



# Nota de estabilidad financiera

Nº 6 Abril 2018





# **Nota de estabilidad financiera**

**Nº 6 Abril 2018**

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

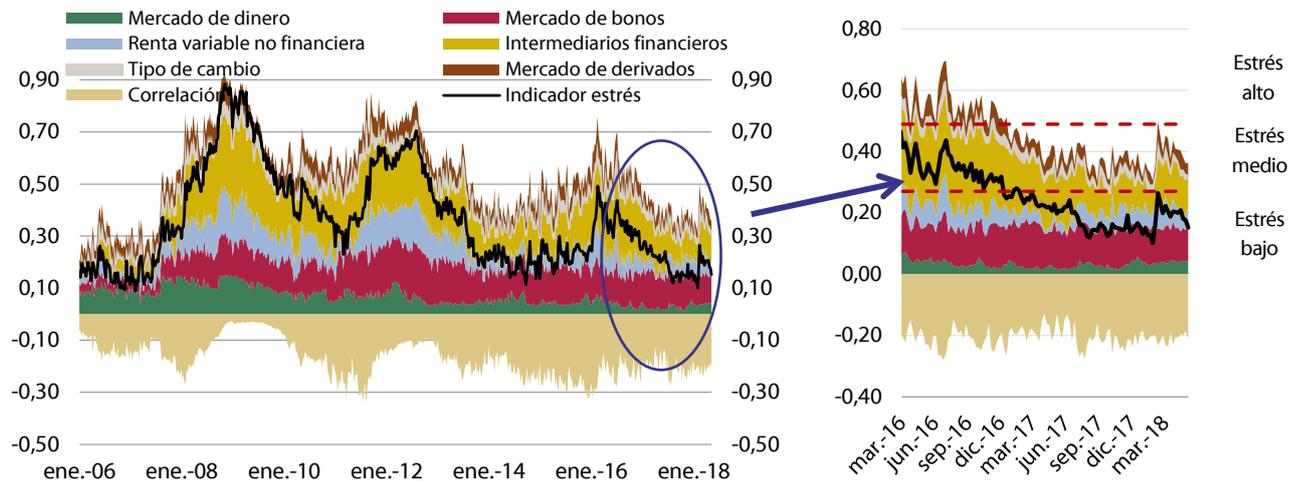
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ El estrés de los mercados financieros españoles, que repuntó en los primeros días de febrero hasta valores que separan el nivel de estrés bajo del nivel medio (0,27), disminuyó con posterioridad hasta valores cercanos a 0,15<sup>1</sup>. El periodo de volatilidad de febrero, originado por un cambio en las expectativas sobre la política monetaria de EE. UU., fue seguido por unas semanas en las que la incertidumbre sobre el alcance de las medidas restrictivas al comercio mundial tomaron un protagonismo mayor. Esta incertidumbre no generó, no obstante, un aumento significativo en el nivel de estrés en los mercados. Por segmentos, únicamente cabe destacar un nivel más elevado de estrés en el mercado de renta fija debido a la pérdida de liquidez de estos activos y al aumento de la volatilidad. De cara al futuro, no se puede descartar que se repitan algunos rebrotes puntuales de volatilidad a la vista de la elevada sensibilidad que los mercados están mostrando respecto a la publicación de datos no anticipados y al elevado grado de interconexión entre ellos.

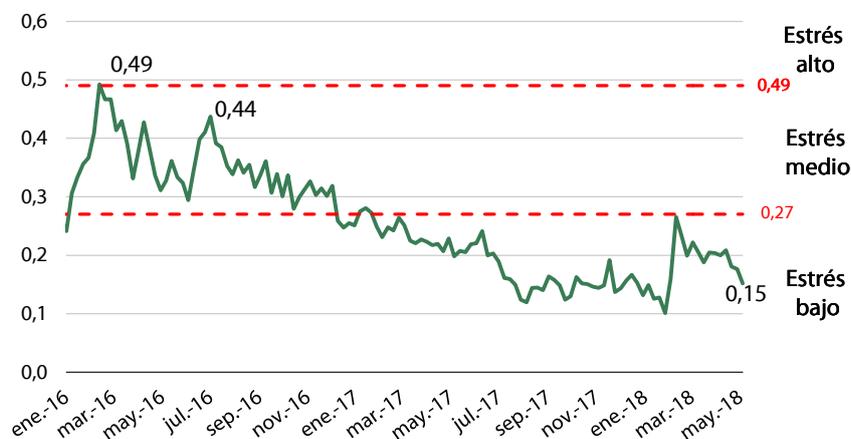
## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

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

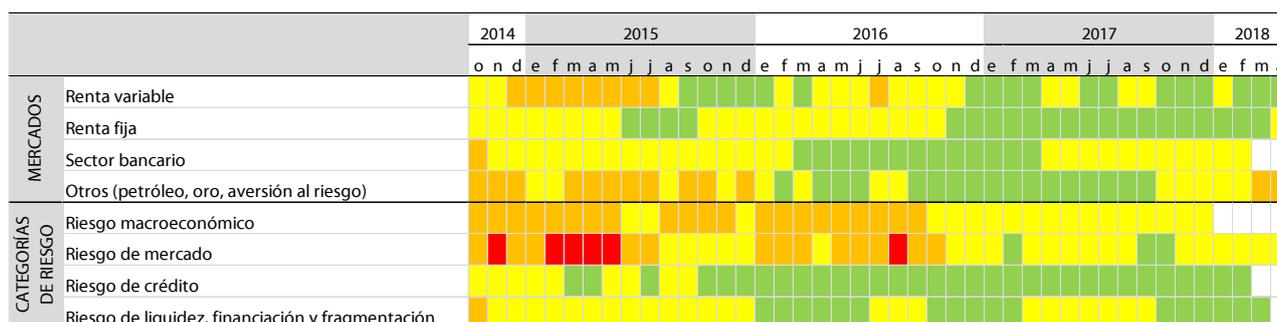


<sup>1</sup> La fecha de cierre de la nota es el 30 de abril, excepto para el indicador de estrés que se presenta con datos hasta el 4 de mayo y algunas informaciones específicas.

- ✓ La evolución macroeconómica en España continúa siendo positiva. Los últimos datos de crecimiento del PIB indican que se ha producido una leve desaceleración, pero la tasa de avance (2,9%) continúa siendo elevada. Este tono favorable ha sido reconocido tanto por el FMI como por la Comisión Europea en sus últimas previsiones, con una revisión al alza de su pronóstico para este año de cuatro y tres décimas respectivamente (hasta el 2,8 y el 2,9%). Este entorno así como la disminución de los gastos financieros permitió que el déficit público se redujera en 2017 hasta el 3,1% del PIB, en línea con el objetivo fijado por el Gobierno. En 2018 continuará el proceso de consolidación fiscal, lo que previsiblemente permitirá a España salir del Procedimiento de Déficit Excesivo si se reduce el déficit por debajo del 3%. Uno de los principales retos de la economía española consiste en reducir el elevado nivel de deuda pública, que lleva varios ejercicios cerca del 100% del PIB.
- ✓ Los mercados financieros españoles se han recuperado de las turbulencias de febrero, cuando la volatilidad registró un repunte temporal hasta el 20%. En el caso de la renta variable, las cotizaciones han conseguido situarse muy cerca de los niveles de principios de año. En los mercados de renta fija cabe destacar las mejoras recibidas en la calificación de la deuda soberana española en 2018, que han impactado significativamente a la baja en la prima de riesgo, alcanzando a principios de abril niveles mínimos no observados desde 2010 (66 p.b.).
- ✓ Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre los mercados financieros son los de mercado y de liquidez, este último en algunos activos de renta fija. Dentro del riesgo de mercado, cabe señalar, en el caso español, la significativa revalorización de las empresas de menor capitalización. En los mercados financieros internacionales destaca, además, el reciente aumento de los precios de algunas *commodities* como el oro o los metales preciosos, que en parte puede responder a un motivo refugio, y también del petróleo. En este contexto, es preciso tomar conciencia de los posibles efectos que una eventual subida de tipos de interés más rápida o acentuada que lo previsto puede tener: (i) sobre los agentes más endeudados, pues sus costes financieros se incrementarían de forma notable, y (ii) sobre los tenedores de activos de renta fija, que experimentarían pérdidas de valor significativas en sus carteras. Ambos efectos son particularmente relevantes en un contexto en el que el endeudamiento de los agentes sigue siendo muy elevado y en el que otros participantes no bancarios están adquiriendo una gran relevancia.

