cumplan los requisitos establecidos en los apartados 6 y 7, que en cada momento consten como activo en el balance de la entidad emisora y no estén afectados a la emisión de bonos de internacionalización y, si existen, por los activos de sustitución contemplados en el apartado 9 y por los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión, en las condiciones que reglamentariamente se determinen. Todo ello sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal del emisor.”

³⁴ Sencillas, transparentes y estandarizadas (STS, por sus siglas en inglés).

³⁵ En particular, deben cumplir los artículos 19 a 22 o 23 a 26 del Reglamento. De acuerdo con el artículo 27 de la regulación, los originadores y los espónsors de las titulaciones que cumplan estas condiciones deben notificarlo a ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados), que deberá mantener en su página web una lista actualizada de todas las titulaciones que le hayan sido notificadas.

³⁶ El nivel total de las emisiones de cédulas hipotecarias sigue siendo pequeño y su expansión se ve limitada por la tendencia descendente de la cartera de créditos hipotecarios. Por otro lado, según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), la compraventa de viviendas inscritas en agosto cayó un 21,1% interanual en agosto, su mayor descenso desde febrero de 2014.

³⁷ Fuente: Dealogic.

³⁸ Incluyendo deuda senior, deuda subordinada (Tier 2) e instrumentos que computan como capital adicional de nivel 1 (AT1 y Cocos).

³⁹ Los bancos se someterán a un nuevo test de estrés del BCE en 2020 con base en los datos de los balances de cierre del ejercicio actual.

- La contratación media del mercado continuo entre julio y octubre disminuyó un 13,8% interanual, hasta situarse en 1.656 millones de euros –por debajo del promedio acumulado en 2019 de 1.788 millones de euros, lo que supone un retroceso del 23,3% interanual-. Asimismo, la fragmentación de la contratación de acciones españolas siguió siendo muy elevada en el tercer trimestre, representando la cuota de mercado de BME en el tercer trimestre el 55,2% de la negociación *lit más dark* frente a otros centros de negociación distintos del mercado de origen⁴⁰, aunque los datos preliminares de octubre muestran una ligera recuperación hasta el 57,5%. Por lo que respecta a la contratación de acciones españolas realizada a través de internalizadores sistemáticos –y por tanto, no sujeta a reglas de mercado- se situaría por encima del 15% de la negociación total⁴¹ en 2019, frente a valores inferiores al 5% alcanzados a principios de 2018⁴².
- El indicador de liquidez del Ibx 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, aunque se ha observado un ligero repunte del mismo desde los meses centrales del año, eso sí, en un entorno de volatilidad contenida. En el caso del bono soberano, su *spread* –en términos relativos- aumentó durante la mayor parte del periodo⁴³, observándose los mayores repuntes en julio y agosto, coincidiendo con los anuncios de decisiones de política monetaria y el brusco descenso de su rentabilidad hasta mínimos históricos. En términos absolutos, la horquilla también registró un aumento, pero este fue menor, aunque relevante dado el escaso nivel de los tipos (gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España, que eran positivos para las últimas en el caso de los de cuantía inferior a un millón de euros, volvieron a reducirse hasta desaparecer; mientras que para los préstamos de cuantía superior aumentaron ligeramente (hasta 29 p.b. en septiembre, 17 p.b. en junio), manteniéndose por encima del promedio de los últimos doce meses (28 p.b.).

⁴⁰ La cuota de mercado de los centros de negociación distintos al mercado de origen alcanzó un 44,9% en el primer trimestre del año, su máximo histórico, retrocediendo hasta el 41,6% en el segundo trimestre.

⁴¹ 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.

⁴² Aunque uno de los objetivos iniciales de la regulación MiFID II era desplazar parte de la negociación no sujeta a reglas de mercado a centros de contratación o mercados organizados en los que estuviese sujeta a las mismas, en Europa se observa de forma más o menos generalizada un incremento significativo de la contratación realizada a través de internalizadores sistemáticos tras la entrada en vigor de esta normativa.

⁴³ El incremento del *spread* fue especialmente destacado en términos relativos, considerando la baja rentabilidad del bono soberano a 10 años. En términos absolutos también se produjo un incremento del *spread* promedio, pero fue inferior a 1 p.b.

