



# Nota de estabilidad financiera

N.º 27 Diciembre 2024



# Nota de estabilidad financiera

N.º 27 Diciembre 2024

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

Esta publicación está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](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

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

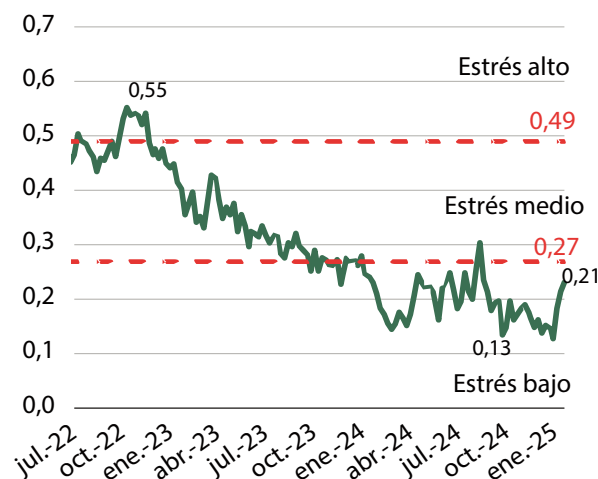
## Resumen ejecutivo

### 1 Nivel de riesgo

- ✓ **El nivel de estrés en los mercados financieros españoles se mantuvo en zona de riesgo bajo en el segundo semestre del año<sup>1</sup>, al igual que en el primero, excepto en los primeros días de agosto.** En estos días, los mercados experimentaron turbulencias de cierta intensidad y llevaron el indicador de estrés hasta un nivel de 0,30 el 9 de agosto, marcando el máximo del año y situándose en un régimen de estrés medio. Los seis segmentos que conforman el indicador contribuyeron al repunte, si bien el grado de correlación del sistema se mantuvo en niveles medios. En el resto del semestre, el indicador mostró una tendencia nuevamente bajista y cerró el año en un nivel de estrés de 0,13, muy por debajo del umbral que separa el nivel de estrés medio del bajo (0,27). Desde el 1 de enero de 2025 se presenta una versión revisada de este indicador, que persigue mejorar o introducir nuevas parcelas de estrés (véase nota explicativa en la parte final de este mismo documento). El valor de este indicador renovado aumentaba hasta 0,21 en los primeros días de 2025, un incremento motivado por el repunte de los indicadores de volatilidad en los diferentes segmentos.

#### Indicador de estrés total

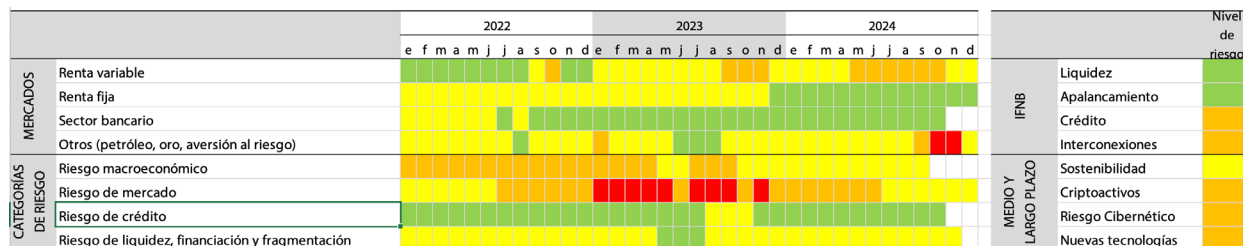
GRÁFICO 1



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*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como *Documento de Trabajo de la CNMV* n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

<sup>1</sup> La fecha de cierre de este informe es el 31 de diciembre, excepto para el indicador de estrés (10 de enero) y algunas informaciones puntuales.



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

1 Datos hasta el 31 de diciembre. Los colores de los niveles de riesgo de la parte derecha del mapa se corresponden con la valoración actual de dichos riesgos. En el caso de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) esta valoración proviene del Monitor de la IFNB publicado por la CNMV.

## 2 Fuentes de riesgo

- La valoración de los **riesgos geopolíticos se mantiene en niveles altos** debido a la coexistencia de varios de ellos, entre los que destacan las tensiones comerciales y el proteccionismo, especialmente derivados de la posición de EE. UU., la inestabilidad política en Francia y Alemania, las relaciones económicas con China, y las guerras en Ucrania y en Oriente Medio.
- El **contexto de tipos de interés** sigue siendo una fuente de riesgo relevante, no tanto por el mantenimiento de los tipos en niveles elevados, como se observaba en notas anteriores, sino por la posible divergencia en los tonos esperados de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico, tono que parece más claro en la zona euro, con varias rebajas previstas en los tipos oficiales para 2025. Estas divergencias podrían ser una fuente de inestabilidad para los mercados financieros.
- La **economía española** continúa mostrando tasas de avance notables y superiores a las de la zona euro. Sin embargo, su evolución futura no está exenta de incertidumbre como consecuencia de los riesgos geopolíticos presentes. Además, siguen siendo relevantes los riesgos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- La **expansión del sector de las nuevas tecnologías y sus riesgos asociados se mantienen en niveles elevados**. En esta nota son especialmente destacables los riesgos relacionados con las criptomonedas, tras el reciente *rally* que muestran sus precios, y la posible laxitud regulatoria de la Administración estadounidense en esta materia. También cabe resaltar los riesgos cibernéticos, que siempre cobran más importancia en un entorno de mayores riesgos geopolíticos.

## 3 Evolución de los mercados de valores

- Los **mercados de renta variable** cerraron el año con un balance claramente alcista, interrumpido pocas veces en 2024, en un entorno de volatilidad contenida y aumento de los volúmenes contratados. En el caso del Ibex 35, las ganancias acumuladas en 2024 fueron del 14,8 %, por encima de las tasas observadas en la mayor parte de los índices europeos. Cabe destacar el crecimiento de las cotizaciones en el sector financiero, el asegurador y el

de servicios de consumo. La contratación de valores españoles se situó en 717.000 millones de euros en 2024 (14,3 % más que en 2023) y las condiciones de liquidez fueron favorables. También se observó un dinamismo algo mayor en los mercados primarios, con un importe total de emisiones superior a 9.300 millones de euros (2,5 veces más que en 2023), destacando la actividad en el mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup y, en menor medida, en Portfolio Stock Exchange.

- Los **mercados de renta fija** transitaron por momentos diferentes en 2024, marcados, fundamentalmente, por las expectativas sobre la política monetaria. Así, los rendimientos de la deuda a largo plazo experimentaron aumentos en el primer semestre del año y descensos en el segundo, salvo en el tramo final de este, con incrementos pronunciados que se mantienen en los primeros días de 2025. Las emisiones de activos de renta fija de los emisores españoles se situaron en 166.666 millones en 2024, un 26,5 % menos que en 2023. Únicamente se registraron avances en las emisiones de títulos a largo plazo efectuadas en el exterior.

#### 4 Actividad reciente en el ámbito de la gestión de activos e inversores

- Los **hogares continuaron aumentando su tasa de ahorro en 2024 (13,7 % de la renta disponible)**, con lo que se reduce la diferencia que se observa respecto de la zona euro (14,8 %). Dentro de sus decisiones financieras se observan tendencias similares a las registradas en 2023 tras el aumento de los tipos de interés: desinversiones en medios de pago e inversiones en depósitos a plazo, valores de renta fija y fondos de inversión.
- **En 2024 continuó la expansión del sector de la inversión colectiva**, cuyo patrimonio registró un aumento del 11,5 %, hasta quedar cerca de 400.000 millones de euros (sep.-24). El aumento se explica tanto por las suscripciones netas de los inversores (sobre todo en fondos de renta fija) como por la revalorización de la cartera. Añadiéndose a las instituciones españolas, los activos de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España se situaron en 275.000 millones, algo más del 40 % del total comercializado. Los activos de las IIC con características de sostenibilidad (aquellas acogidas a los artículos 8 y 9 de acuerdo con el Reglamento SFDR) mantienen su relevancia en el total del sector, con proporciones del 35 % (399 IIC y 147.000 millones).
- **También se observó un nuevo aumento de la participación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable.** Estos inversores concentraron el 7,7 % de las operaciones de compra de acciones del Ibex 35 y el 9,2 % de las operaciones de venta (7,4 % y 8,9 %, respectivamente en 2023). Las proporciones de 2024 parecen confirmar un cambio de tendencia de estos inversores, que podría extenderse a otro tipo de activos, incluidos los criptoactivos, de mayor riesgo y menor protección. La mayor participación de los minoristas en los mercados —alentada por las nuevas tecnologías—, que es bienvenida pues contribuye a fomentar el desarrollo de los mercados de capitales, requiere, también, esfuerzos adicionales en materia de protección del inversor.

## 5 Evaluación de los principales riesgos financieros

- En el ámbito de la evaluación de los riesgos financieros más típicos, continúa sobresaliendo la percepción sobre el **riesgo de mercado en activos de renta variable**, especialmente en el mercado estadounidense. El riesgo de crédito se habría atenuado parcialmente, a la vista de las rebajas realizadas y esperadas en los tipos de interés, que ya se están traduciendo en una mejora de las condiciones de financiación de los agentes. Finalmente, los indicadores que evalúan el riesgo de contagio permanecen en niveles medio-altos.
- En el ámbito de la **intermediación financiera no bancaria (IFNB)** —de particular interés para la CNMV, sobre todo el segmento de los fondos de inversión por su tamaño—, los análisis sobre las condiciones de liquidez y el apalancamiento de estos continúan sin poner de manifiesto ningún riesgo relevante y las pruebas de resistencia apuntan en la misma dirección. Respecto de la evaluación de otros riesgos, cabe destacar el elevado grado de interconexión entre los fondos, si se atiende a medidas que valoran la similitud de las carteras de renta fija.
- Entre los **riesgos a medio y largo plazo**, continúan destacando aquellos relacionados con el mercado de criptoactivos y con las amenazas cibernéticas. En el primer caso, conviene monitorizar la escalada de precios de estos activos y la posible falta de ambición en su regulación y supervisión en EE. UU., no solo por las implicaciones que este mercado puede tener en relación con la protección de los inversores, sino también desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En el ámbito europeo, este año entran en vigor dos piezas legislativas muy importantes en ambas parcelas, los Reglamentos MiCA y DORA, que previsiblemente tenderán a atenuar dichos riesgos.



## 1 Fuentes de riesgo

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

- **Las incertidumbres geopolíticas continúan en niveles muy elevados, al igual que en trimestres anteriores.** Esta situación viene dada por la inestabilidad política en países como Francia o Alemania, por la prolongación de los conflictos armados en Ucrania y en la Franja de Gaza, y, más recientemente, por el posible rumbo de la política económica y territorial estadounidense de la nueva Administración. Un rumbo que puede traducirse en nuevas restricciones sobre los intercambios comerciales e impactar negativamente en la demanda mundial o en posiciones más laxas en temas como la sostenibilidad o los criptoactivos y, por el contrario, más agresivas en determinados asuntos territoriales (Groenlandia o Canal de Panamá). También preocupa el futuro de la relación de esta economía con China, así como la mayor incertidumbre que existe en torno al futuro de la política monetaria<sup>2</sup>.
- **El riesgo derivado de la invasión rusa de Ucrania sigue en niveles críticos, con fuertes tensiones y fuego cruzado desde ambos bandos.** Por su parte, el conflicto bélico entre Israel y Hamás atraviesa un momento clave tras el anuncio de un acuerdo entre ambos para un alto el fuego y la liberación de rehenes. Este primer acercamiento supone un paso fundamental de cara a negociar el fin permanente de la guerra.