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

GRÁFICO 2



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

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Durante el primer trimestre de 2018, la actividad en España continuó la senda expansiva iniciada en 2014, si bien se observó una leve desaceleración (gráfico 21), con un crecimiento del PIB del 2,9% en términos interanuales (0,7% trimestral). Estos registros se sitúan por encima de los de la zona del euro, cuyo crecimiento fue del 2,5% interanual y el 0,4% trimestral. El empleo siguió creciendo con intensidad (gráfico 23), a tasas ligeramente inferiores al 3%, a pesar de lo cual la tasa de paro<sup>2</sup> experimentó un ligero repunte entre enero y marzo de 2018 hasta alcanzar el 16,74% de la población activa, dos décimas por encima de la de finales de 2017. En términos interanuales, no obstante, esta cifra supone una reducción de dos puntos porcentuales. La inflación, por su parte, se situó en el 1,2% interanual en marzo, una décima más que en febrero, siendo los alimentos frescos y las prendas de vestir los que tuvieron una mayor repercusión al alza en el índice. La tasa subyacente fue también del 1,2%, mientras que en la zona del euro se situó en el 1,0%. Los datos preliminares del mes de abril indican que la inflación se mantiene relativamente estable, situándose la tasa de variación interanual en el 1,1% y la tasa mensual en el 0,8%.
- Las finanzas del sector público cerraron 2017 con una sensible mejora respecto al año anterior, gracias tanto a la recuperación de la economía como a la disminución del gasto por intereses de la deuda, que continuó durante los primeros meses de 2018. De esta forma, el déficit público se situó en el 3,1% del PIB a finales de 2017 (4,5% en 2016), cumpliendo así el objetivo previsto por el gobierno. A su vez, el correspondiente al conjunto de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social se situó en el 0,82% entre enero y febrero del presente año, 0,13 puntos porcentuales por debajo del registrado en el mismo periodo de 2017<sup>3</sup>. Descontando el gasto por intereses, el Estado registró un superávit primario de 1.586 millones de euros en el primer trimestre del año, casi el doble que en el mismo periodo de 2017. Según las previsiones del gobierno en su Plan de Estabilidad 2018-2021, el objetivo de déficit para este año se sitúa en el 2,2%, lo que permitiría a España salir del Procedimiento de Déficit Excesivo (iniciado en 2009) al situarse por debajo del umbral de referencia del 3% del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El reto más relevante para la economía española continúa siendo la necesidad de reducir el nivel de deuda pública, que cerró 2017 en el 98,3 % del PIB (99% en 2016).
- De acuerdo con las previsiones del FMI de abril de este año, continuará la tendencia expansiva a nivel mundial iniciada a mediados de 2016, con un crecimiento del 3,9% (en 2017 fue del 3,8%). En este contexto, las proyecciones para la economía española

<sup>2</sup> Tasa de paro según la EPA.

<sup>3</sup> Esta cifra no incluye el saldo de las Corporaciones Locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras, que en los dos primeros meses del año ascendió a 42 millones de euros. Por subsectores, cabe destacar la disminución, como ya sucedió en 2017, del déficit de la Administración Central, que fue del 0,82% del PIB hasta febrero, un 10,2% menos que en el periodo enero-febrero de 2017, y especialmente de las Comunidades Autónomas, cuyo déficit se contrajo un 59,1% respecto a febrero de 2017. Por su parte, los Fondos de la Seguridad Social registraron un superávit del 0,12% del PIB, similar al registrado los dos primeros meses del año anterior.

son positivas, con un crecimiento esperado del 2,8% en 2018, después de una revisión al alza de cuatro décimas<sup>4</sup>, y del 2,2% en 2019<sup>5</sup>. Estas cifras están por encima de la tasa esperada para la zona del euro, que el FMI sitúa en el 2,4% este año y el 2,0% el próximo. No obstante, y además de la necesidad de reducir el endeudamiento del sector público, la economía española tiene todavía que afrontar algunos retos derivados, por ejemplo, de la alta tasa de paro existente, del proceso de envejecimiento de la población y de la prolongación de la inestabilidad política en Cataluña.

### Contexto de tipos de interés reducidos

- El entorno de tipos de interés continúa en niveles muy reducidos en la zona euro: el tipo oficial del BCE está en el 0% desde marzo de 2016, el Euribor a doce meses está en terreno negativo desde febrero del mismo año y las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo están en mínimos históricos en un buen número de economías<sup>6</sup>. Sin embargo, en EE. UU. las rentabilidades llevan varios meses subiendo, en consonancia con el giro en el tono de la política monetaria adoptado por la Reserva Federal<sup>7</sup>. El BCE, por su parte, no ha dado señales que permitan pensar en un incremento inminente en los tipos de interés, pero se puede deducir que el tono de la política monetaria va a cambiar progresivamente a la vista de la finalización de los programas de compras de deuda desde septiembre<sup>8</sup> y la revitalización del crecimiento de la economía. En este contexto no es descabellado pensar que los tipos de interés están próximos a registrar aumentos en el futuro, que pueden verse afianzados por un incremento adicional de la inflación si persiste el encarecimiento del petróleo<sup>9</sup>. Por tanto, como se comentaba en el resumen de esta nota, cabe plantearse cuáles serían los efectos más relevantes de este incremento, sobre todo si fuera más intenso y abrupto de lo esperado, y si puede considerarse un riesgo para la estabilidad financiera.
- Las consecuencias de un aumento rápido y sustancial de los tipos de interés (o de las primas de riesgo) debido, por ejemplo, a cambios inesperados en la política monetaria o en las previsiones de crecimiento se centrarían, sobre todo, en aquellos agentes más endeudados y también en los inversores en activos de deuda. En relación con el endeudamiento de los agentes, cabe señalar que en España se ha producido una tendencia a la baja del nivel de las deudas de los sectores privados de la economía desde el inicio de la crisis financiera, aunque aún sigue siendo elevado, mientras que el del sector público se ha incrementado de forma significativa. A finales de 2017 la deuda de los hogares españoles sobre la renta disponible<sup>10</sup> se situaba cerca del 100% (130% en 2011), más de cinco puntos porcentuales por encima del registro de la zona euro. En el caso de las sociedades no financieras, el descenso del endeudamiento ha

<sup>4</sup> En el informe del FMI del mes de enero, la previsión para España había sufrido una revisión a la baja de dos décimas como consecuencia, básicamente, de la incertidumbre política e Cataluña.

<sup>5</sup> Estas previsiones están en línea con las realizadas por otros organismos. Así, por ejemplo, el Banco de España ha estimado que el PIB crecerá un 2,7%, mientras que la Comisión Europea ha publicado una cifra del 2,9%.

<sup>6</sup> A 30 de abril, la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años se situaba por debajo del 1% en Alemania, Francia, Holanda, Bélgica e Irlanda y entre el 1% y el 2% en España, Italia y Portugal.

<sup>7</sup> El rendimiento del bono soberano a diez años en EE. UU ha pasado del 2,1% a principios de septiembre del año pasado al 2,9% a finales de abril de 2018.

<sup>8</sup> A partir de esa fecha solo se reinvertirán los importes vencidos.

<sup>9</sup> En los cuatro primeros meses del año el precio del petróleo ha aumentado un 12,4%, hasta situarse por encima de los 75 dólares/barril.

