



Nota de Estabilidad Financiera

Nº 9 Enero 2019



Nota de Estabilidad Financiera

Nº 9 Enero 2019

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

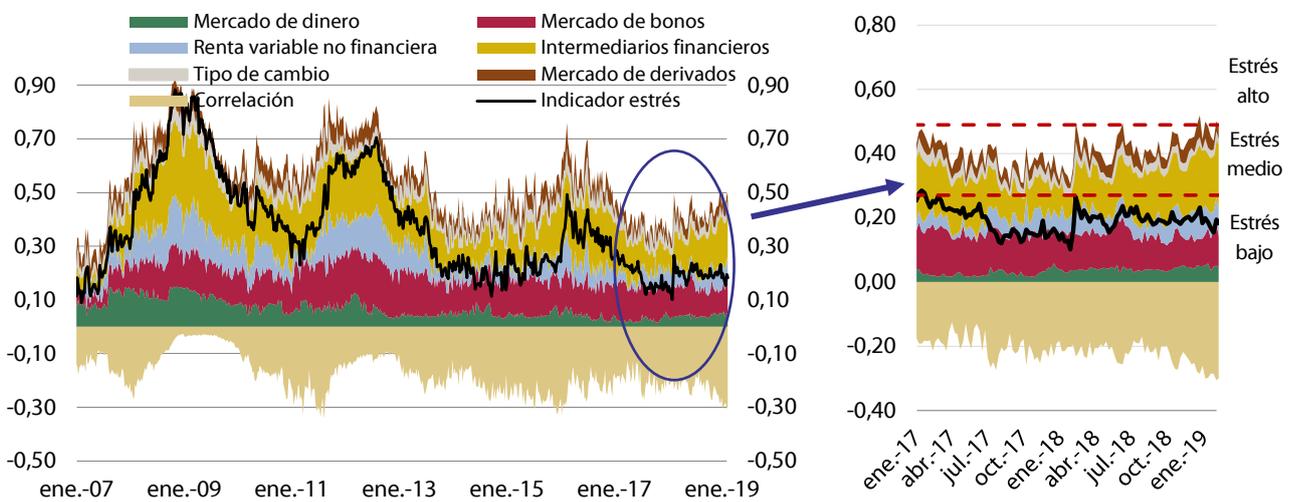
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resumen

- ✓ El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha mantenido en niveles reducidos desde la publicación de la última Nota de Estabilidad (octubre 2018), mostrando solo un leve repunte a finales del año pasado (hasta 0,23) coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en las bolsas. A finales de enero se situaba en 0,19¹, un valor sobre el que ha oscilado prácticamente desde hace un año. Los mayores niveles de estrés se observan en el segmento de intermediarios financieros (compuesto mayoritariamente por bancos) y en el segmento de renta fija. En el sector bancario, la caída prolongada de las cotizaciones originada por varias incertidumbres que pesan sobre el desarrollo del negocio de estas entidades junto con los aumentos puntuales de volatilidad explican el mayor nivel de estrés. Los indicadores de liquidez y de volatilidad son los responsables del incremento en el segmento de renta fija.

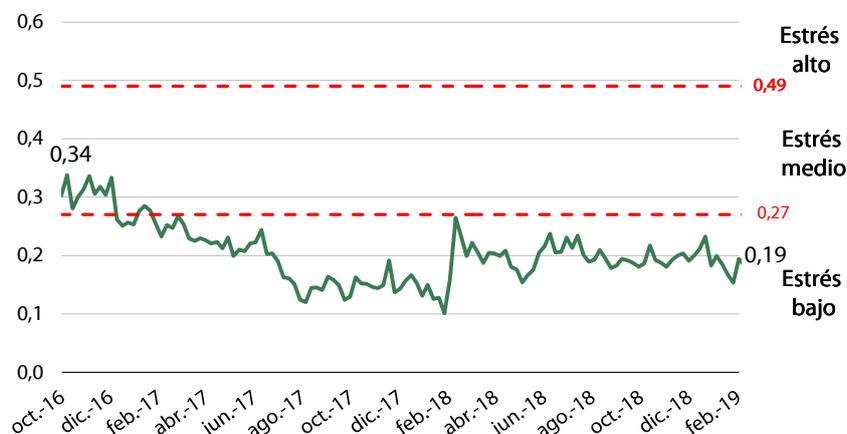
Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

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>).

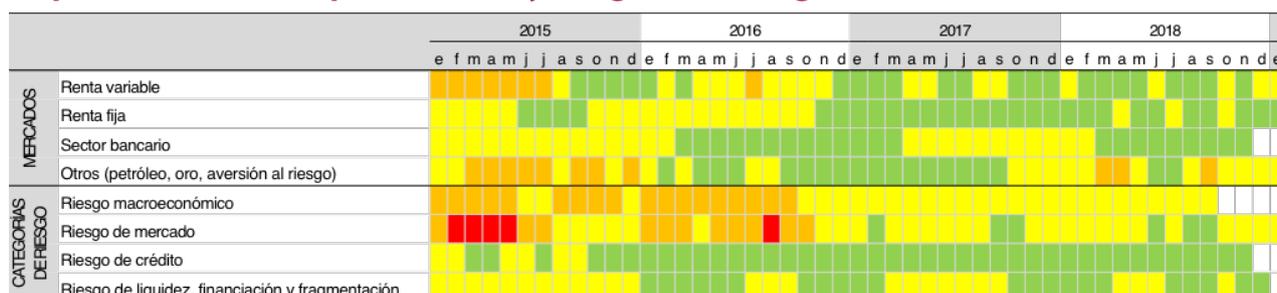


¹ La fecha de cierre de la nota es el 31 de enero, salvo para el indicador de estrés, que incluye información hasta el 1 de febrero y algunas informaciones puntuales.

- ✓ La evolución macroeconómica en España se enmarca en un contexto de desaceleración del crecimiento a escala internacional relacionado con la presencia de algunas fuentes de incertidumbre (desacuerdos en materia de intercambios comerciales, *brexit* o falta de consolidación fiscal en Italia entre otros). En España, esta desaceleración también existe, pero es inferior que la que se está produciendo en la zona del euro. Así, las últimas previsiones del FMI sitúan el crecimiento del PIB en 2019 en el 2,2% (2,5% en 2018), frente al 1,6% en la zona del euro (1,8% en 2018). Los retos más relevantes de la economía española siguen ligados al elevado endeudamiento de algunos sectores, en particular de las AA.PP., al envejecimiento de la población, a las dificultades del sector bancario para elevar su rentabilidad, a la todavía elevada tasa de desempleo y al grado de fragmentación parlamentaria.
- ✓ Los mercados de renta variable españoles han reflejado, como otros mercados de nuestro entorno, las incertidumbres mencionadas, que han pesado más que el relativo buen tono de la actividad económica. La evolución de las cotizaciones fue especialmente desfavorable en el último trimestre de 2018 (el Ibex cedió un 9%), elevando las pérdidas anuales del principal índice hasta el 15%. En enero se produjo una recuperación significativa de los precios de las acciones (6,1%), que en algunos casos se situaban en niveles atractivos tras las fuertes pérdidas de 2018. Sin embargo, el mercado sigue mostrando una elevada sensibilidad a la aparición de informaciones no alineadas con las expectativas de los analistas. En términos sectoriales, las entidades bancarias son las que atraviesan por un momento más complejo dada la variedad de factores que afectan (o pueden afectar) al desarrollo de su negocio.
- ✓ El previsible mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos a corto plazo en la zona euro, lo que modifica la expectativa de crecimiento de los tipos existente hasta fechas recientes, puede tener efectos en cierta medida contradictorios: por una parte, reduce el riesgo de incremento de los costes financieros pero preserva los incentivos a endeudarse en una economía que presenta unas tasas de deuda elevadas (aunque en descenso) y, por otro lado, si bien mitiga la probabilidad de pérdidas de valor de los activos de renta fija, incentiva a adquirir activos más arriesgados (*search for yield*). Así, el riesgo de mercado de los activos de deuda se ha atenuado levemente, pero sigue siendo elevado en algunos segmentos, sobre todo en los activos de mayor riesgo (*high yield*). Un deterioro adicional del entorno económico podría traducirse con cierta rapidez en un repunte de las primas de riesgo de crédito de estos activos.