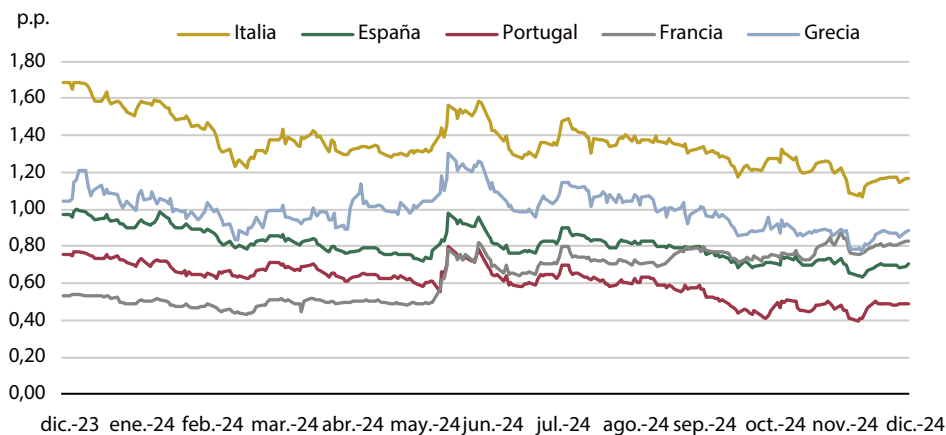
**La inestabilidad política se ha convertido en un factor de riesgo muy importante a nivel europeo.** Tanto en Francia como en Alemania, existe una elevada incertidumbre a nivel político, con la dimisión del primer ministro francés en diciembre y la convocatoria de elecciones anticipadas en Alemania para finales de febrero. Esta inestabilidad se ha traducido en incrementos de la prima de riesgo soberano en Francia (medida como diferencia de rendimiento con respecto a Alemania) desde el mes de junio, cuando se situaba por debajo de 50 p.b., hasta finales de año, cuando llegó a 83 p.b., por encima de los valores de este indicador en España y en Portugal (véase gráfico 3). La información de las permutas financieras sobre riesgos de impago de deuda (CDS) también apunta a un cierto tensionamiento, mayor en el tramo final del año, de 9 p.b. en el caso del bono francés y de 5 p.b. en el del bono alemán. En Alemania, el rendimiento del bono soberano a 10 años experimentó un crecimiento en el mes de diciembre de casi 30 p.b. hasta cerrar el ejercicio en el 2,36 % (tendencia que ha continuado en los primeros días de enero). En conjunto, estos indicadores no alertan de una situación excesivamente alarmante, pero es un ámbito que requerirá monitorización en los próximos meses.

---

<sup>2</sup> Véase el siguiente epígrafe.

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

GRÁFICO 3



Fuente: Eikon Refinitiv.

- **Finalmente, se mantienen las incertidumbres políticas a escala nacional.** Una parte de ellas están relacionadas con el alto grado de fragmentación parlamentaria, que puede dificultar la adopción de decisiones de diferente naturaleza.

*Contexto de tipos de interés: se mantienen las bajadas de tipos, pero es posible que se produzca una cierta divergencia entre EE. UU. y la zona euro este año*

- **El consejo de gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir el pasado 12 de diciembre los 3 tipos de interés oficiales en 25 p.b.** Así, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se situaron en el 3,15 %, el 3,40 % y el 3,00 %, respectivamente. Las proyecciones más recientes de la autoridad monetaria revelan que la inflación continuará moderándose, pero que permanecerá por encima de su objetivo hasta finales de 2025: en particular, estiman que la inflación se situará en el 2,4 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,9 % en 2026<sup>3</sup>.
- En cuanto a los programas de compras, el tamaño de la cartera de activos dentro del programa APP (Asset Purchase Programme, programa de compras de activos) sigue disminuyendo al ritmo esperado tras detenerse la reinversión de los principales. En el marco del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) se ha dejado de reinvertir la totalidad de los principales, lo que está reduciendo progresivamente la cartera del programa, y se espera poner fin a las reinversiones a final de año.
- **La Reserva Federal anunció el pasado 18 diciembre un nuevo recorte de tipo de interés de 25 p.b., lo que sitúa el tipo de interés oficial en el 4,25-4,50 %.** Este nuevo recorte se suma a los ya producidos en los meses de septiembre (50 p.b.) y noviembre (25 p.b.) e implica una reducción total de 1 punto porcentual (p.p) desde sus máximos. De cara a 2025, las expectativas sobre nuevos recortes de tipos se han atenuado de forma importante, como consecuencia de la fortaleza de la economía y de las previsiones sobre una inflación más alta.

<sup>3</sup> Las previsiones sobre la inflación subyacente se estiman en el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 2,0 % en 2026.

- **En el tercer trimestre de 2024, el PIB español experimentó un avance del 0,8 %, lo que ha situado la tasa interanual en el 3,3 %, 1 décima más que en el trimestre anterior.** Este crecimiento, al que contribuyó sobre todo la demanda interna, continúa por encima del de las principales economías<sup>4</sup>, con un avance interanual medio del 0,9 % en el conjunto de la zona euro (véase gráfico A19). Este aumento de la actividad económica tuvo su reflejo en el mercado laboral, con una tasa de paro que se redujo en el tercer trimestre hasta el 11,2 % (6 décimas por debajo del dato de cierre de 2023). Por su parte, los datos disponibles sobre las finanzas públicas muestran un comportamiento moderadamente positivo, con una ligera contracción del déficit conjunto de las Administraciones públicas<sup>5</sup>, que alcanzó el 1,66 % del PIB a finales de septiembre (1,68 % un año antes).
- **La tasa de inflación adelantada se situó en el 2,8 % interanual en el mes de diciembre, 4 décimas más que la registrada en el mes de noviembre, con lo que acumula 3 meses de subidas.** Así, desde el mes de septiembre la inflación se ha incrementado en 1,3 p.p., aunque todavía permanece por debajo de la observada 1 año antes, que fue del 3,1 %. La tasa subyacente<sup>6</sup>, por su parte, también se incrementó en diciembre, aunque de forma más moderada, en concreto 2 décimas más que en noviembre, y se situó en el 2,6 %. Con información desagregada hasta noviembre, la mayor subida de precios se producía en el sector servicios (3,3 % anual), mientras que el crecimiento del precio de los alimentos, tanto elaborados como frescos, se moderaba de forma sustancial, hasta el 1,1 % y el 1,7 %, respectivamente. Por otra parte, **el diferencial del IPC español en relación con el IPC de la zona euro se redujo paulatinamente hasta septiembre, manteniéndose prácticamente nulo desde entonces** (de 1 décima en noviembre).
- **Las previsiones de crecimiento para el cierre de 2024 se han corregido al alza gracias a un comportamiento en el segundo semestre mejor de lo previsto.** Así, tanto el Banco de España como el Fondo Monetario Internacional (FMI) estiman que el PIB español crecerá un 3,1 % en 2024 (3 y 2 décimas más que en las estimaciones anteriores). Por su parte, las previsiones de crecimiento de la zona euro se sitúan muy por debajo de las de España, con una estimación entre 0,7 % y el 0,8 %. De cara a 2025, el Banco de España apunta a un crecimiento del 2,5 % y el FMI, del 2,3 %. Esta mejora de las perspectivas de crecimiento ha permitido revisar a la baja el déficit previsto a partir de 2025, aunque para 2024, debido a las medidas de apoyo desplegadas por la dana, se ha elevado la previsión hasta el 3,4 %, 1 décima más que lo estimado en septiembre<sup>7</sup>. La deuda pública, en cambio, cerraría 2024 en el 103,1 % del PIB (-2,3 p.p. en relación con la última previsión).

<sup>4</sup> Por ejemplo, en Alemania la tasa de crecimiento en el tercer trimestre de 2024 se situó en el 0,4 %, la misma cifra que en la media de la zona euro, mientras que en Francia fue del 0,4 %. En términos interanuales el crecimiento de estas economías fue del -0,3 % y del 1,2 %, respectivamente.

<sup>5</sup> Excluyendo las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

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

<sup>7</sup> Se estima que dichas medidas en respuesta a la dana podrían implicar un aumento del gasto alrededor del 0,5 %, repartido entre 2024 y 2025.

- **El avance ininterrumpido de las nuevas tecnologías en los últimos años continúa transformando las economías y, a su vez, el sector financiero**, lo que amplía el rango de posibilidades para operar, pero puede acarrear diversos riesgos para la estabilidad financiera. En este sentido, las herramientas que utilizan la inteligencia artificial (IA) generativa continúan desarrollándose. Por otra parte, el mercado de criptoactivos sigue en expansión. Los últimos eventos acaecidos en EE. UU., con la aprobación de los fondos de inversión cotizados (ETF) sobre *bitcoin* a principios de año y el resultado de las elecciones en el mes de noviembre, han elevado las expectativas sobre la evolución de este mercado, lo cual ha derivado en un ascenso generalizado de las cotizaciones.

**En este sentido, conviene seguir monitorizando sus riesgos, sobre todo aquellos derivados de la alta correlación entre los diferentes criptoactivos, las posibles interconexiones con los mercados tradicionales y su elevada volatilidad.** Por su parte, los riesgos asociados a la ciberseguridad y los ciberincidentes continúan a la orden del día. El ciberincidente producido en CrowdStrike en el mes de julio puso de manifiesto las vulnerabilidades existentes en materia de riesgo operativo. Algunos servicios tecnológicos, como el almacenamiento en la nube, tienen concentrada su oferta en unos pocos proveedores, lo que puede generar riesgos a nivel sistémico. Por el lado de la ciberseguridad, las tensiones geopolíticas del momento centran la atención en este aspecto, ya que el número y la sofisticación de los ciberataques continúan creciendo. No obstante, por el momento estos ataques no han puesto de manifiesto vulnerabilidades a nivel global.

## 2 Evolución de los mercados de valores

Renta variable: *aumento de las cotizaciones a pesar de las incertidumbres*

- **Los mercados internacionales de renta variable mostraron, en términos generales, revalorizaciones durante el segundo semestre del año, a pesar del periodo de turbulencias que se registró en los primeros días de agosto y de un tramo final del ejercicio también más débil.** Los primeros recortes de tipos por parte de los bancos centrales alentaron el crecimiento de las cotizaciones durante buena parte del periodo, pero diferentes tipos de incertidumbres hicieron divergir la evolución de los índices entre áreas económicas en distintos momentos. Como se observa en el cuadro 1, los índices estadounidenses mostraron las revalorizaciones más cuantiosas en la segunda mitad del año, en un entorno de sorpresas positivas en sus indicadores de evolución económica, mientras que en Japón se produjeron las más reducidas, pues sus índices apenas pudieron compensar las fuertes pérdidas de agosto. En el caso europeo, las bolsas mostraron un comportamiento alcista, pero relativamente más débil y a la baja en las últimas semanas del año en casi todas ellas, pues a las incertidumbres domésticas (sobre todo, derivadas de la inestabilidad política en Francia y en Alemania) se sumaron otras originadas en el exterior. Entre estas últimas cabe destacar aquellas relacionadas con las posibles decisiones de la nueva Administración estadounidense, que, fundamentalmente, pueden lastrar el comercio internacional y deteriorar la actividad económica. Además, el repunte de la inflación en el tramo final del año tanto en Europa como en EE. UU. reavivó los temores de que los bancos centrales puedan ralentizar el ritmo de bajadas de tipos y lastrar las cotizaciones.
- **El balance del ejercicio 2024 muestra las revalorizaciones más cuantiosas en los índices estadounidenses<sup>8</sup>, pues estas oscilaron entre el 12,9 % del Dow Jones y el 28,6 % del Nasdaq<sup>9</sup>, situándose las ganancias del S&P 500<sup>10</sup> —de carácter más general— en el 23,3 %.** La evolución del Dow Jones, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional —bancos, petróleo e industria— fue más discreta, mientras que tanto el Nasdaq<sup>11</sup> como el S&P 500<sup>12</sup> se beneficiaron de las fuertes ganancias de los valores del sector tecnológico y del entusiasmo de los inversores por la inteligencia artificial.

En el caso de los principales mercados de valores europeos el comportamiento también fue alcista, en términos generales, pero se produjo una heterogeneidad mucho mayor, observándose, incluso, pérdidas en el caso del índice francés Cac 40 (véase cuadro 1). Las ganancias oscilaron entre el 5,7 % del británico FTSE 100 y el 18,8 % del alemán Dax 30, situándose el europeo Eurostoxx 50 en el 8,3 % y el español Ibex 35 en el 14,8 %. En el año, los sectores que presentaron un mejor comportamiento a escala europea fueron el bancario y el asegurador —que siguieron beneficiándose de un nivel de tipos de interés relativamente elevado—, así como el tecnológico, mientras que las mayores pérdidas correspondieron al sector automovilístico y a algunas compañías de bienes de lujo.