<sup>10</sup> Cuentas Financieras de la zona euro.

sido algo mayor, pasando de niveles cercanos al 170% del PIB en 2011 hasta registros inferiores al 130% en 2017, un valor algo por debajo del registrado en la zona euro. En el caso de la deuda pública, su saldo sobre el PIB pasó desde mínimos históricos del 36% en 2007 hasta niveles ligeramente inferiores al 100% desde 2014<sup>11</sup>. Se puede concluir, por tanto, que el grado de endeudamiento de la economía española sigue siendo relativamente elevado a pesar de los ajustes llevados a cabo durante la crisis, por lo que se puede deducir un cierto grado de vulnerabilidad de algunos agentes ante una hipotética subida de tipos de interés.

- Los cambios en la estructura del sistema financiero en los últimos años, caracterizados por el mayor protagonismo de las entidades que realizan labores de intermediación crediticia basada en mercados (englobadas en los últimos años dentro del *shadow banking*), también son relevantes a la hora de evaluar el impacto de una eventual subida de tipos de interés. En este sentido, cabe destacar, por su volumen, la fuerte expansión de la industria de fondos de inversión españoles, que a finales de 2017 contaba con un patrimonio de 265 mil millones de euros. Además del crecimiento de su activo, también se ha observado durante los últimos trimestres una cierta recomposición del mismo hacia categorías de fondos más arriesgados. De hecho, la importancia relativa de estas categorías<sup>12</sup> sobre el patrimonio total se habría incrementado desde el 48,7% en 2016 hasta el 58,2% en 2017. Este cambio haría algo inferior el previsible impacto directo de la subida de tipos en el activo de los fondos de inversión al haber menos instrumentos de renta fija afectados, si bien el incremento de tipos también puede tener efectos en los mercados de renta variable al hacer más atractiva la opción de invertir en activos de renta fija.
- El sector bancario continúa experimentando dificultades considerables para aumentar sus márgenes en un entorno de tipos tan reducidos y con un elevado, aunque en descenso, volumen de activos improductivos. En España, las condiciones de solvencia del sector son favorables y el dinamismo de la actividad juega a su favor, percibiéndose una cierta mayor laxitud en los criterios de concesión de crédito. Con todo, los retos que afronta el sector son considerables, algunos de ellos relacionados con la necesidad de incrementar su eficiencia y otros de carácter tecnológico (*fintech*).

### Fuentes de incertidumbre política

- En el entorno nacional, la inestabilidad política generada por la crisis institucional en Cataluña, que tuvo un impacto limitado en los mercados financieros en el cuarto trimestre de 2017, se redujo en los primeros meses del año. Esta disminución de los riesgos políticos ha permitido, en parte, que varias agencias de calificación crediticia hayan mejorado el *rating* de la deuda pública española<sup>13</sup> y que varias instituciones

<sup>11</sup> En diciembre de 2017, la deuda pública se situó en el 98,3% del PIB.

<sup>12</sup> Se han considerado los fondos de renta fija mixta, renta variable mixta, renta variable euro, renta variable internacional, fondos globales y retorno absoluto.

<sup>13</sup> Fitch mejoró en enero su calificación de la deuda soberana española desde BBB+ hasta A- con perspectiva estable, mientras que Standard & Poor's lo hizo en la segunda mitad de marzo desde BBB+ hasta A- con perspectiva positiva: Posteriormente, DBRS y Moody's lo hicieron en la primera mitad de abril elevando sus calificaciones desde A baja hasta A con perspectiva estable y desde Baa2 hasta Baa1 con perspectiva estable, respectivamente.

hayan aumentado la previsión de crecimiento de la economía española para 2018<sup>14</sup>. No obstante, los efectos que la situación política en Cataluña pueda tener en los mercados financieros y en la economía real en el medio plazo dependerán de la evolución de los acontecimientos en los próximos meses.

- En Europa, el proceso de negociación relacionado con el *brexit* continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo político para el entorno económico y financiero. En este sentido, el Consejo Europeo<sup>15</sup> expresó recientemente la voluntad de mantener una relación de proximidad con el Reino Unido, si bien recalcó que el acuerdo se debe basar en un equilibrio entre los derechos concedidos y las obligaciones asumidas. En concreto, el Consejo advirtió que la eventual falta de acceso al Mercado Único por parte del Reino Unido tendría consecuencias económicas negativas, particularmente en aquel país. Los detalles del acuerdo que configure la futura relación entre la Unión Europea y el Reino Unido se concretarán en el periodo de transición, que previsiblemente comenzará en marzo de 2019 y terminará en diciembre de 2020. Por su parte, las elecciones que tuvieron lugar en Italia durante el mes de marzo resultaron en un parlamento fragmentado, hecho que dificulta la formación de gobierno. La Comisión Europea, en su informe de previsiones económicas publicado en mayo<sup>16</sup>, advirtió que la incertidumbre política se ha intensificado en este país y que su prolongación podría tener un impacto negativo sobre los mercados financieros y el sentimiento económico.
- Las bolsas internacionales registraron descensos en febrero, mientras que en ese mismo mes el índice de volatilidad VIX alcanzó su máximo en más de dos años, ante la perspectiva de que se pudiese producir una aceleración en el ritmo esperado de normalización de la política monetaria en EE. UU. En este contexto, las medidas proteccionistas anunciadas por el gobierno estadounidense en marzo y abril (a raíz de las cuales se comenzaron a aplicar aranceles del 25% sobre las importaciones de acero y aluminio y se podrían imponer tasas sobre importaciones aeronáuticas y de automoción) junto con las represalias anunciadas por el gobierno chino provocaron correcciones adicionales en los precios de la renta variable internacional y episodios de cierta volatilidad, si bien el impacto fue limitado en términos de magnitud y tiempo. Estas tensiones en las relaciones comerciales, de prolongarse, podrían tener un impacto negativo en la actividad económica global en el medio y largo plazo.
- Finalmente, los riesgos geopolíticos continúan siendo relevantes. Eventos ligados a un aumento de las tensiones entre diferentes potencias, como las que puede generar la retirada de EE. UU. del acuerdo nuclear iraní, o a la posibilidad de que se produzcan ataques terroristas podrían tener un impacto sustancial en los mercados financieros.

---

<sup>14</sup> La Comisión Europea, en el informe publicado en mayo, prevé un crecimiento del PIB en 2018 del 2,9 % (0,3 p.p. más que en la publicación anterior), mientras que la previsión del FMI de abril sitúa el crecimiento del PIB en 2018 en el 2,8% (0,4 p.p. más que en la revisión anterior).

<sup>15</sup> <http://www.consilium.europa.eu/media/33458/23-euco-art50-guidelines.pdf>

<sup>16</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip077\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip077_en.pdf)

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- El Ibex 35, que acumuló retrocesos superiores al 4% en febrero arrastrado por las caídas de Wall Street, recuperó después casi todas las pérdidas y moderó la caída acumulada en el año hasta el 0,6%<sup>17</sup>. Los principales índices internacionales tuvieron un comportamiento mixto, con retrocesos en la mayoría de los mercados de EE. UU. y Asia<sup>18</sup> ante las perspectivas de nuevas subidas de los tipos por la Reserva Federal<sup>19</sup>, a lo que se unieron los temores a una guerra comercial y un repunte de los precios del petróleo. En el caso de Europa<sup>20</sup>, la mayor parte de los mercados recuperaron las pérdidas iniciales ante la perspectiva de que el futuro endurecimiento de la política monetaria del BCE se puede volver a retrasar debido a la ralentización de la actividad en el primer trimestre del año y un entorno de inflación estable. Los avances más cuantiosos correspondieron a las compañías petrolíferas, industriales y de metales y minerales, así como a las empresas de pequeña capitalización con ganancias ligadas al ciclo económico, que se revalorizaron casi un 14%<sup>21</sup>. Por otro lado, los mayores retrocesos fueron para las compañías textiles, que acusan la competencia del *e-commerce* en sus ingresos, así como para las inmobiliarias y los bancos, para los que, a pesar de sus buenos resultados, un hipotético aumento de los tipos de interés incrementaría las incertidumbres de su negocio debido a un ajuste en las valoraciones y un entorno de gastos financieros al alza de sus clientes<sup>22</sup>.
- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyó desde 13,8 a mediados de enero hasta 12,7 en abril (su nivel más bajo de los últimos dos años) debido al crecimiento de los beneficios empresariales y, en menor medida, al retroceso de las cotizaciones (gráfico 4). Por otro lado, las posiciones cortas agregadas comunicadas se mantuvieron a finales de abril por encima del 0,8% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), destacando por su cuantía -como en los últimos trimestres- las posiciones cortas en Día y Técnicas Reunidas, a las que se unió Neinor Homes.
- El principal riesgo de mercado se mantiene en los activos de renta fija como lo han puesto de manifiesto las pérdidas en la deuda soberana de las principales economías de la zona euro cada vez que han tenido lugar aumentos transitorios de los tipos de interés. La perspectiva de que la política monetaria acomodaticia del BCE pueda