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo

GRÁFICO 2



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

Fuentes de riesgo

Entorno macroeconómico

- Durante el último trimestre de 2018, el PIB de la economía española continuó creciendo a buen ritmo al registrar un avance del 0,7% en tasa trimestral (una décima más que en el trimestre anterior) y del 2,4% en tasa anual (la misma cifra que en el tercer trimestre). Estos registros siguen siendo superiores a los de la zona euro, con un crecimiento en el cuarto trimestre del 0,2% (trimestral) y del 1,2% (anual) (gráfico 21). En este contexto, el empleo siguió aumentando a tasas próximas al 2,5% (gráfico 23), lo que permitió un descenso de la tasa de paro² hasta el 14,5% en el cuarto trimestre (16,6% un año antes). No obstante, los datos preliminares de enero reflejan cierto empeoramiento de la situación, con 200 mil cotizantes menos en la Seguridad Social. La inflación, por su parte, ha ido reduciéndose progresivamente desde octubre, cerrando el año en el 1,2%, cinco décimas menos que en noviembre, debido principalmente a la moderación de la tasa de variación anual de los precios del transporte (del 3,2% en noviembre al 0,2% en diciembre), como consecuencia de la caída del precio de los carburantes (gráfico 22). La tasa subyacente, en cambio, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), se mantuvo en el 0,9% (1,0% en la zona euro). Los datos preliminares del mes de enero parecen indicar que la inflación en España siguió reduciéndose, con un aumento estimado de los precios en términos interanuales del 1,0%.
- Los últimos datos correspondientes a las finanzas del sector público indican que se mantiene la reducción paulatina del déficit. Así, entre enero y noviembre, el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas excluidas las Corporaciones Locales se situó en el 1,5% del PIB, seis décimas menos que en el mismo periodo de 2017. Para el conjunto del ejercicio 2018, se estima que el déficit podría situarse en torno al 2,6%-2,7% del PIB (3,1% en 2017), compatible, por tanto, con la salida de España del procedimiento de déficit excesivo. Por su parte, la deuda pública se situó a finales del tercer trimestre de 2018 en el 98,3% del PIB, una cifra muy parecida a la que se observa desde hace tres años³. De cara a este ejercicio, se espera que prosiga la disminución del déficit, pero algunas estimaciones lo sitúan algo por encima del 2% del PIB, excediendo tanto los objetivos oficiales como los del Plan Presupuestario. También disminuirá la ratio de deuda pública, pero de forma muy gradual⁴.
- Según las últimas previsiones del FMI, la economía mundial seguirá creciendo con cierta intensidad en los próximos dos años, aunque las previsiones de expansión se han corregido a la baja y se espera que esta sea menos sincronizada entre países. En particular se estima que el crecimiento a nivel global será del 3,5% y del 3,6% en 2019 y 2020 respectivamente, dos y una décima menos de lo previsto en octubre. Por países, cabe destacar la revisión a la baja sobre el crecimiento esperado en algunas economías de la zona euro como Alemania, con una corrección a la baja de 6 décimas hasta el

²Tasa de paro según la EPA.

³La deuda pública finalizó 2015, 2016 y 2017 en el 99,3%, el 99% y el 98,1% del PIB respectivamente.

⁴Según los pronósticos del Banco de España, esta ratio se reduciría hasta el 95% del PIB en 2021.

1,3%, o Italia con cuatro décimas menos hasta el 0,6%. En la primera gran economía europea, la revisión es consecuencia de la introducción del procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, *Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedure*⁵) que habría afectado de forma importante a la industria automovilística (aunque su efecto se prevé transitorio) y de las restricciones a los intercambios comerciales. En Italia la revisión se explica en mayor medida por el aumento de los riesgos financieros domésticos. En el caso de España, el FMI ha mantenido sus previsiones de crecimiento en el 2,2% para 2019 y el 1,9% para 2020. Estos pronósticos son similares a las de las últimas proyecciones de otros organismos como el Banco de España o la Comisión Europea⁶.

- El escenario económico internacional sigue rodeado de numerosas incertidumbres entre las que destacan las medidas restrictivas sobre el comercio mundial, los efectos del giro de la política monetaria en las economías avanzadas, que puede tener un impacto relevante en los flujos de capital sobre las economías emergentes, las dudas sobre el acuerdo final del *brexit* o el grado de consolidación fiscal en Italia. En España, además, ha de mencionarse como factor de incertidumbre a corto plazo la situación política, caracterizada por la elevada fragmentación parlamentaria, y, más a medio plazo, cabe destacar como riesgos importantes el mantenimiento de elevadas, aunque en descenso, tasas de endeudamiento en la economía, la elevada tasa de desempleo, la necesidad de avanzar en el proceso de consolidación fiscal y la de afrontar los retos derivados del envejecimiento de la población.

Contexto de tipos de interés reducidos

- A pesar de que el BCE había señalado en su reunión de diciembre su compromiso de mantener sin variaciones los tipos de interés al menos hasta pasado el verano de 2019 y que su política monetaria continuaría siendo acomodaticia en el tiempo⁷, los agentes económicos e inversores esperaron durante algún tiempo alguna señal adicional de normalización de la política monetaria. Estas expectativas desaparecieron en enero tras la confirmación por el BCE de que la evolución del crecimiento económico era más débil de lo esperado, en un contexto de contención de la inflación⁸. En paralelo, los agentes también relajaron sus expectativas sobre el ritmo de endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal⁹ a la vista de las declaraciones efectuadas por la propia institución. Los datos de crecimiento e inflación conocidos en la zona euro así

⁵ Véase <https://www.boe.es/doue/2017/175/L00001-00643.pdf>
http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-18-3646_en.htm

⁶ En el caso del Banco de España las previsiones de crecimiento del PIB español para 2019 y 2020 son las mismas que las del FMI, mientras que la Comisión Europea estima un crecimiento del 2,1% para 2019 y del 1,9% en 2020, en ambos casos una décima por debajo de su previsión anterior. Las previsiones de la Comisión Europea fueron publicadas a principios de febrero.

⁷ El BCE confirmó en diciembre la finalización de su programa de compras de deuda, pero indicó que los importes de los vencimientos de los activos adquiridos bajo el programa serían reinvertidos a su vencimiento durante un periodo prologado una vez que se iniciase el proceso de subidas de los tipos de interés. Además, el BCE anunció que realizará encuestas a los bancos sobre sus expectativas de política monetaria antes de adoptar decisiones sobre la misma. La primera encuesta se efectuará de cara a la reunión de abril hasta realizar un total 8 encuestas durante 2019, en línea con el calendario de reuniones de política monetaria del banco central.

⁸ La inflación de la zona euro cayó hasta el 1,6% en diciembre de 2018, su nivel más bajo desde el mes de abril. Los datos preliminares de enero de 2019 la sitúan en el 1,4%.

⁹ La Reserva Federal dio indicaciones de un ritmo más gradual en el proceso de subida de tipos de interés en 2019 y 2020.

como las perspectivas¹⁰ sobre su evolución en los próximos meses corroboran estas estimaciones, por lo que es razonable pensar que los tipos de interés se mantendrán en los niveles actuales por un tiempo prolongado. De confirmarse esta expectativa podrían mantenerse y, en algunos casos, intensificarse algunas de las tendencias observadas en el pasado: (i) aumento de los incentivos a endeudarse –en una economía que presenta tasas de deuda elevadas-, (ii) mayor propensión de los inversores a adquirir activos más arriesgados, de rentabilidad esperada superior (*search for yield*) y (iii) dificultades del sector bancario para elevar su rentabilidad.

