



Nota de estabilidad financiera

N.º 28 Junio 2025

Nota de estabilidad financiera

N.º 28 Junio 2025

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

Esta publicación 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

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

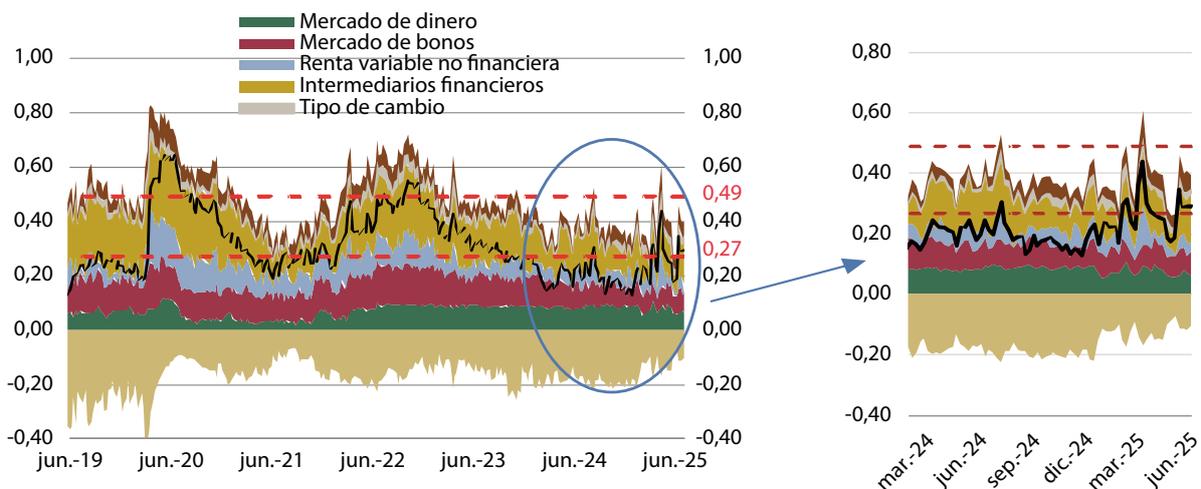
Resumen ejecutivo

Nivel de estrés en los mercados financieros

- ✓ El nivel de estrés en los mercados financieros españoles, que inició el año en zona de riesgo bajo, se vio pronto afectado por la incertidumbre relacionada con los anuncios de la Administración de EE. UU. en materia arancelaria y, posteriormente, por el conflicto entre Israel e Irán. Como consecuencia de estos acontecimientos, el indicador de estrés registró dos repuntes transitorios en el primer semestre: el primero, a comienzos de abril, hasta situarse en un nivel de 0,44 y el segundo, en junio, hasta un nivel de 0,35 (véase gráfico 1). Ambos niveles se corresponden con un riesgo medio. En general se produjeron aumentos significativos en los indicadores de volatilidad de los diferentes segmentos, así como en aquellos que representan caídas de precios. En el primer repunte todos los segmentos mostraron un nivel de estrés alto: por encima de 0,60 (excepto en renta fija) e, incluso, por encima de 0,80 en el segmento de derivados y de tipos de cambio. También se constató un incremento de la correlación del sistema hasta niveles elevados, un hecho que es relativamente habitual en momentos de crisis o de turbulencias en los mercados. En la fecha de cierre de este informe¹, el nivel de estrés de los mercados financieros españoles descendía hasta 0,29, manteniéndose en zona de riesgo medio.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

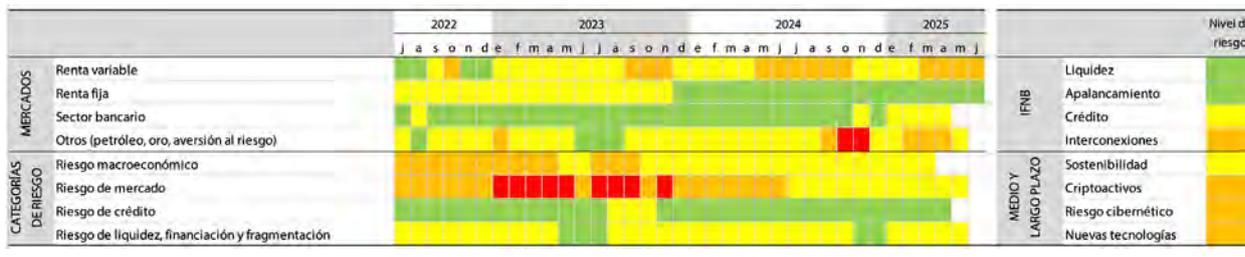
GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

Para un mayor detalle sobre la evolución de este indicador y sus componentes, así como de su metodología, véanse las [series estadísticas de la CNMV](#) y los documentos: Cambón M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, el [Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60](#) y el anexo de la [Nota de Estabilidad dic-24](#).

¹ La fecha de cierre de este informe es el 30 de junio, excepto para el indicador de estrés (4 de julio) y algunas informaciones puntuales.



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

1 Datos hasta el 30 de junio. Los colores de los niveles de riesgo de la parte derecha del mapa se corresponden con la valoración actual de dichos riesgos. En el caso de la IFNB esta valoración proviene del Monitor de la IFNB publicado por la CNMV.

1 Fuentes de riesgo

- La valoración de los **riesgos geopolíticos se mantiene en niveles muy altos** debido a la incertidumbre relacionada con las decisiones de la Administración Trump, la continuidad de varios conflictos bélicos y la extensión de algunos de ellos, como es el caso en Oriente Medio. Los mercados financieros ya han atravesado periodos de turbulencias este año como consecuencia de estos riesgos y, a pesar de que, en general, se ha observado bastante resiliencia en el sistema financiero, es preciso tener en cuenta que estos episodios podrían suceder de nuevo y perjudicar tanto a compañías o sectores para los que se perciba una cierta sobrevaloración o estén directamente afectados, como a los inversores con exposición a ellos.
- El **contexto macroeconómico nacional evoluciona de forma positiva, en términos generales, pues la actividad continúa creciendo a buen ritmo y la inflación permanece en niveles bajos y relativamente estables**. Sin embargo, cabe tener presente que los riesgos geopolíticos, así como los riesgos de tipo político en el **ámbito doméstico**, pueden tener un impacto negativo en la actividad económica por el deterioro de la confianza y, especialmente, por el deterioro comercial; en la inflación, que puede volver a crecer, sobre todo por el posible encarecimiento del precio del petróleo; y, finalmente, en las decisiones de consumo e inversión de los agentes, que pueden inhibirse en escenarios de alta incertidumbre.
- **Otras fuentes de riesgo importantes tienen que ver con los riesgos operacionales y los asociados a las nuevas tecnologías**. El apagón acontecido en España y Portugal el 28 de abril sería un buen ejemplo del primer tipo, con consecuencias no solo económicas para los agentes más afectados, sino también en términos de reputación. En el ámbito de las infraestructuras del mercado, cabe señalar que no se produjeron interrupciones en su actividad, que continuó sin incidencias, como consecuencia de la utilización de grupos electrógenos. En relación con los riesgos asociados a las nuevas tecnologías, aquellos asociados a las criptomonedas, así como la ciberseguridad, continúan siendo importantes.

2 Evolución de los mercados de valores

- Los **mercados de renta variable** cerraron el primer semestre del año con revalorizaciones notables, especialmente en las bolsas europeas, a pesar del episodio de turbulencias del mes de abril. Este episodio dio lugar a caídas de precios de hasta el 15 % en pocos días, aumentos de la negociación y de la volatilidad hasta niveles no observados desde la pandemia y leves deterioros de la liquidez. Sin embargo, los mercados mostraron un grado elevado de resistencia y una recuperación intensa tras la prórroga anunciada por la Administración de EE. UU., que, para algunos analistas, puede reflejar un cierto grado de complacencia. En este contexto, destaca especialmente el índice español, con una revalorización de más del 20 % en el año. También es reseñable —en el ámbito doméstico— el dinamismo que se observa en sistemas multilaterales de negociación (SMN) como BME ScaleUp, Portfolio Stock Exchange y BME Growth en cuanto al número de nuevas admisiones a cotización de compañías.
- En los **mercados de renta fija** se ha observado una cierta normalización de la curva de tipos en la zona euro debido a las caídas en los plazos cortos —en línea con las decisiones del Banco Central Europeo (BCE)— y las alzas en los plazos más largos. En los mercados primarios, cabe destacar el notable crecimiento de las emisiones en los mercados domésticos (51.750 millones de euros, un 51 % más), en contraste con el retroceso de las efectuadas en el exterior (-35,4 %, 39.112 millones hasta mayo). Aunque es prematuro concluir un cambio de tendencia en relación con la distribución de las emisiones, es posible que las medidas adoptadas para revitalizar los mercados de capitales estén dando sus primeros frutos.

3 Actividad reciente en el ámbito de la gestión de activos e inversores

- **Se ha detenido el ascenso de la tasa de ahorro de los hogares, que se situó en el 13,2 % de la renta disponible, por lo que ha aumentado ligeramente la diferencia con respecto a la zona euro (cuya tasa de ahorro fue del 15,3 %).** La inversión neta en activos financieros fue notable, del 5,5 % del PIB, aunque algo menor que en 2024, y siguió primando la adquisición de participaciones en fondos de inversión y en depósitos a plazo y activos de renta fija. Como elemento novedoso, cabe destacar un cierto retorno hacia los activos más líquidos, posiblemente por la falta de atractivo de muchos productos ligados a unos tipos de interés algo más bajos.
- **En materia de inversión colectiva, la información más reciente revela que siguen entrando flujos de inversión significativos en los fondos de inversión de renta fija,** consolidándose como la opción preferida por los inversores, y que no se han observado reembolsos reseñables durante el semestre, incluso en los peores momentos de las turbulencias en los mercados del mes de abril. Incluso en dichos momentos, el patrimonio de estas instituciones creció a pesar de la pérdida de valor de los activos en cartera.
- **Los inversores minoristas vuelven a incrementar su participación en el mercado de renta variable.** La información disponible para el primer trimestre del año revela que estos intervinieron en el 10,5 % de las operaciones de compra de valores del Ibex 35 y en el 15,2 % de las operaciones de venta, porcentajes muy superiores a los observados en 2024 (7,9 % y 9,5 %, respectivamente). Los datos a disposición de la CNMV constatan que el aumento de la participación de los inversores minoristas en los mercados financieros prosigue, seguramente incentivada por las facilidades asociadas a las nuevas tecnologías; esto es positivo, en cuanto que contribuye al desarrollo de los mercados. Desde el punto de vista de la protección del inversor es importante facilitar que los inversores tomen decisiones apropiadas en función de su perfil y dispongan de la información adecuada.

4 Evaluación de los principales riesgos financieros

- En el ámbito de la evaluación de los riesgos financieros más típicos, continúa sobresaliendo la percepción sobre el **riesgo de mercado en activos de renta variable** y, **más recientemente, el riesgo de contagio**, que se ha incrementado en el segundo trimestre de este año como consecuencia del aumento de la correlación entre movimientos similares de los distintos tipos de activos o sectores. Los riesgos de crédito y de liquidez no muestran vulnerabilidades relevantes.
- En el ámbito de la **intermediación financiera no bancaria (IFNB)**, los análisis más recientes sobre los fondos de inversión —las entidades más relevantes de este agregado— revelan que sus condiciones de liquidez han mejorado (los activos líquidos según la metodología HQLA [*High Quality Liquid Assets*] representaban el 61,3 % de la cartera en 2024, frente al 60 % en 2023 y el 55,5 % en 2022) y que el apalancamiento continúa siendo muy bajo (14,4 % en términos brutos frente al 19 % el año previo). Se sigue prestando una atención especial a los análisis sobre las interconexiones, pues la gran similitud entre muchas de las carteras de renta fija puede constituir una vulnerabilidad relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Las pruebas de estrés semestrales, que evalúan la capacidad de los fondos para atender un incremento súbito y sustancial de reembolsos, continúan señalando una gran resistencia por parte de la mayoría de las entidades.

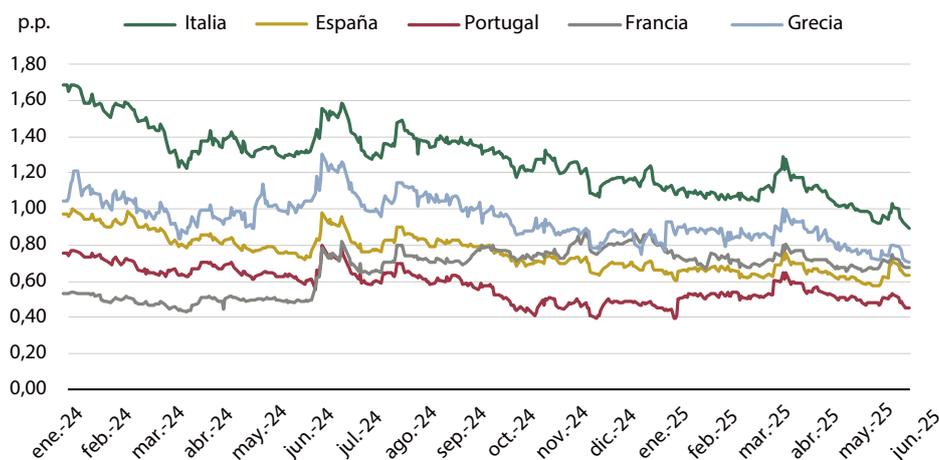
1 Fuentes de riesgo

Riesgos geopolíticos y otras fuentes de incertidumbre política: *continúan en niveles muy altos*

- **Las incertidumbres geopolíticas se mantienen en niveles muy elevados.** A la inestabilidad política en países como Francia o Alemania y a la prolongación de los conflictos armados en Ucrania y la Franja de Gaza se suman las tensiones derivadas de la política arancelaria en EE. UU. y la situación de máxima tensión en Oriente Medio, marcada por el reciente enfrentamiento entre Irán e Israel y la participación activa de EE. UU. en él. Todas estas incertidumbres podrían dar lugar a *shocks* que impacten de forma severa en los mercados financieros, ocasionen espirales de contagio y modifiquen las expectativas de los agentes en relación con el desarrollo de la actividad, los precios o la valoración de los activos. El episodio de turbulencias del pasado mes de abril constituye un ejemplo de este tipo de dinámicas, si bien en este caso concreto los mercados se mostraron resilientes, como se ha comentado previamente.
- **El riesgo derivado del conflicto en Oriente Medio se encuentra en un nivel elevado.** Este nuevo foco de inestabilidad y la amenaza por parte de Irán de cerrar el estrecho de Ormuz provocaron una subida en el precio de los futuros sobre el Brent hasta los 79 dólares. Tras una cierta distensión de las posturas, el precio volvió a caer hasta los 66 dólares. Por su parte, el conflicto en la **frontera de Gaza** se ha recrudecido en los últimos meses y la guerra entre Ucrania y Rusia también sigue escalando. Las negociaciones están estancadas y el conflicto continúa sin un alto el fuego a la vista. Finalmente, los recientes cambios en la **política arancelaria de EE. UU.** siguen siendo un factor de riesgo relevante para los mercados. La entrada en vigor de los aranceles para la Unión Europea y otros países, originalmente establecida para el 9 de julio, se ha pospuesto hasta el 1 de agosto, fecha en la que comenzarán a aplicarse en caso de que no se alcancen otros acuerdos con anterioridad.
- **La inestabilidad política en Europa también es una fuente de riesgo relevante, si bien esta parece haberse estabilizado en los últimos meses.** En este contexto, los indicadores de rendimiento de la deuda pública o de las primas de riesgo soberano no señalan vulnerabilidades crecientes, a pesar de algunos rebrotes puntuales producidos en marzo y abril, asociados a los compromisos en materia de gasto en defensa o inversiones en infraestructuras o al periodo de turbulencias derivado del anuncio de aranceles (véase el epígrafe sobre renta fija). Como se observa en el gráfico 3, desde principios de año la prima de riesgo de Francia (medida como la diferencia de rendimiento con respecto a Alemania) ha descendido 17 puntos básicos (p.b.) hasta los 68 p.b., si bien todavía se mantiene por encima de la de otras economías europeas como España y Portugal. La información de las permutas financieras sobre riesgos de impago de deuda (CDS) también apunta a un cierto relajamiento en esta primera mitad del año, con descensos de 5 p.b. en el caso del bono francés y de 4 p.b. en el del bono alemán. En cualquier caso, conviene seguir monitorizando todos aquellos elementos que puedan dificultar el proceso de consolidación fiscal en Europa y la financiación del sector soberano.