<sup>17</sup> Con datos hasta el 30 de abril. En los primeros días de mayo, el Ibex 35 se ha revalorizado significativamente, dejando un avance acumulado en el año del 2,3% (hasta el 11 de mayo).

<sup>18</sup> Hasta el 30 de abril los principales índices presentaron retrocesos, con caídas de los estadounidenses Dow Jones y S&P 500 del 2,2% y el 1%, respectivamente, del mundial MSCI World del 0,8%, así como de los japoneses Nikkei 225 y Topix del 1,3% y el 2,2%, respectivamente. Únicamente presentó avances el estadounidense Nasdaq (2,4%).

<sup>19</sup> La rentabilidad de la deuda a 30 años de EE. UU. se situó por encima del 3% por primera vez desde mayo de 2017.

<sup>20</sup> Los principales índices europeos presentaron signo mixto, con revalorizaciones del índice europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el italiano Mib 30 del 0,9%, el 3,9% y el 9,7%, respectivamente, mientras que el alemán Dax 30 retrocedió un 2,4%.

<sup>21</sup> Este tipo de compañías se revalorizaron un 8,9% y un 31,4% en 2016 y 2017, respectivamente, frente a un retroceso del 2% y un avance del 7,4% del Ibex 35 en los mismos periodos.

<sup>22</sup> En los primeros días de mayo (tras la fecha de cierre de la nota), Argentina solicitó ayuda financiera al FMI en un entorno complejo con fuertes subidas en los tipos de interés e intervenciones en los mercados de cambios que no consiguieron estabilizar los mercados financieros de aquel país. En España, varias empresas de gran tamaño relacionadas con la banca, las telecomunicaciones, la energía, el turismo y la alimentación tienen intereses en Argentina pero muestran cautela pues es demasiado pronto para valorar las consecuencias de un potencial deterioro de la economía latinoamericana.

extenderse en el tiempo<sup>23</sup> ha relajado temporalmente la presión sobre las rentabilidades de la deuda (los repuntes en lo que va de año apenas alcanzan 15 p.b. para las mayores economías), a lo que se ha añadido la menor rentabilidad exigida a la deuda periférica (entre 15 y 25 p.b.) gracias a las mejoras de los ratings<sup>24</sup>. Así, las rentabilidades de los activos de deuda en Alemania y Francia hasta el plazo de 5 años se mantienen en valores negativos o próximos a cero. Por otro lado, la rentabilidad de la deuda corporativa continúa en zona de mínimos gracias a la extensión del programa de compras del BCE<sup>25</sup> al menos hasta septiembre de 2018, así como al buen comportamiento de las primas de riesgo de las compañías originado por el aumento de los beneficios empresariales. A pesar de que a muy corto plazo no se vislumbran alzas significativas de los tipos de interés, cabe plantearse, como se ha indicado en una sección anterior de esta nota, los efectos que podrían tener sobre los agentes más endeudados y los más expuestos a activos de renta fija un eventual incremento de los tipos de interés, especialmente en el caso de los activos de mayor riesgo (cuyas primas podrían aumentar de nuevo) y los complejos poco líquidos. Por otro lado, el volumen de deuda pública española adquirida por el BCE ascendía a 241.601<sup>26</sup> millones de euros a finales de abril.

### Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo de los emisores españoles del sector privado acusaron también la volatilidad de los mercados financieros en febrero, incrementándose de forma leve y transitoria desde los mínimos desde 2008 alcanzados a finales de enero. En abril el promedio de las primas de riesgo de las entidades financieras se situaba en 70 p.b. A priori un escenario de normalización del tono de la política monetaria favorece sus márgenes, pero también implica mayores incertidumbres debido al incremento de los gastos financieros de sus clientes, a los previsibles descensos en la valoración de activos de renta fija en cartera e inmuebles y a un posible aumento de la volatilidad en los mercados. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo de las sociedades no financieras no desciende de 58 p.b. puesto que el escenario de normalización de tipos implicaría un aumento de sus gastos financieros y una disminución del impacto positivo del programa de compras del BCE (gráfico 12). Asimismo, la prima de riesgo del bono soberano (evaluada como la diferencia entre las rentabilidades del bono a diez años en España y Alemania) mejoró de modo significativo como consecuencia de la revisión alza de la calificación de la deuda soberana española por las principales agencias de rating<sup>27</sup>. Este diferencial alcanzó a principios de abril su nivel más bajo desde la crisis de la deuda soberana de 2010 (66 p.b.) y finalizó el mes en valores un poco por encima de este valor (gráfico 11).

<sup>23</sup> El BCE acordó en su reunión de abril que un amplio grado de acomodación de la política monetaria sigue siendo necesario para acompañar la expansión económica y apoyar el alza de la inflación. En enero había confirmado que las compras netas de activos por importe de 30.000 millones de euros mensuales se extenderían hasta el final de septiembre o una fecha posterior si fuese necesario.

<sup>24</sup> En septiembre de 2017, Standard & Poor's mejoró el rating de la deuda soberana de Portugal hasta BBB-, que abandonó, por tanto, la calificación de bono basura, mientras que en abril de 2018 DBRS lo elevó desde BBB baja a BBB estable, situándolo en grado inversión.

<sup>25</sup> Hasta el 30 de abril el BCE había adquirido deuda corporativa europea por importe de 151.851 millones de euros, incluyendo valores de 17 emisores españoles, de los que el 17,85% fue adquirido en el mercado primario.

<sup>26</sup> Esta cifra representa el 27,8% del saldo vivo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

<sup>27</sup> Véase nota a pie de página 12.

- La evolución del saldo vivo del crédito a hogares continuó ralentizando los retrocesos de los meses anteriores, mientras que el crédito a empresas volvió a caer tras la tímida recuperación de finales de 2017. Así, el crédito a los hogares disminuía en marzo un 0,4% en tasa de variación anual (-0,6% en diciembre de 2017), gracias al mantenimiento de la expansión del crédito al consumo (6%), así como a la desaceleración de la caída de los créditos hipotecarios (-2,5%). En el caso de las empresas (-1,4% en marzo), tanto las pymes como las grandes corporaciones han aprovechado la mejora de la actividad económica para desapalancarse, a la vez que las más grandes continúan sustituyendo parte de su financiación bancaria tradicional por emisiones de deuda corporativa. Además, el saldo de préstamos del exterior acumula más de un semestre de descensos.