Riesgo de contagio: amarillo

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los diferentes tipos de activos españoles se mantuvo estable durante el tercer trimestre del año y el inicio del cuarto y, además, en niveles reducidos (véase gráfico 31). Así, el valor mediano de las correlaciones, que se había situado en torno al 0,20 a mediados de año, finalizó octubre en 0,23, bastante por debajo del promedio registrado en la última década (0,5). Sin embargo, sí se observó un aumento del rango entre el valor máximo y el mínimo de las correlaciones: el primero aumentó hasta situarse en octubre en valores cercanos a los que había a principios de 2019 (0,7) y el segundo disminuyó hasta alcanzar nuevos mínimos a partir de septiembre, finalizando octubre con el menor valor del año (-0,4). En general, el reducido nivel de la correlación entre los diferentes tipos de activos españoles se entiende en un contexto en el que los precios de los activos de deuda tienden a subir (en línea con los descensos de las rentabilidades) mientras que los precios de los activos de renta variable muestran una heterogeneidad mucho mayor, con descensos significativos en algunos casos (véase epígrafe sobre riesgo de mercado). Cabe señalar que 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 la tendencia seguida por los activos de deuda pública europeos, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la del resto de países de la zona euro durante el tercer trimestre mostró algunas diferencias según el grupo de países con el que se realice la comparación. La correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos se mantuvo sin apenas cambios durante julio en niveles muy elevados (0,98) y después disminuyó ligeramente hasta situarse en 0,85 a finales de octubre. Por su parte, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos también disminuyó, pero de forma mucho más acusada, al pasar de un máximo de 0,94 a finales de agosto a 0,35 a finales de octubre (véase gráfico 32).
- El leve descenso de la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* de la zona del euro podría explicarse porque el aumento de las rentabilidades de deuda pública de dichos países a partir de septiembre se ha producido a distinto ritmo y con ciertos altibajos. En cuanto al pronunciado descenso de la correlación entre la rentabilidades del bono soberano español y la de los países periféricos, cabe señalar que se atribuye en gran parte al descenso de la correlación entre el bono soberano español y el griego e italiano que, en momentos puntuales, llegó a ser negativa.

Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

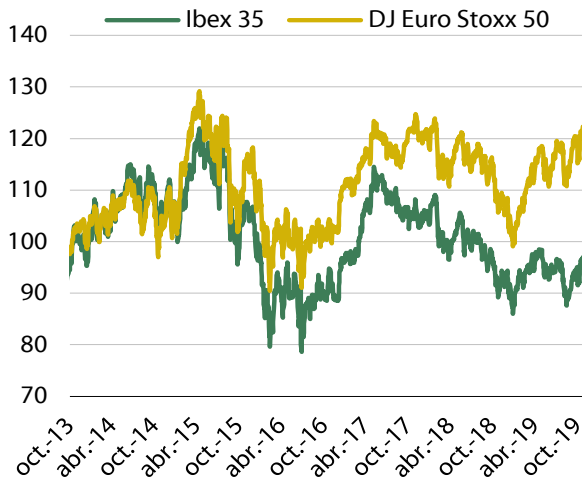


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

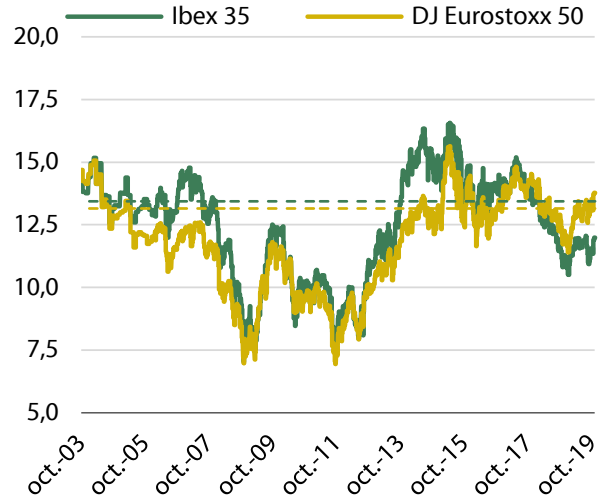


Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3m)

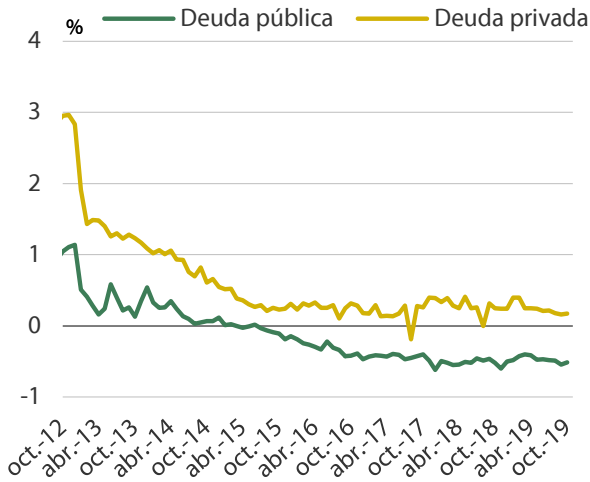


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)