- En relación con las decisiones financieras de los hogares, los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al tercer trimestre de 2018 muestran una prolongación de las grandes tendencias iniciadas en 2013: disminuye la inversión en depósitos a plazo y en renta fija debido a su baja rentabilidad, aunque con menos fuerza que en años precedentes (un 3,5% del PIB¹¹ frente al 6,3% de 2017), y se invierte en los activos más líquidos¹² (4,2% del PIB) y en fondos de inversión (1,8% del PIB). Es importante señalar que en el ámbito de los fondos de inversión los partícipes han estado mostrando una preferencia muy marcada por las categorías de mayor riesgo: con la información acumulada en los cuatro últimos trimestres hasta septiembre de 2018 se observa que las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe cercano a los 8.400 millones de euros, mientras que las categorías de riesgo mayor recibieron un volumen significativo de recursos, especialmente los fondos globales (más de 13 mil millones de euros). También los fondos de renta variable internacional y renta variable mixta experimentaron importantes suscripciones, con unas cifras superiores a los cuatro mil millones de euros.
- En el tramo final del año los descensos de precios en los mercados financieros (sobre todo en renta variable) dieron lugar a una reducción del patrimonio de estas instituciones que se explica fundamentalmente por la pérdida de valor de los activos en cartera. Se observó un cierto aumento de la aversión al riesgo por parte de los partícipes, que realizaron en estos meses importantes suscripciones en fondos garantizados de renta variable y reembolsos en los de retorno absoluto. Con la información disponible hasta el momento, es difícil pronosticar si esta aversión al riesgo se mantendrá en el tiempo. En principio, el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos seguirá incentivando la búsqueda de activos más arriesgados, aunque no se pueden descartar reversiones temporales de esta tendencia si se producen nuevos episodios de volatilidad en los mercados. También hay que tener presente que el sector de la inversión colectiva se enfrenta a un ejercicio complejo en el que serán de aplicación plena las reglas emanadas de MiFID II, lo que afectará al modelo de distribución de estos productos, que son muy populares entre los inversores minoristas españoles.

¹⁰ El FMI actualizó en enero su informe de Perspectivas para la Economía Mundial rebajando las previsiones de crecimiento para la zona euro hasta el 1,8% en 2018, el 1,6% en 2019 (3 décimas menos de lo proyectado en octubre) y el 1,7% en 2020, con revisiones a la baja de las tasas de crecimiento de Alemania, Francia e Italia (véase epígrafe anterior).

¹¹ Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercero de 2018.

¹² Efectivo y depósitos a la vista.

- El sector bancario sigue enfrentándose a un entorno complejo, condicionado por los bajos tipos de interés que presionan a la baja sus márgenes y su rentabilidad. Además, algunas entidades mantienen todavía un volumen destacado de activos improductivos y siguen acusando los riesgos de algunos mercados emergentes y la exposición de sus carteras a la deuda italiana. A pesar de ello, la información de las cuentas de resultados del segundo semestre mostró una evolución positiva en el conjunto del sector gracias a la aportación de las filiales en el exterior, la contención de gastos y la disminución de las dotaciones y de las pérdidas por el deterioro de los activos. El grado de solvencia del sector es favorable, pero se sigue incidiendo en la necesidad de que las entidades continúen reforzando su nivel de capital. Los mayores riesgos a los que se enfrenta el sector están relacionados con la ralentización de la actividad económica, lo que podría afectar a su negocio y a la tasa de morosidad, y con la prolongación del contexto de tipos de interés bajos. También afrontan otros riesgos de carácter reputacional, algunas incertidumbres de tipo regulatorio y la creciente competencia de nuevos operadores de corte tecnológico (*fintech* e *insurtech*).

Fuentes de incertidumbre política

- Las medidas arancelarias adoptadas por la Administración estadounidense en 2018 y las consiguientes represalias por parte de China acabaron repercutiendo negativamente en los mercados internacionales de renta variable, que finalizaron el ejercicio con pérdidas abultadas, influidos también por los indicios de una desaceleración notable del crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, tras haber activado aranceles del 25% y el 10% en importaciones procedentes de China por valor de 50 y 200 mil millones de dólares, respectivamente, Estados Unidos retrasó en diciembre el incremento adicional de aranceles que había anunciado para comienzo de 2019 (un aumento del 10% al 25% en las importaciones de China por valor de 200 mil millones de dólares) hasta marzo, con el objetivo de negociar un acuerdo comercial con China. En adelante no se puede descartar una escalada en la adopción de políticas proteccionistas que pudiese tener un efecto negativo en los mercados financieros.
- En Europa, el *brexit* continúa siendo una de las principales fuentes de riesgo político para el escenario económico y financiero. Después de que el Parlamento británico rechazara en enero el acuerdo negociado en los últimos meses entre el Reino Unido (RU) y la Unión Europea (UE) y a pocas semanas de la fecha de salida programada, la incertidumbre en torno al eventual resultado del proceso de negociaciones y la futura relación que existirá entre el RU y la UE se ha intensificado, aumentando la probabilidad de que acabe produciéndose un *brexit* sin acuerdo.
- Por su parte, las preocupaciones en torno al impacto de las políticas fiscales propuestas por el Gobierno italiano sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en ese país continuaron reflejándose en la cotización del bono soberano italiano durante el mes de noviembre, cuando su rentabilidad se situó por encima del 3,6% y la prima de riesgo soberano respecto al bono alemán alcanzó los 327 p.b. (máximos desde 2013) Sin embargo, los tipos de interés de la deuda pública italiana se redujeron en diciembre, tras

el anuncio de las modificaciones que el Gobierno italiano introdujo a su plan presupuestario para 2019. Las enmiendas recibieron la aprobación de la Comisión Europea y evitaron la activación del protocolo de déficit excesivo.

- En el plano nacional, el actual escenario de fragmentación parlamentaria y las tensiones políticas en Cataluña siguen siendo factores de incertidumbre.

Categorías de riesgo

Riesgo de mercado: amarillo

- En 2018, los mercados internacionales de renta variable se vieron afectados por varias fuentes de incertidumbre que se intensificaron en la última parte del año, dando lugar a importantes caídas en las cotizaciones. Entre estas incertidumbres destacaron, como se ha mencionado en un epígrafe anterior, las dudas relacionadas con las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, el endurecimiento de la política monetaria en EE.UU. y sus consecuencias sobre algunas economías emergentes, el grado de sostenibilidad de las finanzas públicas de algunas economías europeas, la resolución del *brexit* y, a final de año, el temor a una ralentización del crecimiento mundial más intensa de lo previsto. En las primeras semanas de este año, los mercados de renta variable recuperaron buena parte de las pérdidas registradas en el ejercicio anterior (en algunos casos todas las pérdidas) tras conocerse la posición del BCE¹³ y de la Reserva Federal, más predispuestos a retrasar -en el primer caso- y a hacer más gradual -en el segundo- las subidas de tipos de interés en el actual contexto de desaceleración. También influyó el hecho de que, tras las pérdidas de 2018, muchas compañías mostraban cotizaciones atractivas para buena parte de los inversores.
- En este contexto los principales índices bursátiles presentaron rendimientos negativos en el conjunto de 2018, que fueron especialmente significativos en el caso de los mercados europeos y en Japón. En el caso de los mercados estadounidenses¹⁴ los avances del mes de enero compensaron todas las caídas del ejercicio anterior, destacando la recuperación del índice tecnológico Nasdaq, si bien muchos inversores siguen alertando de una valoración excesiva de algunas compañías tecnológicas. En Europa¹⁵, donde las caídas en 2018 habían sido más significativas, los índices se recuperaron pero con menos intensidad pues a los temores relacionados con la ralentización de la economía se unió la percepción de que el escenario sobre el *brexit* es cada vez más complejo a pocas semanas, en principio, de la salida efectiva del país de la UE.
- En España el Ibex 35 cerró 2018 con un descenso del 15%, en línea con los retrocesos de los principales mercados europeos. En enero registró un avance del 6,1%, presentando el mejor comportamiento en este mes desde 2011. Entre los valores españoles, todos los sectores presentaron un comportamiento positivo, pero los mayores aumentos se registraron en los sectores de bienes y servicios de consumo, que se habían visto fuertemente penalizados el año anterior. Asimismo, destacó la recuperación de las compañías de pequeña capitalización, más expuestas a la evolución

¹³ El BCE reflejó en su comunicado de finales de enero una evolución de la economía europea más débil de lo esperado y una contención de la inflación.

¹⁴ En el último trimestre de 2018, los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq presentaron retrocesos del 11,8%, el 14% y el 17,5%, respectivamente, hasta acumular un rendimiento anual negativo del 5,6%, el 6,2% y el 3,9%, respectivamente. En enero de 2019 avanzaron el 7,2%, el 7,9% y el 9,7%, respectivamente.

¹⁵ Los principales índices europeos retrocedieron entre octubre y diciembre un 13,8% el Dax 30 alemán, un 13,9% el CaC 40 francés, un 11,5% el italiano Mib 30 y un 11,7% el europeo Eurostoxx 50, acumulando caídas del 18,3%, el 11%, el 16,1% y el 14,3%, respectivamente, en el conjunto del año. En enero de 2019 estos índices avanzaron el 5,8%, el 5,5%, el 7,7% y el 5,3%, respectivamente.

de la actividad nacional, que muestra un comportamiento más dinámico que el de otros países de nuestro entorno. En el caso de las entidades financieras, que comenzaron la primera semana de 2019 con revalorizaciones notables, la constatación de que la política monetaria del BCE se mantendrá apenas sin cambios por un plazo de tiempo largo moderó las alzas iniciales, ante la perspectiva que los márgenes del sector seguirán sin recuperarse a corto plazo.