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

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV hasta abril alcanzaron los 22.071 millones de euros, un 31% menos que en el mismo periodo de 2017, destacando una emisión de bonos de la SAREB por un importe superior a 4.000 millones de euros, una de cédulas hipotecarias por valor de 3.000 millones de euros y dos emisiones de participaciones preferentes destinadas a inversores institucionales por importe total de 1.600 millones de euros. Asimismo, las emisiones de las compañías españolas en el exterior crecieron un 20% en términos anuales en el primer trimestre del año (26.568 millones de euros), destacando los pagarés a corto plazo, que representaron el 47% del total. En los mercados de renta variable, destacaron una OPV y una OPS, ambas de compañías inmobiliarias (Metrovacesa y Azora Altus, respectivamente). La primera tuvo lugar en febrero (por valor de 645 millones de euros) y el folleto de la segunda fue registrado en la CNMV en abril<sup>28</sup> (por un importe esperado de 454 millones de euros).
- En los cuatros primeros meses del año, la contratación media diaria en el mercado continuo cayó un 7,1% interanual, hasta situarse en 2.524 millones de euros, en línea con el promedio de todo 2017 -2.514 millones de euros- (gráfico 17). Por otra parte, la negociación de valores españoles en otros mercados distintos al de origen volvió a crecer de modo significativo en el primer trimestre de 2018, hasta el 38% de la negociación total sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit* más *dark*), su máximo histórico, por encima del 33,3% y 31,7% del último trimestre y el conjunto de 2017, respectivamente.
- En relación con el funcionamiento de los mercados financieros, cabe señalar que la entrada en aplicación de la regulación MiFID II/MIFIR se ha realizado de forma satisfactoria. Uno de los pilares de esta regulación tiene que ver con el aumento de la transparencia en los mercados, que incluye una serie de exenciones (*waivers*) relativas a las órdenes a precios referenciados a otro mercado<sup>29</sup> y a operaciones preacordadas.

<sup>28</sup> Con posterioridad, Azora Altus, en un hecho relevante del día 9 de mayo, indicó su decisión de desistir de la oferta de suscripción de acciones de nueva emisión y, en consecuencia, posponer su proceso de admisión a negociación en las bolsas de valores españolas.

<sup>29</sup> Reguladas en virtud del artículo 4.1) de MiFIR.

Estas exenciones pueden suspenderse temporalmente si se supera alguno de los límites de negociación establecidos (*double volume cap*), de modo que no se dificulte la formación de precios. ESMA publicó el 7 de marzo, el 10 de abril y el 8 de mayo las primeras listas de valores que habrían superado el umbral, por lo que no podrán utilizar tales exenciones (hasta el 12 de septiembre, el 13 de octubre y el 14 de noviembre, respectivamente). Estas listas incluían 16 valores admitidos a negociación en las bolsas españolas<sup>30</sup>. Según algunos estudios preliminares, la negociación de los valores afectados por esta medida podría haber registrado un cierto descenso.

- El indicador de liquidez del Ibx 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantiene en niveles satisfactorios, aunque se deterioró ligeramente en febrero reflejando el alza de la volatilidad de los mercados para volver a mejorar en abril. En el caso del bono soberano a 10 años, su *spread* aumentó ligeramente en marzo y después descendió para finalizar abril en niveles inferiores a la media del último año.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España disminuyen para los préstamos inferiores a un millón de euros (hasta los 7 p.b. en media de los últimos tres meses), su nivel más bajo desde el año 2008, pero aumentan para los préstamos de cuantía superior (hasta los 34 p.b., 28 p.b. en dic-17).

### Riesgo de contagio: amarillo

- El valor mediano de la correlación entre los diferentes tipos de activos financieros españoles se ha mantenido relativamente estable en el primer cuatrimestre del año, tras el aumento observado a finales de 2017, situándose en torno al 0,35 en abril (véase gráfico 31). Este valor continúa por debajo del valor mediano promedio registrado en la última década (0,48). En general, menores niveles de correlación permiten alcanzar un mayor grado de diversificación y reducen las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activo.
- Durante los primeros meses del año, las correlaciones entre la rentabilidad de la deuda española y la del resto de países europeos cayeron drásticamente. Esta divergencia tuvo origen en la disminución del riesgo de crédito percibido del bono soberano español, avalada por la mejora de su *rating* por parte de las principales agencias de calificación crediticia. Así, la rentabilidad del bono español a diez años descendió 41 p.b en el primer trimestre, mientras que la evolución de la rentabilidad de la deuda pública del resto de países *core* fue mucho más estable, de forma que la correlación con este grupo cayó hasta terreno negativo (-0,17) a mediados de marzo. La correlación con la rentabilidad de los bonos de los países periféricos, en cambio, tuvo una caída menor debido al comportamiento más homogéneo de los precios de la deuda pública española y portuguesa (y en menor medida, de la italiana). No obstante, las correlaciones con ambos grupos volvieron a aumentar en el mes de abril hasta alcanzar niveles similares a los del cierre de 2017 (véase gráfico 32).

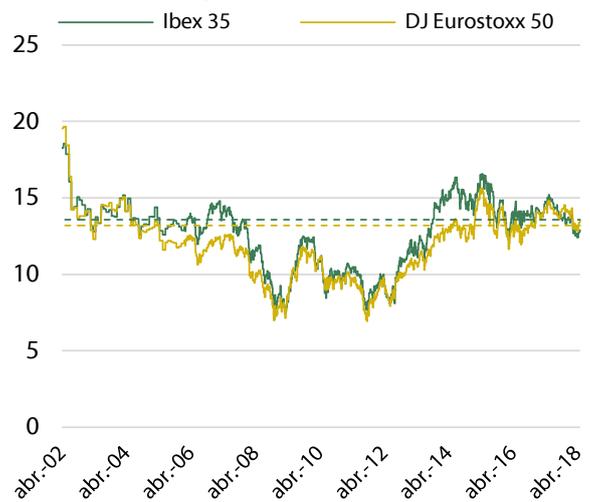
<sup>30</sup> Véase las comunicaciones de la CNMV de 8 de marzo, 11 de abril y 9 de mayo adoptando los acuerdos de ESMA: <http://www.cnmv.es/portal/AIDia/Informacion-Sector.aspx>

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

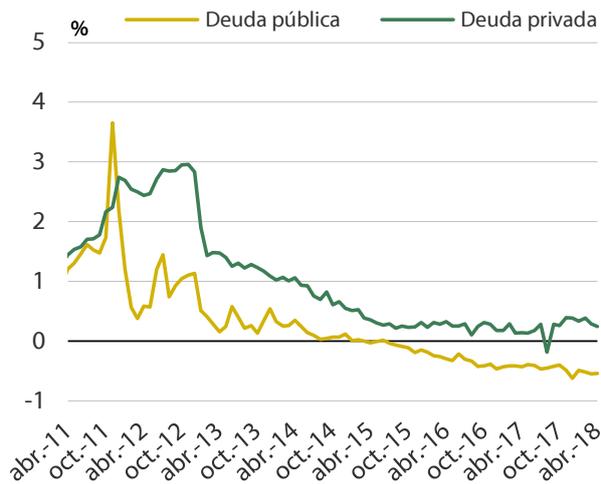
**Gráfico 3: Ventas en corto**



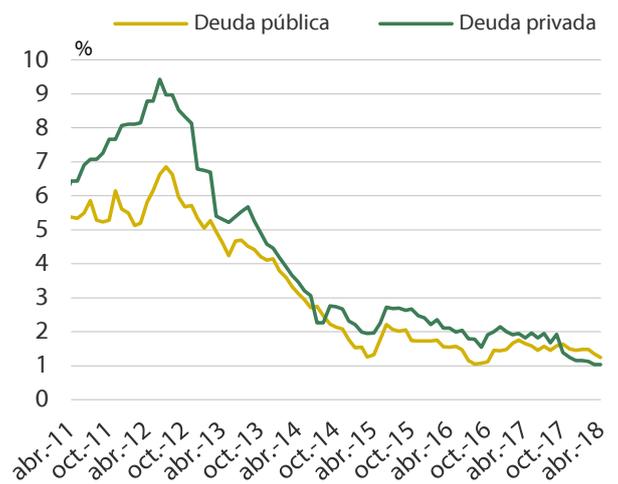
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