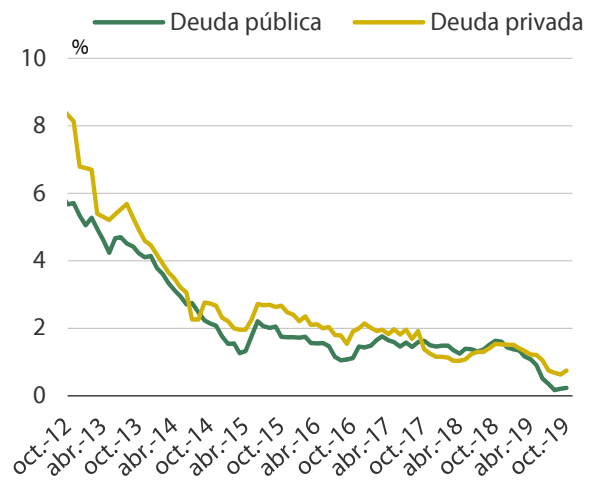


Gráfico 7: Precio petróleo

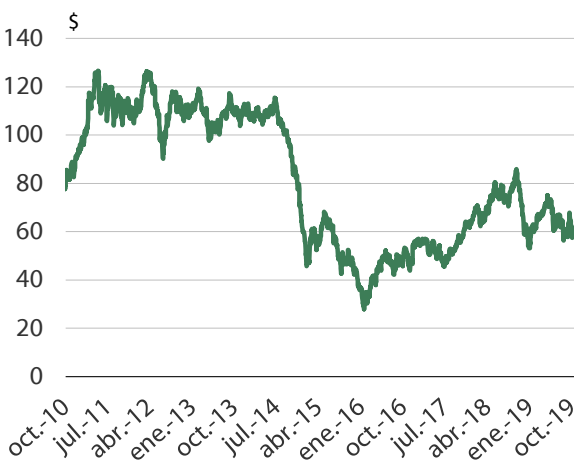
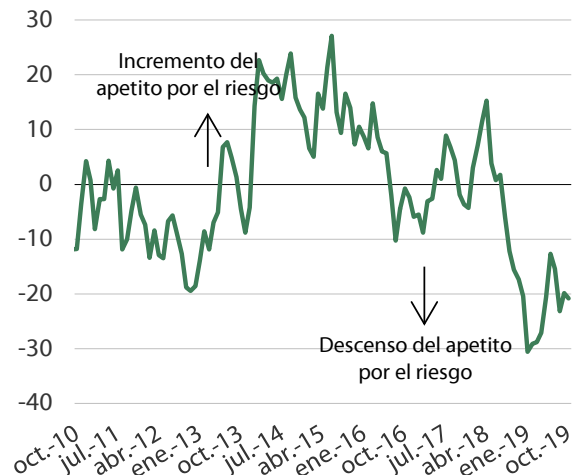


Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico 9: Financiación sector no financiero