Primas de riesgo soberano (diferencial de rendimiento con el bono alemán 10 años)

GRÁFICO 3



Fuente: Eikon Refinitiv.

- **Finalmente, en el plano político nacional, la actualidad se ha visto marcada por la salida a la luz de presuntos casos de corrupción y por discrepancias en relación con el gasto en materia de defensa comprometido por España.** Esta situación podría complicar la toma de decisiones —en un contexto de elevada fragmentación parlamentaria— y dar lugar a episodios de volatilidad.

Contexto de tipos de interés: *se mantiene la brecha entre los tipos de EE. UU. y la zona euro*

- **El Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir el pasado 5 de junio los tres tipos de interés oficiales en 25 p.b.** Así, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se situaron en el 2,15 %, el 2,40 % y el 2,00 %, respectivamente, lo que supone 1 punto porcentual (p.p.) menos que a principios de año para todos los tipos de interés. Esta rebaja continúa con la política de reducción de tipos aplicada por parte del banco central², justificadas por un proceso de desinflación que está alcanzando los objetivos marcados por el BCE. Así, las proyecciones más recientes de la autoridad monetaria revelan que la inflación general se situará, en promedio, en el 2 % en 2025, el 1,6 % en 2026 y el 2,0 % en 2027³. Estas estimaciones suponen una revisión a la baja, en comparación con las de marzo —de 0,3 p.p. para 2025 y 2026— e incorporan unos supuestos más bajos referidos a los precios energéticos y una cierta apreciación del euro.
- **Por parte de la Reserva Federal no se han anunciado cambios en los tipos de interés de referencia desde el pasado 18 de diciembre, manteniéndose así el tipo oficial en el rango del 4,25-4,50 %.** En la última reunión celebrada el pasado 18 de junio, la Fed justificó esta decisión con base en un crecimiento sostenido de la economía, una tasa de desempleo baja y una inflación que todavía se mantiene elevada. De cara al segundo semestre no se descartan recortes de tipos en caso de que los niveles de inflación siguieran descendiendo de forma clara y sostenida. Por su parte, el Banco de Inglaterra decidió en su última

² Se trata de la cuarta reducción de tipos aplicada por el BCE en 2025.

³ Las previsiones sobre la inflación subyacente se estiman en el 2,4 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 y 2027.

reunión del 19 de junio recortar su tipo de interés al 4,25 %, respaldándose en una inflación moderada y en niveles de crecimiento del PIB persistentemente bajos. Este nivel es 50 p.b. inferior al existente a principios de año.

Entorno macroeconómico: *rebaja de las perspectivas por la incertidumbre sobre el comercio internacional*

- **En el primer trimestre de 2025, el PIB español experimentó un avance del 0,6 %, lo que ha situado la tasa interanual en el 2,8 %, 5 décimas menos que la del trimestre anterior.** A pesar de esta ralentización, el crecimiento de España continúa por encima del de las principales economías⁴, con un avance interanual medio del 1,5 % en el conjunto de la zona euro (véase gráfico A19). Este menor crecimiento tuvo su reflejo en el mercado laboral, con una tasa de paro que aumentó en el primer trimestre hasta el 11,4 % (8 décimas más que al cierre de 2024). Por su parte, los datos disponibles de las finanzas públicas muestran un comportamiento estable, con un déficit conjunto de las AA. PP.⁵ que alcanzó el 0,33 % del PIB a finales de abril, la misma cifra que un año antes.
- **La tasa de inflación adelantada se situó en el 2,2 % interanual en el mes de junio, 2 décimas más que la registrada en el mes de mayo, y después de 3 meses en descenso.** Así, desde febrero, mes en el que había escalado hasta el 3 %, la inflación fue reduciéndose hasta el 2 % alcanzado en mayo. La tasa subyacente⁶, por su parte, se situó también en el 2,2 %, manteniéndose entre el 2,0 % y el 2,4 % durante todo este año. Con información desagregada hasta mayo, la mayor subida de precios volvía a producirse, después de una importante moderación a finales de 2024, en el sector de los alimentos frescos, con un aumento del 7,1 %. Por otra parte, **el diferencial del IPC español en relación con el IPC de la zona euro, que había aumentado de forma notable desde noviembre hasta febrero de este año, volvió a ser prácticamente nulo desde marzo** (1 décima en mayo frente a 6 en febrero).
- **Las últimas proyecciones de crecimiento para 2025 se han corregido a la baja por el previsible aumento de los aranceles y la incertidumbre a nivel mundial, elementos que afectarían negativamente a los flujos comerciales y a las decisiones de consumo e inversión.** El incremento del gasto en defensa tendería a mitigar parcialmente estos efectos. Así, el Banco de España estima que el PIB español crecerá un 2,4 % en 2025, lo que supone 3 décimas menos que en las estimaciones anteriores. Por su parte, las previsiones de crecimiento de la zona euro se sitúan muy por debajo de las de España, con una estimación de entre el 0,8 % y el 0,9 %. A pesar de esta rebaja de las previsiones de crecimiento, las estimaciones para los ratios de déficit y deuda públicos apenas han sufrido cambios: el déficit se mantendría en el 2,8 % del PIB, mientras que la deuda subiría 1 décima, hasta el 101,4 %.

⁴ Por ejemplo, en Alemania la tasa de crecimiento en el primer trimestre de 2025 se situó en el 0,4 %, mientras que en Italia fue del 0,3 % y en Francia, del 0,1 %. En términos interanuales el crecimiento de estas 3 economías fue del 0 %, el 0,7 % y el 0,6 %, respectivamente.

⁵ Excluyendo las corporaciones locales.

⁶ Que se calcula excluyendo del índice general los elementos más volátiles, concretamente la energía y los productos frescos.

- **El continuo avance de las nuevas tecnologías ha ido transformando las economías, al permitir a los diferentes sectores aumentar la eficiencia de los procesos productivos.** A su vez, el sector financiero también ha experimentado estas innovaciones, con la adopción de herramientas que han hecho posible digitalizar y automatizar los sistemas y ampliar el rango de posibilidades para operar. Respecto al desarrollo de la inteligencia artificial (IA), las herramientas que utilizan la inteligencia artificial generativa continúan abriéndose paso dentro de las economías y, especialmente, en el sistema financiero. Por otra parte, el mercado de criptoactivos sigue estando en expansión, aunque en la primera mitad del año ha experimentado grandes fluctuaciones, lo que muestra la elevada volatilidad inherente a este mercado. A pesar de la volatilidad general de este mercado, Bitcoin mostró una notable resistencia, destacando frente a un comportamiento más inestable del resto de las criptomonedas. Todos estos avances no están exentos de riesgos, algunos de los cuales tienen relación con la estabilidad financiera (véase el epígrafe sobre riesgos a medio y largo plazo).
- **Relacionado con estos avances, aunque no de forma exclusiva, cabe destacar la relevancia que están adquiriendo los riesgos cibernéticos y los operativos.** Un ejemplo de estos últimos tuvo lugar el pasado 28 de abril, cuando se produjo un apagón eléctrico a escala peninsular que supuso tanto pérdidas económicas de diversa cuantía como un cierto coste reputacional. Este incidente no tuvo consecuencias particularmente negativas en el ámbito de actuación de la CNMV ni en sus entidades supervisadas, entre otros factores porque las infraestructuras de los mercados contaban con grupos electrógenos que permitieron su continuidad operativa, si bien se produjeron algunos problemas leves de comunicación.

2 Evolución de los mercados de valores

Renta variable: avances a pesar de la elevada volatilidad derivada del entorno geopolítico

- **En el conjunto del primer semestre de 2025, los índices de renta variable registraron avances moderados, aunque experimentando una alta volatilidad que no se registraba desde la pandemia del COVID-19, a causa del contexto internacional.** El anuncio de aranceles por parte de la Administración estadounidense en el mes de abril provocó acusadas caídas en los mercados bursátiles, que reflejaron el temor de los inversores a un aumento de la inflación y a una posible recesión a nivel global. Sin embargo, tras el establecimiento de una pausa de 90 días para negociar⁷, los mercados experimentaron un significativo repunte e iniciaron una senda de recuperación. Esta recuperación presentó, no obstante, intensidades diferentes según la región. Así, por una parte, los índices estadounidenses experimentaron revalorizaciones relativamente reducidas probablemente a causa de las tensiones comerciales, de las elevadas valoraciones previas y de la incertidumbre en torno a la política monetaria que, por el momento, no da señales de acometer ningún descenso de tipos. Por otra parte, las bolsas europeas mostraron un comportamiento alcista más fuerte, en parte debido a una menor incertidumbre respecto a la política monetaria, con varios recortes recientes de tipos por parte del BCE, unas menores valoraciones de partida, y posiblemente también a causa de una cierta complacencia en relación con las decisiones arancelarias finales. Finalmente, en el caso de los mercados asiáticos, los índices japoneses tuvieron un crecimiento aún más limitado que los estadounidenses, tras haber alcanzado máximos históricos en 2024. Entre los motivos de este comportamiento se encuentran la normalización de la política monetaria tras la etapa de tipos negativos y la apreciación del yen, que han afectado negativamente a las empresas exportadoras, las cuales tienen un gran peso en índices como el Nikkei.
- **El balance del primer semestre muestra revalorizaciones en EE. UU. del 3,6 % en el caso del Dow Jones y del 5,5 % por parte del S&P 500 y del Nasdaq.** El Dow Jones experimentó una subida ligeramente inferior a la de sus homólogos debido a su mayor exposición a sectores como el industrial, que se vio lastrado por la incertidumbre respecto al entorno comercial. El S&P 500 y el Nasdaq, por su parte, se vieron beneficiados por los buenos resultados empresariales de las grandes compañías tecnológicas, a pesar de que el entusiasmo inversor respecto a la inteligencia artificial se ha moderado relativamente.
- **En el caso de los principales mercados de valores europeos, las revalorizaciones fueron, por lo general, más elevadas, aunque presentaron una mayor heterogeneidad,** oscilando entre el 3,9 % del Cac francés (penalizado en gran medida por el sector del lujo) y el 20,7 % del Ibex 35. El Eurostoxx 50 logró una revalorización del 8,3 %, mientras que el Dax alemán creció un 20,1 % y el FTSE británico un 7,2 %. Entre los sectores que mostraron mejor comportamiento a nivel europeo, destacaron el de la defensa, impulsado por las decisiones de aumento del gasto público en seguridad, y el farmacéutico, a causa de los avances en innovación y la expansión en mercados emergentes.

⁷ Esa pausa ha sido prolongada hasta el 1 de agosto según las últimas informaciones.

%

	2021	2022	2023	2024	sep.-24	dic.-24	mar.-25	jun.-25
Mundo								
MSCI World	20,1	19,5	21,8	17,0	6,0	-0,4	-2,1	11,0
Zona euro								
Eurostoxx 50	21,0	-11,7	19,2	8,3	2,2	-2,1	7,2	1,0
Euronext 100	23,4	-9,6	13,3	4,2	0,0	-2,1	6,8	1,1
Dax 30	15,8	-12,3	20,3	18,8	6,0	3,0	11,3	7,9
Cac 40	28,9	-9,5	16,5	-2,2	2,1	-3,3	5,6	-1,6
Mib 30	23,0	-13,3	28,0	12,6	2,9	0,2	11,3	4,6
Ibex 35	7,9	-5,6	22,8	14,8	8,5	-2,4	13,3	6,5
Reino Unido								
FTSE 100	14,3	0,9	3,8	5,7	0,9	-0,8	5,0	2,1
EE. UU.								
Dow Jones	18,7	-8,8	13,7	12,9	8,2	0,5	-1,3	5,0
S&P 500	26,9	-19,4	24,2	23,3	5,5	2,1	-4,6	10,6
Nasdaq-Cpte	21,4	-33,1	43,4	28,6	2,6	6,2	-10,4	17,7
Japón								
Nikkei 225	4,9	-9,4	28,2	19,2	-4,2	5,2	-10,7	13,7
Topix	10,4	-5,1	25,1	17,7	-5,8	5,3	-4,5	7,3

Fuente: LSEG Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 30 de junio.

- **En España, el Ibex 35 acumuló una revalorización del 20,7 % en el primer semestre del año, siendo el índice bursátil con un mayor crecimiento dentro de los principales mercados europeos.** Este comportamiento se explica por el mejor comportamiento de la economía y la menor dependencia de la economía española de las exportaciones a EE. UU., lo que supuso una caída menos acusada del índice ante las turbulencias derivadas de la imposición de aranceles. A su vez, el buen desempeño del sector bancario y el sector de la defensa contribuyó de forma muy favorable a su evolución. Con el avance de las cotizaciones, la ratio precio-beneficios (PER) aumentó y cerró el semestre en 12,1, aunque aún se mantiene por debajo de su media histórica de 13,3.
- **La mayoría de los sectores presentó revalorizaciones en la primera mitad del año, con un comportamiento desigual, destacando principalmente el financiero.** Por su parte, los sectores de la energía, el de los materiales e industrial y el de la construcción también tuvieron un buen comportamiento. Por otro lado, el sector de los bienes de consumo experimentó cierto retroceso, a causa de la moderación en el crecimiento del consumo de los hogares, mientras que el inmobiliario presentó una evolución plana.
- **El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del diferencial de precios *bid-ask*) continuó mejorando en el primer semestre del año, situándose cerca de 0,050 % en la fecha de cierre de esta nota.** La mejora no fue homogénea a lo largo del semestre, pues se produjo un cierto deterioro de la liquidez en el mes de abril, coincidiendo con el periodo de turbulencias en los mercados financieros, cuando el *spread* llegó al 0,074 %. Los valores del indicador de mediados de año son muy inferiores a su media histórica (0,086 %).

- **La contratación media diaria del mercado continuo experimentó grandes oscilaciones a lo largo del semestre, pero, en términos generales, mostró una tendencia creciente, pues comenzó el año en cifras próximas a 1.000 millones y finalizó el semestre algo por debajo de 2.000 millones de euros⁸.** En abril, coincidiendo con el aumento en la volatilidad de los mercados a raíz de las tensiones comerciales, la negociación alcanzó un máximo de 2.250 millones al día (media de 10 sesiones).

La negociación total de acciones españolas en el primer semestre del año alcanzó 487.994 millones de euros, un 31,2 % más que en el mismo periodo en 2024. De este importe, 179.735 millones de euros se contrataron en BME (un 8,2 % interanual más) y 308.257 millones en centros de negociación competidores (casi un 50 % más). Dentro de estos últimos continúa destacando la relevancia de Cboe, que acumula el 80,3 % del total contratado dentro de este grupo, así como el progreso de otros centros de menor tamaño como Equiduct y Aquis, que representan el 13 % de los centros competidores (y más del 8 % de la negociación total).

- **La actividad del mercado primario de renta variable disminuyó en el primer semestre de 2025, en contraste con el avance observado en 2024, influida, posiblemente, por las incertidumbres presentes en los mercados. Así, el importe acumulado de las emisiones registradas en la CNMV hasta junio fue de 2.821 millones de euros, un 45 % menos que en el mismo periodo en 2024.** Por el contrario, las cifras de los mercados en expansión continuaron avanzando: destaca la notable actividad emisora del mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup (833,9 millones) y de Portfolio Stock Exchange (713,1 millones), que experimentó un gran aumento. Por su parte, BME Growth también mostró un incremento, hasta los 336,8 millones (más del doble del volumen del primer semestre de 2024). Dentro de las salidas a bolsa y las admisiones a negociación del primer semestre, destaca la salida a bolsa de Hotelbeds en el mercado continuo y, más recientemente, por su importe, la admisión a negociación de LAR España Real Estate (694,7 millones) en BME Scaleup y de Torre Rioja-Madrid, SOCIMI en Portfolio Stock Exchange. También cabe señalar, a principios de julio, las admisiones a negociación en el mercado continuo de Cirsa y de Izertis, esta última proveniente de cotizar en BME Growth.
- **Dentro de las medidas adoptadas para revitalizar los mercados de capitales, cabe destacar que la CNMV aprobó la nueva modalidad de salida a bolsa BME Easy Access el pasado 25 de junio,** la cual permite a las empresas cotizar en los mercados regulados sin la exigencia de cumplir de manera inicial con el requisito de distribución mínima o *free float*. Tras ello, las empresas cuentan con un plazo de 18 meses para realizar una o varias colocaciones. Esta nueva modalidad permite flexibilizar los procesos de salida a bolsa, reduciendo los riesgos de ejecución y agilizando los procesos. De esta manera, España se constituye como el primer país en aplicar esta modalidad, anticipando algunas de las medidas contempladas en la *Listing Act* de la Unión Europea y en coherencia con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para revitalizar los mercados de capitales.