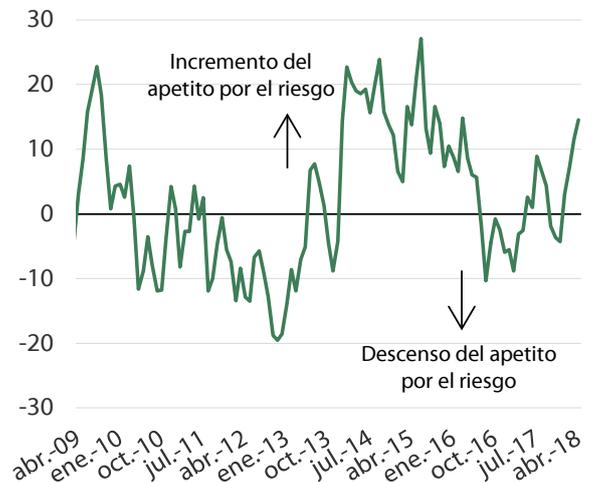
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**

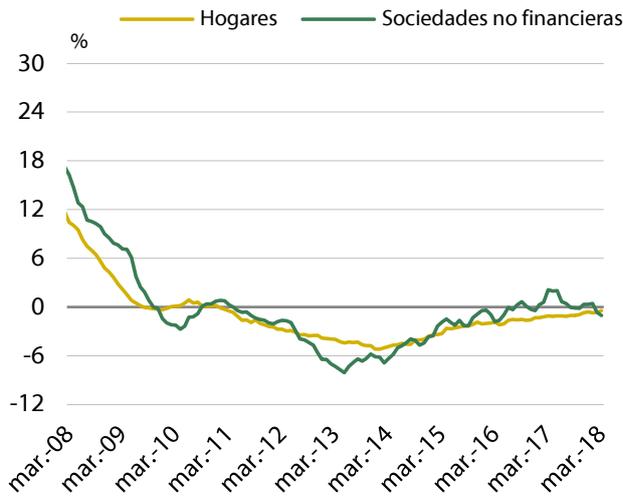


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

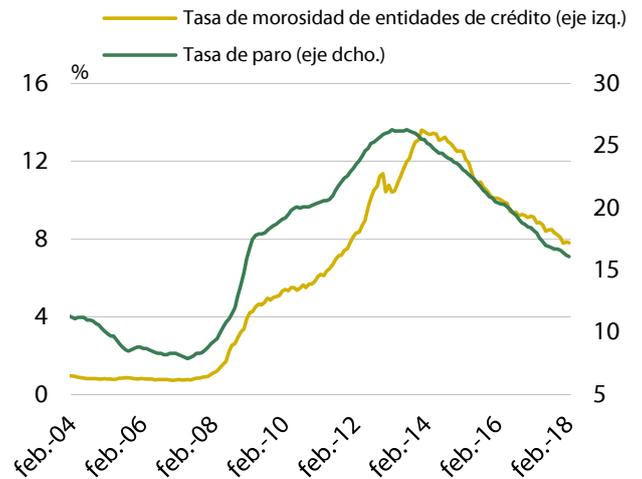


## Riesgo de crédito: nivel verde

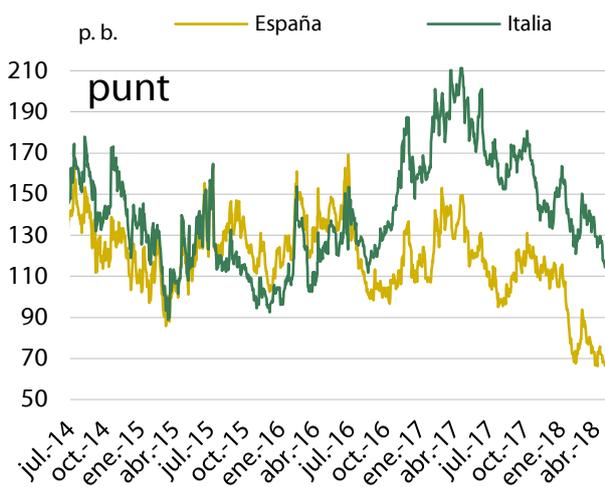
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



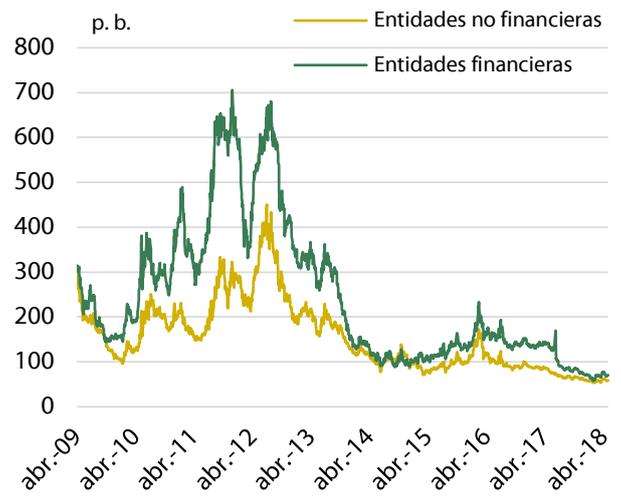
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



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



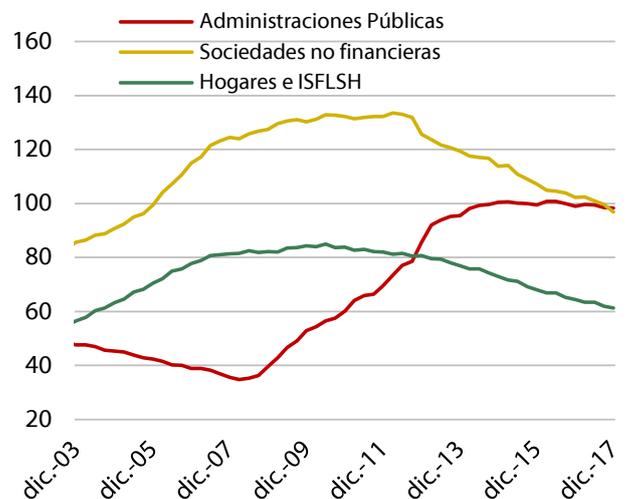
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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



**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



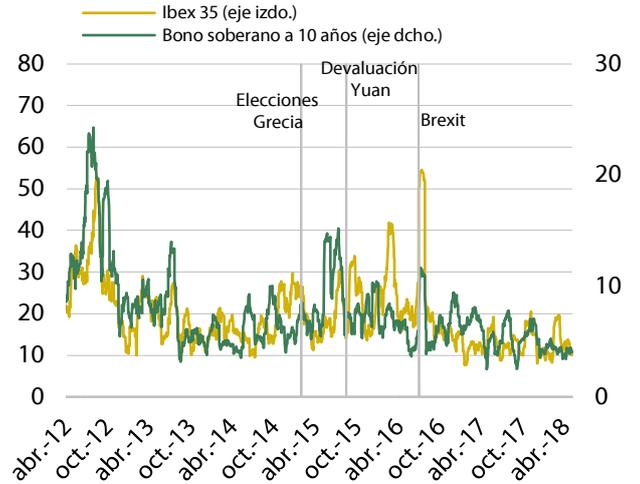
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel verde