- La ratio precio-beneficios (PER) disminuyó desde 11,4 a mediados de septiembre hasta 10,8¹⁶ en diciembre (su nivel más bajo desde el primer semestre de 2012), pero se incrementó ligeramente en enero hasta 10,9 (su media histórica es de 13,5). El descenso de esta ratio se explica por la evolución de las cotizaciones de las compañías ya que los beneficios esperados por acción mostraron una tendencia más estable (gráfico 4). Por otro lado, las posiciones cortas agregadas comunicadas¹⁷ se situaron a finales de diciembre por debajo del 0,9% de la capitalización total de los valores (gráfico 3).
- A pesar de que el riesgo de mercado en los activos de deuda se ha atenuado en los últimas semanas por las menores expectativas de subidas de tipos, este sigue siendo elevado, sobre todo en los activos de deuda corporativa de mayor riesgo, puesto que un deterioro del entorno económico podría traducirse con cierta rapidez en un repunte de las primas de riesgo de crédito. Un contexto de ralentización económica y de deterioro tanto de las cuentas públicas como de los beneficios empresariales esperados presionaría al alza las rentabilidades exigidas a la deuda con peor calificación crediticia y plazos de vencimiento más largos.
- En el segmento de deuda pública, la rentabilidad exigida a estos activos disminuyó a finales del año pasado debido a la relajación de las tensiones en torno a la deuda italiana así como a la consideración de estos activos como refugio en los momentos de mayor volatilidad en las bolsas. Todo ello se materializó en un descenso de la rentabilidad de la deuda soberana de los países de la zona euro¹⁸ que osciló entre los 12 p.b. en Francia y los 81 p.b. en Italia (34 p.b. en España). Por otra parte, el volumen de deuda pública española en la cartera del BCE ascendía a 257.741¹⁹ millones de euros a finales de enero.
- En el caso de la deuda corporativa, sus rendimientos mantienen, por el momento, una suave tendencia alcista relacionada sobre todo con el impacto de la desaparición del programa de compras de deuda corporativa²⁰ del BCE. En el futuro, existe la posibilidad de que la ralentización económica acabe afectando a las tasas esperadas de crecimiento de los beneficios empresariales y a la salud financiera de las compañías, lo que podría presionar al alza sus primas por riesgo de crédito. Este riesgo, que es más relevante en los segmentos de deuda subordinada y *high yield* como se comentó

¹⁶ En el mismo periodo, la ratio PER de los índices bursátiles europeo Eurostoxx 50 y estadounidense S&P 500 retrocedió hasta 11,7 y 15,2, respectivamente, lo que son sus niveles más bajos desde el primer trimestre de 2016.

¹⁷ La CNMV ha dejado de publicar en 2019 las posiciones cortas agregadas por valor (resultantes de las comunicaciones de posiciones cortas superiores al 0,20% del capital que recibe), pasando con ello a aplicar el mismo criterio que el resto de supervisores europeos.

¹⁸ Entre los máximos alcanzados a finales de octubre y finales de 2018.

¹⁹ Este importe representa el 28,7% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

²⁰ El BCE había adquirido en el marco de este programa deuda corporativa por importe de 177.833 millones de euros, de los que el 17,55% fue adquirido en el mercado primario.

anteriormente, debe ser evaluado convenientemente por los inversores en estos activos.

Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado acusaron las incertidumbres presentes en los mercados en la última parte del año anterior, aunque se moderaron a lo largo del mes de enero. La prima de riesgo soberano, que se incrementó en la parte central del último trimestre de 2018, momento en el que repuntaron las dudas sobre Italia, se moderó a finales de diciembre gracias a la disminución de las tensiones en la Unión Europea, el carácter de activo refugio de la deuda en un contexto de importantes caídas de las bolsas y la confirmación por parte del BCE de que el cambio de sesgo en su política monetaria sería gradual²¹. Así, la diferencia entre el rendimiento del bono a 10 años en España y Alemania –que alcanzó un máximo de 133 p.b. en octubre- finalizó el año en 117 p.b. (gráfico 11) y siguió descendiendo a lo largo del mes de enero (104 p.b. en la fecha de cierre de esta nota).
- Las primas de riesgo de las entidades financieras también aumentaron en el tramo final de 2018 pues algunas de estas entidades tienen una exposición relevante a activos de deuda italiana así como a algunas economías emergentes con dificultades. Además, el retraso en la normalización de la política monetaria en un contexto de riesgos al alza (ralentización económica, cambios regulatorios y fiscales) dificulta la mejora en los márgenes del sector e incide en sus primas de riesgo, que en promedio finalizaron diciembre de 2018 en 108 p.b. (99 p.b. a finales de enero). En el caso de las sociedades no financieras, sus primas de riesgo también aumentaron levemente a finales de año (hasta los 78 p.b.) tras la finalización del programa de compras de deuda corporativa del BCE. Posteriormente, la constatación de que las alzas de tipos de interés se retrasarán en el tiempo permitió un leve descenso de las primas de los CDS hasta los 66 p.b. en media a finales de enero.
- La evolución de la financiación a los sectores no financieros²² de la economía mejora discretamente gracias a la evolución positiva de la financiación a empresas, que compensa la ralentización del crédito a los hogares. El crédito a hogares crece ligeramente en tasas anuales gracias a la expansión del crédito al consumo, aunque este moderó su ritmo de crecimiento hasta el 4,8% en diciembre -su tasa más baja en 15 meses-. El crédito destinado a la compra de vivienda siguió descendiendo (-1,4% en diciembre), aunque al ritmo más bajo desde finales de 2011. En el caso de la financiación a las sociedades no financieras se observó un aumento del 1,2% anual en diciembre que se explica, fundamentalmente, por el aumento de la financiación vía deuda (9,4%). En este sentido, las grandes corporaciones financieras mantienen su actividad emisora de deuda en el exterior, pero han reorientado sus emisiones hacia el corto plazo al haber cubierto la mayoría de sus necesidades financieras a largo plazo en

²¹ El BCE confirmó a mediados de diciembre la finalización de su programa de compras de deuda (a partir del 19 de diciembre de ese mismo mes) como estaba previsto, pero anunció que reinvertirá los importes de los activos adquiridos bajo esta programa (2,6 billones de euros) cuando lleguen a su vencimiento y durante un período prologando una vez que inicie el proceso de subidas de los tipos de interés.

²² Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

los últimos años. La financiación vía crédito presentó un descenso del 1,2% a pesar de que se observa un cierto dinamismo en la concesión de créditos a algunas pymes que están aprovechando las buenas condiciones financieras y los bajos tipos de interés para financiar sus inversiones²³.

- Las empresas y los hogares siguen aprovechando el crecimiento para desapalancarse, reduciéndose su deuda hasta el 153,5% del PIB en el tercer trimestre (93,8% las empresas y 59,7% los hogares), su nivel más bajo en la última década. Por otro lado, su riqueza financiera neta alcanzó 1,38 billones de euros en el mismo periodo, representando el 115,6% del PIB.

Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: verde

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el cuarto trimestre de 2018 se situaron en 58.433 millones de euros, un 22% más que en el mismo periodo de 2017. Cabe destacar, por su volumen, tres emisiones de bonos de la SAREB por un importe superior a 25.600 millones de euros, así como el incremento de las emisiones de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización. Este último avance se puede explicar por el deseo de algunas entidades de renovar su financiación a la espera de que el BCE defina un nuevo modelo de financiación para los bancos que sustituya al esquema de préstamos a largo plazo (las denominadas LTRO –*Long Term Refinancing Operation* por sus siglas en inglés) ya extinguido. Otro posible factor podría estar relacionado con el inicio de la aplicación de la nueva normativa europea sobre titulizaciones el 1 de enero de 2019, lo que puede haber generado incentivos para adelantar a dicha fecha las emisiones a la espera de desarrollos relevantes pendientes de esta normativa que aún no están disponibles.
- En el conjunto de 2018, las emisiones de deuda registradas en la CNMV se situaron en 101.075 millones de euros, un 8% menos que en 2017 y el volumen más bajo de la última década. Por su parte, las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior crecieron algo menos que en años anteriores pero, con todo, avanzaron un 7% entre enero y hasta noviembre (84.407 millones de euros) gracias a la expansión de las emisiones de deuda a corto plazo (47.822 millones de euros). Los datos preliminares de enero de 2019 indican que las emisiones de deuda se situaron en 5.013 millones de euros, un 43% menos que en enero de 2017, destacando las emisiones de cédulas hipotecarias y de bonos estructurados. En los mercados de renta variable, se produjo la salida a bolsa de dos compañías, la SOCIMI Arima Real Estate y la energética Solarpack, mediante sendas ofertas públicas de suscripción de valores, además de la incorporación a cotizar mediante *listing* del grupo de restauración Amrest Holding.
- La contratación media diaria en el mercado continuo de renta variable se situó en los 2.063 millones de euros en el cuarto trimestre de 2018, un 16,5% menos que en el mismo periodo del año anterior y por debajo del promedio de todo el ejercicio (2.287

²³ Según datos del INE, la formación bruta de capital fijo crece un 4,8% interanual en el cuarto trimestre.

millones de euros). Los datos preliminares de enero de este año indican que la negociación siguió a la baja (1.857 millones de euros, un 18% menos en términos anuales). Asimismo, la fragmentación del mercado parece haberse acelerado en la última parte de 2018, por lo que la negociación de valores españoles en otros centros de negociación distintos al mercado de origen creció hasta alcanzar el 40% de la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit más dark*), su máximo histórico, algo por encima de la tendencia que se observa en los principales mercados europeos considerados en su conjunto. Esta tendencia de deslocalización creciente podría agravarse en el caso de que se establezca en España un impuesto sobre las transacciones financieras como el que se ha valorado implantar en los últimos meses (en realidad, un impuesto sobre las adquisiciones de acciones²⁴).

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, pero experimentó un leve empeoramiento en el cuarto trimestre de 2018 que se mantuvo en enero a pesar de los bajos niveles de volatilidad. En el caso del bono soberano, su *spread* mejoró ligeramente durante la mayor parte del periodo, con repuntes transitorios a finales de 2018 coincidiendo con los episodios de mayor volatilidad en las bolsas.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España continúan en torno a cero para los de cuantía inferior a un millón de euros —manteniéndose en su nivel más bajo desde finales de 2007— mientras que volvieron a disminuir para los préstamos de cuantía superior (hasta 21 p.b. en diciembre, 26 p.b. en septiembre).

Riesgo de contagio: amarillo

- La correlación entre los precios de los distintos tipos de activos españoles se ha mantenido en valores reducidos (0,3 en mediana) desde el descenso registrado en el mes de octubre. Este valor se sitúa por debajo del promedio registrado en la última década (0,5). Asimismo, el valor máximo de las correlaciones aumentó ligeramente a partir de diciembre, ya que los movimientos de los precios de los activos de renta variable fueron similares (a excepción de la categoría de utilities), registrando caídas generalizadas durante ese mes y alzas en enero (gráfico 31). En general, este valor reducido de la correlación entre los precios de los activos españoles es compatible con una cierta discriminación de los inversores entre tipos de activos, no observándose caídas generalizadas de los precios en los momentos de descensos de precios de finales de año.
- En relación con los movimientos de los activos de deuda pública europeos, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos disminuyó en los meses de octubre y noviembre, de 0,8 a 0,4; mientras que la correlación con la rentabilidad de los periféricos aumentó de 0,6 a 0,8. Esta evolución, que coincide con los momentos en los que la rentabilidad del bono italiano registró máximos, se

²⁴ El Gobierno aprobó el día 8 de enero el Proyecto de Ley del Impuesto sobre las Transacciones Financieras que preveía gravar con un 0,2% las operaciones de compraventa de acciones españolas con una capitalización superior a 1.000 millones de euros.

explica por un efecto de leve contagio de las preocupaciones en torno al impacto de los presupuestos planteados por el Gobierno italiano en la sostenibilidad de su deuda pública. Este contexto favoreció la cotización de los bonos soberanos de los países *core* debido a su papel de activo refugio.

- Sin embargo, a partir de diciembre las correlaciones aumentaron hasta niveles cercanos a 0,9 tanto para el grupo de países *core* como para el de periféricos. Este aumento se debió a una disminución de la rentabilidad de los bonos soberanos en todos los países, que se explica tanto por el efecto positivo que tuvo en los mercados el acuerdo alcanzado entre la UE e Italia sobre los presupuestos para 2019 en ese país como por la ralentización del crecimiento en la zona euro y el consiguiente incentivo para que el BCE mantenga una política monetaria acomodaticia.

Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico 3: Ventas en corto

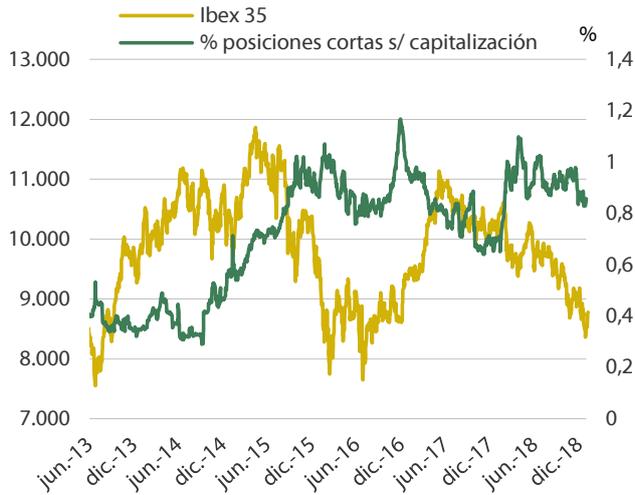


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

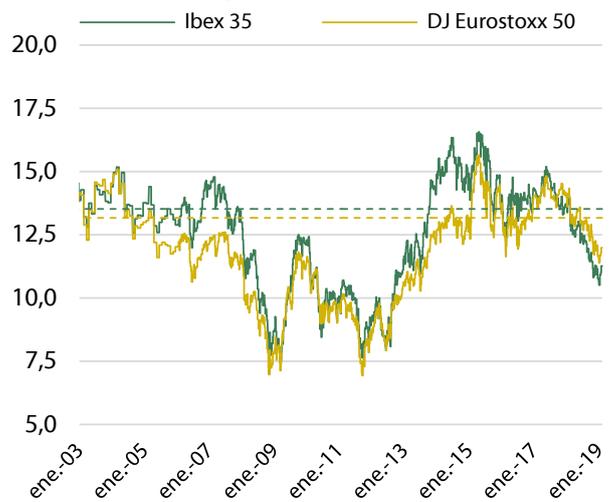


Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3m)

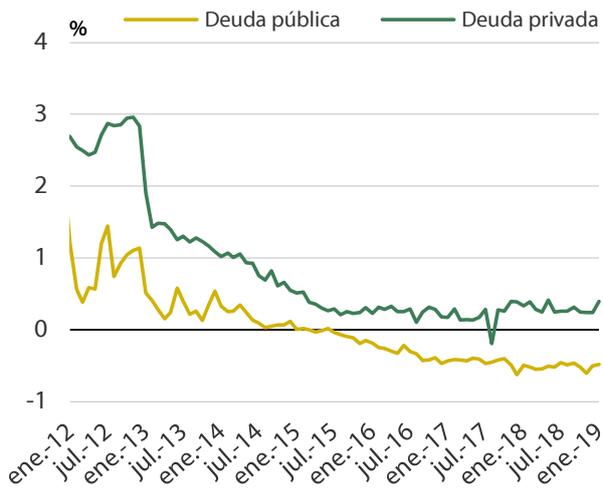


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)