⁸ Media de 10 sesiones.

- **Los mercados internacionales de deuda mostraron un comportamiento heterogéneo durante el primer semestre de 2025.** En Europa, los principales países registraron descensos en los rendimientos en los tramos más cortos de la curva, mientras que los tramos largos experimentaron repuntes, alcanzando máximos a finales del primer trimestre. Esta evolución ha contribuido a normalizar, en gran medida, el aplanamiento de la pendiente de la curva de tipos que se había producido en meses anteriores, en un contexto marcado por las recientes reducciones en los tipos oficiales por parte del BCE y por las crecientes incertidumbres a largo plazo asociadas a las políticas arancelarias de EE. UU. y a otros focos de inestabilidad geopolítica. Así, los cambios en el rendimiento de la deuda soberana a 10 años oscilaron entre los -3 p.b. de Italia —única economía que experimentó un descenso en dicho tramo— y los 29 p.b. de Finlandia, con un aumento promedio de alrededor de 23 p.b. Al cierre del semestre, el rendimiento de estos activos se situaba en el 2,60 % en Alemania, el 2,81 % en Países Bajos y el 2,92 % en Irlanda. Por su parte, en España, Francia e Italia estos rendimientos se mantenían por encima del 3 %, con valores del 3,23 %, el 3,27 % y el 3,49 %, respectivamente.

En EE. UU., el comportamiento fue distinto, con caídas generalizadas a lo largo de toda la curva, incluidos los tramos más largos. En el caso de estos últimos a pesar del repunte temporal observado en los primeros días de abril, coincidiendo con el periodo de turbulencias. De cara al segundo semestre, la evolución del rendimiento de la deuda estadounidense dependerá en gran medida de las decisiones de la Reserva Federal y de los posibles cambios en la política comercial impulsada por la Administración Trump. En este contexto, el rendimiento del bono soberano a 10 años se redujo 34 p.b. durante el semestre, hasta situarse en el 4,23 % al cierre de junio.

- **En el plano nacional, los tipos de interés de la deuda pública también descendieron progresivamente en los tramos más cortos de la curva y aumentaron en los más largos.** De esta manera, los rendimientos de las Letras a 3, 6 y 12 meses durante el mes de junio se situaron, de media, en el 1,88 %, el 1,88 % y el 1,91 %⁹, respectivamente, lo que supone descensos de 69 p.b., 63 p.b. y 27 p.b. con relación al mes de diciembre. Por otro lado, el bono español a 10 años presentó una subida de 26 p.b. respecto a diciembre de 2024, lo que supone un rendimiento medio en junio del 3,17 %. En el caso de la deuda corporativa, cuya evolución está sujeta a una dispersión mayor por la heterogeneidad de la muestra de emisiones en cuanto a su vencimiento, *rating* y grado de subordinación, se observaron descensos tanto en los plazos cortos como en los largos: en torno a 60 p.b. para los vencimientos inferiores a un año y alrededor de 20 p.b. para los tramos más largos¹⁰.
- **Las primas de riesgo de la deuda soberana europea mostraron una tendencia descendente durante la primera mitad del año, con la excepción de un repunte puntual a mediados de abril y otro más leve en junio, ambos relacionados con los anuncios de nuevas políticas arancelarias por parte de la Administración estadounidense.** A pesar de esta interrupción temporal, el balance semestral refleja una caída generalizada en la mayoría de las economías europeas. Italia y Grecia fueron los países que registraron los mayores descensos en su prima de riesgo, con reducciones de 27 p.b. y 19 p.b., respectivamente. Por el contrario, Irlanda y Finlandia presentaron ligeros aumentos, de 4 p.b. y 6 p.b.,

⁹ El promedio diario del mes de junio para la deuda pública a 3 y 5 años fue de 2,15 % y 2,46 %, respectivamente.

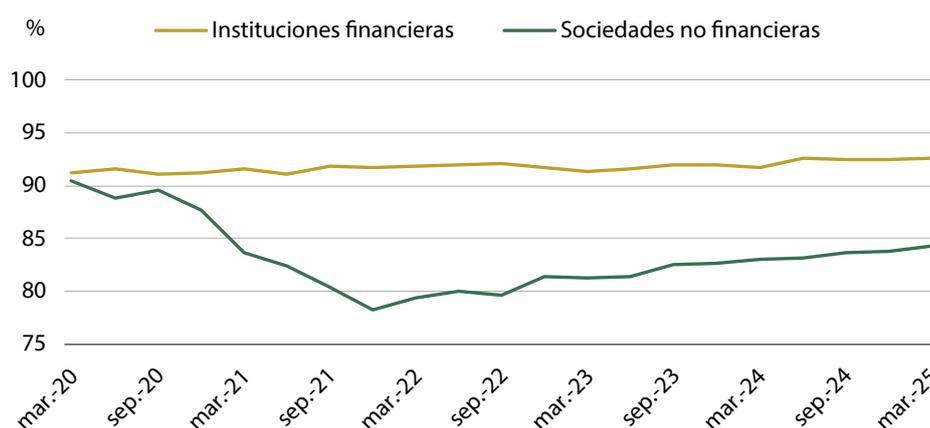
¹⁰ El promedio diario de junio para los pagarés a 3, 6 y 12 meses fue del 2,08 %, el 3,34 % y el 2,11 %, respectivamente. Por otro lado, el rendimiento de los bonos corporativos a 3, 5 y 10 años durante el mes de diciembre fue del 2,73 %, el 3,08 % y el 3,31 %, respectivamente.

respectivamente. En el caso de España, la prima de riesgo soberano — medida como la diferencia de rendimiento entre la deuda pública a 10 años española y alemana — mantuvo una tendencia descendente a lo largo del semestre, salvo por los aumentos temporales de abril y junio. El balance del periodo refleja una reducción de 7 p.b., al pasar de 70 p.b. a 63 p.b. (véase gráfico A9).

- **De forma similar a la deuda soberana, la prima de riesgo del sector privado español mantuvo una trayectoria descendente durante el primer semestre de 2025, excepto durante algunos días de abril.** Esta evolución prolonga la tendencia observada en el ejercicio anterior y estuvo respaldada, en gran medida, por el buen comportamiento del sector financiero. Los tipos de interés, aún en niveles relativamente elevados a pesar de su descenso, favorecieron una mejora de los márgenes de intermediación y, en consecuencia, de los resultados de las entidades, lo que permitió que la media de los CDS del subsector financiero se situara en 49 p.b. al cierre de junio, 5 p.b. por debajo del nivel registrado a finales de 2024. Por su parte, los CDS de las sociedades no financieras — ya en niveles reducidos — se mantuvieron estables a lo largo del semestre, con una media cercana a los 50 p.b.
- **Las calificaciones crediticias de los emisores privados españoles mejoraron ligeramente en el primer trimestre de 2025, manteniéndose la mayor parte de la deuda española en niveles de alta calidad.** Así, en marzo el 91,1 % de la deuda española privada se agrupaba dentro de la categoría de grado de inversión (*investment grade*), una proporción ligeramente superior a la de 2024 (90,3 %). Asimismo, sigue destacando la mayor calidad crediticia de la deuda del sector financiero frente a la de las sociedades no financieras¹¹ (el 92,7 % del saldo en circulación de la deuda de las primeras tiene grado de inversión, frente al 84,3 % de las últimas). Respecto al trimestre anterior, se observaron aumentos en el porcentaje de deuda de alta calidad, tanto en las entidades financieras (0,2 p.p.) como en las sociedades no financieras (0,5 p.p.), con lo que continúa la tendencia de mejora de la calidad crediticia de la deuda de este subsector que comenzó en 2022¹² (véase gráfico 4).

Proporción de deuda de alta calidad crediticia (*investment grade*) por sector

GRÁFICO 4



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

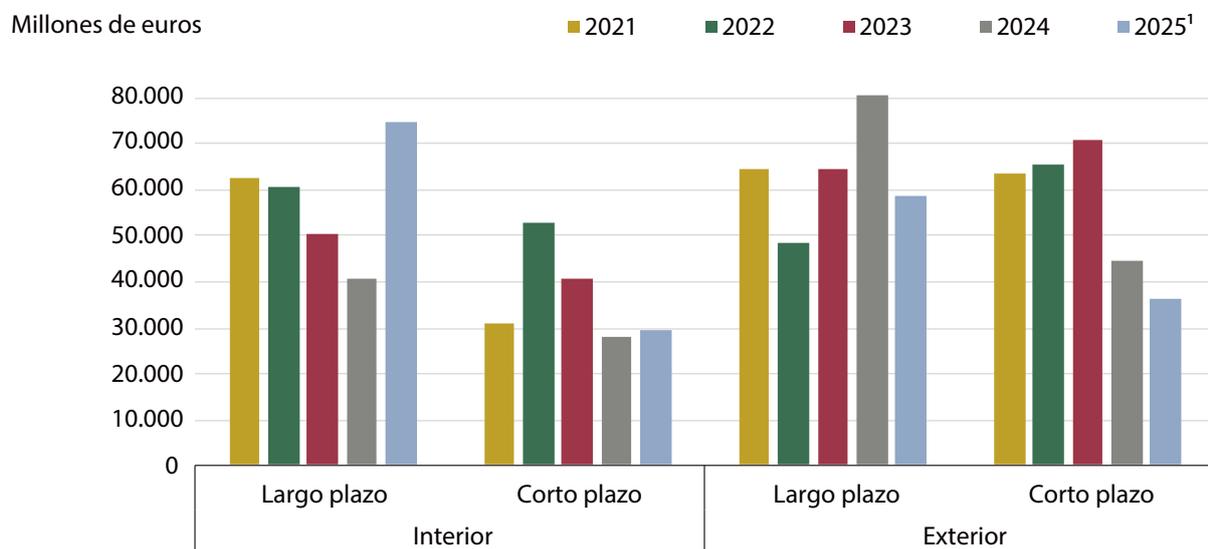
¹¹ La tendencia del sector no financiero se explica, en gran medida, por las compañías industriales y tecnológicas, que suponen alrededor de un 65 % del conjunto.

¹² Para un análisis en mayor profundidad, véase el recuadro 2 (Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de renta fija de los emisores españoles desde la pandemia), publicado en CNMV (2024). *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, p. 52. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_Mayo_2024_ES_Ag.pdf

- **En el primer semestre del año, las emisiones de deuda de los emisores privados españoles efectuadas en los mercados nacionales o foráneos se situaron en 90.862¹³ millones de euros, lo que supone un descenso del 10,0 % en relación con el mismo periodo de 2024.** Sin embargo, en este semestre, a diferencia del comportamiento observado en años anteriores, se observó un avance significativo de la actividad emisora en los mercados domésticos (hasta 51.750 millones de euros, un 51 % más) y un retroceso en el exterior (39.112 millones, un 35,4 % menos). Cabe recordar, no obstante, que las cifras de emisión en los mercados domésticos fueron particularmente bajas en 2024, por lo que es preciso esperar un tiempo para confirmar esta tendencia.
- **El detalle de las emisiones de renta fija del sector privado en España revela que el avance fue mucho más intenso en las de largo plazo, cuyo importe fue de 37.176 millones de euros en el semestre, un 75,7 % más que en el ejercicio anterior¹⁴.** Descontando el importe de las emisiones de cédulas hipotecarias, cuyo importe (21.750 millones) fue más del doble del observado en 2024, el aumento (15.426 millones) se produjo en casi todos los tipos de emisiones. La emisión de bonos de titulización fue la única que registró descensos, un 8,4 % menos que en 2024. Asimismo, las admisiones a cotización de pagarés de empresa se situaron en 14.573 millones de euros¹⁵, un 11 % más que el año pasado.
- **Por su parte, y como ya se ha comentado anteriormente, las emisiones de renta fija realizadas en el exterior entre enero y mayo de 2025 se situaron en 39.112 millones de euros, muy por debajo de las cifras del mismo periodo del año previo (-35,4 %), y se manifiestan en una contracción mayor de las emisiones de largo plazo (hasta 24.217 millones, un 45,3 % menos) respecto a las de corto plazo (casi 14.900 millones, un 7,8 % menos).**

Emisiones (y admisiones) de deuda efectuadas por los emisores privados españoles. Plazo y región de emisión

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Los datos de 2025, que son semestrales (hasta mayo en el caso de las emisiones en el exterior), se presentan anualizados con fines comparativos.

¹³ Las emisiones efectuadas en el exterior alcanzan el de mayo.

¹⁴ De este importe, 36.846 millones fueron emisiones de instituciones financieras, mientras que tan solo 330 millones se correspondían con emisiones de sociedades no financieras.

¹⁵ Este importe incluye las admisiones en AIAF y en el MARF.

3 Actividad reciente en la gestión de activos e inversores

- **Después de 2 años de aumento sostenido, la tasa de ahorro de los hogares españoles parece haber detenido esta tendencia, con un leve descenso, situándose en el 13,2 % de la renta disponible a finales del primer trimestre** (datos acumulados de 4 trimestres), frente al máximo de 13,6 % alcanzado en septiembre del año pasado. Estas cifras han hecho que se incremente ligeramente el diferencial respecto a la zona euro, donde la tasa de ahorro al cierre de 2024 era del 15,3 %. Este descenso tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que se redujo desde el 5,9 % del PIB a finales de 2024 hasta el 5,5 % en marzo de este año (datos acumulados de 4 trimestres y en términos netos). A diferencia de lo que venía ocurriendo desde finales de 2022, los hogares comenzaron a invertir en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) desde el último trimestre de 2024, con unas entradas de recursos de más de 14.000 millones de euros en 12 meses¹⁶ (0,9 % del PIB). Aun así, la mayor inversión se produjo, con diferencia, en los fondos de inversión (50.000 millones y un 3,1 % del PIB), seguidos por los depósitos a plazo y los valores de renta fija (22.500 millones de euros, un 1,4 % del PIB).
- **En los tres primeros meses de 2025 los fondos de inversión españoles continuaron, con más fuerza si cabe, con la expansión observada desde 2022, con elevadas entradas de recursos en los fondos de renta fija.** Así, en un contexto de ligera tendencia descendente de los tipos de interés desde 2024, los fondos de renta fija recibieron, con mucha diferencia respecto al resto, las mayores suscripciones netas, con una cifra de 11.600 millones de euros en tan solo 3 meses. Por el contrario, los fondos de gestión pasiva y los fondos globales fueron los que experimentaron los mayores reembolsos netos, que ascendieron a casi 1.100 y 500 millones de euros, respectivamente.
- **Las elevadas suscripciones hicieron que el patrimonio total de los fondos de inversión se incrementara un 2,2 % entre enero y marzo de este año, a pesar de haberse observado un rendimiento negativo de la cartera de inversiones.** En concreto, las suscripciones netas ascendieron a casi 11.000 millones de euros, mientras que los rendimientos netos de los activos de la cartera fueron de -2.000 millones. Con esta evolución, a finales de marzo el patrimonio de los fondos se situaba prácticamente en 415.000 millones de euros, mientras que las cuentas de partícipes alcanzaban los 17,2 millones, tras aumentar en prácticamente 600.000 en 3 meses. Estas cuentas se correspondían con 5,5 millones de inversores frente a los 5,4 de finales de 2024¹⁷.
- De forma similar a la de los fondos de inversión nacionales, **el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializado en España continuó creciendo en 2025, con un aumento del 2,7 % en el primer trimestre del año¹⁸, hasta quedar cerca de los 285.000 millones de euros.** Esta cifra representa casi el 40 % del patrimonio total de IIC comercializadas en nuestro país.
- **La participación de los inversores minoristas en la negociación del Ibex 35 creció de forma significativa en el primer trimestre de 2025, acentuándose la trayectoria creciente de los últimos años (véase gráfico 6).** De esta forma, el porcentaje sobre el volumen total de negociación en el que intervinieron inversores minoristas fue del **10,5 %**

¹⁶ Entre septiembre de 2024 y marzo de 2025 la inversión en medios de pago fue de 22.000 millones de euros.

¹⁷ Estas cifras pueden sobrevalorar el número real de inversores, ya que se corresponden con la suma de los partícipes que hay en cada sociedad gestora de IIC. Por lo tanto, un mismo partícipe podría estar incluido varias veces si invierte en fondos pertenecientes a distintas gestoras.

¹⁸ Datos provisionales.

en las operaciones de compra y del 15,2 % en las operaciones de venta (en el conjunto de 2024 fueron del 7,9 % y del 9,5 %, respectivamente). El sector en el que se observó una mayor presencia de inversores minoristas fue el de los materiales, con una participación del 23,0 % en el volumen de negociación en las operaciones de compra y del 35,2 % en el de las operaciones de venta, aumentando significativamente en el caso de las ventas respecto a 2024, año en el que el porcentaje fue del 21,4 % (en el caso de las compras fue del 21,7 %).