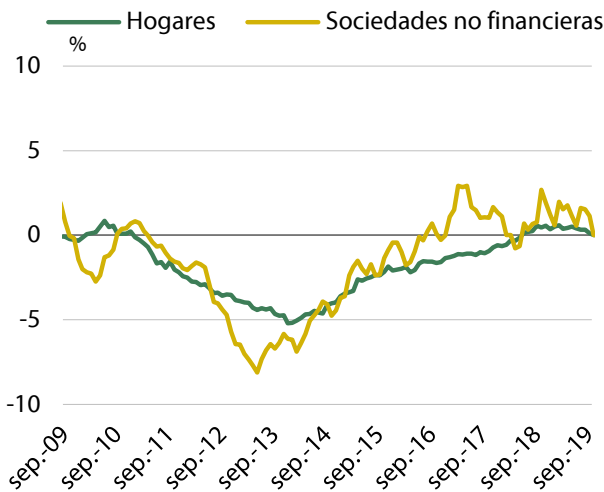


Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro

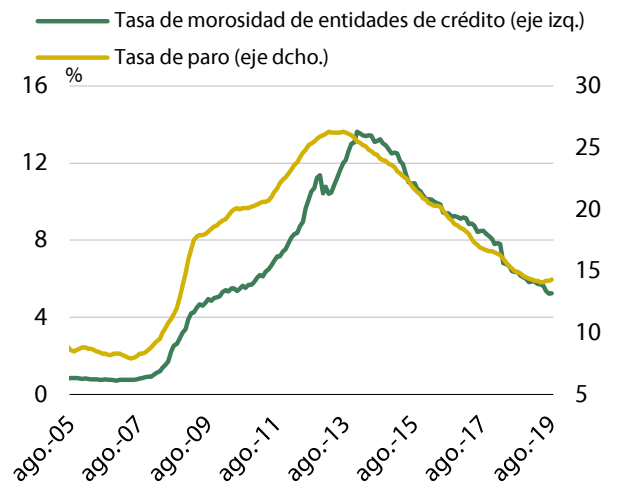


Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

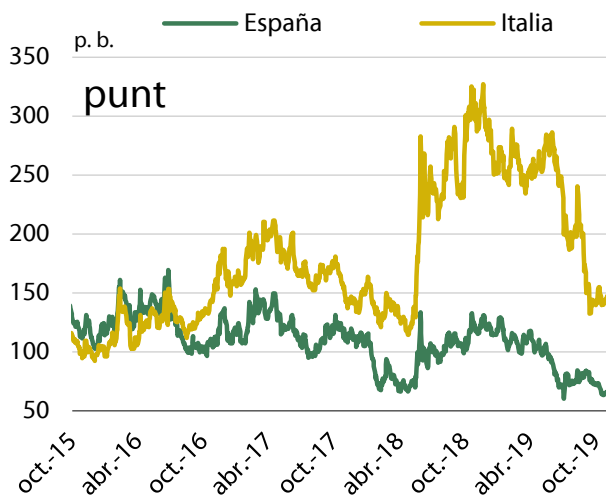


Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

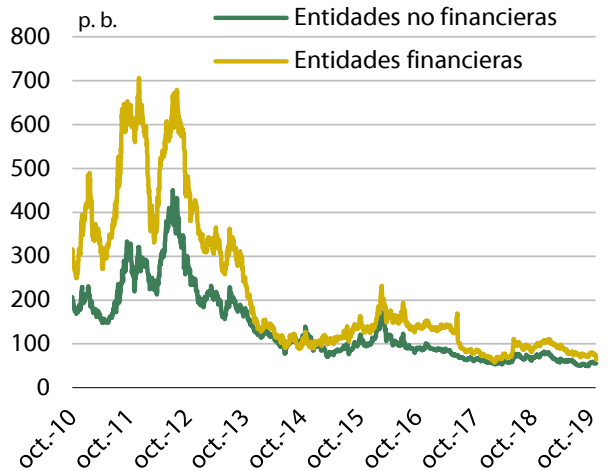


Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)

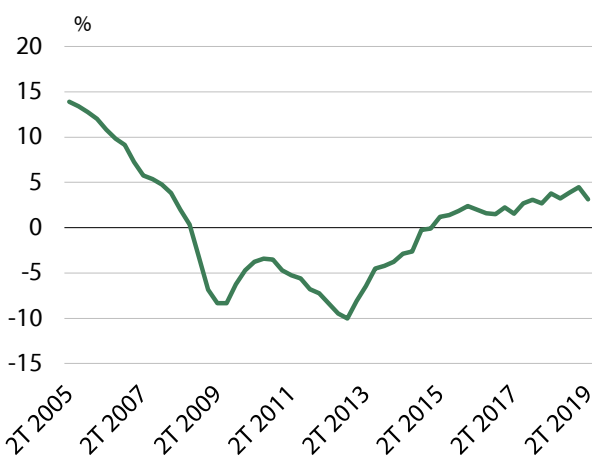
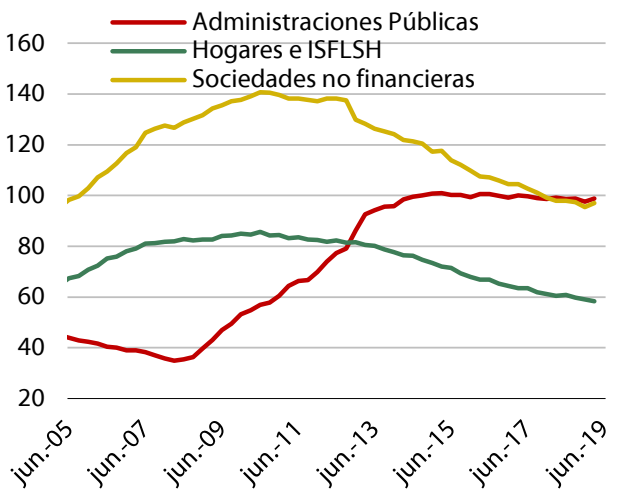
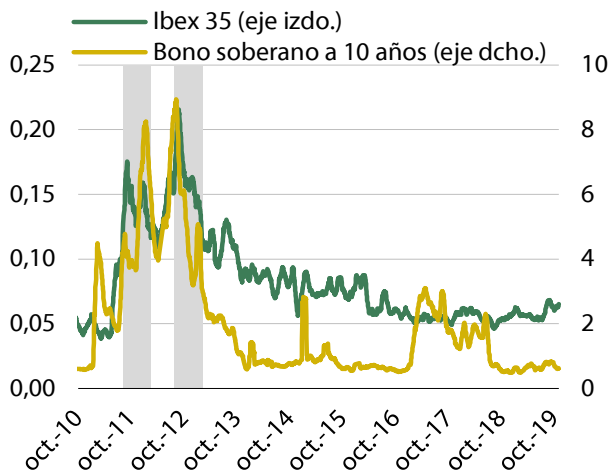


Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



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. En % para el Ibex 35 y en p.b. para el bono soberano.

Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)

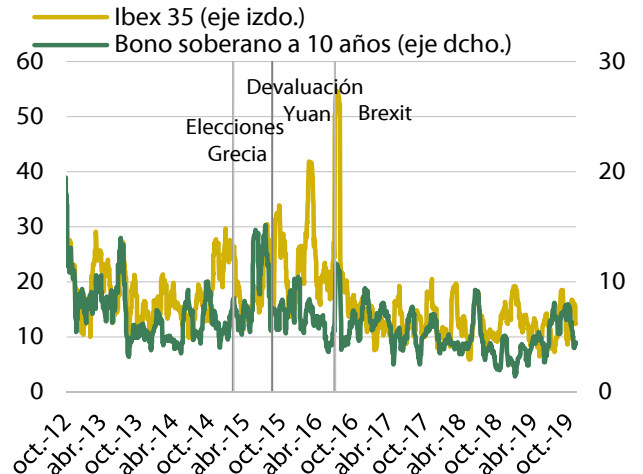


Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)

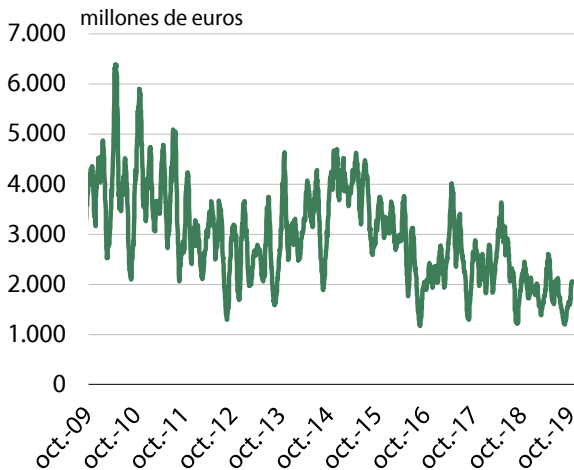


Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

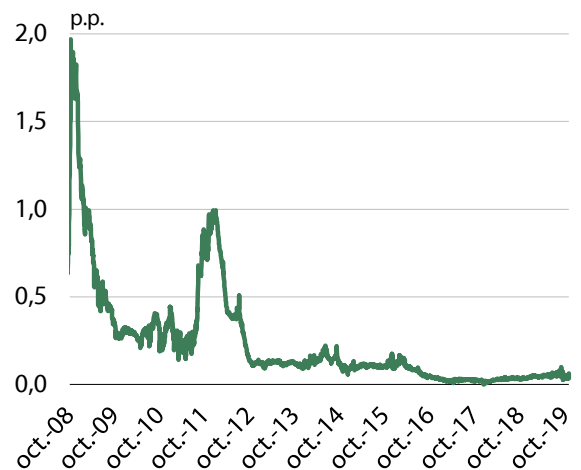


Gráfico 19: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas