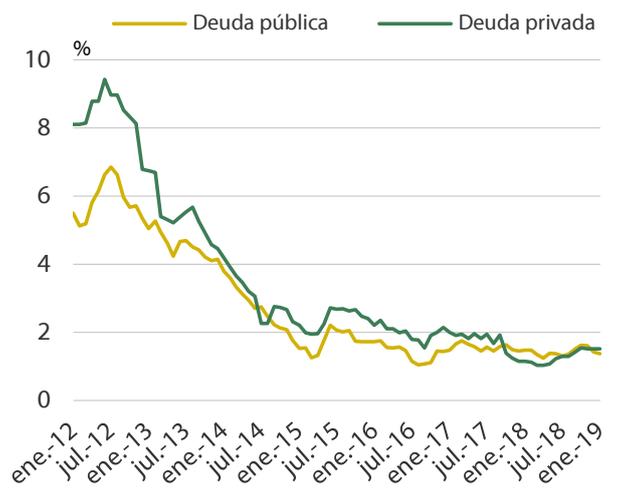
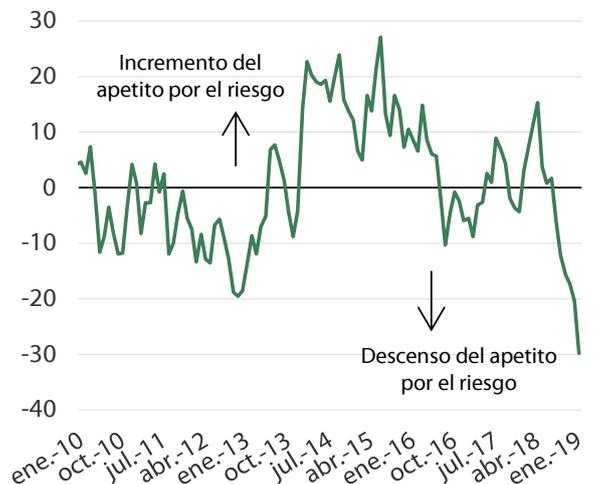


Gráfico 7: Precio petróleo



Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico 9: Financiación sector no financiero

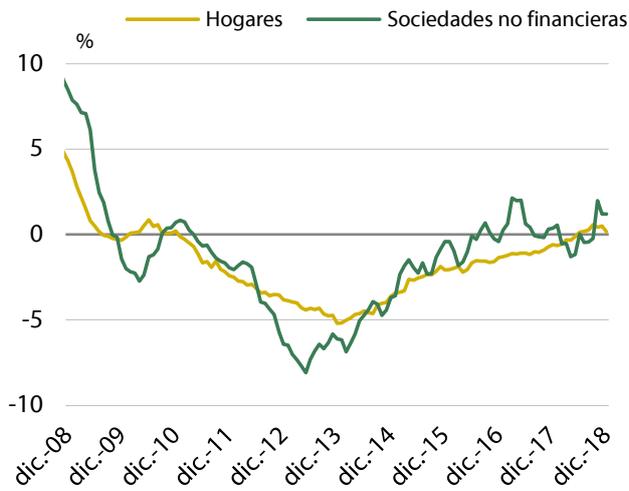


Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro

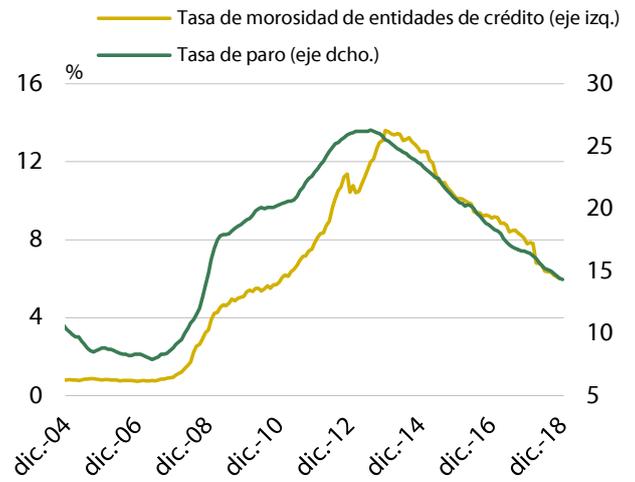


Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

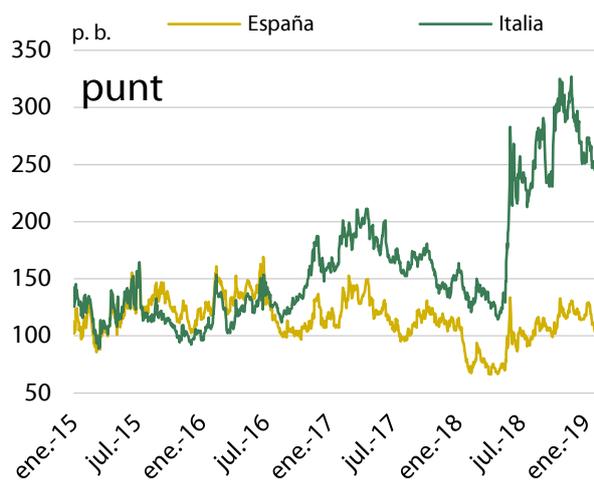


Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

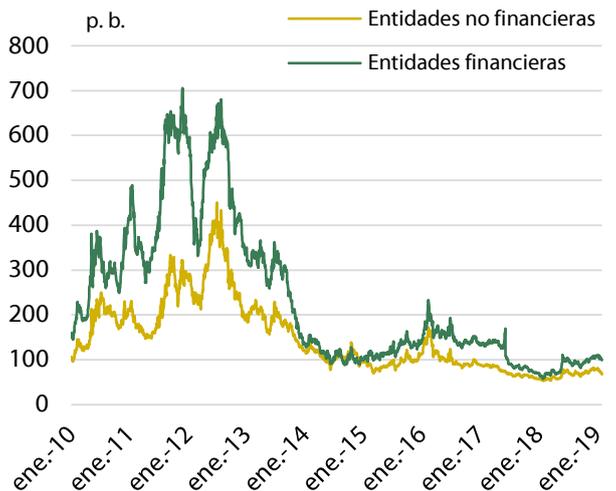


Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)

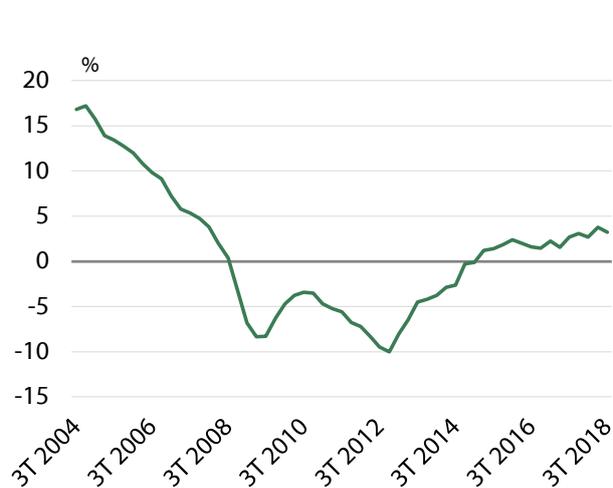
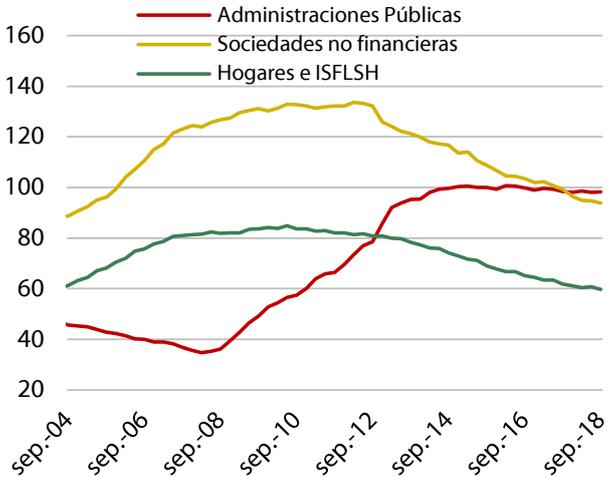
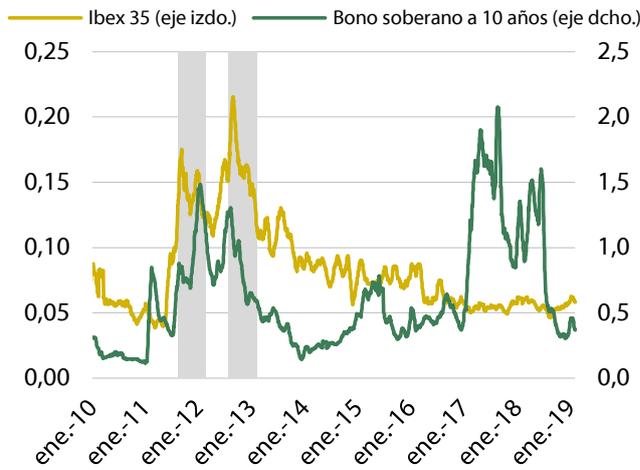


Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel verde

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



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

Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)