<sup>8</sup> Todos los grandes índices estadounidenses (S&P 500, Nasdaq y Dow Jones), así como el alemán Dax 30, cerraron el ejercicio en zona de máximos históricos, mientras que el francés Cac 40 y el europeo Eurostoxx 50 alcanzaron sus máximos en el primer semestre del año.

<sup>9</sup> El índice Nasdaq se revalorizó un 43,4 % en 2023.

<sup>10</sup> La revalorización del S&P 500 en 2023 fue del 24,2 %, por lo que este índice acumula su mayor rendimiento en 2 años en lo que va de siglo.

<sup>11</sup> Los grandes valores del Nasdaq acumularon revalorizaciones significativas en el ejercicio, destacando los denominados *siete magníficos* (Amazon, Apple, Alphabet [Google], Meta [Facebook], Microsoft, Nvidia y Tesla), con incrementos que fluctuaron entre el 12,1 % de Microsoft y el 171,2 % de Nvidia.

<sup>12</sup> El índice S&P es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico al financiero, la salud y la industria. El peso de las compañías tecnológicas representaba en 2024 más del 35 % de su capitalización, frente al 29 % que alcanzaba al cierre de 2023. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice, 8 son tecnológicas y suponen más de un 33 % del total.

%

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

Fuente: LSEG Datastream

1 En moneda local. Datos hasta el 31 de diciembre.

- **En España, el Ibex 35 se revalorizó un 14,8 % en 2024, el segundo mejor comportamiento entre los grandes índices de la zona euro, alcanzando en el ejercicio sus valores más elevados desde 2010.** El índice presentó avances notables en el primer y el tercer trimestre (9,6 % y 8,5 %, respectivamente) y ligeros retrocesos en el resto (-1,2 % y -2,4 %), y cerró el ejercicio por debajo de 11.600 puntos. El índice español se benefició de la elevada ponderación y el buen comportamiento del sector financiero, y de la revalorización de los sectores de bienes y servicios de consumo, todo ello en un contexto de buen comportamiento de los beneficios empresariales. Siguió sin cerrarse, pero sí se redujo, la brecha de rendimiento que se observa desde el inicio de la pandemia respecto a los grandes índices europeos, que en 2024 alcanzaron sus máximos históricos de los últimos años. Por otro lado, el avance de las cotizaciones y las perspectivas de ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales hizo que la ratio precio-beneficios (PER) aumentase desde 10,8 en junio hasta 11,4 en diciembre (por debajo de su media histórica de 13,3 (véase gráfico A2).
- **Todos los sectores presentaron una evolución positiva en el tercer trimestre, que se corrigió en gran medida en el cuarto, salvo para el sector de bienes de consumo y algunas compañías industriales y de construcción, que prosiguieron con los avances.** En el conjunto de 2024, todos ellos experimentaron un progreso favorable, aunque muy desigual, destacando los avances del sector financiero y de las aseguradoras, así como de las compañías de servicios de consumo y las del sector textil. Bancos y aseguradoras siguieron beneficiándose de la mejora de sus márgenes, mientras que las compañías de servicios de consumo se vieron favorecidas por el excelente comportamiento de los sectores del turismo, la hostelería, el ocio y las aerolíneas. También destacó la buena evolución del sector textil gracias al comportamiento positivo de los resultados de Inditex, así como de las

inmobiliarias y las compañías de mediana capitalización<sup>13</sup> (11,7 %). Por otro lado, las mayores caídas correspondieron a las empresas de energías renovables (superiores al 35 %) y al sector farmacéutico, que acusaron, en el primer caso, la caída de los precios de la electricidad en el mercado mayorista y, en el segundo, el importante retroceso en la cotización de Grifols<sup>14</sup>, que lastró al sector. Asimismo, también destacó la caída de las compañías del sector petrolero, debido al descenso del precio del crudo.

- **El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del diferencial de precios *bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios en el segundo semestre del año (0,061 %), aunque se deterioró ligeramente respecto a la primera mitad del ejercicio (0,06 %) debido al aumento de los valores alcanzados en el último trimestre, que acusaron la caída de los volúmenes de contratación.**
- **La contratación media diaria del mercado continuo se situó en 1.079 millones de euros en la segunda mitad del año, un volumen que resulta un 3,4 % superior al del mismo periodo del ejercicio anterior, pero que sigue siendo muy bajo en relación con sus valores medios históricos.** Esto se explicaría por el contexto de volatilidad reducida en el mercado, que desincentiva la negociación algorítmica y de alta frecuencia, así como por la competencia de otros centros de negociación rivales de BME. El valor medio diario de la contratación en el mercado continuo en el conjunto del año fue de 1.223 millones de euros, un 5,2 % más que la de 2023, pero por debajo de los ejercicios previos<sup>15</sup>.
- **La negociación total de acciones españolas en el segundo semestre del año<sup>16</sup> alcanzó 336.805 millones de euros, un 21,7 % más que en el mismo periodo de 2024.** De este importe, 134.595 millones de euros se contrataron en BME (casi un 4,5 % interanual más) y el resto, en centros de negociación competidores. A pesar de la recuperación de la actividad en BME, el mayor crecimiento de la contratación en los centros competidores dio lugar a un nuevo descenso de la cuota de mercado del mercado de referencia español, que en el conjunto de 2024 se situó en el 41,9 % de la negociación total de valores<sup>17</sup> (39 % en el último trimestre, véase gráfico 4<sup>18</sup>). En términos anuales, la contratación alcanzó más de 717.000 millones de euros, de los que 300.720 millones correspondieron a BME y 416.521 millones, a sus competidores. Entre ellos destacó Cboe, que alcanzó más de 323.000 millones. Cboe acumula más del 77 % de la contratación del grupo de competidores de BME, donde destaca el crecimiento de Aquis y Equiduct, que, en conjunto, acumularon casi el 15 % de la negociación. Por otro lado, la contratación de acciones españolas a través de internalizadores sistemáticos moderó su crecimiento en el segundo semestre hasta el 6,7 %, hasta acumular en el conjunto de 2024 algo más del 7 % de la negociación total (6,5 % en 2023).

En los mercados de valores europeos más relevantes se ha observado un proceso de deslocalización de la negociación de las acciones desde los mercados de origen hacia otros competidores similar al observado en España. Este proceso fue algo más intenso en los mercados de Fráncfort y Euronext Milan en 2024, si bien este último mantiene la cuota más

<sup>13</sup> Las compañías de pequeña capitalización presentaron un comportamiento discreto, con un avance del 2,6 %.

<sup>14</sup> Grifols retrocedió un 40,8 % en 2024.

<sup>15</sup> Este indicador se situó en 1.162, 1.387, 1.449 y 1.648 millones de euros en los ejercicios 2023, 2022, 2021 y 2020, respectivamente.

<sup>16</sup> Información calculada con datos obtenidos del proveedor de información financiera BMLL y datos de BME.

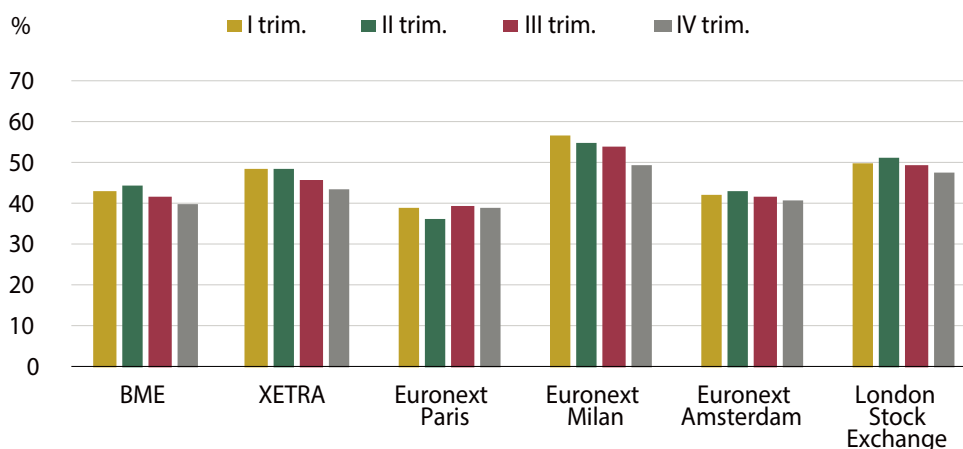
<sup>17</sup> Negociación total entendida como aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales.

<sup>18</sup> Otras fuentes de información alternativas —en particular, las proporcionadas por BME a partir de los datos de Liquidmetrix— sitúan la cuota de mercado de BME en cuanto a negociación de valores en el 64,18 % en el mes de diciembre y en el 65,25 % para el conjunto de 2024 (en 2023 este valor era del 67,46 %). La diferencia respecto a las cifras recogidas en este informe se explica por el volumen de negociación en los centros exteriores, que es notablemente inferior en la información facilitada por Liquidmetrix.

elevada entre sus comparables. Como se observa en el gráfico 4, la cuota de mercado<sup>19</sup> de BME se sitúa en niveles muy parecidos a los de Euronext Amsterdam y ligeramente por encima de los de Euronext Paris.

### Cuotas de mercado de los principales mercados regulados europeos

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y BMLL.

- **La actividad del mercado primario de renta variable, que se había recuperado en la primera mitad del año gracias a la salida a bolsa de Puig Brands, volvió a tener un comportamiento positivo en la segunda parte del ejercicio, al alcanzar el importe emitido 4.154 millones de euros, casi el doble que en el mismo periodo de 2023.** A Puig Brands<sup>20</sup> se unieron en el segundo semestre Cox Energy e Inmoco, que se incorporaron al mercado<sup>21</sup> mediante una oferta pública de suscripción (OPS) y un *listing*, respectivamente. El importe total emitido en el año superó los 9.300 millones de euros, más de 2,5 veces el importe emitido en 2023. Asimismo, destacó la actividad emisora del mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup<sup>22</sup> (1.363 millones) y, en menor medida, de Portfolio Stock Exchange<sup>23</sup> (528,8 millones), que contrastó con la caída de la actividad del mercado alternativo BME Growth (884,6 millones), al que se incorporaron 5 sociedades<sup>24</sup>.

### Renta fija: descenso generalizado en el rendimiento de la deuda con la excepción de EE. UU.

- **Los mercados internacionales de deuda presentaron un descenso generalizado en el rendimiento de sus activos durante la segunda mitad de 2024, interrumpiendo así las subidas del primer semestre.** Estos descensos vinieron marcados por rebajas de los tipos de interés decididas por los principales bancos centrales durante el último trimestre del

<sup>19</sup> Para un mayor detalle sobre el proceso de fragmentación de la negociación de las acciones españolas en un contexto europeo, así como del proceso de formación de precios y su liquidez, véase Riba Meseguer, Q. y Cambón Murcia, M.I. (2024). *Fragmentación, formación de precios y liquidez de las acciones españolas en un contexto europeo*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 87. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT\\_87\\_Fragmentacion\\_ES.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_87_Fragmentacion_ES.pdf)

<sup>20</sup> La compañía de origen familiar es uno de los grandes grupos mundiales de perfumería, cosmética y moda y contaba en su salida a bolsa con una capitalización superior a 13.900 millones de euros. El valor de la OPV —destinada exclusivamente a inversores institucionales— alcanzó casi 2.800 millones de euros en acciones de clase B (únicamente con derechos políticos).

<sup>21</sup> La compañía alimentaria Eurospasty y la de moda Tendam, que también habían anunciado sus planes para salir a bolsa, los cancelaron como consecuencia de las condiciones más desfavorables del mercado.

<sup>22</sup> El mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup cerró 2024 con 20 sociedades (19 de ellas sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario, SOCIMI), de las que 7 sociedades se incorporaron al mercado durante el primer semestre y el resto en la segunda mitad de 2024.