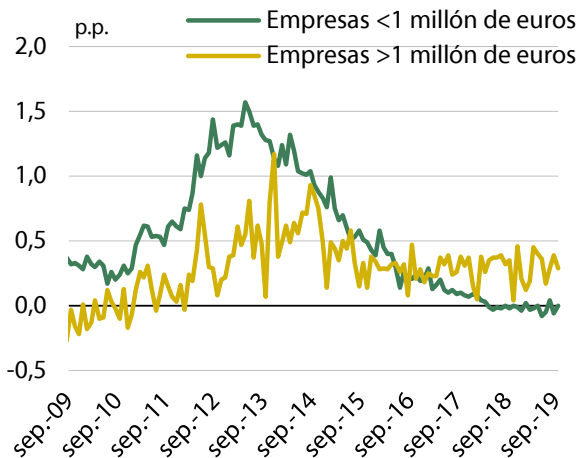
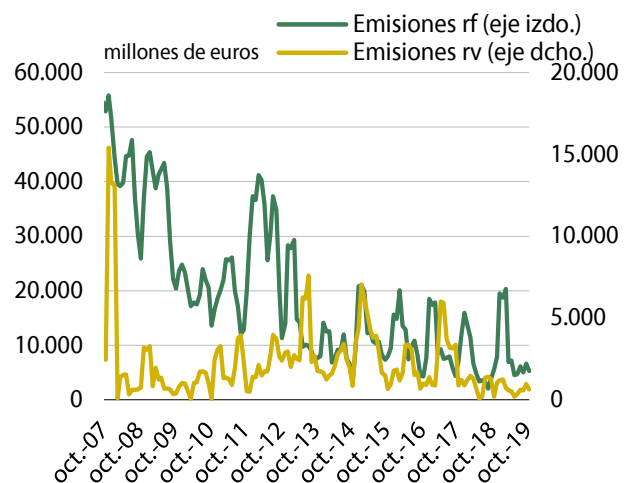


Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)



Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

Gráfico 21: PIB (variación interanual)

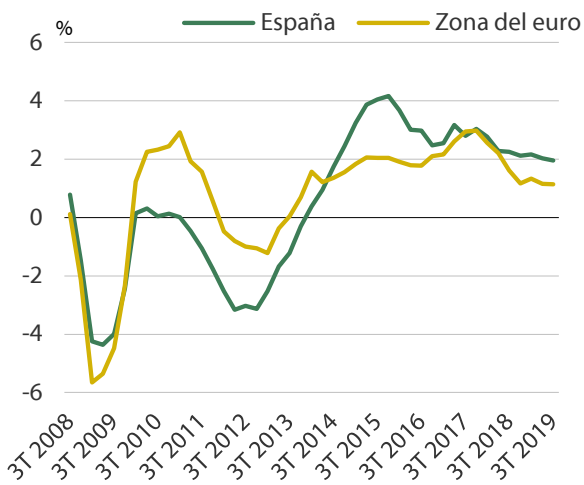


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)

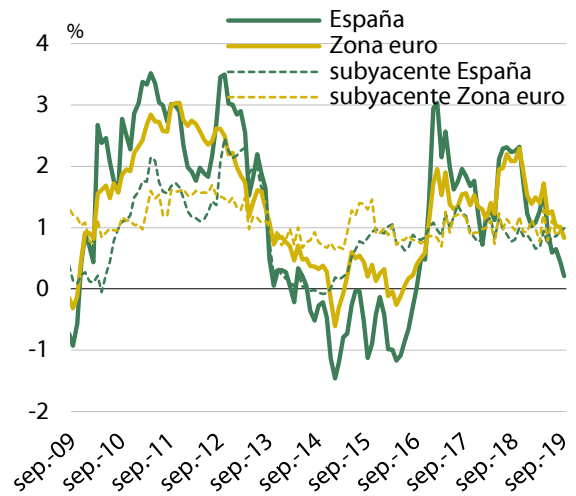


Gráfico 23: Empleo (variación interanual)

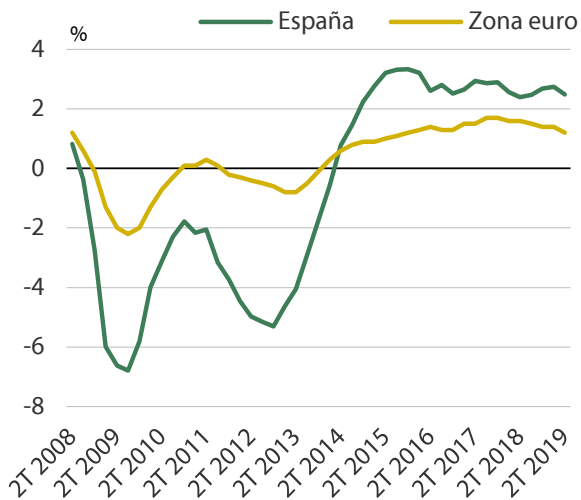
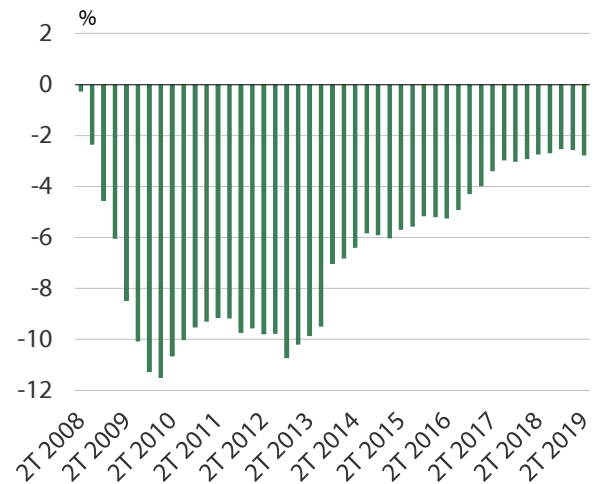