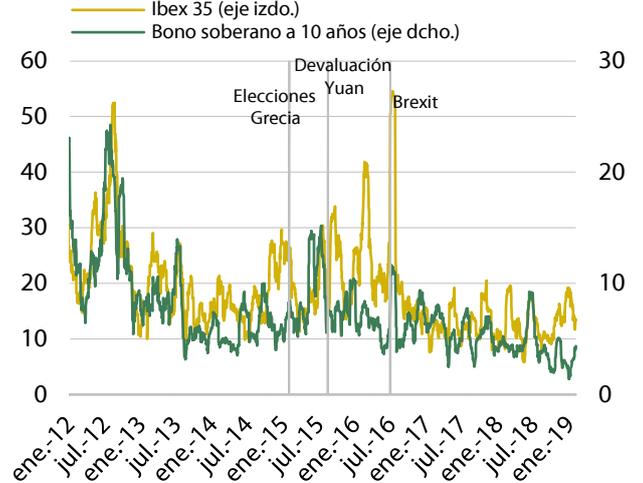


Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)

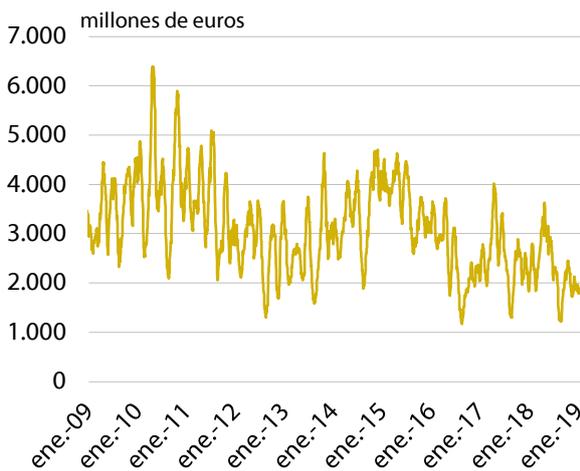


Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

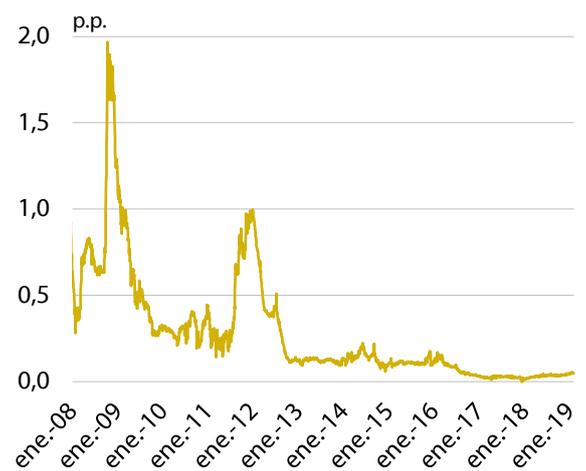


Gráfico 19: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas

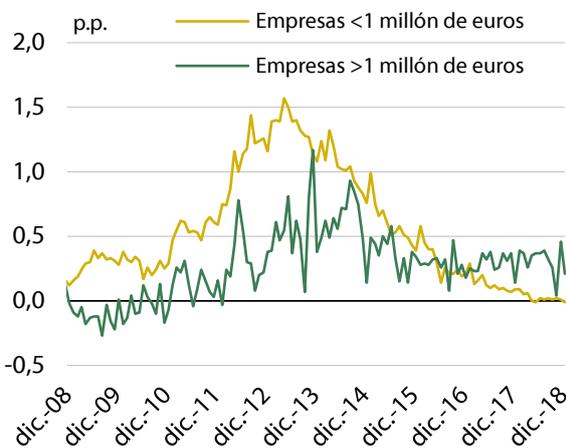
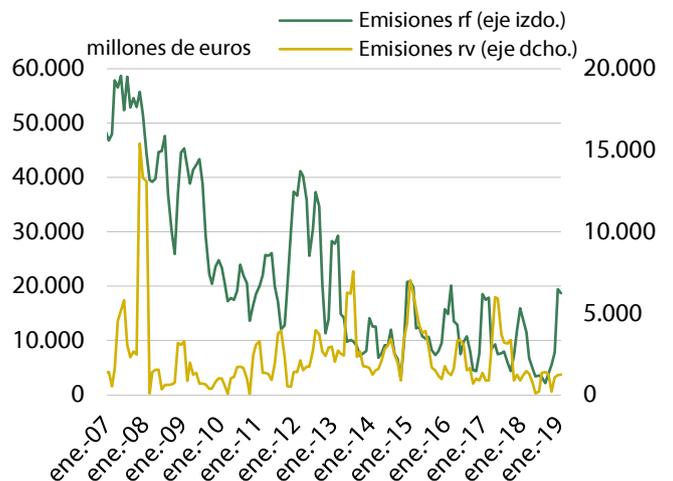


Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)



Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

Gráfico 21: PIB (variación interanual)

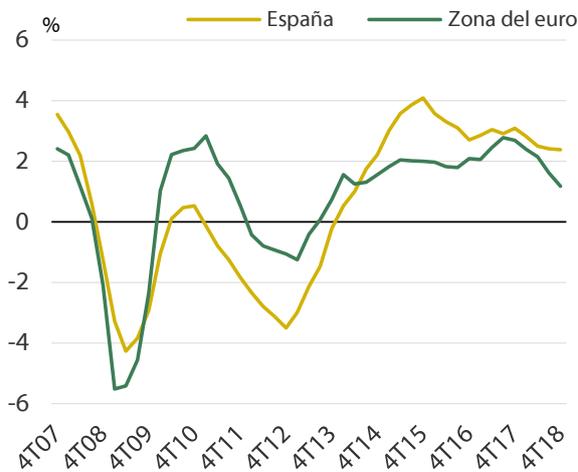


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)

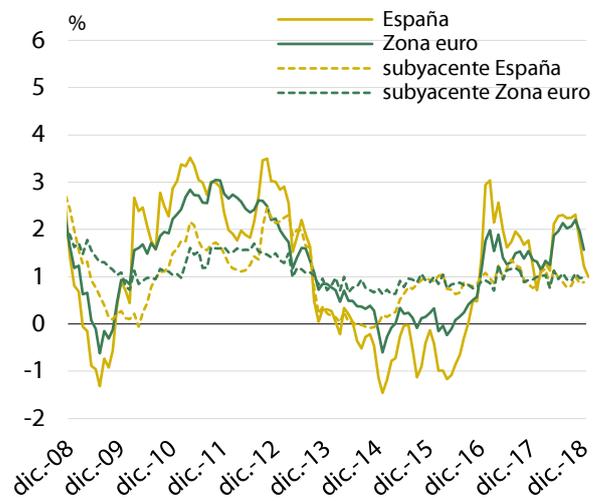


Gráfico 23: Empleo (variación interanual)

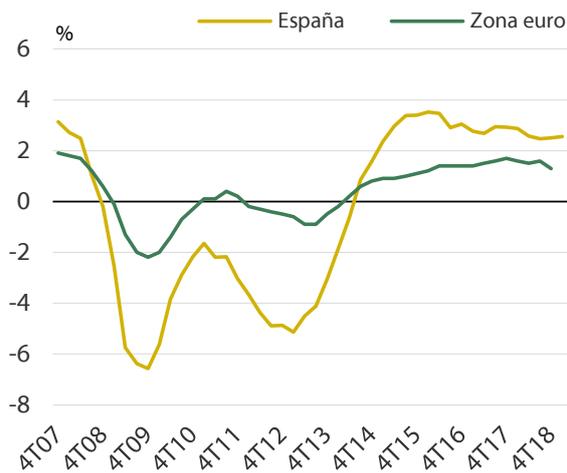
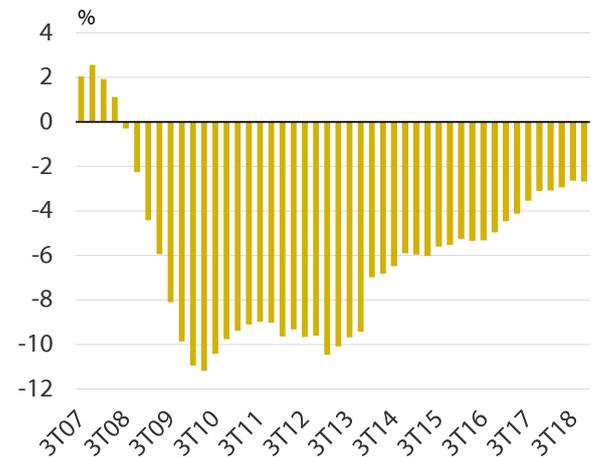