<sup>23</sup> Portfolio Stock Exchange cuenta en la actualidad con 15 sociedades, todas ellas SOCIMI.

<sup>24</sup> El importe emitido en BME Growth alcanzó en 2023 un total de 1717,9 millones, incorporándose 9 sociedades.



año. EE. UU. es una excepción dentro de esta tendencia tras la victoria de Donald Trump, cuya Administración podría dar lugar a giros relevantes en las políticas del país en determinados ámbitos. El rendimiento del bono soberano a 10 años de esta economía aumentó 20 p.b. durante el segundo semestre, situándose en el 4,57 % a final del ejercicio. A nivel europeo, los rendimientos de la deuda pública registraron en diciembre sus mínimos del año en los tramos más largos de la curva. En el caso de la deuda soberana a 10 años, las disminuciones oscilaron entre los 10 p.b. de Francia y los 54 p.b. de Italia —en promedio en torno a 35 p.b.—. Así, a finales de año el rendimiento de estos activos presentaba valores del 2,36 % en Alemania y del 2,6 % y el 2,65 % en Países Bajos e Irlanda, respectivamente. Por encima del 3 % se encontraban otras economías europeas como España, Francia o Italia, con rendimientos del 3,07 %, el 3,19 % y el 3,53 %.

- **En el plano nacional, los tipos de interés de la deuda pública también fueron descendiendo progresivamente en todos los tramos de la curva. Estas reducciones fueron especialmente pronunciadas en los vencimientos más cortos, con disminuciones de alrededor de 1 p.p. respecto a finales de 2023.** De esta manera, los rendimientos de las Letras a 3, 6 y 12 meses durante el mes de diciembre se situaron, de media, en el 2,57 %, el 2,51 % y el 2,18 %, respectivamente<sup>25</sup>. En el caso de la deuda corporativa, cuya evolución presenta más dispersión por la heterogeneidad de la muestra de emisiones en cuanto a su vencimiento, *rating* y grado de subordinación, se observaron descensos en torno a 140 p.b. para los vencimientos inferiores a 1 año y alrededor de 80 p.b. para los tramos más largos<sup>26</sup>.
- **Las primas de riesgo de la deuda soberana europea mostraron una tendencia descendente prácticamente durante gran parte del ejercicio, con ciertas excepciones relacionadas con los procesos electorales de algunos países.** El balance del año de estos indicadores refleja una disminución generalizada a excepción del caso francés, donde tanto el diferencial de rendimiento con el bono alemán (+29 p.b.) como el CDS a 5 años (+15,9 p.b.) muestran un incremento respecto a principios de año. En el caso español, la prima de riesgo soberano —medida como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años de España y Alemania— registró descensos durante el periodo, alcanzando a mediados de diciembre sus mínimos del año. El balance anual presenta un descenso importante, desde 97 p.b. hasta 70 p.b. (gráfico A9).
- **De la misma manera, las primas de riesgo de las entidades españolas del sector privado siguieron en el segundo semestre con la tendencia descendente marcada durante la primera mitad del año, debido a la evolución observada en las entidades financieras.** Los tipos de interés, todavía elevados, conllevaron una mejora de los márgenes y, en consecuencia, de los resultados de dichas entidades, lo que permitió que la media de los CDS de este subsector finalizara el ejercicio en 55 p.b., 7 p.b. menos que al final del primer semestre y 30 p.b. menos que a comienzos de 2024. En el caso de los CDS de las sociedades no financieras, su media, ya reducida, se mantuvo estable durante todo el año, siempre alrededor de los 50 p.b.
- **Las calificaciones crediticias de los emisores privados españoles apenas experimentaron cambios significativos en el tercer trimestre de 2024, manteniéndose la mayor parte de la deuda española en niveles de alta calidad.** Así, en septiembre el 90,9 % de la deuda española privada se agrupaba dentro de la categoría de grado de inversión (*investment grade*), una proporción ligeramente superior a la de finales de año (90,5 %).

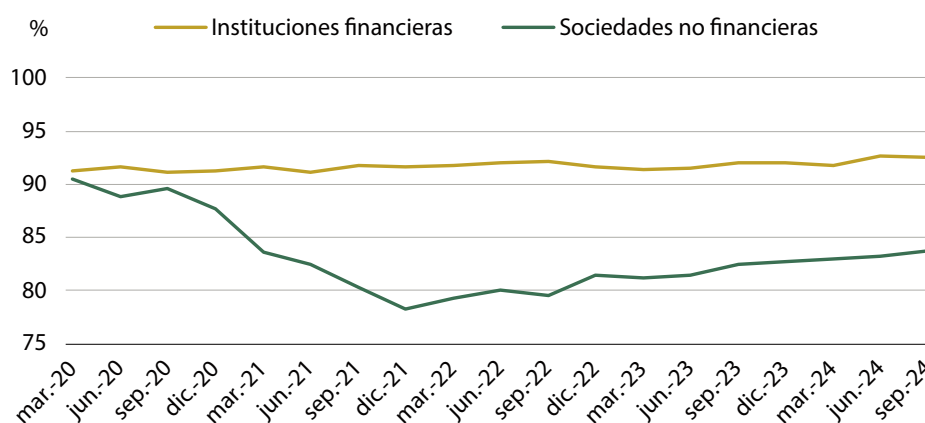
<sup>25</sup> El promedio diario del mes de diciembre para la deuda pública a 3, 5 y 10 años fue del 2,30 %, el 2,47 % y el 2,91 %, respectivamente.

<sup>26</sup> El promedio diario de diciembre para los pagarés a 3, 6 y 12 meses fue del 2,97 %, el 3,73 % y el 2,61 %, respectivamente. Por otro lado, el rendimiento de los bonos corporativos a 3, 5 y 10 años durante el mes de diciembre fue del 3,05 %, el 3,29 % y el 3,48 %, respectivamente.

Asimismo, sigue destacando la mayor calidad crediticia de la deuda del sector financiero frente a las sociedades no financieras<sup>27</sup> (el 92,5 % del saldo en circulación de la deuda de las primeras tiene grado de inversión, frente al 83,7 % de las últimas). Respecto al trimestre anterior se observó un ligero descenso en el porcentaje de deuda de alta calidad de las entidades financieras (de 0,2 p.p.), mientras que en el caso de las sociedades no financieras se produjo un aumento (0,5 p.p.) continuando la tendencia de mejora de la calidad crediticia de la deuda de este subsector que comenzó en 2022<sup>28</sup> (véase gráfico 5).

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

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

- **En el conjunto del año, las emisiones de deuda de los emisores españoles<sup>29</sup> efectuadas en los mercados nacionales o foráneos se situaron en 166.666<sup>30</sup> millones de euros, un 26,5 % menos que en 2023.** De este importe, 96.535,7 millones fueron emisiones a largo plazo (un 18,6 % menos) y casi 70.130 millones fueron emisiones de pagarés (un 35,2 % menos). El descenso en la actividad emisora puede explicarse, al menos parcialmente, por el encarecimiento de las condiciones de financiación.
- **El desglose de estas emisiones revela caídas tanto en los volúmenes registrados en España (-50,5 %) como en el exterior (-9,0 %), si bien en el primer caso es mucho más acusado.** Así, las emisiones de renta fija del sector privado a largo plazo registradas en la CNMV durante 2024 se situaron en apenas 18.790 millones de euros, un 58,7 % menos que en el año anterior. Este retroceso se produjo en prácticamente todos los tipos de emisiones, destacando el de cédulas hipotecarias (-86,8 %) y de bonos simples (de hecho, en esta modalidad todas las emisiones se realizaron en el exterior en 2024). La emisión de bonos de titulización fue la única que no registró descensos, manteniéndose en niveles muy similares a los de 2023 (+0,5 %, 14.740 millones). Asimismo, las admisiones a cotización de pagarés de empresa se situaron en 27.604 millones de euros<sup>31</sup>, un 31,8 % menos que el año anterior. Por su parte, y como ya se ha comentado anteriormente, las emisiones de renta fija realizadas en el exterior ascendieron a 119.131 millones de euros en el conjunto del año (con

<sup>27</sup> La tendencia del sector no financiero se explica, en gran medida, por las compañías industriales y tecnológicas, que suponen alrededor de un 65 % del conjunto.

<sup>28</sup> Para un análisis en mayor profundidad véase el recuadro 2 (Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de renta fija de los emisores españoles desde la pandemia), publicado en CNMV (2024). *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, p. 36. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_II\\_2024\\_ESf.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2024_ESf.pdf).

<sup>29</sup> Incluye las emisiones de pagarés admitidas a negociación en los distintos mercados.

<sup>30</sup> No están incluidas las emisiones exteriores de diciembre.

<sup>31</sup> Este importe incluye las admisiones en AIAF y en el MARF.

datos hasta noviembre), un 9 % menos que en 2023. En este caso, cabe destacar el comportamiento dispar entre las emisiones de bonos a medio y largo plazo, que avanzaron un 23,5 %, hasta 71.646 millones de euros, y las emisiones de pagarés, que retrocedieron un -37,2 %, hasta 45.527 millones de euros.

### Emisiones de deuda efectuadas por los emisores españoles: plazo y región de emisión

GRÁFICO 6



Fuente: Banco de España y CNMV.

### 3 Actividad reciente en la gestión de activos e inversores

- **Los datos de las Cuentas Financieras del tercer trimestre de 2024 continúan mostrando un aumento progresivo de la tasa de ahorro de los hogares, que se situó en el 13,7 % de la renta disponible a finales de septiembre** (datos acumulados de 4 trimestres) frente al 11,5 % observado 1 año antes. Estas cifras, aunque siguen siendo menores que las de la zona euro, donde la tasa de ahorro al cierre de junio de 2024 era del 14,8 %, muestran una reducción de dicha diferencia. Este avance tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que aumentó desde el 2,6 % del PIB a finales de 2023 hasta el 4,9 % en septiembre de 2024 (datos acumulados de 4 trimestres y en términos netos). Además, los hogares continuaron desinvirtiendo en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista), con unas salidas de recursos de más de 32.500 millones de euros en 12 meses<sup>32</sup> (2,1 % del PIB), e invirtieron básicamente en depósitos a plazo y valores de renta fija (64.250 millones y un 4,1 % del PIB) y en fondos de inversión (casi 35.000 millones de euros, un 2,2 % del PIB).
- **En los nueve primeros meses de 2024, los fondos de inversión españoles continuaron con la expansión observada desde 2022, con elevadas entradas de recursos en las vocaciones más conservadoras y reembolsos en las consideradas más arriesgadas.** Así, a pesar de la ligera tendencia descendente de los tipos de interés en 2024, los fondos de renta fija fueron los que recibieron, con mucha diferencia respecto al resto, las mayores suscripciones netas entre enero y septiembre, con una cifra de 27.400 millones de euros. Por el contrario, los fondos globales y los fondos de renta variable mixta experimentaron reembolsos netos, que ascendieron a algo más de 3.000 y 2.300 millones de euros, respectivamente.
- **Las elevadas suscripciones, unidas al buen comportamiento de la cartera de inversiones, hicieron que el patrimonio total de los fondos de inversión se incrementara un 11,5 % en los primeros 9 meses del año.** En concreto, las suscripciones netas ascendieron casi a 18.600 millones de euros, mientras que la revalorización de los activos de la cartera superó los 16.500 millones. Todas las vocaciones experimentaron un avance del valor de su cartera, destacando la revalorización de los fondos de renta variable internacional, que fue de más de 7.400 millones de euros. Con estos resultados, a finales de septiembre el patrimonio de los fondos se situaba ligeramente por debajo de 394.000 millones de euros, mientras que las cuentas de partícipes superaban los 16,3 millones, tras aumentar en más de 300.000 en 9 meses. Estas cuentas se correspondían con 5,3 millones de inversores, casi 200.000 más que al cierre de 2023.
- De la misma forma que en los fondos de inversión nacionales, **el patrimonio de las IIC extranjeras comercializado en España siguió creciendo entre enero y septiembre de 2024, con un aumento del 9,3 %, hasta superar los 275.000 millones de euros.** Esta cifra suponía el 41 % del total de las IIC comercializadas en nuestro país.
- **La participación del inversor minorista en la negociación del Ibex 35 mantiene la senda creciente de los últimos años (véase gráfico 7).** En 2024, el porcentaje sobre el volumen de negociación total en el que intervinieron inversores minoristas fue del **7,7 % en las operaciones de compra y del 9,2 % en las operaciones de venta** (en 2023 fueron del 7,4 % y del 8,9 %, respectivamente). **El sector en el que los inversores minoristas tuvieron una mayor participación fue el sanitario, con una presencia del 23,1 % en el**