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico 25: Tipos de cambio

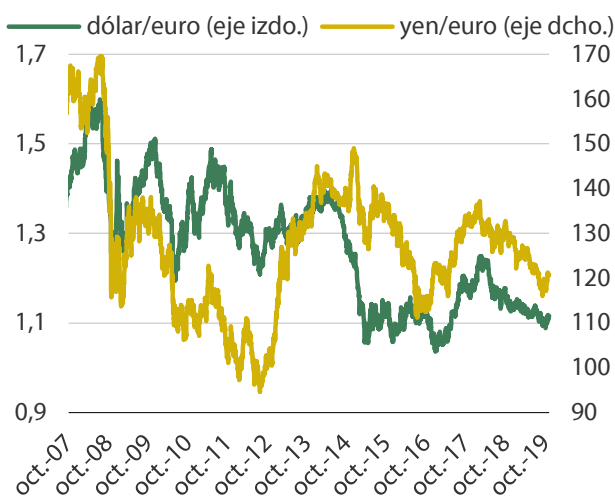
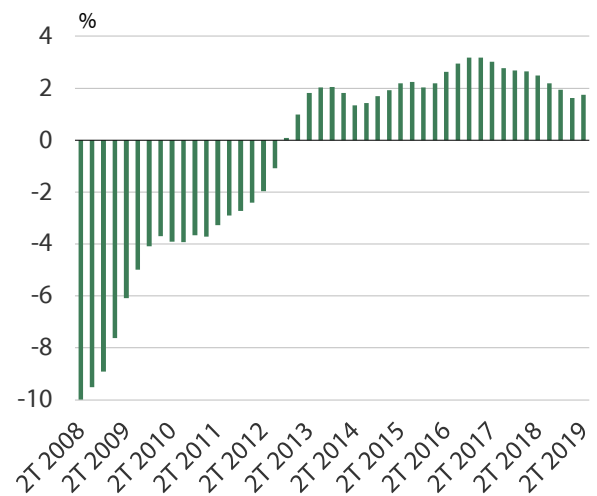
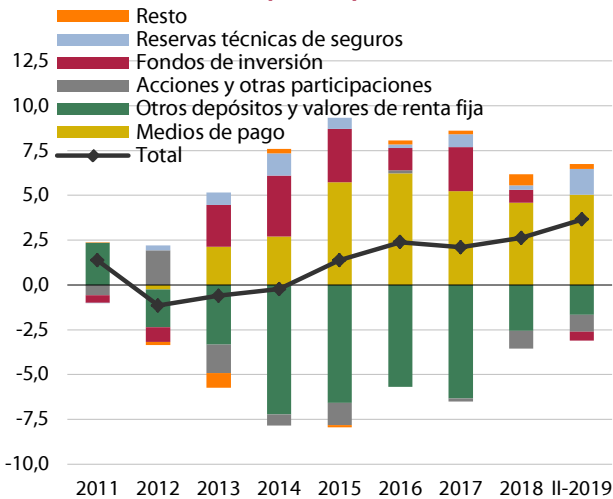


Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



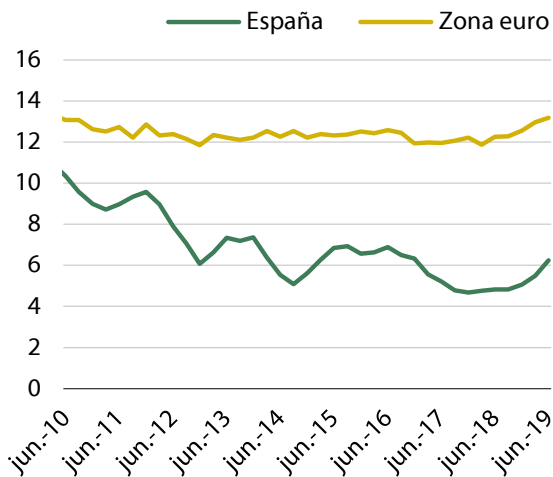
Inversores

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



Datos acumulados cuatro trimestres.