- **Ante el continuo aumento de la participación de los inversores minoristas en los mercados de renta variable, crece la necesidad de monitorizar los riesgos relacionados con la protección del inversor.** En este sentido, el avance de las nuevas tecnologías ha permitido ampliar el rango de posibilidades para operar por parte de los inversores, al mismo tiempo que ha facilitado su acceso a la información. Sin embargo, el acusado crecimiento de fuentes de información acarrea riesgos para el inversor a la hora de escoger aquellas verdaderamente fiables, pues es posible que estos inversores tomen decisiones que puedan no ser idóneas para ellos por una información errónea en cuanto a las características o riesgos de los productos financieros o por no corresponder al perfil del propio inversor. En este sentido, las redes sociales tienen una influencia cada vez mayor en las decisiones de los inversores, y es muy importante que estas colaboren para detener la difusión de actuaciones fraudulentas que implican riesgos de desinformación y pueden incrementar tanto los canales potenciales de contagio como la volatilidad de los precios de los activos.

Participación del inversor minorista en la negociación sobre valores del Ibex 35

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

4 Evaluación de riesgos

4.1 Categorías de riesgos financieros

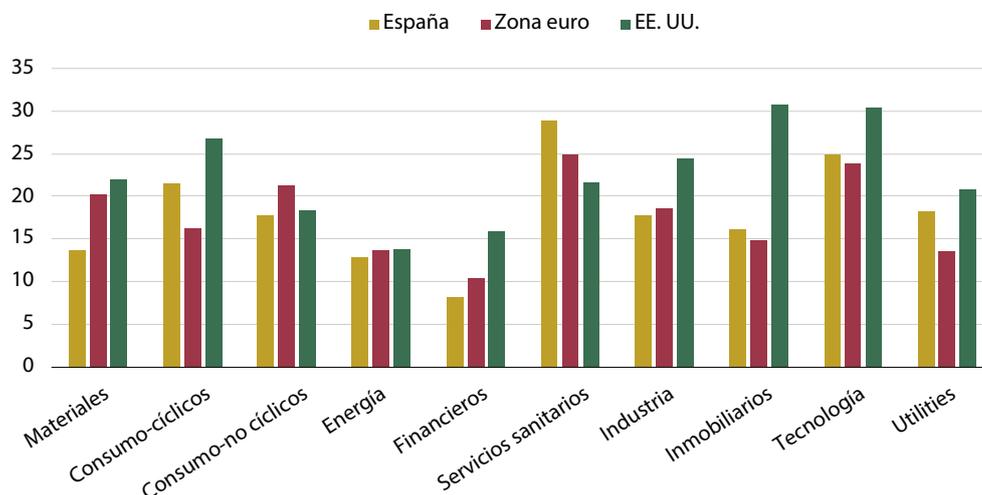
Riesgo de mercado: las turbulencias de abril pusieron de manifiesto su relevancia

- **Esta nota sigue destacando el riesgo de mercado por encima de los demás, pues el conjunto de incertidumbres existentes —de diferente naturaleza, pero todas ellas relevantes— puede dar lugar a ajustes a la baja en los precios de numerosos activos, especialmente de aquellos para los que se percibe un grado mayor de posible sobrevaloración.** Estas incertidumbres —con los riesgos geopolíticos a la cabeza— tienen un carácter no convencional, en el sentido de no estar asociadas a vulnerabilidades propias del sistema financiero. Sin embargo, pueden dar lugar a *shocks* que impacten de forma significativa en los mercados financieros. En un entorno de restricciones a los intercambios comerciales o de recrudecimiento de los conflictos bélicos, podría darse un escenario de menor crecimiento y de mayor inflación en caso de nuevos encarecimientos de las materias primas y de los propios intercambios comerciales. Este escenario podría modificar o, incluso, inhibir las decisiones de consumo e inversión de los agentes y dar lugar a periodos de turbulencias en los mercados.
- **El episodio de turbulencias en los mercados financieros que se produjo en abril, tras el anuncio en materia de aranceles por parte de la Administración Trump, constituye un buen ejemplo de este riesgo.** En pocos días, los índices de renta variable acumularon caídas de entre el 10 % y el 15 %, en un contexto de alta volatilidad. También repuntaron determinadas primas de riesgo, aunque no se alcanzaron los niveles de otros episodios. Tras varios días de turbulencias, la suspensión temporal de las medidas arancelarias permitió que la calma regresara a los mercados, de modo que, en la fecha de cierre de este informe, la mayor parte de los índices había recuperado las valoraciones anteriores a este periodo. Se puede decir que los mercados financieros mostraron resistencia en este episodio de turbulencias, pero también es cierto que mantienen una sensibilidad alta a la aparición de noticias desfavorables.
- **Los indicadores más habituales para evaluar la posible sobre o infravaloración de los activos de renta variable continúan apuntando a las compañías estadounidenses, especialmente las tecnológicas, por sus elevadas valoraciones.** Como se observa en el gráfico 7, las ratios PER (precio sobre beneficios) de estas empresas están muy por encima de su media histórica y de las valoraciones de otras compañías, un hecho que puede estar parcialmente justificado por sus perspectivas de negocio. Sin embargo, también se perciben algunas similitudes (aunque también importantes diferencias) con el episodio que dio lugar a la anterior burbuja tecnológica, por lo que es necesario continuar monitorizando la evolución de estas empresas, así como de los inversores que tienen exposición a ellas.
- **En los mercados de deuda, el riesgo de mercado es más complejo de valorar, pues existen factores que pueden dar lugar a un incremento en los rendimientos de los activos, pero también otros en sentido contrario.** En general, este riesgo parece mantenerse en niveles contenidos. Entre los factores que pueden generar aumentos en los rendimientos estaría, por ejemplo, un escenario de mayor inflación asociado a los menores intercambios comerciales o al encarecimiento prolongado del petróleo o a una coyuntura de reevaluación de riesgos que afecte a las compañías, sectores o jurisdicciones más endeudados o financieramente más vulnerables. En este sentido, las primas de riesgo de la deuda *high yield* tanto en Europa como en EE. UU. continúan mostrando valores bastante

ajustados, por lo que algunos analistas indican que el riesgo de estos activos puede estar infravalorándose y no se descartan ajustes. Por el contrario, un contexto en el que las restricciones sobre los intercambios comerciales puedan originar un deterioro relevante de la actividad económica también podría venir acompañado de tasas de inflación más bajas y, además, de menores tipos de interés.

PER sectoriales por regiones

GRÁFICO 7



Fuente: Eikon Refinitiv.

- **El riesgo de mercado también puede ser relevante en el ámbito de las criptomonedas.**

La capitalización de este sector marcó máximos a finales de 2024 ante el apoyo otorgado por la nueva Administración de EE. UU., pero no ha sido ajena a los riesgos e incertidumbres presentes en 2025, mostrando correcciones importantes en el primer trimestre a causa de las primeras restricciones comerciales por parte de EE. UU., junto con hackeos y brechas de seguridad en plataformas de intercambio de cryptoactivos y, en el mes de abril, con las turbulencias derivadas de la imposición de aranceles a nivel global. En la fecha de cierre de este informe, las valoraciones vuelven a estar en máximos históricos, así que, teniendo en cuenta la naturaleza altamente volátil de este sector, el riesgo de correcciones de precios es especialmente importante, más aún habida cuenta del aumento de las interconexiones con los mercados tradicionales, a través de productos como los fondos de inversión cotizados (ETF) sobre criptomonedas, la tokenización de activos y la integración de carteras o *wallets* cripto con cuentas bancarias a través de plataformas financieras.

Riesgo de crédito: buen comportamiento, pero varios elementos pueden perjudicar su evolución a corto plazo

- **Los indicadores que informan de la evolución del riesgo de crédito en el ámbito nacional no apuntan a vulnerabilidades importantes en este ámbito en la actualidad.**

Esto puede deducirse, por ejemplo, de la evolución favorable de las calificaciones crediticias de los emisores españoles ya comentada, de la trayectoria de las primas de riesgo tanto de la deuda pública como de los activos de renta fija privada y del mantenimiento de las tasas de morosidad de las entidades de crédito en niveles muy reducidos. Por tanto, la capacidad de repago de las deudas en este momento no parece presentar problemas relevantes en términos generales.

- **Sin embargo, hay que tener presente que ciertos elementos pueden incidir de forma negativa en esta capacidad de pago en el futuro, elementos que tienen mucha más relevancia para los agentes financieramente más vulnerables.** Estos elementos son de diferente naturaleza: por ejemplo, uno de ellos estaría relacionado con un posible deterioro de la actividad económica y el repunte de la inflación si se materializan las restricciones a los intercambios comerciales a escala mundial. El deterioro de la actividad económica podría endurecer las condiciones de financiación de un conjunto de agentes (empresas y hogares), posiblemente aquellos más vinculados a los sectores exportadores de bienes y servicios, y empeorar la capacidad de pago de sus deudas. Otro elemento que puede incidir negativamente en el riesgo de crédito a corto plazo está vinculado al ámbito de la deuda soberana. El sector público de la Unión Europea presenta unas necesidades de financiación crecientes como consecuencia de determinados compromisos de gasto en defensa e inversión en infraestructuras, en un momento de necesidad de consolidación presupuestaria que puede ser complejo, sobre todo para aquellas economías más endeudadas y para las que muestran un crecimiento más débil de la actividad. La inestabilidad política de meses pasados en Francia y Alemania y la incertidumbre creciente en el caso español son factores que pueden incidir negativamente en este riesgo.
- **En el caso del sector público español, la vulnerabilidad más importante está relacionada con su nivel de endeudamiento, que, aunque en descenso, aún se situaba en el 101,8 % del PIB a finales de 2024¹⁹, por encima de la media de la Unión Europea (81 % del PIB).** La deuda del sector privado también mantiene una senda descendente: en 2024 esta se situó en el 107,1 % del PIB (112,1 % un año antes), con un desglose del 63,5 % del PIB para las sociedades no financieras y del 43,7 % del PIB para los hogares (véase gráfico A12). En ambos casos se trata de niveles mínimos de deuda desde el año 2000 y 2001, respectivamente. Los datos de financiación a los sectores no financieros revelan, eso sí, diferencias interesantes entre empresas y hogares, puesto que mientras que en las primeras se observa una moderación del avance de dicha financiación hasta tasas del 1,4 % en abril (en términos interanuales), frente al 2,8 % en 2024, en el caso de los hogares se observa un incremento de la tasa de avance de dicha financiación, que en abril fue del 2,6 % (1,5 % en 2024) (véase gráfico A7). Este avance se explica, casi exclusivamente, por el aumento de los préstamos al consumo y los destinados a la adquisición de vivienda²⁰.

Riesgo de liquidez: buena evolución de las horquillas de precios bid-ask

- **Las horquillas de precios *bid-ask* que evalúan la liquidez de un conjunto amplio de activos financieros de emisores españoles no señalan ningún deterioro destacable, sino que incluso presentan mejoras en los datos más recientes.** En el caso de la horquilla del Ibex 35, se observó un ligero incremento durante el episodio de turbulencias en los mercados en abril, hasta alcanzar valores de 0,074 %, pero en la fecha de cierre de este informe se situaba en torno a 0,05 %, que implica niveles de liquidez satisfactorios y mejores que los existentes a comienzos de año.
- **En el caso de la deuda pública, los *spreads* disponibles tanto para los activos de deuda pública como de deuda privada también han mostrado niveles adecuados, así como pocas variaciones durante el primer semestre del año, incluso en los peores momentos**

¹⁹ Los últimos datos disponibles referentes a abril parecen apuntar a una cierta atenuación en el proceso de disminución de la deuda, pues esta se situaba en el 102,7 % del PIB.

²⁰ Los préstamos destinados a consumo siguieron creciendo con mucha intensidad y de forma parecida al año anterior (7,7 % en abril de 2025 frente al 7,8 % en el conjunto de 2024).

de las turbulencias. Cabe destacar, no obstante, que la información de estas horquillas está, en general, disponible para los activos que, de manera inherente, son más líquidos, de forma que no se puede descartar que, en determinados momentos, exista un subconjunto de activos que experimente un empeoramiento de su liquidez que no se vea reflejado en los promedios que se comentan en este informe (véase gráfico A13).

Riesgo de contagio: aumento generalizado de las correlaciones en abril y mayo

- **Al cierre de junio, el riesgo de contagio continuaba en un nivel medio, aunque se había incrementado hasta un nivel de riesgo alto en los meses de abril y mayo, coincidiendo con el periodo de turbulencias y otras incertidumbres.** Así, todos los indicadores que conforman la valoración de este riesgo han cerrado el primer semestre entre el riesgo medio y el alto. Por un lado, la correlación entre los rendimientos de los diferentes tipos de activos españoles de renta fija y renta variable se incrementó en los seis primeros meses del año desde niveles muy bajos hasta situarse en niveles medios al cierre de junio de 2025. Por otra parte, la correlación entre los diferentes sectores financieros de nuestra economía, que se evalúa al estimar el indicador de estrés de los mercados financieros españoles, también aumentó hasta niveles medios-altos en el segundo trimestre del año. Finalmente, los niveles de correlación entre la rentabilidad de la deuda soberana española y la de las principales economías europeas siguieron siendo muy altos, a pesar del descenso registrado entre diciembre de 2024 y junio de este año (desde el 90 % hasta el 80 %). Esto fue consecuencia de la notable reducción de la correlación con los países periféricos, que descendió casi 30 p.p., hasta el 67 %²¹. La correlación con los países *core* se mantuvo por encima del 90 % todo el semestre.
- **La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles experimentó un aumento paulatino y significativo en el semestre²², situándose en máximos de los últimos 5 años al cierre de junio.** Así, el valor medio de la correlación, que había sido de 0,20 en el mes de diciembre del año pasado, fue incrementándose, con la excepción del mes de marzo, hasta situarse en 0,44 en el mes de junio. Estas elevadas cifras fueron consecuencia, sobre todo, del comportamiento similar de la deuda soberana y la renta variable, cuya correlación, dependiendo del sector, se situaba entre 0,40 y 0,80.

²¹ Este descenso fue causado, especialmente, por la baja correlación de la rentabilidad del bono soberano español con el griego, que cayó hasta situarse en valores ligeramente negativos.

²² Esta subida progresiva tan solo se vio interrumpida en la segunda mitad de marzo, revirtiéndose a principios de abril hasta situarse en valores máximos de los últimos cinco años, que se mantuvieron prácticamente estables en los meses de mayo y junio.

4.2 Intermediación financiera no bancaria (IFNB)

- **Los activos financieros de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB ascendieron a 395.000 millones de euros en 2024, con un peso dentro del conjunto del sistema financiero del 7,2 % (6 décimas más que en 2023).** La mayor parte de este importe, concretamente un 92 %, correspondía a los activos pertenecientes a la denominada función económica 1 (gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos²³), razón por la cual estos vehículos reciben una mayor atención desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Por este motivo, la CNMV viene realizando desde hace años un análisis exhaustivo de los activos pertenecientes a sus carteras de forma periódica, en particular en términos de apalancamiento, de liquidez y, más recientemente, de sus interconexiones. Ninguna de estas dimensiones, como se explica a continuación, apunta a la existencia de vulnerabilidades reseñables desde el punto de vista de la estabilidad financiera.
- **Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en diciembre de 2024, observándose una mejora en relación con el cierre del año anterior.** Así, la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA²⁴), se situó en el 61,3 % para el total de fondos pertenecientes a la IFNB a finales de año (60 % en junio de 2024 y 55,5 % en diciembre de 2023). Esta cifra fue del 55,9 % para los fondos mixtos, del 65,8 % para los de renta fija y del 68,8 % en el caso de los fondos monetarios. En términos individualizados, la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40 %. No obstante, aunque en una proporción muy baja, existen algunos fondos de inversión cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %: el 0,3 % de los fondos de renta fija y el 2,2 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales²⁵).
- **En un análisis más detallado de la cartera de renta fija de estos vehículos, se observa que la calidad crediticia de sus activos era relativamente elevada y la duración modificada²⁶ moderada, con una mejora, además, en relación con 2023.** Así, el 92,3 % del valor de la cartera de renta fija tenía a finales de 2024 una calificación crediticia de BBB o superior (*investment grade*²⁷). De este importe, un 22 % se correspondía con calificaciones AA o AAA. Por otra parte, la duración modificada para el conjunto de fondos de inversión al cierre del año era de 1,8, más de 1 décima por debajo del valor de 2023. Cabe recordar que en los dos años anteriores el descenso fue mucho más acusado como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés, especialmente en los plazos más cortos.