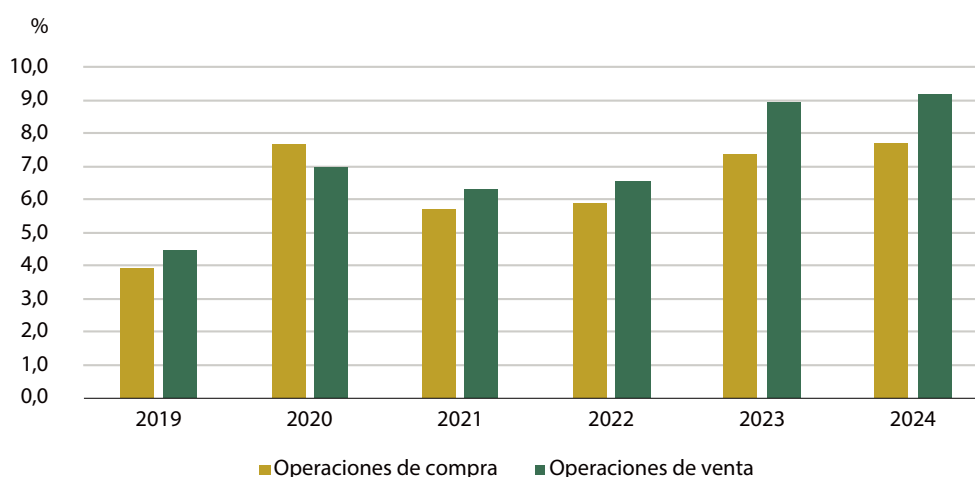
<sup>32</sup> Tan solo entre los meses de junio y septiembre las salidas de recursos fueron de 24.500 millones de euros.

volumen total de negociación en las operaciones de compra y del 22,7 % en el de las operaciones de venta, aumentando en gran medida respecto a 2023, año en el que los porcentajes fueron del 15,7 % y del 15,6 %, respectivamente.

- **Ante la creciente participación de los inversores minoristas en los mercados de renta variable, aumenta también la necesidad de monitorizar los riesgos asociados a la protección del inversor.** En los últimos años, las redes sociales han ganado una influencia significativa tanto en las cotizaciones de ciertos productos como en las decisiones de los inversores. Aunque estas pueden llegar a ser una fuente de información valiosa, en otras ocasiones pueden generar desinformación entre los inversores, impulsándolos a tomar decisiones que quizá no sean idóneas para ellos, por no conocer debidamente sus características y riesgos. En este sentido, cada vez existen más personalidades influyentes en el ámbito de las finanzas que llevan a los inversores a tomar decisiones basadas en su popularidad, en ocasiones sin valorar adecuadamente los riesgos que conllevan. Esto es especialmente relevante en el ámbito de los criptoactivos, como se menciona en un epígrafe posterior.

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

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

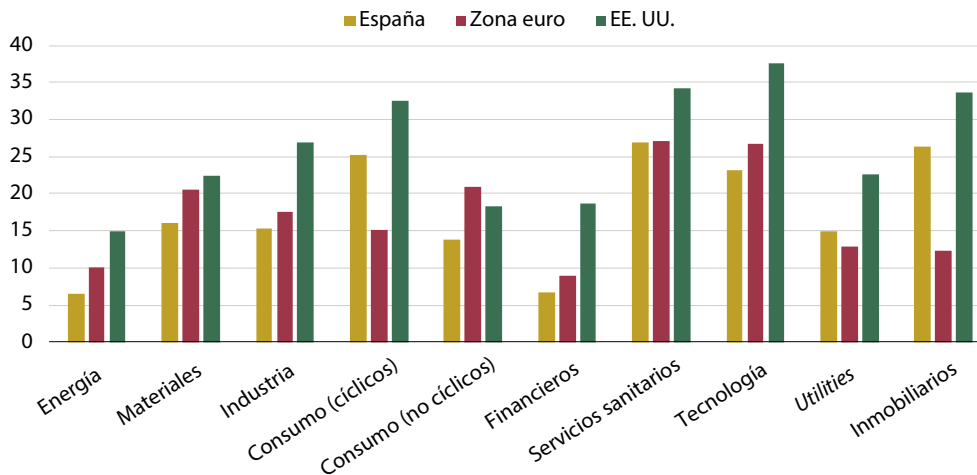
## 4 Evaluación de riesgos

### 4.1 Categorías de riesgos financieros

*Riesgo de mercado: continúa siendo importante, sobre todo en la renta variable de EE. UU.*

- Aunque las primeras rebajas de tipos, la evolución de la inflación, la mejora de algunos indicadores económicos y el interés de los inversores por los valores ligados a la tecnología y la inteligencia artificial han favorecido el alza de las bolsas y sus valoraciones en 2024, **los inversores podrían estar infravalorando la importancia de algunos riesgos derivados del aumento de los niveles de proteccionismo, así como de un posible rebrote de la inflación, que, en caso de materializarse, podría originar shocks que afectarían a los precios de los activos y generar espirales negativas de contagio.** Así, un escenario que se caracterice por un repunte de la inflación, que ralentiza la posibilidad de nuevos descensos de los tipos, un posible recrudecimiento de los riesgos geopolíticos o un aumento de las primas de riesgo de crédito en algunos mercados podría provocar correcciones notables de las valoraciones de algunos activos y ser más intensas en aquellos mercados y activos con valoraciones más exigentes.
- **Las alzas de las bolsas han incrementado ligeramente los ratios PER en la mayoría de los mercados en el último año, siendo este aumento mucho mayor en los estadounidenses. Además, se ha observado una reducción significativa de sus primas de riesgo, lo que supone una valoración más elevada de todos ellos.** Las métricas de valoración que apuntarían a una cierta sobrevaloración de las acciones se observan, en mayor medida, en los mercados estadounidenses, en los que tanto los precios de las compañías de algunos sectores (tecnología y salud) como los ratios PER y las primas de riesgo se encuentran en valores muy alejados de sus medias históricas. En el caso de los europeos, los indicadores apuntan a una valoración más ajustada, en línea con su promedio histórico. Por ello, el desencadenamiento de cualquier tipo de shock que pudiese suponer ajustes en los beneficios esperados podría tener un impacto significativo mediante la corrección de las valoraciones o por la vía del contagio, tal y como ha sucedido a finales de enero de 2025, provocando caídas significativas en el índice tecnológico Nasdaq —y, en menor medida, en el S&P 500—, con las compañías ligadas a la inteligencia artificial y a los semiconductores<sup>33</sup> tras la irrupción en China de un competidor, DeepSeek, que desarrolla modelos de inteligencia artificial avanzados a un coste sustancialmente más reducido y que podría cuestionar las elevadas inversiones del sector para desarrollar esta tecnología.
- **La distribución sectorial de los PER sigue mostrando divergencias por sector y región. Aunque, como se ha señalado, han aumentado en todas las regiones y en la mayoría de los sectores, los valores más elevados se concentran en los sectores de tecnología, farmacia y salud, bienes de consumo e inmobiliario (véase gráfico 8).** *A priori*, estos serían los más susceptibles de una corrección de precios mayor, tal y como ha sucedido, en parte, en los últimos meses con las compañías del sector farmacéutico y de la salud ante la perspectiva de un recorte de los gastos de farmacia por parte la nueva Administración estadounidense.

<sup>33</sup> Las caídas afectaron a las grandes compañías tecnológicas, fabricantes de chips y semiconductores, empresas con elevadas inversiones en desarrollo de centros de datos e incluso a energéticas expuestas al consumo masivo de energía por estos últimos.



Fuente: Eikon Refinitiv.

- **En los mercados de deuda, el riesgo de mercado de los activos de deuda se mantiene en niveles moderados, aunque podría incrementarse (en mayor medida, en los plazos más largos de la curva) en el supuesto de que se consoliden los repuntes de la inflación y obliguen a los bancos centrales a atenuar las perspectivas de nuevas rebajas de tipos.** Es posible que este riesgo pueda pasar a un segundo plano en relación con otros como el riesgo de crédito o el de contagio, en caso de producirse episodios transitorios de volatilidad en las primas de riesgo de algunas economías asociados a la inestabilidad política. Con todo, conviene seguir monitorizando este riesgo de mercado en determinados grupos de activos de deuda como la deuda corporativa *high yield*, la deuda subordinada e, incluso, la deuda pública con peor calificación crediticia.

*Riesgo de crédito: buen comportamiento, pero pendientes de la inestabilidad política en Francia y Alemania*

- **La evolución de las calificaciones crediticias de los emisores españoles y otros indicadores financieros continúan sin mostrar cambios relevantes en el riesgo de crédito, pero hay que considerar algunas circunstancias de signo mixto que podrían tener impacto a medio plazo.** Por un lado, el descenso de los tipos de interés y cierta relajación de las condiciones de financiación pueden favorecer a aquellos agentes más endeudados, con necesidades de financiación más elevadas o con mayores dificultades para acceder al crédito. Pero, por otro lado, **los elevados niveles de deuda pública acumulados por algunas economías europeas, así como la agitación política en algunas regiones — que favorece al abandono de la ortodoxia presupuestaria —, podrían facilitar la aparición de episodios de volatilidad en sus primas de riesgo<sup>34</sup> e incluso fenómenos de contagio** hacia aquellas economías más endeudadas y con finanzas públicas más vulnerables (véanse primas de riesgo en el gráfico 3).
- En el ámbito de la renta fija, se estima que antes de cinco años vencerá más de la mitad de la deuda corporativa de las empresas del Espacio Económico Europeo. Este elevado volumen de deuda será refinanciado, en parte, a un coste sensiblemente inferior al de hace

<sup>34</sup> Como se ha indicado en el epígrafe sobre riesgos geopolíticos tanto el CDS a 5 años francés como el alemán (las referencias más líquidas) se encarecieron durante el cuarto trimestre de 2024. El francés aumentó casi 9 p.b. (un 29,2 % más), mientras que el alemán lo hizo más de 4 p.b. (un 46,5 % más), concentrándose la mayor parte de la subida durante el mes de diciembre, coincidiendo con el aumento de la agitación política.

apenas unos meses, lo que supondrá un alivio para las finanzas de muchas compañías europeas y, sobre todo, para los emisores de deuda *high yield*. **Sin embargo, la concentración de deuda con vencimientos a corto y medio plazo podría suponer cierto riesgo de refinanciación para algunas compañías<sup>35</sup> en el caso de que tuviese lugar algún episodio de volatilidad en los mercados al reducirse la oferta de liquidez disponible<sup>36</sup> y favorecer el establecimiento de unas condiciones financieras más exigentes.**

- **El sector privado de la economía española mantiene el proceso de desapalancamiento iniciado en el primer semestre de 2021 y reduce su endeudamiento hasta el 109 % del PIB<sup>37</sup>**, circunstancia que también se observa en el sector público (véanse el epígrafe sobre el entorno macroeconómico y el gráfico A12), pero donde el nivel de deuda sigue siendo elevado. Entre las empresas, las mayores vulnerabilidades siguen concentradas en las compañías con mayor endeudamiento y menor capacidad para hacer frente a sus deudas (como las pymes —algunas de las cuales siguen experimentando dificultades para recuperarse plenamente tras la pandemia—) y, entre los sectores, el de las energías renovables, debido a sus niveles más elevados de endeudamiento. La evolución de la tasa de morosidad del sector privado —como indicador de este riesgo— ha presentado una evolución positiva en los últimos meses y se mantiene en niveles bajos (3,43 % en septiembre), pero **es destacable el crecimiento de la morosidad de los préstamos al consumo**, que supera el 6 % y se sitúa en su nivel más elevado de los últimos años.