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico 25: Tipos de cambio

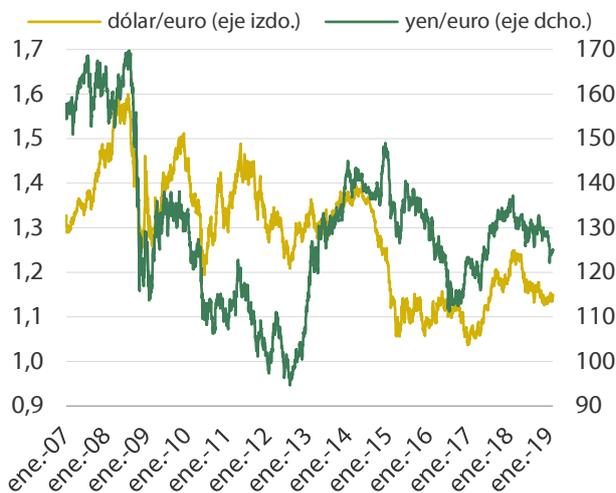
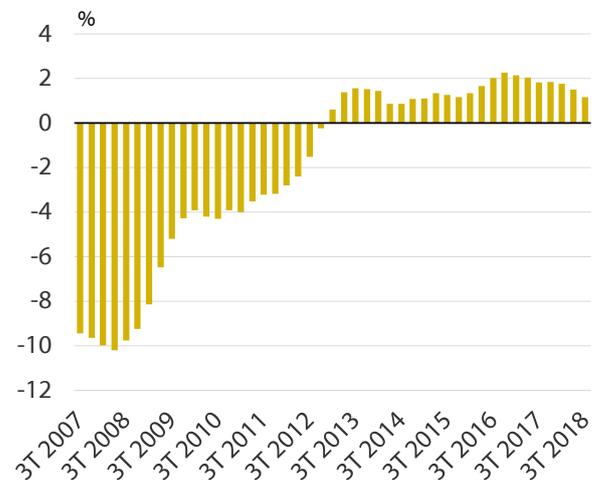
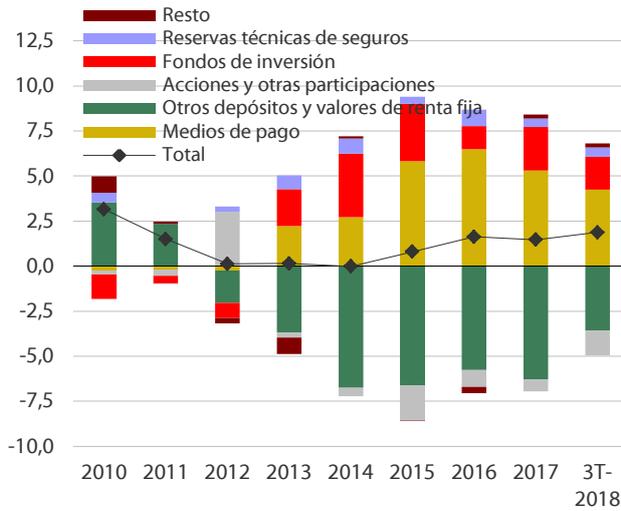


Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Inversores

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



Datos acumulados cuatro trimestres.

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

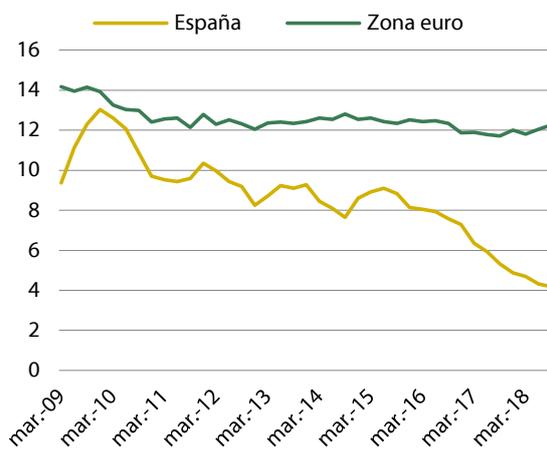
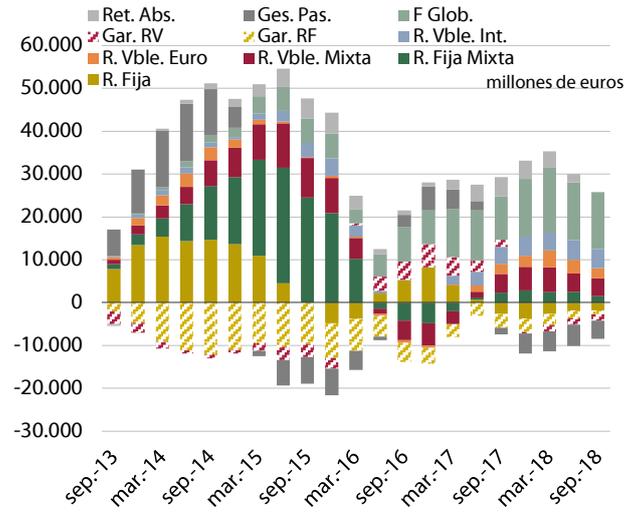
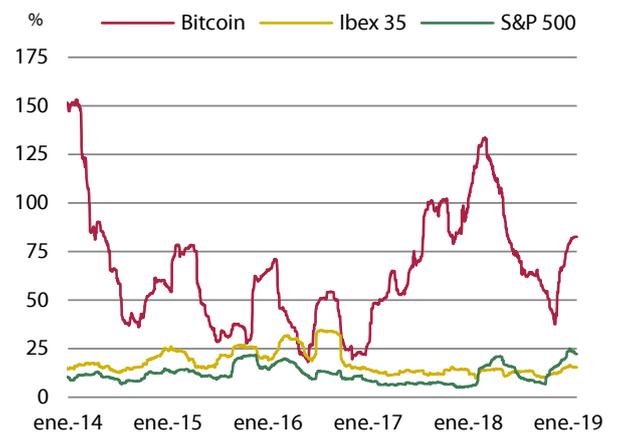


Gráfico 28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin



Riesgo de contagio: nivel amarillo

Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos

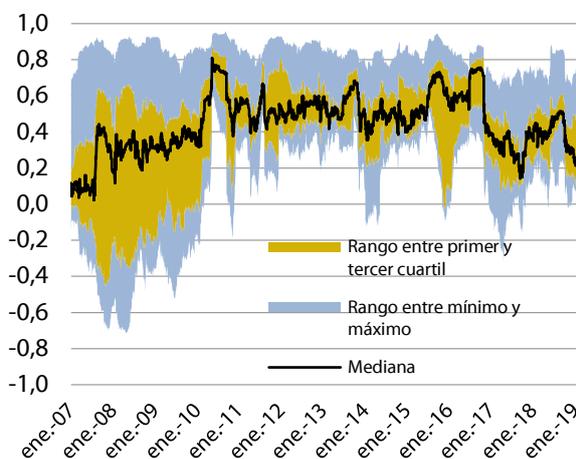
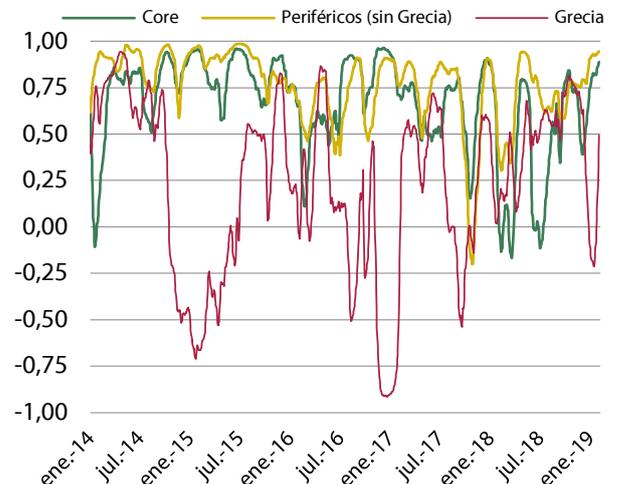


Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos



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

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final). Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, y asociar esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 43 indicadores²⁵, 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

²⁵ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que lo componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que hasta que este no se publica el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas véase 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 solo 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.

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 periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.