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



Riesgo de contagio: nivel amarillo

Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos

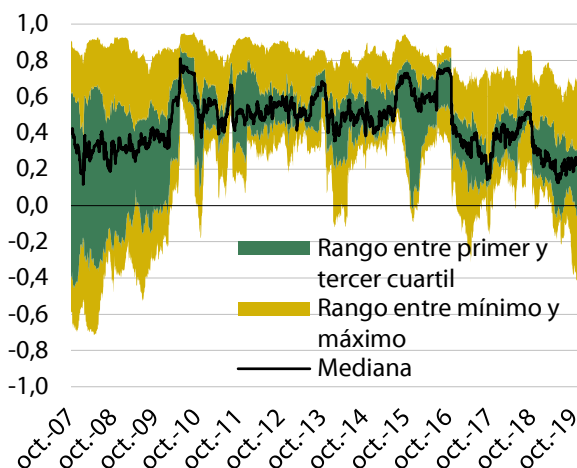
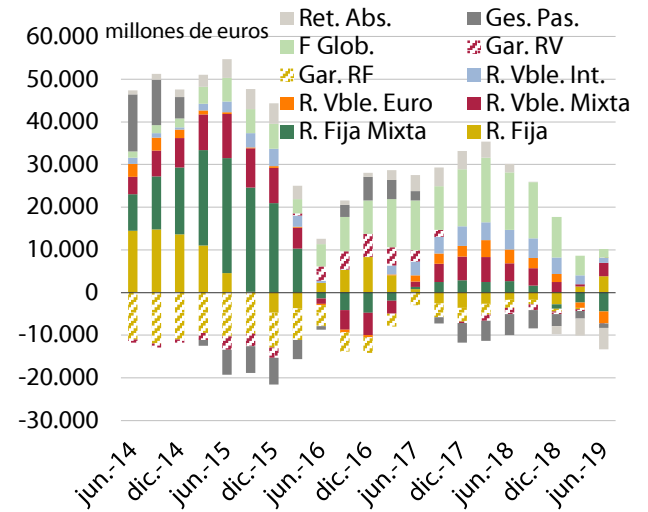


Gráfico 28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin

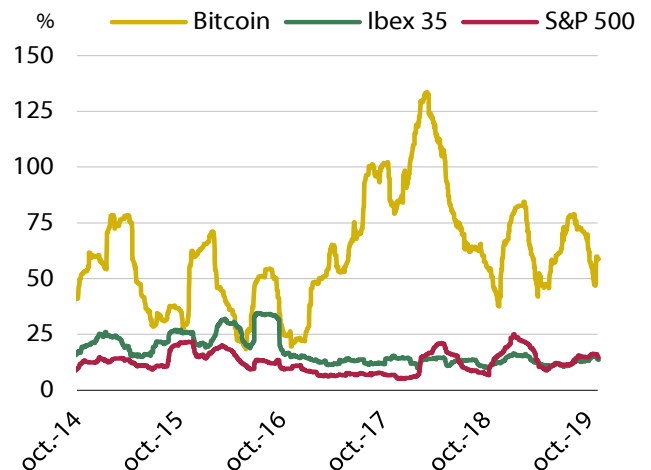
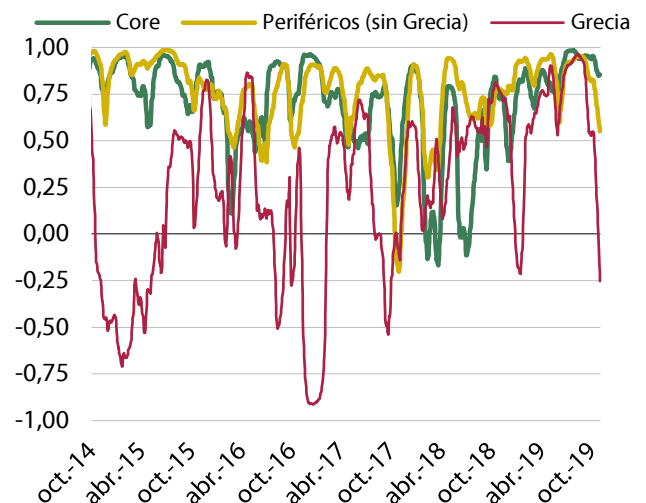


Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos



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 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 14 (January (1)), 23-41” o “Documento de Trabajo de la CNMV nº 60”, disponibles en (<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 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 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 incluye 43 indicadores⁴⁴, 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

⁴⁴ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

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 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.

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 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 3 meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.