#### *Riesgo de liquidez: buen comportamiento de las horquillas de precios*

- **El riesgo de liquidez del mercado es reducido, manteniéndose las horquillas *bid-ask* del Ibex 35 en niveles satisfactorios.** No obstante, los volúmenes de contratación se concentran en un número relativamente reducido de valores con mayor capitalización, por lo que eventos adversos en los mercados podrían tener mayor impacto en los precios de aquellos valores de compañías de menor tamaño y cuya liquidez es significativamente más baja.
- **En los mercados de deuda, el *spread* del bono soberano a 10 años también se mantuvo en niveles satisfactorios y apenas presentó cambios.** Los valores de su horquilla se mantienen muy reducidos tanto en términos absolutos como relativos (véase gráfico A13).

#### *Riesgo de contagio: los indicadores no señalizan aumentos relevantes*

- **El riesgo de contagio continúa en un nivel medio, ya que los indicadores que lo componen oscilan entre el riesgo moderado y el alto.** Por un lado, la correlación entre los rendimientos de diferentes tipos de activos españoles de renta fija y renta variable se situaba en niveles moderados al cierre de 2024. Por otra parte, la correlación entre los diferentes sectores financieros de nuestra economía, que se evalúa al estimar el indicador de estrés de los mercados financieros españoles, se mantuvo en niveles medios la mayor parte del semestre, para luego descender a un nivel moderado en octubre y noviembre. Finalmente, los niveles más altos de correlación se registraron entre la rentabilidad de nuestra deuda

<sup>35</sup> Esta situación favorecería la posibilidad de la reaparición de cierto grado de fragmentación de los emisores en función de su *rating*, que afectaría en mayor medida a los emisores con peores calificaciones crediticias.

<sup>36</sup> Además, el BCE concluyó a finales de 2024 la reinversión de los importes de los vencimientos de los valores adquiridos en su programa de compras de deuda PEPP (hasta ahora se situaba en 7.500 millones de euros mensuales en promedio). A partir de ahora dejará de reinvertir los vencimientos de su cartera de valores adquirida a través de los programas APP y PEPP e irá disminuyendo progresivamente el tamaño de su balance.

<sup>37</sup> La deuda de las empresas aumentó en los últimos 12 meses 28.400 millones de euros, hasta situarse en el tercer trimestre de 2024 en 1,02 billones euros, mientras que la de los hogares disminuyó en 2.200 millones de euros, hasta alcanzar 691.900 millones de euros. En términos de PIB, las ratios han descendido hasta situarse en el 64,8 % y el 44,1 % del PIB, respectivamente (frente al 67,2 % y el 47,2 % del mismo periodo de 2023).



soberana y la de las principales economías europeas, que en diciembre rondaba el 90 %<sup>38</sup>. Cabe mencionar, no obstante, que con los países *core* la correlación se redujo durante el mes de octubre, hasta situarse ligeramente por encima del 50 %<sup>39</sup>.

- **La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles experimentó un descenso paulatino desde el mes de julio hasta finales de noviembre, momento a partir del cual mostró un ligero repunte, aunque sin recuperar los valores de cierre de 2023.** Así, el valor medio de la correlación, que había sido de 0,37 en el mes de junio, fue reduciéndose hasta situarse en 0,17 en noviembre, valor que se recuperó hasta 0,20 en diciembre. Estas bajas cifras fueron consecuencia, sobre todo, del comportamiento dispar de la deuda soberana y la renta variable financiera, cuya correlación llegó a situarse por debajo de -0,40 en muchos momentos del mes de octubre.

## 4.2 Intermediación financiera no bancaria (IFNB)

- **Los activos financieros de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB ascendieron a 347.000 millones de euros en 2023, con una relevancia en el conjunto del sistema financiero del 6,6 %.** La mayor parte de este importe, alrededor de un 90 %, corresponde a los activos pertenecientes a la denominada función económica 1, definida como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos<sup>40</sup>. Teniendo esto en cuenta, estos vehículos son los que merecen una mayor atención desde el punto de vista de la estabilidad financiera y por este motivo la CNMV viene realizando desde hace años un análisis exhaustivo de los activos pertenecientes a sus carteras de forma periódica (especialmente, en términos de apalancamiento y liquidez<sup>41</sup>).
- **De forma adicional, en 2024, con los datos del cierre de 2023, se llevó a cabo un análisis de la interconexión de sus carteras atendiendo a las exposiciones comunes en activos de deuda soberana y de renta fija privada<sup>42</sup>.** Se han identificado al menos tres grupos (*clusters*) con conexiones muy elevadas entre los fondos que los componen, por lo que la materialización de un *shock* en los activos comunes de estas instituciones daría lugar a efectos adversos y significativos en estos grupos. Uno de estos grupos estaría conectado por la exposición a la deuda soberana española, otro grupo por la exposición a la deuda soberana italiana y un tercer grupo por la deuda emitida por entidades financieras. Además, las interconexiones entre fondos de distintos grupos también son relativamente elevadas.

---

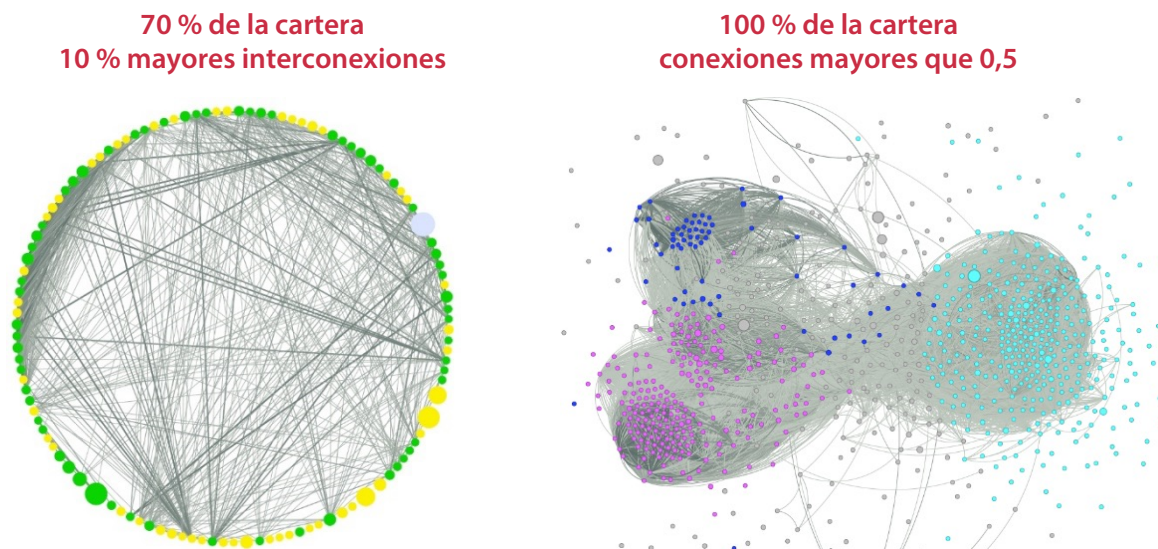
<sup>38</sup> La correlación con los países *core* (Alemania, Francia, Bélgica y Países Bajos) fue del 88,5 % y con los periféricos (Italia, Irlanda, Portugal y Grecia), del 95,7 %.

<sup>39</sup> Este descenso se debió a la baja correlación de la rentabilidad del bono soberano español con el alemán y, en particular, con el belga (43 % y 22 %, respectivamente, a finales de octubre).

<sup>40</sup> Forman parte de la función económica 1 todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable.

<sup>41</sup> Para un mayor detalle sobre la evolución y los riesgos de la IFNB en España, véase CNMV (2023). *Intermediación financiera no bancaria. Ejercicio 2023*. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Monitor\\_IFNB\\_2023\\_ES.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Monitor_IFNB_2023_ES.pdf)

<sup>42</sup> Este ejercicio se ha efectuado a partir de la relevancia para cada fondo de las inversiones en deuda soberana distinguiendo cada país emisor y la relevancia de las inversiones en renta fija privada distinguiendo cada sector. Los dos gráficos ilustran el resultado de este análisis atendiendo a diferentes consideraciones. En total se han calculado un total de 364.088 interconexiones entre pares de fondos.



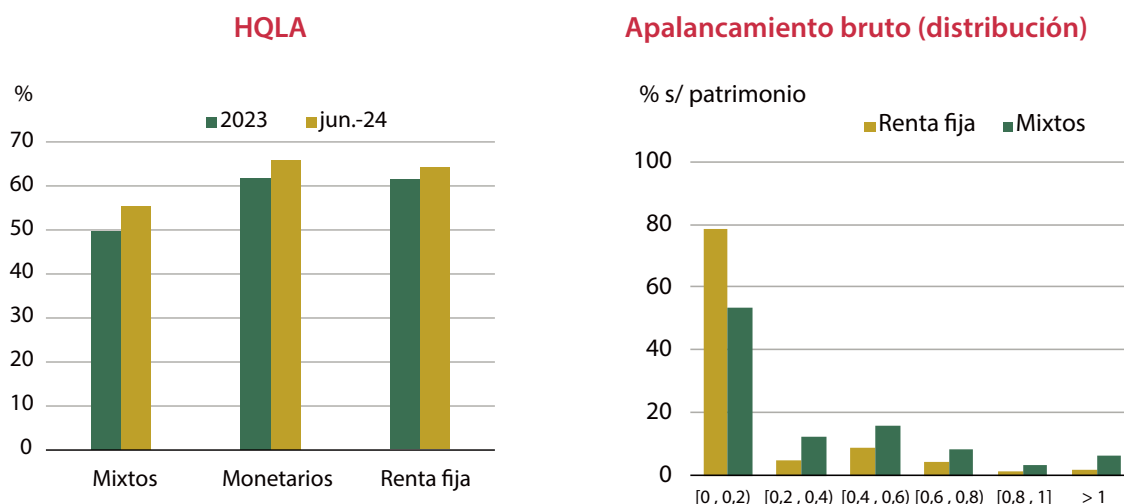
Fuente: CNMV.

- **La estimación del apalancamiento de las IIC<sup>43</sup> realizada con datos de junio de 2024 revela que este continúa en niveles reducidos y muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación.** Así, al cierre del mes de junio, la exposición bruta<sup>44</sup> a través de instrumentos derivados suponía para los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB el 23,7 % de su patrimonio, un porcentaje superior al de 2023 (19,3 %), aunque muy por debajo del nivel de apalancamiento máximo permitido (100 % del patrimonio). Para los fondos de renta fija, esta cifra era del 16,4 %, mientras que para los fondos mixtos ascendía hasta el 33,1 %. En un análisis individualizado, se observa que un 1,9 % de los fondos de renta fija y un 6,2 % de los mixtos (en términos patrimoniales) superaban el límite del 100 % de apalancamiento.
- **Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en junio de 2024, observándose una mejora en relación con el cierre del año anterior.** Así, la ratio de activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA<sup>45</sup>) se situó en el 60,0 % para el total de fondos pertenecientes a la IFNB (55,5 % en 2023). Esta cifra era del 55,5 % para los fondos mixtos, del 64,3 % para los de renta fija y del 66,1 % en el caso de los fondos monetarios. En términos individualizados, la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40 %. No obstante, aunque en una proporción muy baja, existen algunos fondos de inversión cuyo porcentaje de activos líquidos se encontraba por debajo del 20 %, concretamente el 0,3 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 2,0 % de los fondos mixtos.

<sup>43</sup> Se puede hablar tanto de apalancamiento financiero (endeudamiento) como de sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar para resolver dificultades transitorias de liquidez y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos.

<sup>44</sup> La exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, lo que permite realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones.

<sup>45</sup> Se consideran HQLA el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y distintos porcentajes de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 % y el 85 % y el de las titulizaciones entre el 0 % y el 65 %. Además, para obtener una métrica lo más precisa posible se ha cuantificado también el HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión de liquidez nula.