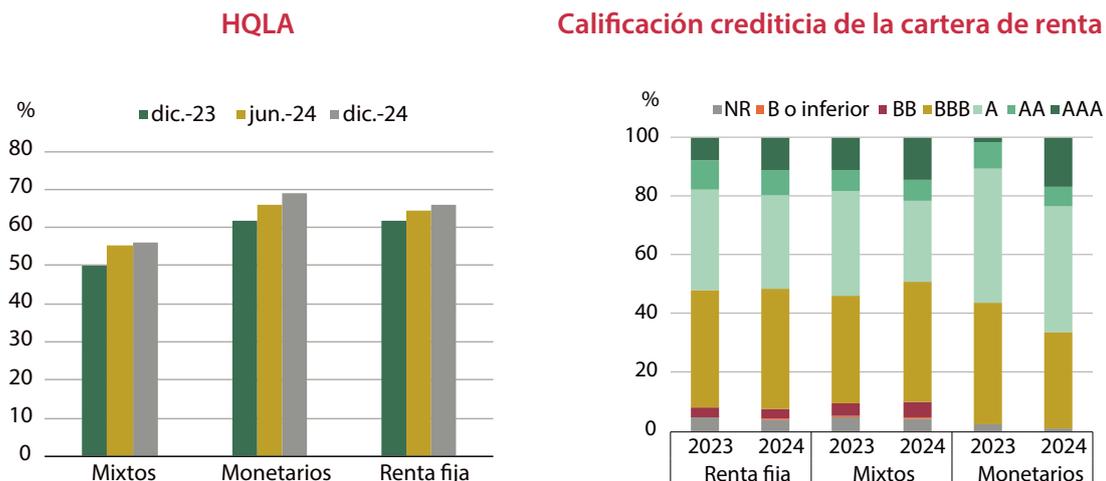
²³ Forman parte de la función económica 1 todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable.

²⁴ Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA) el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulaciones, entre el 0 % y el 65 %. Además, para obtener una métrica lo más precisa posible, se han cuantificado también los HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión de liquidez nula.

²⁵ En el caso de los fondos mixtos, en más del 90 % de estos vehículos (en términos patrimoniales) los HQLA eran cercanos a cero debido a que invertían casi todo el patrimonio en una o dos IIC sobre cuyas carteras no se tiene información. De esta forma, se considera que la liquidez de estos vehículos en los que invierten es nula.

²⁶ La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 p.b. de los tipos de interés.

²⁷ Esta cifra oscilaba entre el 90,2 % de los fondos mixtos y el 99,0 % de los fondos monetarios.



Fuente: CNMV.

- **La estimación del apalancamiento de las IIC²⁸ al cierre de 2024 continúa mostrando unos niveles reducidos y muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación.** Así, la exposición bruta²⁹ a través de instrumentos derivados para las IIC pertenecientes a la IFNB suponía el 14,4 % de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2023 (19 %). La exposición neta³⁰, por su parte, alcanzaba al finalizar 2024 tan solo el 7,8 %³¹, por lo que no se observan vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa.
- **Por segundo año consecutivo, se llevó a cabo un análisis de la interconexión de las carteras de los fondos españoles atendiendo a las exposiciones comunes en activos de deuda soberana y de renta fija privada³².** En primer lugar, se observa que la inversión en deuda pública española, aunque continuó siendo relativamente elevada, se redujo de forma notable en 2024, hasta situarse en el 10,9% de la cartera de inversiones (15,2 % en 2023). Por el contrario, la inversión en deuda privada se incrementó desde el 29,3 % hasta el 34,0 % en 1 año, siendo especialmente relevante la deuda de entidades financieras, que representó el 58,5 % de la cartera de renta fija privada en 2024 (véase panel izquierdo del gráfico 9). Estos cambios en la composición de la deuda pueden responder al menor atractivo de la deuda soberana, tras el descenso mostrado por sus rendimientos en 2024.

²⁸ Se puede hablar de apalancamiento tanto financiero (endeudamiento) como sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar para resolver dificultades transitorias de liquidez y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos.

²⁹ El cálculo de la exposición bruta se realiza utilizando la metodología propuesta por IOSCO (*IOSCO Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*, diciembre de 2019). De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, permitiendo realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones.

³⁰ La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, y neutralizando así toda aquella operativa que se realiza con la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado.

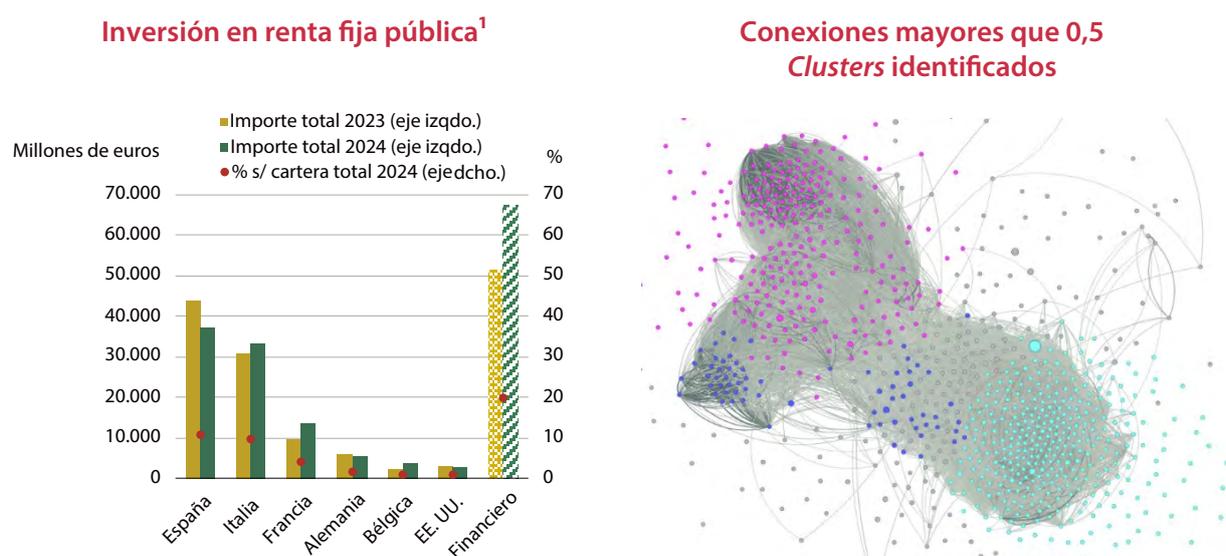
³¹ Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y cuyas especificidades técnicas se recogen en la guía de ESMA: *ESMA Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS (CESR/10-788)*. Estos fondos suponían casi el 95 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 17,1 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

³² Este ejercicio se realiza a partir de la importancia en cada fondo de las inversiones en deuda soberana distinguiendo por país emisor y de las inversiones en renta fija privada distinguiendo por sector.

- Dentro de este análisis, se observa que las interconexiones entre los diferentes fondos de inversión —es decir, la semejanza de sus carteras de renta fija— eran elevadas y ligeramente superiores a las de 2023. Así, por ejemplo, el 9,6 % de todas las posibles interconexiones entre pares de fondos era superior al 50 % (9,3 % en 2023), mientras que el 32,4 % (30,3 % un año antes) era superior al 20 %³³. Además, la densidad de la muestra se situó en el 76,3 %, 4 décimas por encima del valor de 2023³⁴. Por otro lado, se han identificado al menos 3 grupos (*clusters*) con conexiones muy elevadas entre los fondos que los componen³⁵: uno de estos grupos estaría conectado por la exposición a deuda soberana española, otro grupo por la exposición a deuda soberana italiana y un tercer grupo por la deuda emitida por entidades financieras (véase panel derecho del gráfico 9).

Interconexiones de las carteras de renta fija de los fondos de inversión

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

- 1 Se incluyen los países en los que los fondos invierten, en conjunto, más de 2.000 millones de euros. De forma adicional, se incluye la inversión en deuda privada financiera. En el *cluster* de color azul claro la exposición que origina la elevada interconexión tiene que ver, sobre todo, con inversiones en renta fija privada del sector financiero, en el *cluster* morado con las inversiones en deuda pública española y en el *cluster* azul oscuro con las inversiones en deuda pública italiana.

- Finalmente, para analizar de forma exhaustiva el grado de resistencia de los fondos de inversión ante aumentos considerables e inesperados en el volumen de reembolsos, la CNMV realiza semestralmente pruebas de estrés sobre estas instituciones. En ellas evalúa su grado de fortaleza ante un *shock* teórico de liquidez derivado de un aumento repentino y significativo en el nivel de los reembolsos³⁶. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de cierre de 2024, que plantean diferentes escenarios de perturbaciones

³³ El valor de las interconexiones entre los distintos pares de fondos oscila entre el 0 % y el 100 %, correspondiendo el 0 % a una cartera de renta fija sin ningún activo en común y el 100 % a una cartera totalmente idéntica.

³⁴ Este indicador se calcula como el número de enlaces en un gráfico dividido por el número total de enlaces posibles en él. Una red con una densidad de 0 es una en la que no existen vínculos entre los nodos, mientras que una red con una densidad del 100 % es un gráfico completamente conectado en el que todos los nodos están vinculados entre sí.

³⁵ En consecuencia, la materialización de un *shock* en los activos comunes de estas instituciones podría dar lugar a efectos adversos y significativos en un conjunto elevado de fondos.

³⁶ Estos ejercicios se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, y siguen una metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el artículo de Ojea Ferreiro, J. (2020) «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf#page=25).

(*shocks*) sobre los reembolsos de las distintas categorías de fondos, siguen apuntando a que la industria de fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados. Tan solo en el escenario simulado más extremo³⁷ se identifican algunos fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos, concretamente 18 (2,1 % del patrimonio de la muestra total), 17 de ellos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.

³⁷ Dependiendo de la vocación, este escenario es hasta 16 veces más severo que en la peor semana del COVID-19.

4.3 Riesgos a medio y largo plazo

Sostenibilidad: los riesgos continúan relativamente acotados, pero preocupan la fragmentación jurisdiccional y las amenazas climáticas persistentes

- Los **riesgos de mayor relevancia en materia de sostenibilidad** están asociados a la identificación y prevención de las amenazas derivadas del cambio climático, la correcta valoración de los activos con características ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y la prevención de prácticas orientadas al blanqueo ecológico (*greenwashing*). Aunque estos riesgos se mantienen relativamente acotados, preocupa la fragmentación existente en la posición de las autoridades con respecto a este tema, lo que dificulta la acción coordinada frente a los riesgos³⁸. En este sentido, con la llegada de la nueva Administración estadounidense, la diferencia de posturas con Europa en esta materia se ha ampliado notablemente. Por una parte, EE. UU. se ha retirado del Acuerdo de París, ha eliminado normativas medioambientales y ha reducido la financiación a la investigación en el ámbito sostenible. Por su parte, la Unión Europea continúa reafirmando su compromiso con la sostenibilidad, defendiendo los principios establecidos en el Acuerdo de París. Al mismo tiempo, las señales que indican la existencia del cambio climático continúan intensificándose, ya que el pasado año se registró como el más caluroso analizado hasta la fecha.
- **Las últimas cifras disponibles sobre vehículos de inversión en relación con la sostenibilidad muestran incrementos en el ámbito de las IIC y disminuciones en el caso de las emisiones de renta fija.** En España, el número de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR al cierre del primer trimestre del año fue de 385 y 21, respectivamente (379 fondos de inversión, 4 sociedades de inversión de capital variable [SICAV] y 2 fondos de inversión libre) y su patrimonio se situó en 160.000 millones de euros, lo que supone el 36,6 % del patrimonio total de las IIC españolas. Por su parte, **el total de emisiones de deuda con características ASG realizadas por los emisores españoles en la primera mitad de 2025 fue de 10.250 millones de euros**, por debajo de los niveles registrados a estas alturas del año en 2024 y 2023 (14.100 millones y 10.846 millones, respectivamente). El análisis por emisores revela avances en las emisiones de las Administraciones públicas (AA. PP.) y disminuciones tanto en las de las entidades financieras como en las corporativas. Respecto al tipo de deuda, hubo incrementos en las emisiones sostenibles y disminuciones en las verdes, mientras que no se produjeron emisiones de tipo social ni vinculadas a la sostenibilidad. Destaca el crecimiento de las emisiones sostenibles, del 25,4 % respecto al año anterior, aunque las emisiones verdes continuaron siendo las de mayor relevancia³⁹.
- **En términos de regulación, es relevante la propuesta del Paquete Ómnibus por parte de la Comisión Europea en el primer trimestre del año. Esta iniciativa pretende simplificar y flexibilizar el marco normativo** en materia de sostenibilidad y diligencia debida, afectando a normativas de gran relevancia como la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD) y el Reglamento de Taxonomía de la Unión Europea. Esta propuesta —que, entre otras medidas, retrasa la implementación de la CSRD y aumenta los umbrales de aplicación sacando del alcance a cerca del 80% de las empresas⁴⁰— tiene como objetivo impulsar la competitividad, pero manteniéndose en línea con

³⁸ El Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) destaca en su informe que América Latina enfrenta una elevada fragmentación institucional y territorial en sus políticas de desarrollo sostenible, de manera que se reduce la efectividad de estas.

³⁹ Los bonos verdes son instrumentos de deuda cuyos fondos se destinan específicamente a financiar proyectos de carácter ambiental o vinculados al cambio climático. Los bonos sociales son instrumentos de deuda para financiar proyectos sociales que obtengan beneficios para grupos de población en situación de vulnerabilidad. Los bonos sostenibles combinan la financiación de proyectos medioambientales y de carácter social. Los bonos vinculados a la sostenibilidad son aquellos cuyas características financieras cambian en función del cumplimiento o no de ciertos objetivos de sostenibilidad.

⁴⁰ Si bien también pretende fomentar la aplicación voluntaria de los estándares entre las empresas fuera del alcance.

los principios del Pacto Verde de la Unión Europea. A su vez, simplifica la regulación de los estándares europeos de información sobre sostenibilidad (ESRS), suspendiendo temporalmente los estándares sectoriales y enfocándose sobre todo en la materialidad, lo que permite a las empresas centrar sus informes en los aspectos que afectan realmente a su actividad. De esta manera, se permite excluir información no relevante, siempre que se justifique adecuadamente.

- **Por otro lado, el pasado 20 de junio la Comisión Europea anunció la retirada de su propuesta de Directiva de Declaraciones Verdes, por la cual se buscaba combatir el *greenwashing* mediante el aumento de la transparencia de las empresas.** El motivo reside en un cambio estratégico por parte de la Unión Europea, que está tratando de flexibilizar su regulación con el fin de aumentar la competitividad de las empresas europeas, sin renunciar a sus objetivos climáticos. De esta manera, se mantiene el núcleo normativo centrado en la transparencia, la rendición de cuentas y la protección ambiental, al mismo tiempo que se reducen las restricciones, especialmente en el caso de las empresas de menor tamaño.
- **Por su parte, España ha reforzado su compromiso con la financiación climática internacional, a través de un aumento en un 50% de su aportación en el marco de la Estrategia Española de Financiación Climática.** Del mismo modo, se han marcado metas más ambiciosas dentro del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC), elevando los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero y de incremento en la participación de las empresas renovables dentro del consumo final de energía.

Riesgos operativos y cibernéticos: el apagón subraya la relevancia de estos riesgos

- **Los eventos acontecidos en la península Ibérica a finales de abril, con un apagón generalizado que se alargó hasta diez horas en algunas zonas, pusieron de manifiesto la relevancia de los riesgos operativos, no solo por las pérdidas económicas asociadas, sino también por las consecuencias en términos de reputación.** El impacto de este incidente en el ámbito de actuación y en las entidades supervisadas por la CNMV fue leve, en concreto: i) las infraestructuras de los mercados (contratación, compensación y liquidación) continuaron funcionando con normalidad, pues disponen de sistemas secundarios con generadores de electricidad que los pueden dotar de autonomía durante varios días y ii) en el ámbito de las entidades, el mantenimiento durante la jornada de unos niveles de actividad en línea con los habituales, al menos en BME, parece indicar que los principales operadores pudieron también mantener su operativa. La CNMV continúa evaluando toda la información pertinente con el fin de detectar posibles vulnerabilidades y, en su caso, realizar las recomendaciones oportunas.
- **Por otra parte, el pasado 27 de febrero se produjo también una interrupción en los sistemas Target a causa de un componente de *hardware* defectuoso.** A causa de ello, las entidades de contrapartida central (ECC) no pudieron recibir confirmaciones de liquidación ni enviar nuevas instrucciones durante todo el día, y los procesos de liquidación en Target2-Securities (T2S) se retrasaron varias horas. Para contener el problema, se implementaron soluciones técnicas de respaldo, como la activación de ECONS II (*enhanced contingency solution*), para asegurar los pagos más críticos. Este incidente provocó un aumento significativo en el número y valor de los fallos de liquidación. Tras ello, ESMA emitió un comunicado para aclarar el enfoque supervisor y explicar la actuación de las autoridades nacionales ante los fallos de liquidación.