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

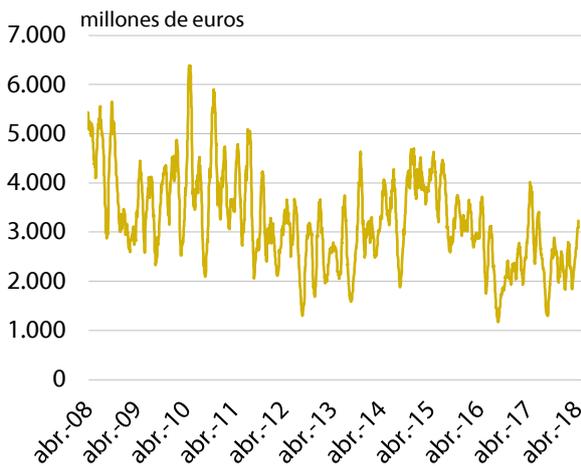


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

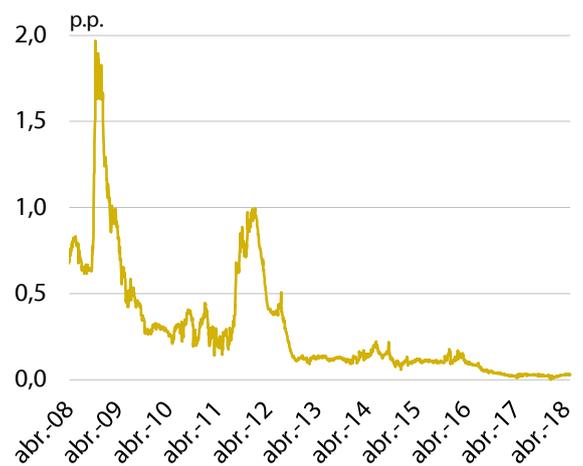
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



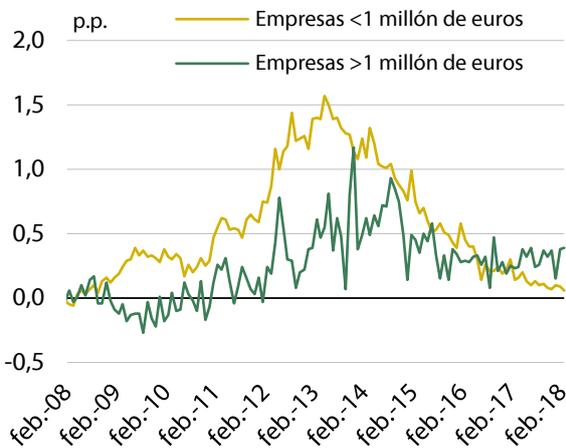
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



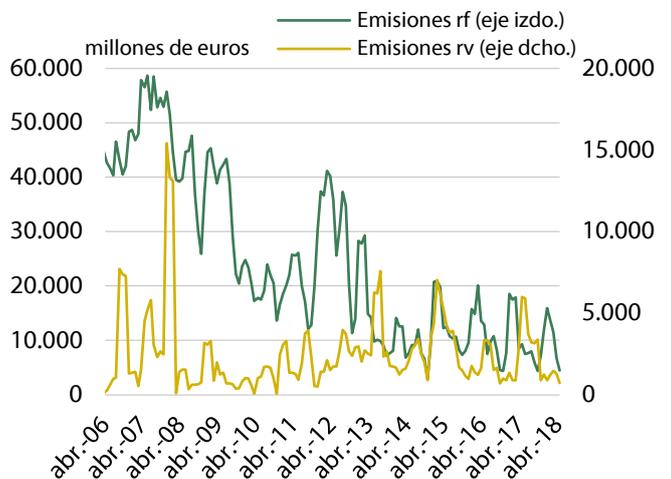
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

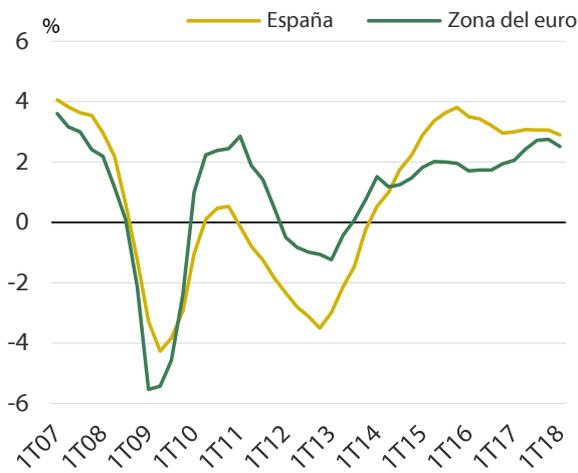


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

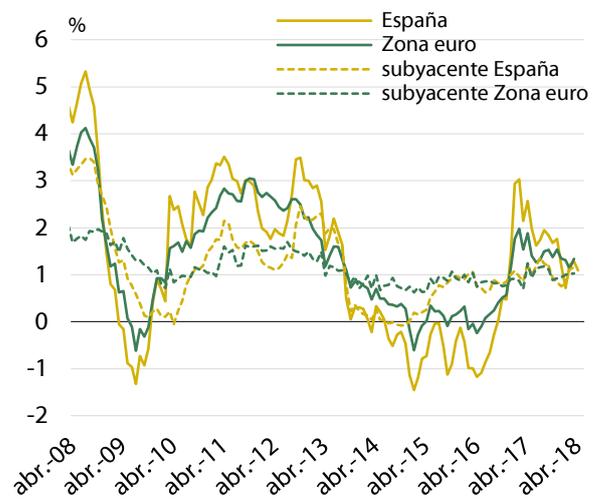


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

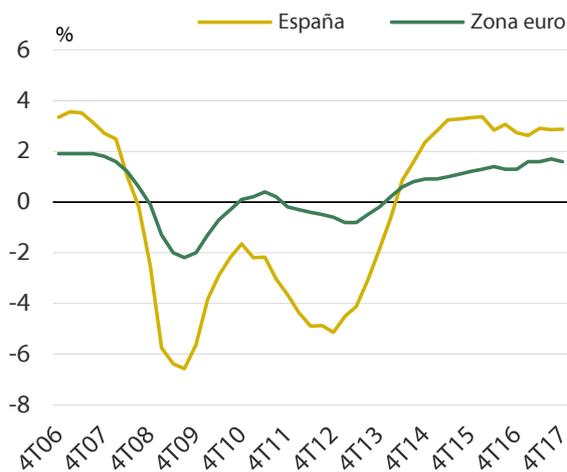
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



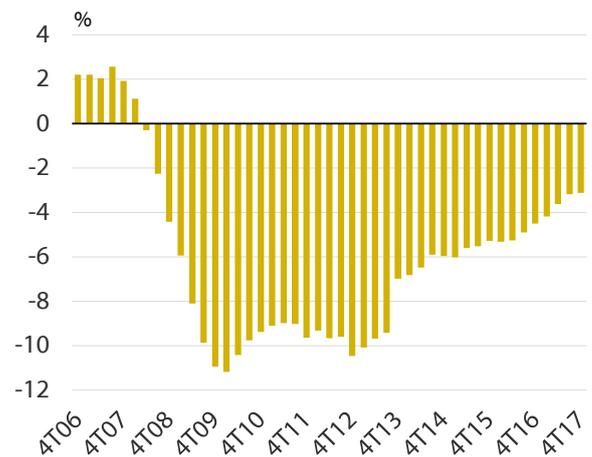
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