Fuente: CNMV.

- En el ámbito del análisis de la gestión del riesgo de liquidez, la CNMV realiza semestralmente pruebas de resistencia (test de estrés) para los fondos de inversión**, en las que se evalúa el grado de fortaleza de estas instituciones ante un *shock* teórico de liquidez derivado de un aumento repentino y significativo en el nivel de los reembolsos<sup>46</sup>. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de junio de 2024, que plantean diferentes escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre los reembolsos de las distintas categorías de fondos, siguen apuntando a que la industria de los fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados. En el escenario simulado más extremo<sup>47</sup>, se identifican un total de 8 fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos (7,1 % del patrimonio de la muestra total), todos ellos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.

<sup>46</sup> Estos ejercicios se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, y siguen una metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el artículo de Ojea-Ferreiro, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_II\\_2020\\_ES.pdf#page=25](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf#page=25)).

<sup>47</sup> Dependiendo de la vocación, este escenario es hasta 19 veces más severo que en la peor semana del COVID-19.

### 4.3 Riesgos a medio y largo plazo

*Sostenibilidad: los riesgos continúan relativamente acotados, pero preocupa la menor ambición por parte de algunas jurisdicciones*

- Los **riesgos más relevantes relacionados con la sostenibilidad** están asociados a la identificación y prevención de los impactos derivados del cambio climático, la adecuada valoración de los activos con características ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), y la prevención de prácticas destinadas al blanqueo ecológico (*greenwashing*). Aunque estos riesgos continúan manteniéndose relativamente acotados, sería preciso considerar si la fragmentación de la posición de las autoridades de los diferentes países en esta materia puede tener un impacto relevante sobre dichos riesgos, en particular incidiendo negativamente en la valoración de dichos activos. Esta fragmentación, que se percibe tanto en la celebración de las cumbres climáticas como, sobre todo, en la diferente ambición regulatoria en este ámbito de los diferentes países, parece estar aumentando con la nueva Administración estadounidense. En este sentido, destaca el cambio de postura en el sector bancario estadounidense, y es que a finales de año algunas de las instituciones financieras más importantes de EE. UU. decidieron retirarse de la Net-Zero Banking Alliance (NZBA), iniciativa impulsada por la Organización de Naciones Unidas (ONU) con el objetivo de alinear las posiciones de los bancos en materia de sostenibilidad. En línea con lo anterior, y a nivel europeo, es también destacable la nueva iniciativa de la Comisión Europea denominada *Omnibus simplification package*, que se dará a conocer previsiblemente en febrero y cuyo objetivo es reducir las cargas de información de las compañías en aspectos relacionados con la sostenibilidad y que incluirá previsiblemente el Reglamento sobre taxonomía, la Directiva sobre la presentación de informes sobre sostenibilidad corporativa (CSRD) y la Directiva sobre la diligencia debida en materia de sostenibilidad corporativa (CS3D). Además, diversos países, como Francia o Alemania han manifestado públicamente la necesidad de reducir la carga regulatoria en este ámbito o retrasar su aplicación.
- **Las últimas cifras disponibles sobre vehículos de inversión relacionados con la sostenibilidad muestran avances tanto en el ámbito de las IIC como en el caso de las emisiones de renta fija.** En España, el número de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR al cierre del tercer trimestre del año fue de 377 y 22, respectivamente (388 fondos de inversión, 4 sociedades de inversión de capital variable [SICAV] y 7 fondos de inversión libre) y su patrimonio se situó en 147.000 millones de euros, lo que supone el 35 % del patrimonio total de las IIC españolas. Por su parte, el conjunto de las emisiones de deuda con características ASG realizadas por los emisores españoles en 2024 fue de 20.570 millones de euros, superando el valor registrado en 2023 (16.796 millones) y próximo al de 2022 (21.426 millones). El análisis por sectores revela avances tanto en las emisiones de las entidades financieras y de las Administraciones públicas (AA. PP.) como en las emisiones corporativas<sup>48</sup>. Respecto al tipo de deuda, hubo incrementos en las emisiones de tipo social y también en las verdes, y disminuciones en las sostenibles y en las vinculadas a la sostenibilidad (no hubo emisiones de este último tipo). Destaca el crecimiento de las emisiones de tipo social, del 67 % respecto al año anterior, aunque las emisiones verdes continuaron siendo, con diferencia, las de mayor relevancia<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> Las emisiones del sector privado (entidades financieras y corporativas) se situaron en 15.628 millones de euros en 2024, por encima de los 12.896 millones de 2023. Por su parte, las emisiones de las AA. PP. alcanzaron en 2024 4.942 millones, frente a 3.900 en el año anterior.

<sup>49</sup> Los bonos verdes son instrumentos de deuda cuyos fondos se destinan específicamente a financiar proyectos de carácter ambiental o vinculados al cambio climático. Los bonos sociales son instrumentos de deuda para financiar proyectos sociales que obtengan beneficios para grupos de población en situación de vulnerabilidad. Los bonos sostenibles combinan la financiación de proyectos medioambientales y de carácter social. Los bonos vinculados a la sostenibilidad son bonos cuyas características financieras cambian en función del cumplimiento o no de ciertos objetivos de sostenibilidad.

- **Respecto a la regulación existente, la Unión Europea dio un paso adelante de cara a la transición hacia una economía más sostenible y un aumento del nivel de transparencia de las empresas en este sentido con la entrada en vigor de la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD).** Esta normativa se aprobó en diciembre de 2022 y ya es de aplicación para los reportes sobre sostenibilidad del ejercicio 2024. La directiva establece unos requisitos más estrictos y amplía el número de empresas a las que afecta, incluyendo a las pymes con más de 250 empleados. De esta manera, se busca mejorar la fiabilidad de los reportes sobre sostenibilidad y se permite analizar y comparar en mejor medida la información aportada por las empresas. No obstante, su aplicación entre las compañías será progresiva, no estando obligadas todas ellas a presentar este reporte desde el primer año (en primer lugar, lo harán las empresas de mayor tamaño).
- **En España, el organismo encargado de trasponer esta norma es el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), el cual realizó una consulta pública para recoger las observaciones de los sujetos afectados por la nueva regulación y que el pasado mes de noviembre publicó un comunicado conjunto con la CNMV en el que se transmitía la forma de proceder hasta la trasposición de la directiva.** En este comunicado recomendaban a las empresas realizar ya los reportes respecto al ejercicio 2024 en consonancia con lo establecido en la CSRD y en los estándares europeos (ESRS) del Grupo Asesor Europeo de Información Financiera (EFRAG).
- **También cabe destacar el Reglamento (UE) 2023/2631 sobre los bonos verdes europeos, regulación que entró en vigor el 20 de diciembre de 2023 y cuya aplicación efectiva se estableció para 12 meses después.** Esta norma establece un marco regulatorio uniforme para poder designar los bonos que cumplan los requisitos como «bonos verdes europeos», de forma que se garantice que estos financian actividades sostenibles y no incurrir en prácticas de *greenwashing*, de cara a aumentar la confianza de los inversores.
- **En los últimos años, la financiación destinada a la transición ecológica ha crecido significativamente.** De acuerdo con la iniciativa CPI (Climate Policy Initiative), esta ha experimentado un pronunciado crecimiento desde 2020, alcanzando los 1,55 billones de dólares a nivel global. Sin embargo, resulta aún insuficiente para alcanzar los objetivos propuestos, y es que estiman que se necesitarían 7,4 billones de dólares anuales hasta 2030 para limitar el calentamiento global por debajo de 1,5 grados, objetivo principal establecido en la cumbre climática de Glasgow, a través del cual se reducirían en gran medida los riesgos por impactos climáticos en el futuro. En España, las inundaciones provocadas por la dana en la Comunidad Valenciana pusieron de manifiesto la importancia de abordar los riesgos derivados del cambio climático<sup>50</sup>.

### *Riesgo cibernético: muy importante en entornos de riesgos geopolíticos altos*

- **Los riesgos relacionados con la ciberseguridad continúan siendo de gran relevancia ante el crecimiento ininterrumpido de las nuevas tecnologías y el actual estado de tensiones geopolíticas.** En el caso del sistema financiero, existen riesgos de propagación a causa de las interconexiones entre los participantes y mercados, pudiendo atentar contra la estabilidad financiera y la confianza de los inversores. Además, en los últimos años las empresas han ido dependiendo en mayor medida de las nuevas tecnologías, lo que ha aumentado su vulnerabilidad frente a ciberincidentes. La interrupción puntual de los

<sup>50</sup> El Banco de España estima que la exposición del sector financiero en las zonas afectadas ascendería a unos 20.000 millones de euros.

servicios en la nube de Microsoft<sup>51</sup> reflejó la importancia de abordar los riesgos de propagación derivados de la elevada concentración en los proveedores de este tipo de servicios.

- **Las pérdidas directas registradas por las empresas por incidentes cibernéticos por ahora son limitadas, pero podrían llegar a ser elevadas y dar lugar a algún tipo de riesgo a nivel sistémico.** De acuerdo con el FMI, la mediana de pérdidas directas es de alrededor de 0,4 millones de dólares, y tres cuartas partes son inferiores a 2,8 millones de dólares. No obstante, se destaca que las pérdidas directas no engloban todos los costes de este tipo de incidentes, ya que no tienen en cuenta aspectos como el riesgo reputacional, de vital importancia para la estabilidad del sistema financiero.
- **Los ciberataques continúan creciendo a causa de las tensiones geopolíticas.** De acuerdo con el Centro Criptográfico Nacional (CCN), la mayor parte de la actividad *hacktivista*<sup>52</sup> se corresponde con los conflictos armados activos ruso-ucraniano y de Israel-Hamás, a raíz de los cuales han surgido decenas de grupos de ciberdelincuencia a favor y en contra de cada uno de los bandos. De acuerdo con la información de esta institución, España ha sido uno de los países que más ataques ha recibido por parte de los *hacktivistas* rusos debido a su apoyo a Ucrania.
- **El texto legislativo de mayor importancia en relación con la ciberseguridad en la Unión Europea es el Reglamento DORA, que entró en aplicación el pasado 17 de enero.** Esta normativa incluye medidas de cara a reforzar la seguridad cibernética y la resiliencia operativa de las entidades financieras. De esta manera, establece requisitos uniformes orientados a incrementar la seguridad de las redes y los sistemas de información de las empresas que componen el sistema financiero, involucrando también a terceros que presten servicios relacionados con las tecnologías de la información y la comunicación (TIC). Entre los nuevos requerimientos destaca la creación de un marco de gestión de riesgos relacionados con las TIC, la realización periódica de pruebas de resiliencia operativa digital y la gestión de riesgos derivados de la operativa con terceros. Para la elaboración de los procedimientos y mecanismos para gestionar de manera continuada estos riesgos, las empresas deberán seguir las directrices establecidas por las autoridades europeas de supervisión (EBA, ESMA y EIOPA) en las normas técnicas de regulación (RTS) y las normas técnicas de ejecución (ITS).
- **En España, la CNMV se constituye como autoridad responsable de su aplicación por parte de las entidades financieras que se encuentran bajo su supervisión.** Con el objetivo de conocer el grado de adaptación de las entidades a la nueva normativa, la CNMV remitió un cuestionario de autoevaluación a través del cual se preguntaba a las entidades sobre su nivel de preparación antes de la entrada en vigor del reglamento. El pasado mes de diciembre la CNMV publicó un informe con los resultados de este cuestionario<sup>53</sup>. Por lo general, se ha observado que las entidades financieras tienen buenas medidas de gobernanza, ciberseguridad y continuidad de negocio, aunque en muchos casos falta la revisión periódica y el seguimiento de estas medidas. Por otra parte, se han detectado más carencias en la gestión de incidentes, pruebas y riesgo de proveedores de servicios TIC, especialmente en las entidades de menor tamaño. La CNMV colaborará para que la implementación se produzca de manera eficiente al mismo tiempo que realizará un seguimiento para asegurar que se implementan las medidas de manera adecuada.