- **Los riesgos relacionados con la ciberseguridad continúan siendo elevados ante el actual contexto geopolítico y el avance de las nuevas tecnologías.** Las fricciones entre potencias como EE. UU., China y Rusia se han trasladado al campo cibernético, de tal forma que, junto con el avance de las nuevas tecnologías, los ciberataques han ido creciendo en número y en sofisticación. Estos riesgos cobran especial interés en el caso del sistema financiero, ya que, debido a las interconexiones entre los participantes y los mercados, pueden afectar a la estabilidad financiera y la confianza de los inversores. Del mismo modo, la creciente utilización de las nuevas tecnologías por parte de las empresas ha aumentado su dependencia de ellas, dando lugar a un aumento de vulnerabilidad frente a ciberataques.
- **Las pérdidas derivadas de incidentes cibernéticos en 2024 se incrementaron en gran medida respecto al año anterior,** principalmente por la interrupción puntual de los servicios en la nube de Microsoft el 18 de julio, que afectó a varios sectores como el de las aerolíneas o el sanitario, provocando unas pérdidas estimadas de 5.000 millones de euros, de acuerdo con el Foro Económico Mundial en su *Global Cybersecurity Outlook* de 2025. Este incidente supuso una materialización del riesgo de concentración, debido a que la prestación de ciertos servicios tecnológicos, como el almacenamiento en la nube, se limita a un número reducido de proveedores.
- **En términos de regulación, el pasado 17 de enero entró en aplicación el Reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA), el cual se orienta a reforzar la seguridad cibernética y garantizar la resiliencia operativa de las entidades financieras.** Entre los diferentes requerimientos orientados a lograr este objetivo se encuentra el establecimiento de un marco de gestión de riesgos relacionados con las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), la implementación de procedimientos para detectar y notificar a las autoridades incidentes con las TIC, la elaboración de pruebas de resiliencia operativa digital y la gestión de riesgos de terceros que provean este tipo de servicios. Respecto a las autoridades competentes para su cumplimiento, se promueve la cooperación entre las autoridades nacionales y las autoridades europeas de supervisión (EBA, ESMA y EIOPA). Las empresas deben seguir las directrices marcadas por estas últimas en las normas técnicas de regulación (RTS) y las normas técnicas de ejecución (ITS). En España, la CNMV se constituye como autoridad responsable de su aplicación por parte de las entidades financieras que se encuentran bajo su supervisión.
- **Esta normativa se complementa con la Directiva NIS2 (*Network and Information Security 2*), que se adoptó en enero de 2023 y para cuya trasposición se estableció un plazo hasta el 17 de octubre de 2024.** Esta directiva determina medidas técnicas y organizativas como la gestión de riesgos y el análisis de vulnerabilidades, la notificación de incidentes graves en menos de 24 horas y la elaboración de planes de continuidad y recuperación ante incidentes, entre otros. En España, al igual que en otros Estados miembros, el proceso de trasposición se ha visto retrasado debido a complejidades legislativas y a la necesidad de adaptar la normativa existente. Sin embargo, en abril se aprobó un procedimiento para la elaboración de una nueva Estrategia Nacional de Ciberseguridad, la cual se alineará con los requisitos de la NIS2.
- **A su vez, el 16 de junio la Comisión Europea publicó el Informe sobre el Estado de la Década Digital 2025, en el cual advertía sobre la fragmentación normativa y la complejidad regulatoria como obstáculos para reforzar la ciberseguridad.** Además, hacía hincapié en la dependencia de proveedores no europeos en infraestructuras digitales críticas, instando a los Estados miembros a adoptar medidas para alcanzar los objetivos de ciberseguridad establecidos para 2030.

- **El mercado de criptoactivos experimentó grandes oscilaciones en el primer semestre de 2025, acusando una gran caída en los primeros meses del año hasta alcanzar un punto de inflexión a mediados de abril, tras el cual siguió una senda ascendente, con la que recuperó el terreno perdido en los primeros meses.** De esta manera, la capitalización total del mercado cerró el semestre en 3,46 billones de dólares, frente a 3,39 billones al cierre de 2024. En términos de volumen de negociación, se observaron niveles altos durante los meses iniciales del año, aunque no tanto como los existentes al cierre de 2024, para después disminuir en el segundo trimestre. El promedio de negociación alcanzó su valor máximo del semestre a principios de febrero, situándose en torno a los 440.000 millones de dólares. Por su parte, al cierre del semestre se registró un promedio de negociación de alrededor de 64.000 millones de dólares (véase gráfico A38).
- **La volatilidad de este mercado se ha visto marcada por diferentes eventos políticos, regulatorios y de ciberseguridad que han afectado en direcciones opuestas a la confianza de los inversores.** Por una parte, la nueva Administración Trump ha influido significativamente en su evolución, con la adopción de medidas como la creación de una Reserva Estratégica de Bitcoin con más de 200.000 *bitcoins* provenientes de decomisos judiciales. Del mismo modo, la firma de una orden ejecutiva el 23 de enero para promover claridad regulatoria en activos digitales también repercutió en los precios. En este sentido, tales iniciativas contribuyeron a potenciar el apetito inversor, impulsando la demanda de los criptoactivos. Por otra parte, los hackeos a plataformas DeFi, que expusieron vulnerabilidades en su infraestructura, generaron ventas masivas y cierta desconfianza en la seguridad de la infraestructura que sostiene a este mercado. Por último, las tensiones geopolíticas también han tenido, como en el resto de los mercados, una influencia significativa en la evolución del mercado cripto.
- **Dada la complejidad y la alta volatilidad de este tipo de instrumentos, conviene seguir monitorizando sus riesgos.** La combinación de factores como la fragmentación regulatoria, los ciberataques y la influencia de eventos políticos afectan significativamente a los precios de tal forma que en cuestión de horas pueden fluctuar bruscamente. Por este motivo, resulta de vital importancia que las entidades cuenten con sistemas de ciberseguridad adecuados y con análisis de riesgos apropiados que acrecienten su resiliencia frente a amenazas y a los movimientos del mercado. A su vez, el aumento de las interconexiones entre el mercado cripto y los mercados tradicionales genera riesgos para la estabilidad financiera, ya que puede acrecentar los efectos de contagio en caso de perturbaciones y dificulta la medición del riesgo sistémico, ante la falta de transparencia de algunas plataformas de intercambio de criptoactivos.
- **En lo que va de año, la regulación de los criptoactivos ha evolucionado a nivel global, aunque con diferencias entre regiones.** Por una parte, en EE. UU. se ha adoptado una postura más favorable hacia este tipo de instrumentos, con la creación de la mencionada Reserva Estratégica de criptoactivos. Además, con la llegada de Paul Atkins al frente de la Comisión de Mercado y Valores (SEC), se han comenzado a revertir algunas de las regulaciones restrictivas establecidas bajo el anterior Gobierno. Por su parte, en la Unión Europea el pasado 30 de diciembre comenzó a aplicarse el Reglamento 2023/1114 relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA). En España, la CNMV es la autoridad responsable de su aplicación respecto de aquellos criptoactivos que no sean considerados *stablecoins* (ART y EMT en la terminología del reglamento).

- **Tras 6 meses desde la entrada en vigor de MiCA, 45 entidades han recibido licencia en toda Europa, de acuerdo con ESMA.** En el caso de España, por ahora únicamente ha sido autorizado BBVA, aunque existen más solicitudes que se encuentran en proceso. Esta implementación se está realizando con cautela por parte de las autoridades, para aplicar adecuadamente la regulación. Aunque es pronto para sacar conclusiones sobre la efectividad de la normativa, esta se considera un avance muy importante en este ámbito.

Inteligencia artificial: nuevas posibilidades de un sector en expansión, no exento de riesgos

- **El uso de herramientas desarrolladas por la inteligencia artificial generativa ha continuado creciendo durante 2025, consolidándose como una pieza clave en la transformación digital de las economías.** Concretamente, las entidades financieras han adoptado este tipo de tecnologías tanto para la mejora de la eficiencia de algunos procesos a través de su digitalización como para la adecuación de sus análisis de riesgos. De acuerdo con algunas encuestas recientes, como la realizada por KPMG, el 71 % de las entidades financieras a nivel global ya utiliza la IA, y un 41 % la aplica de forma moderada o intensa. En esta encuesta estiman que la cifra aumente hasta el 83 % en los próximos 3 años, con el avance de herramientas como el aprendizaje automático, que permitan reducir costes y aumentar la eficiencia.
- **La inteligencia artificial supone ciertas ventajas como la capacidad de procesar grandes volúmenes de datos en tiempo real, lo que permite la toma de decisiones de manera informada y más ágil.** Sin embargo, el uso de este tipo de tecnología continúa dependiendo de un número limitado de proveedores, muestra de un elevado riesgo de concentración. Del mismo modo, la dependencia de terceros plantea amenazas en términos de transparencia. En este sentido, el Reglamento Europeo de Inteligencia Artificial, aprobado en 2024, establece un sistema por el que se clasifican los sistemas de IA según su riesgo y se prohíben aquellos que representan un gran riesgo en términos de seguridad. Su implementación se está realizando de manera progresiva: en primer lugar, se han prohibido aquellos sistemas de IA con un riesgo inaceptable, como los sistemas de manipulación subliminal, desde el mes de febrero. Por su parte, en agosto de este año se establecerán mecanismos de supervisión para aquellos sistemas calificados de alto riesgo, entre los que se incluyen el *software* médico basado en IA y los sistemas utilizados en educación, justicia y servicios públicos. En este grupo se incluyen también los sistemas utilizados en el sector financiero, como los empleados para evaluar la solvencia o *scoring* crediticio de las personas físicas y los utilizados para el establecimiento de primas o condiciones en los seguros de vida, los cuales deberán cumplir con nuevos requerimientos en materia de evaluación y mitigación de riesgos y en relación con la supervisión y la transparencia.
- **A pesar de las numerosas ventajas que ofrecen, estas herramientas acarrearán ciertos riesgos que deben ser monitorizados.** Concretamente, en el sector financiero existen riesgos relacionados con la existencia de errores en los datos de entrenamiento y la posibilidad de manipulación algorítmica, que pueden derivar en una toma de decisiones erróneas por parte de los inversores o aumentar la volatilidad y el contagio en momentos de perturbaciones. Además, su creciente utilización exige reforzar la ciberseguridad, ya que la caída de estos servicios podría suponer un riesgo para la estabilidad financiera.

Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico A1: Cotizaciones bursátiles

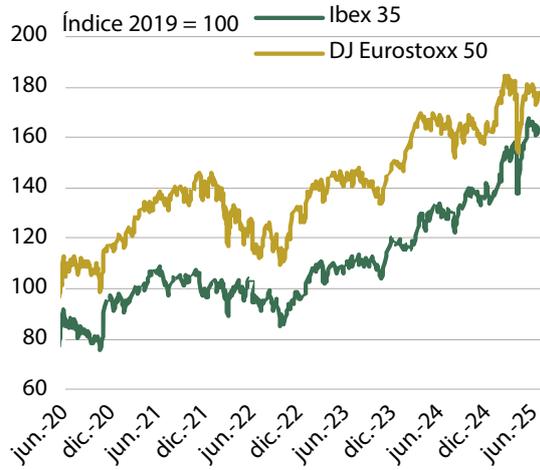
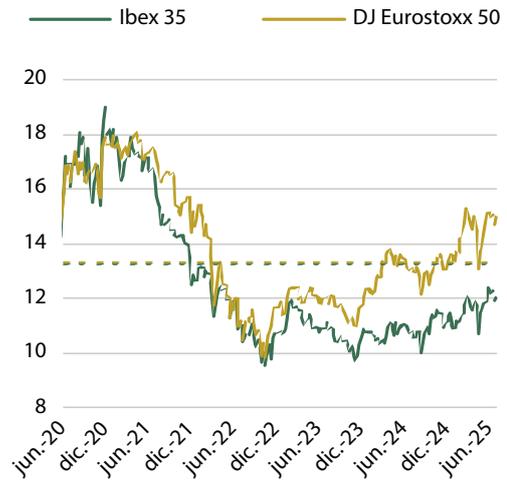


Gráfico A2: Ratio precio-beneficios (PER)



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

Gráfico A3: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

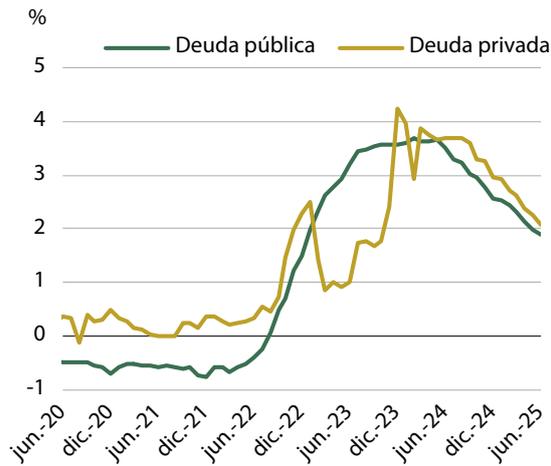


Gráfico A4: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

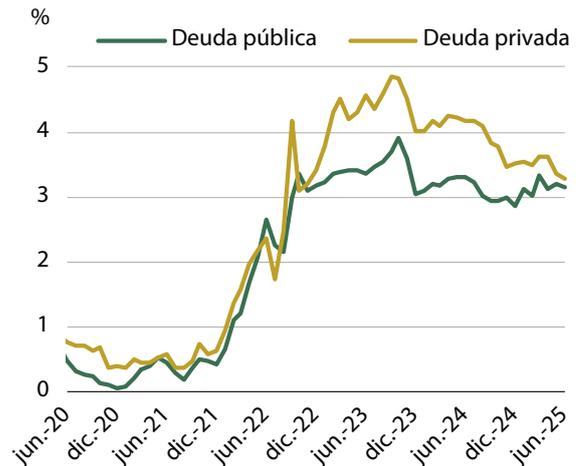


Gráfico A5: Precio del petróleo

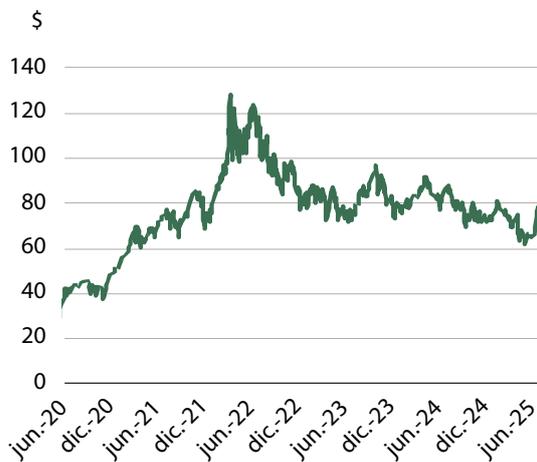
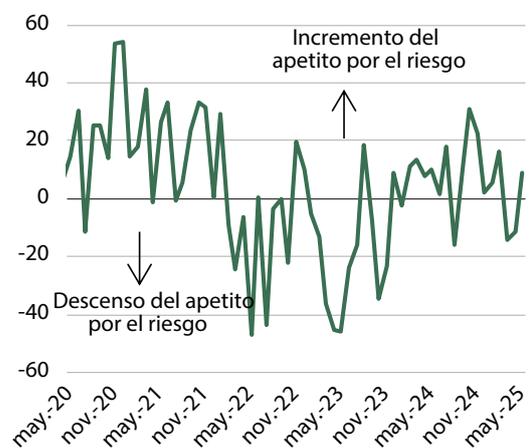


Gráfico A6: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico A7: Financiación sector no financiero