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

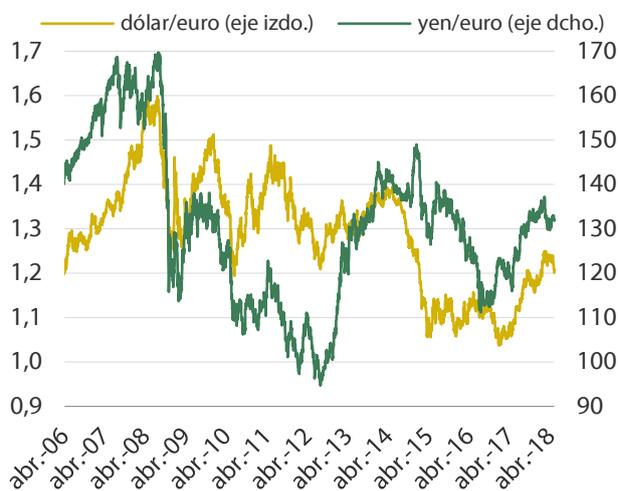


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

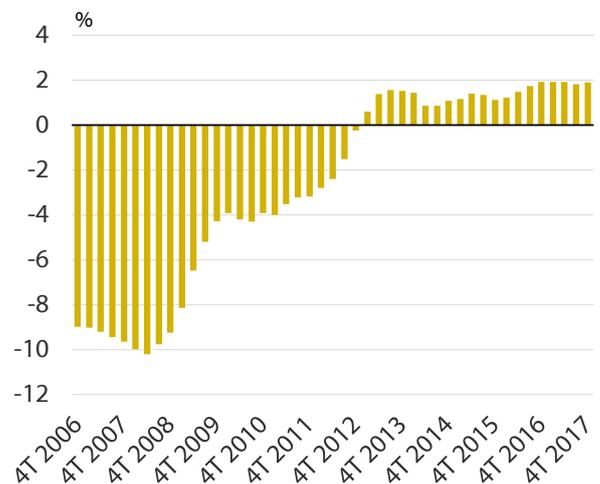


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

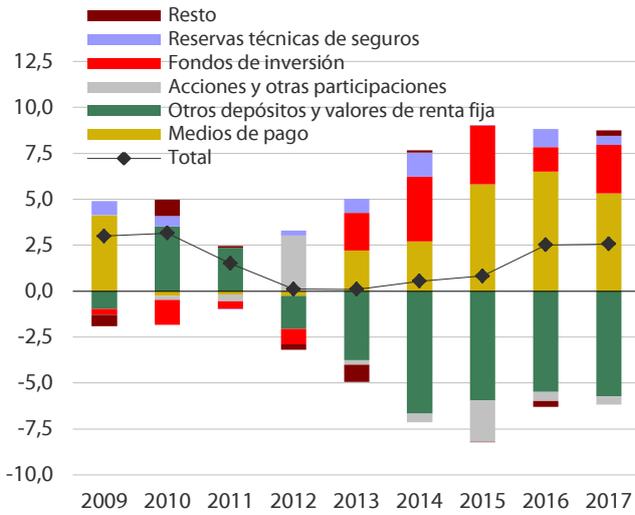


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



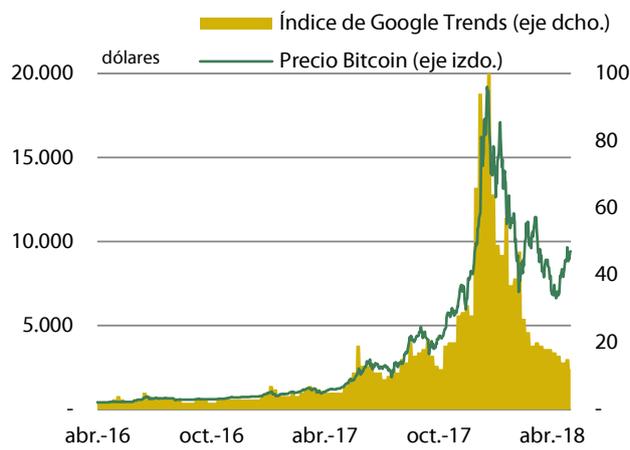
## Inversores

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

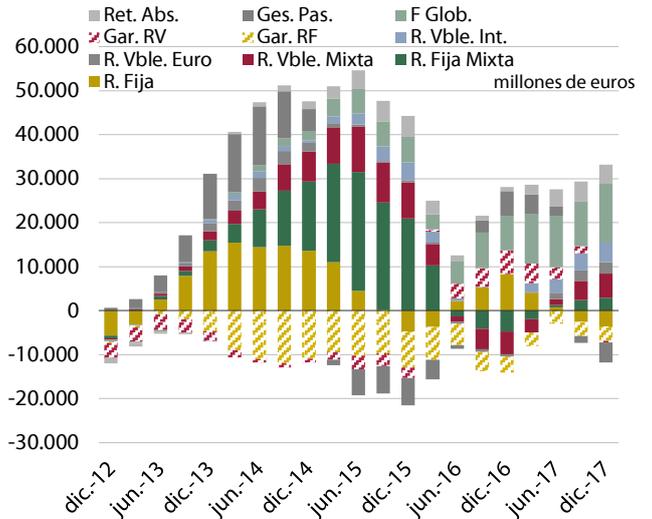


Datos acumulados cuatro trimestres.

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

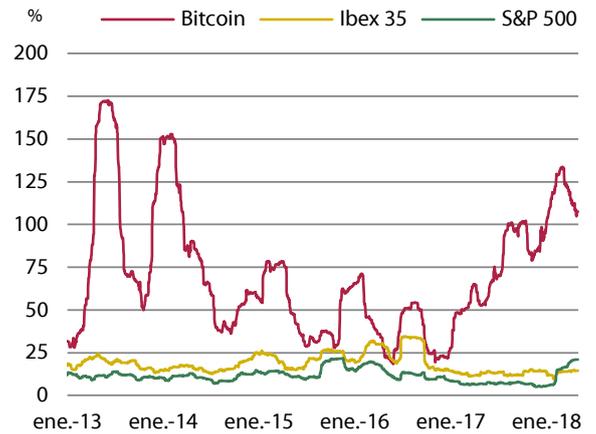


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



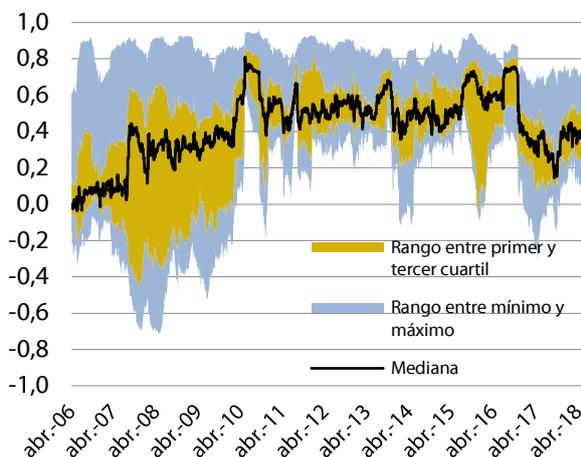
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

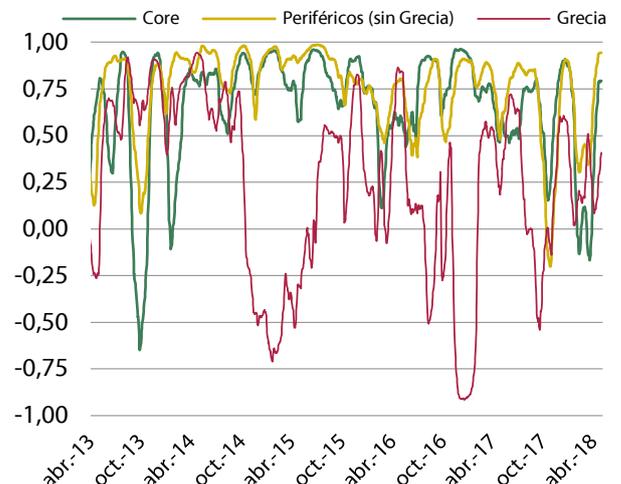


## Riesgo de contagio: amarillo

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



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





## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega obteniéndose una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49 a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona del euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016) A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI). Spanish Review of Financial Economics 14 (January (1)), 23-41 o Documento de Trabajo de la CNMV nº 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y, también, sobre algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, asociando esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 43 indicadores<sup>31</sup>, cinco de los cuales son elaborados por la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario,

<sup>31</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el spread bid-ask del bono de deuda soberano a diez años.

etcétera) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etcétera), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que lo componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general: por ejemplo, en el riesgo macroeconómico, el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que hasta que este no se publica, el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas véase el artículo “Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color”, publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2015.

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

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

**Volatilidad histórica del *bitcoin* (gráfico 30):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.

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

- **Correlación entre clases de activos (gráfico 31).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos (gráfico 32).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de tres meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los países periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.