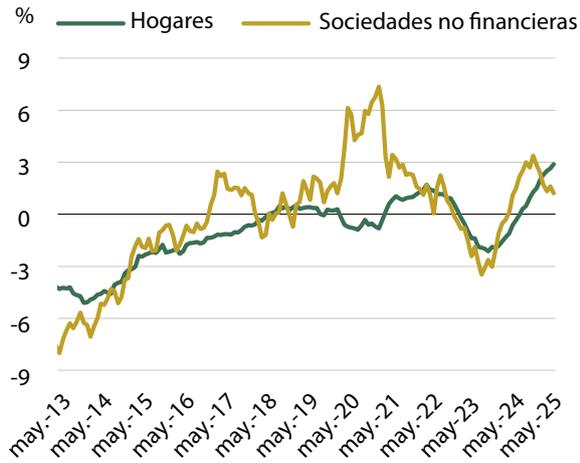


Gráfico A8: Tasa de morosidad y tasa de paro

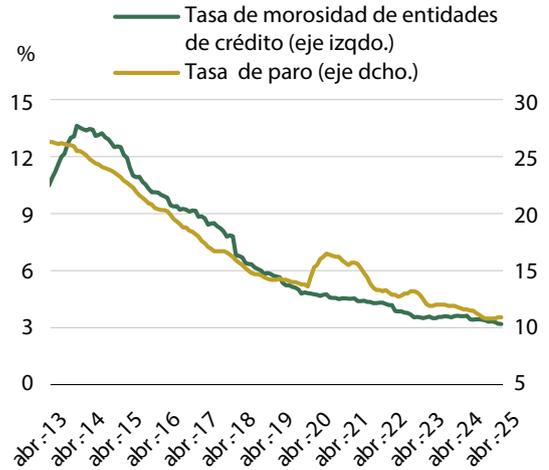


Gráfico A9: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

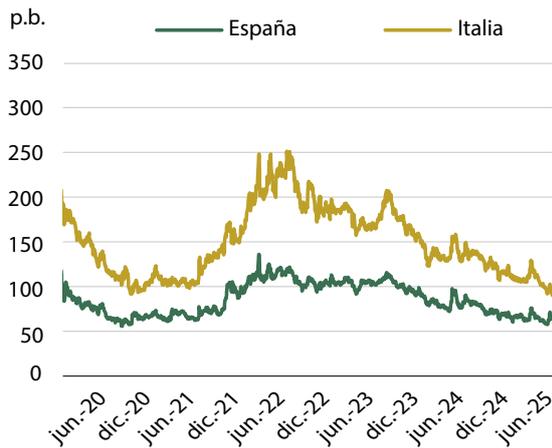


Gráfico A10: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

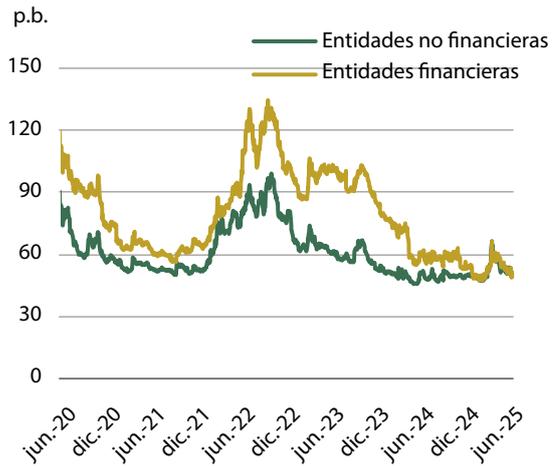


Gráfico A11: Precio vivienda (var. interanual)

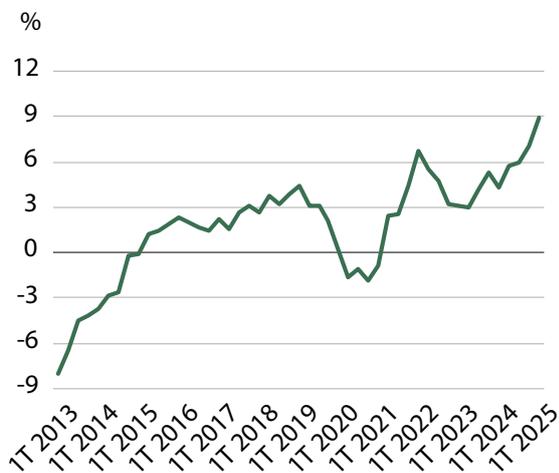
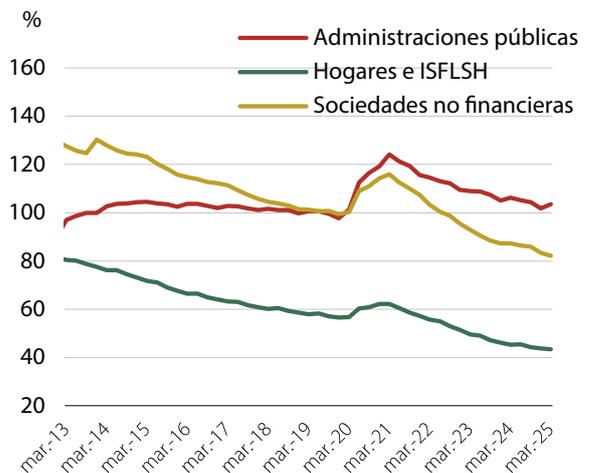


Gráfico A12: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

Gráfico A13: Liquidez (*spread bid-ask*)



Gráfico A14: Volatilidad (media móvil 1 mes)

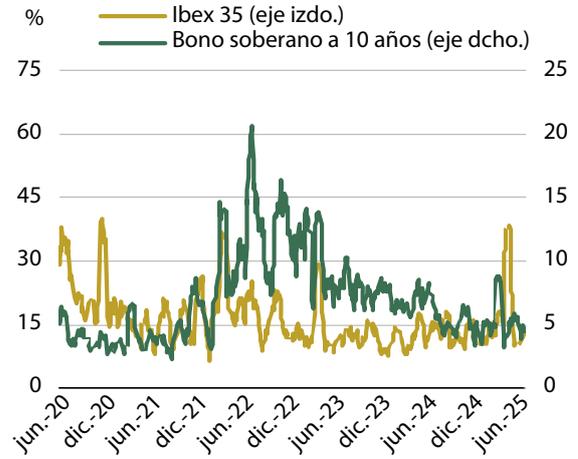


Gráfico A15: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)

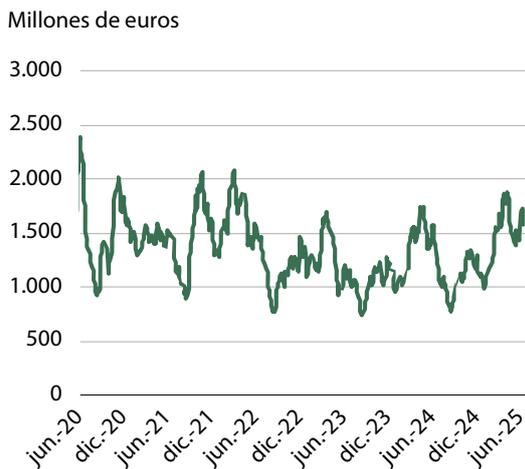


Gráfico A16: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

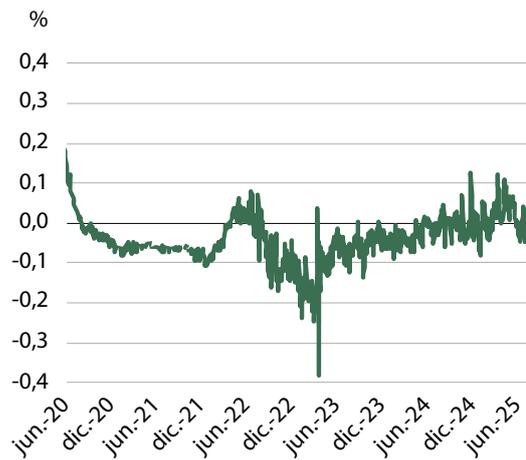


Gráfico A17: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas)

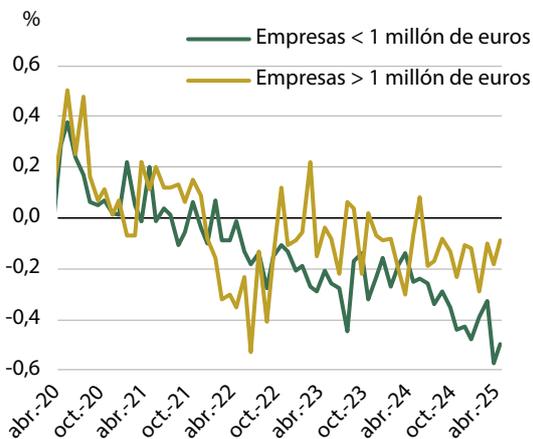
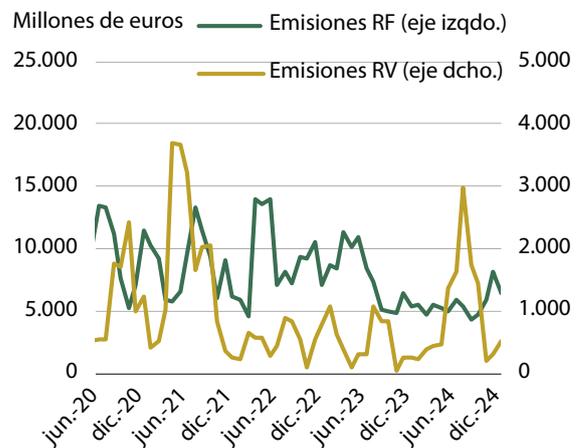


Gráfico A18: Emisiones (media móvil 3 meses)



Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

Gráfico A19: PIB (var. interanual)

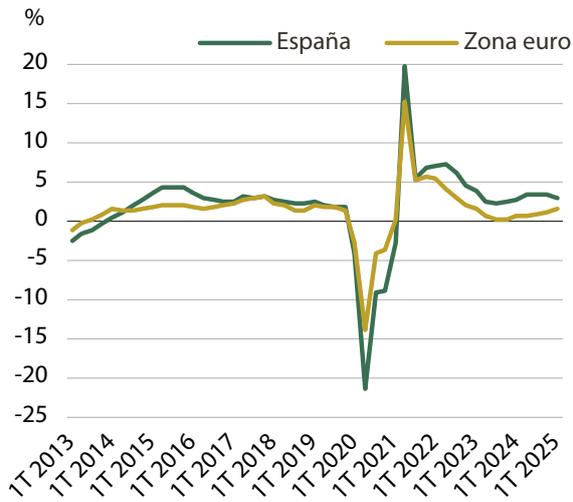


Gráfico A20: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)



Gráfico A21: Empleo (var. interanual)

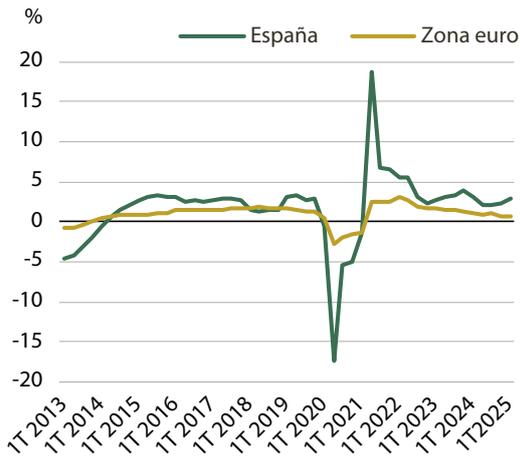
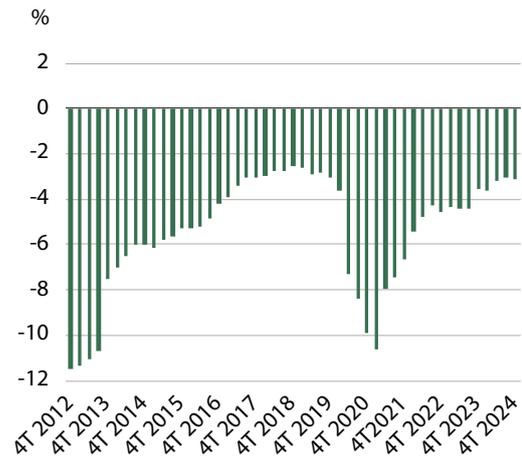


Gráfico A22: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A23: Tipos de cambio

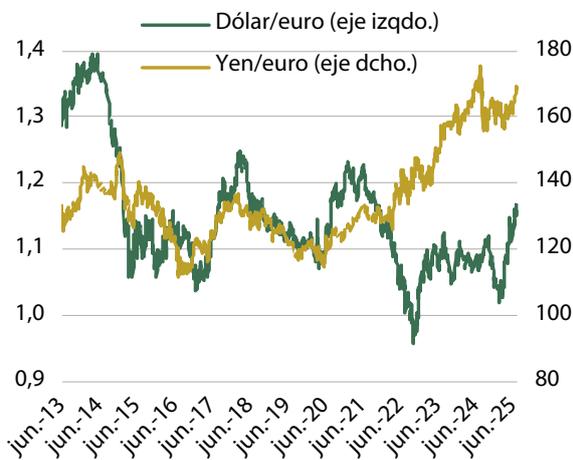
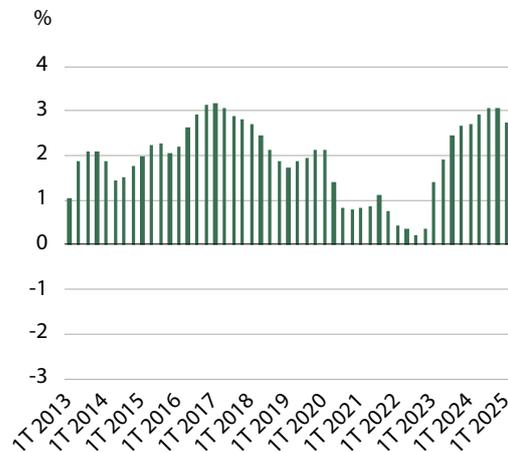


Gráfico A24: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Riesgo de contagio: nivel naranja

Gráfico A25: Correlaciones entre clases de activos

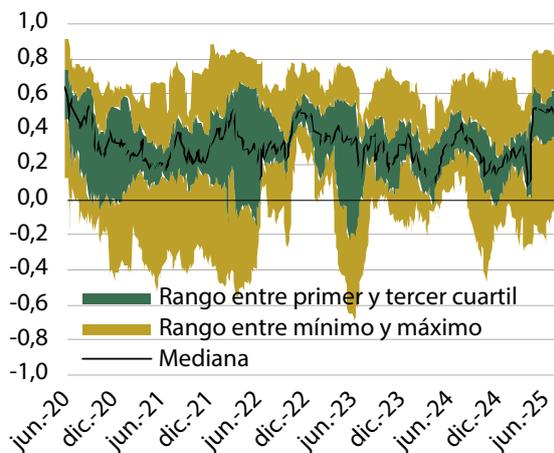
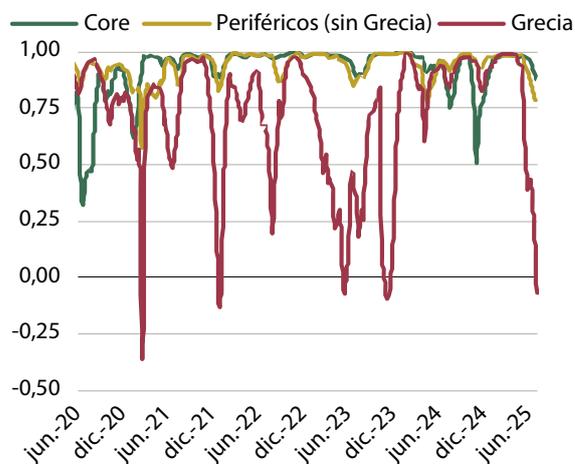
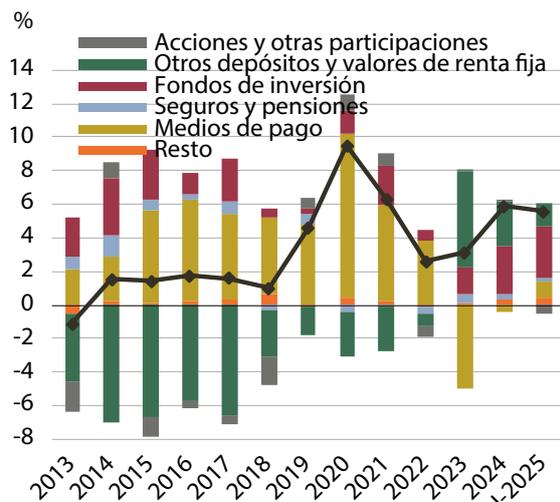


Gráfico A26: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



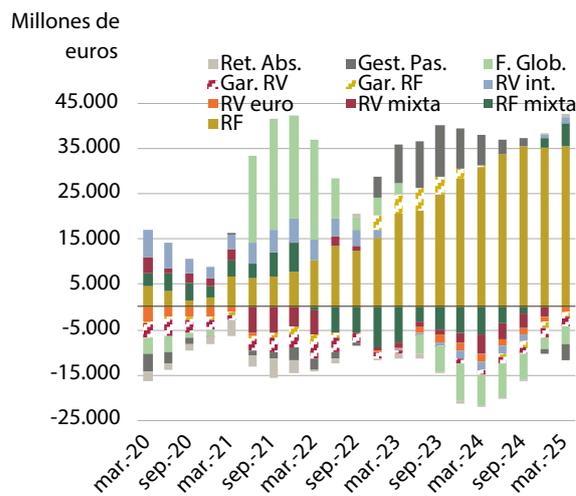
Inversores

Gráfico A27: Hogares: adquisición neta de activos financieros (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados de cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico A29: Hogares: ahorro (% renta disp.)

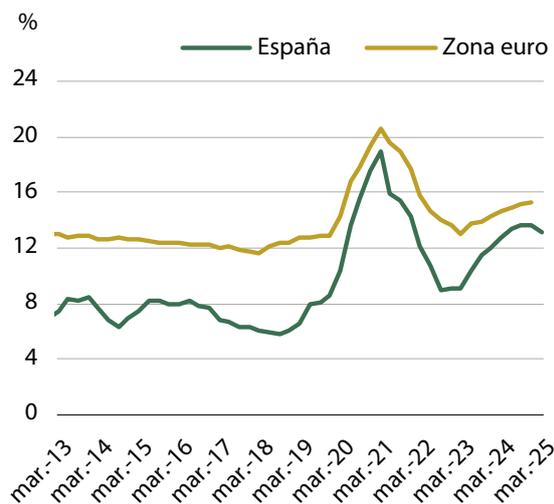
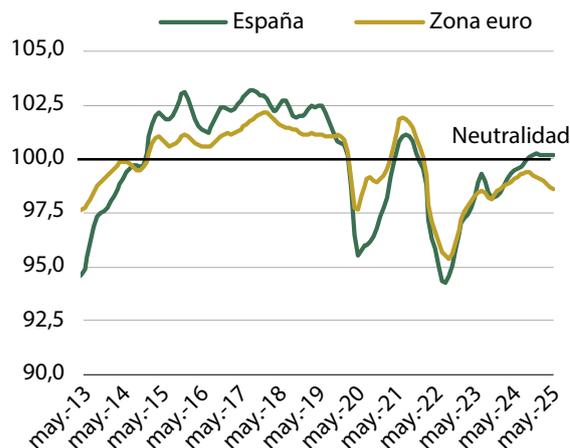


Gráfico A30: Índice de confianza consumidor



Finanzas sostenibles

Gráfico A31: IIC artículos 8 y 9 (número)

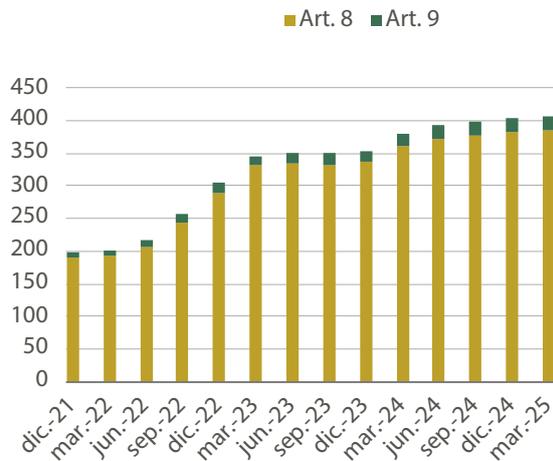
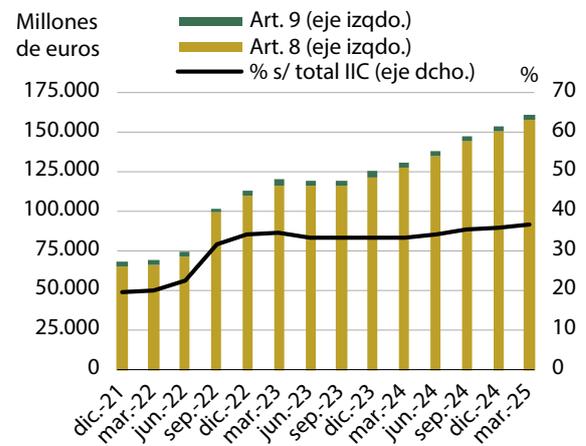


Gráfico A32: IIC artículos 8 y 9 (patrimonio)



Según el Reglamento SFDR.

Gráfico A33: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (tipo)

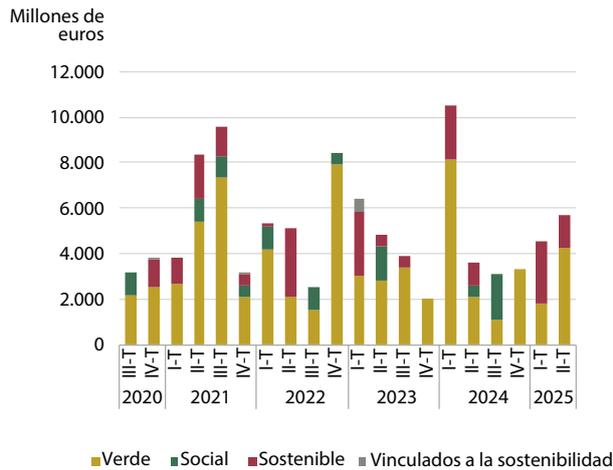


Gráfico A34: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (sector)

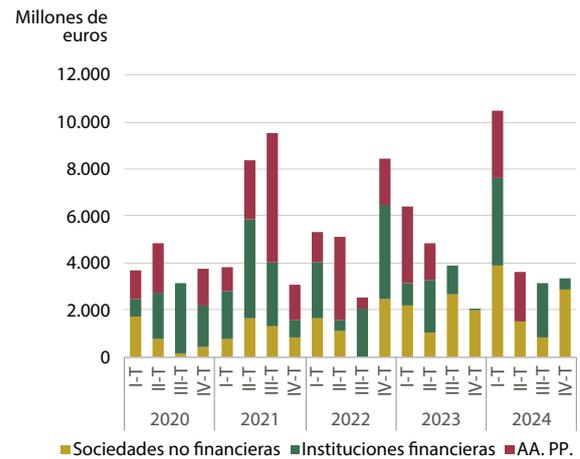


Gráfico A35: Precio carbono (EUR/tn)

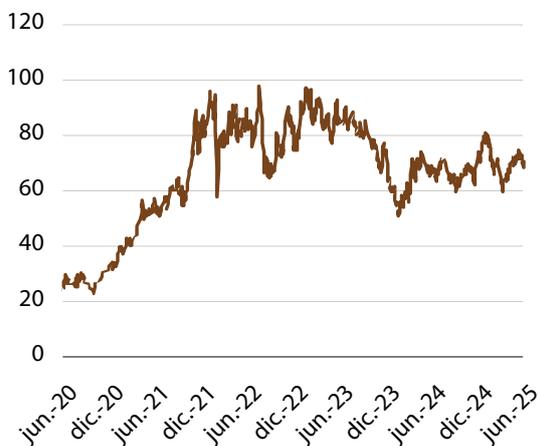
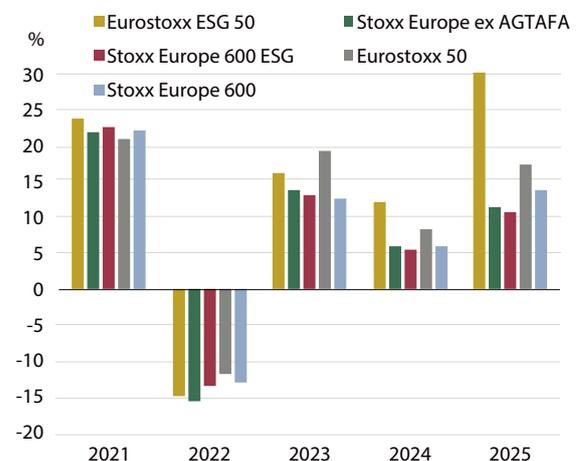
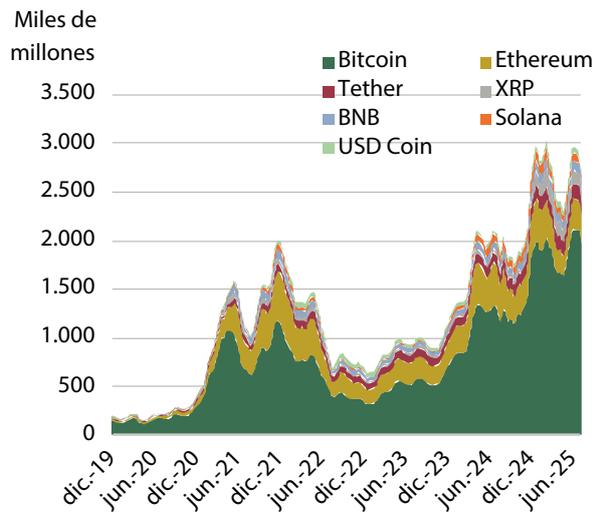


Gráfico A36: Rentabilidad índices de RV europeos ASG



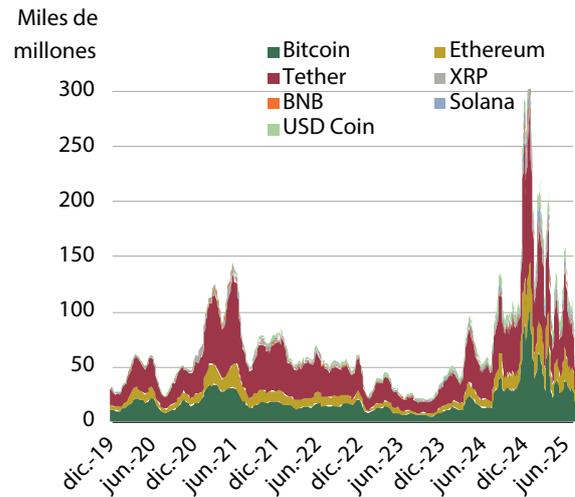
Criptoactivos

Gráfico A37: Capitalización mercado crypto (\$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Gráfico A38: Negociación crypto (\$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Gráfico A39: Precios crypto *non-stable* (\$)

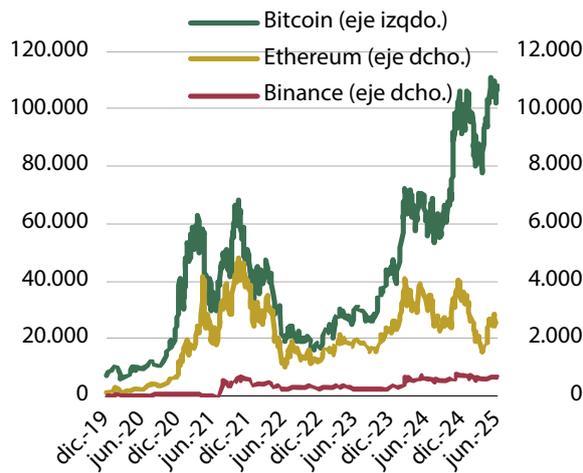


Gráfico A40: Volatilidad del bitcoin

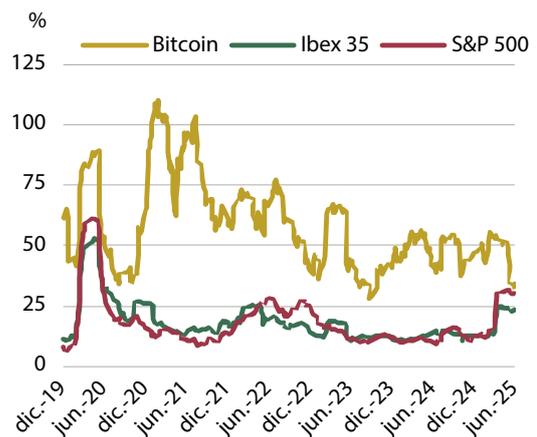
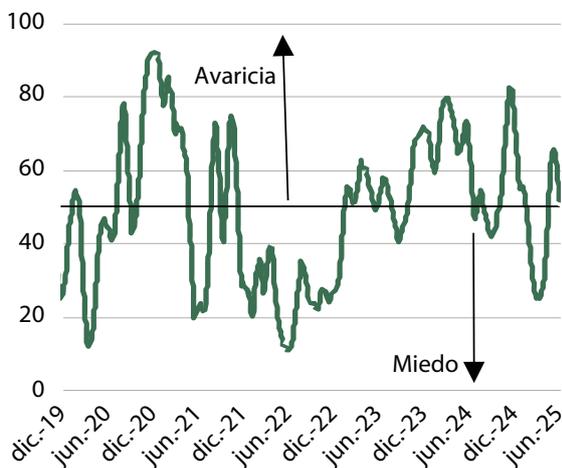


Gráfico A41: Índice de sentimiento sobre bitcoin *greed and fear* (media móvil 1 mes)



Notas explicativas

Fuentes de información: La mayor parte de la información cuantitativa a partir de la cual se elaboran los indicadores que se presentan en los gráficos y en los mapas de color de esta nota se obtiene de Refinitiv Datastream y de Bloomberg. Como excepciones destacan las siguientes: i) los datos sobre IIC se obtienen a partir de la información disponible en la CNMV, ii) la información de emisiones ASG se nutre de información del Banco de España, la CNMV y Dealogic, iii) los indicadores de capitalización y negociación de criptomonedas proceden de CoinMarketCap, y iv) el indicador de sentimiento de *bitcoin* tiene como fuente Kaggle.

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 se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV «Indicadores de estrés de los mercados», disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf.

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 predefinidos y asociar esta posición a un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso incluye 43 indicadores⁴¹, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra

⁴¹ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

en el gráfico 2. Los colores de estos agregados se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que los componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, véase Cambón, M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

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

- **Correlaciones entre clases de activos (gráfico A25).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son 6: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría derivar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que en este contexto sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistémico.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos (gráfico A26).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de 3 meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Países Bajos y Bélgica, y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.

Inversores

- **Índice de confianza de los consumidores (*Consumer Confidence Index, CCI*) (gráfico A30):** El índice es un indicador de las perspectivas de consumo y ahorro de los hogares como resultado de sus respuestas a preguntas relacionadas con su situación financiera esperada, su sentimiento acerca de la situación económica general, el desempleo y la capacidad de ahorro. Un valor por encima de 100 indica un aumento de la confianza de los consumidores en relación con la situación económica futura, por lo que son menos propicios a ahorrar y, en consecuencia, más proclives a aumentar sus gastos en los siguientes 12 meses. Los valores inferiores a 100 indican una actitud pesimista frente a la situación económica que lleva a los consumidores a ahorrar más y consumir menos.

Finanzas sostenibles

- **Rentabilidad índices de RV europeos ASG (gráfico A36).** Los índices de renta variable con características ASG son el índice Eurostoxx 50 ASG y el índice Eurostoxx Europe Sustainability ex AGTAF. El primero se basa en el índice Eurostoxx 50 a partir del cual se aplican determinados criterios de exclusión y, además, se excluye el 10 % de las compañías con el peor *rating* ASG y se sustituye por compañías con *rating* ASG más elevado y del mismo sector. Entre las empresas excluidas están, por ejemplo, aquellas que no cumplen con los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas (*Global Compact Principles*), las que presentan controversias con temas de armas o las que son productoras de tabaco. El segundo índice relacionado con los criterios ASG tiene información de un número variable de compañías de 17 países europeos que excluye de forma explícita aquellas que obtienen ingresos del alcohol (A), el juego (G), el tabaco (T), el armamento (A), las armas de fuego (F) y el entretenimiento para adultos (A).

Criptoactivos

- **Volatilidad histórica del *bitcoin* (gráfico A40):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.
- **Índice de sentimiento sobre *bitcoin* (*greed and fear*⁴²) (gráfico A41):** El índice es una métrica que evalúa las emociones predominantes en el mercado. Se basa en diversos factores como la volatilidad, el volumen de operaciones, el sentimiento en redes sociales y las encuestas. Se mide en una escala de 0 a 100, en la que los valores bajos se interpretan como percepciones excesivamente negativas del mercado (miedo) y los valores altos se interpretan como percepciones excesivamente optimistas (avaricia).

⁴² Kaggle. «[Bitcoin & Fear and Greed](#)».