---

<sup>51</sup> Tuvo lugar el 18 de julio, cuando los servicios en la nube de Microsoft experimentaron una interrupción coincidiendo con un fallo durante una actualización de seguridad de una plataforma externa (CrowdStrike). Este hecho dio lugar a algunas incidencias a nivel mundial en el tráfico aéreo y los servicios médicos y bancarios. No tuvo un efecto relevante en los mercados secundarios europeos ni en sus sistemas de negociación.

<sup>52</sup> El *hacktivismo* es una forma de activismo digital que combina las habilidades de *hacking* con objetivos políticos o sociales.

<sup>53</sup> CNMV (2024). *Informe sobre el resultado de la autoevaluación sobre la preparación de las entidades con respecto a DORA*. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Ciberseguridad/Informe-autoevaluacion-DORA-2024\\_es.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Ciberseguridad/Informe-autoevaluacion-DORA-2024_es.pdf)

## *Nuevas tecnologías y criptoactivos: preocupan los nuevos récords de precios en los criptoactivos*

- **El mercado de criptoactivos creció significativamente en 2024, especialmente en los últimos meses, alcanzando máximos históricos en términos de capitalización por encima de 3,7 billones de dólares en el mes de diciembre.** Aunque al término del año experimentó una corrección de mercado y cerró el ejercicio en 3,25 billones, este valor se mantuvo muy por encima del máximo de 2,9 billones alcanzado en 2021. Este crecimiento también se produjo en términos de volúmenes de negociación, en los que se alcanzaron máximos a comienzos del mes de diciembre y posteriormente se produjo una ligera bajada. El promedio de negociación diaria se situó cerca de 350.000 millones de dólares en los últimos días de diciembre<sup>54</sup>, muy por encima de los máximos anteriores, próximos a 220.000 millones, registrados en mayo de 2021 (véase gráfico A38).
- **Una gran parte de esta expansión se explica por los últimos acontecimientos ocurridos en EE. UU.** En enero de 2024 se aprobó la viabilidad de los ETF sobre *bitcoin*, fondos de inversión que cotizan en una bolsa de valores y que están diseñados para replicar el rendimiento de la criptomoneda. Su aprobación tuvo un efecto sobre los precios desde meses antes de su aprobación, ante la mejora de expectativas en el mercado. Con posterioridad, la elección de Donald Trump el pasado noviembre añadía la percepción de un Gobierno más laxo en relación con la innovación financiera y elevaba aún más la confianza de los inversores, disparando la capitalización del mercado de criptoactivos.
- **Resulta importante mantener la vigilancia respecto a este tipo de productos** pues, si bien su tamaño continúa siendo más reducido que el de los mercados tradicionales, su gran expansión y su mayor conexión con estos pueden acarrear diferentes riesgos que no deben pasarse por alto. Por una parte, se observan riesgos en materia de protección del inversor, debido a la alta volatilidad de los activos y a la vulnerabilidad de los minoristas ante posibles estafas o ante la falta de conocimiento de los riesgos asociados a los productos adquiridos. Por otra parte, conllevan riesgos respecto a la estabilidad financiera, sobre todo debido a esta interconexión creciente con las actividades y los participantes en los mercados financieros tradicionales.
- **En materia regulatoria, el pasado 30 de diciembre entró en vigor el Reglamento (UE) 2023/1114 relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA).** En él se establecen normas uniformes para los emisores y proveedores de servicios de criptoactivos con las que se promueven la transparencia, la protección de los inversores y la prevención de abusos de mercado. Entre otros aspectos, regula la emisión, la oferta pública y los servicios relacionados con las fichas de dinero electrónico y las fichas referenciadas a activos o a otros criptoactivos, exigiendo autorización, divulgación de información y medidas prudenciales. De esta manera, se busca fomentar la innovación financiera garantizando la estabilidad financiera y la protección del inversor.
- **En España, la autoridad competente para la supervisión del cumplimiento de MiCA es la CNMV.** No obstante, el Banco de España ejercerá las funciones de supervisión, inspección y sanción en relación con las obligaciones previstas en lo que se refiere a las fichas referenciadas a activos y a las fichas de dinero electrónico. La normativa da la posibilidad a los Estados miembros de la Unión Europea de aplicar un periodo transitorio de 18 meses. En el caso de España, se ha optado por reducir este periodo a 12 meses. En el pasado mes de diciembre, tanto la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) como la CNMV

---

<sup>54</sup> Promedio de negociación media diaria en el último mes de aquellos criptoactivos cuya capitalización es superior a 10.000 millones de dólares.

emitieron comunicaciones sobre esta materia. ESMA<sup>55</sup> alertaba de los nuevos máximos históricos en el valor de los precios de los criptoactivos, confirmando su naturaleza altamente volátil, y renovaba su advertencia a los inversores sobre los riesgos de invertir en estos activos. La CNMV, por su parte, emitió dos comunicados: uno en el mismo sentido que el anterior de ESMA, alertando a los inversores de que, a pesar de que la normativa MiCA supone un gran avance en materia de protección del inversor, no lo hace al mismo nivel que la regulación sobre instrumentos financieros<sup>56, 57</sup> y otro aclarando cuestiones en relación con el periodo transitorio y las obligaciones de notificación<sup>58</sup>.

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

- **Las herramientas fundamentadas en la tecnología desarrollada por la inteligencia artificial generativa prosiguen con su avance dentro de la sociedad, transformando los procesos de producción de los sectores.** Concretamente, en el sector financiero continúa abriéndose paso, con un alto potencial para aumentar la eficiencia de los mercados de capitales a través de la automatización de diferentes procesos. De acuerdo con el FMI, los datos procedentes de los mercados laborales y las solicitudes de patentes sugieren que la adopción de la IA pronto aumentará de forma significativa<sup>59</sup>.
- **La IA puede ayudar a disminuir riesgos relacionados con la estabilidad financiera debido a su potencial para mejorar el análisis tanto de sus participantes como de los supervisores y para reforzar la gestión de riesgos.** Además, permite aumentar las posibilidades de inversión y de seguimiento gracias a las estrategias novedosas de *trading* por algoritmos. No obstante, por el momento la mayoría del uso de la IA consiste en una prolongación de la utilización del aprendizaje automático, por lo que habrá que monitorizar los próximos avances.
- **Por otra parte, el uso de herramientas que utilizan la IA también puede generar ciertos riesgos, como la aceleración de las volatilidades en situaciones de estrés, la posible falta de transparencia en los procedimientos y mecanismos, y una mayor vulnerabilidad frente a fraudes o ciberataques.** Además, los servicios de IA actualmente se limitan a unos pocos proveedores de este tipo de servicios tecnológicos, lo cual provoca riesgos de concentración, lo que aumenta el riesgo operativo. También en el ámbito de los riesgos y desde el punto de vista de la concentración de los proveedores, cabe valorar la posibilidad de que se generen estrategias comunes de inversión y comportamientos en grupo (o *herding behaviour*), que, en definitiva, suponen un aumento de la vulnerabilidad de los inversores.

<sup>55</sup> ESMA (2024). «Crypto-assets on the rise but remaining very risky», 13 de diciembre. Disponible en: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA35-1872330276-1971\\_Warning\\_on\\_crypto-assets.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA35-1872330276-1971_Warning_on_crypto-assets.pdf)

<sup>56</sup> CNMV (2024). «Comunicado a los inversores sobre la entrada en aplicación del Reglamento MiCA», 19 de diciembre. Disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b0c1032a6-ea3e-42a3-b0e6-ccad82cfa953%7d>

<sup>57</sup> El hecho de que la protección del inversor no se encuentre al mismo nivel que la regulación de instrumentos financieros se explica por los siguientes elementos: i) los criptoactivos no estarán cubiertos por un sistema de indemnización de los inversores, por lo que si el proveedor de criptoactivos no puede devolver estos a los inversores no existirá una *red de seguridad* (similar al fondo de garantía de inversiones, en el caso español), ii) la regulación no exige a todos los proveedores de servicios de criptoactivos que recaben información de los clientes con el fin de evaluar su capacidad para comprender los productos de criptoactivos que desean adquirir y iii) el periodo transitorio de aplicación de la normativa, que se extiende hasta diciembre de este año, permite la coexistencia de proveedores autorizados conforme a la normativa MiCA con aquellos acogidos al régimen transitorio, por lo que los clientes de estos productos podrían no beneficiarse del mismo grado de protección durante este ejercicio.

<sup>58</sup> CNMV (2024). «Comunicado al sector sobre la entrada en aplicación del Reglamento MiCA: Periodo transitorio y obligaciones de notificación a la CNMV contempladas en el título II», 19 de diciembre. Disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b1928c29b-ce0e-4616-ba1a-fd-1c67f0aec9%7d>

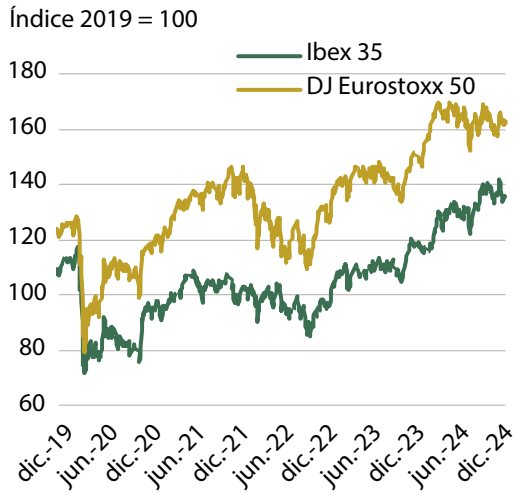
<sup>59</sup> FMI (2024). *Global Financial Stability Report – Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability*, octubre. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/10/22/global-financial-stability-report-october-2024>



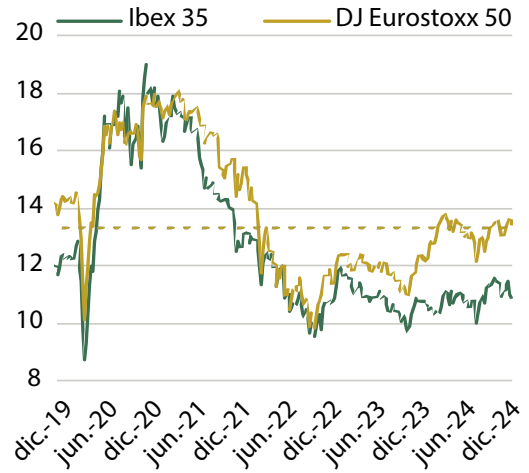
- **Con el objetivo de regular el adecuado desarrollo y utilización de la IA, el pasado 1 de agosto entró en vigor el Reglamento Europeo de Inteligencia Artificial.** En él se establece un marco uniforme para los desarrolladores e implementadores de herramientas que apliquen la IA, estableciendo una serie de requerimientos según el nivel de riesgo. El objetivo es incentivar el desarrollo de sistemas de IA seguros y fiables, que garanticen el respeto de los derechos de los ciudadanos. De esta forma, se refuerza la transparencia de este tipo de tecnologías, aumentando la confianza en su utilización.

# Riesgo de mercado: nivel amarillo

**Gráfico A1: Cotizaciones bursátiles**

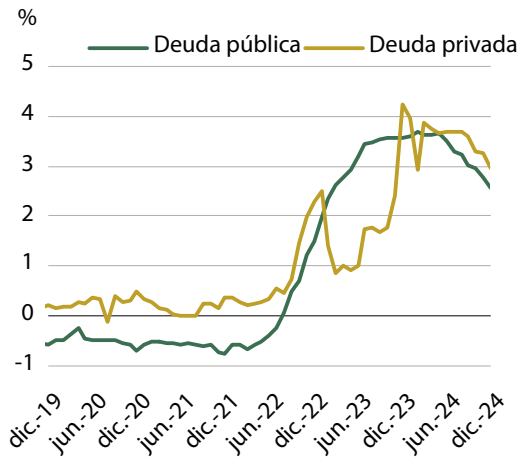


**Gráfico A2: Ratio precio-beneficios (PER)**

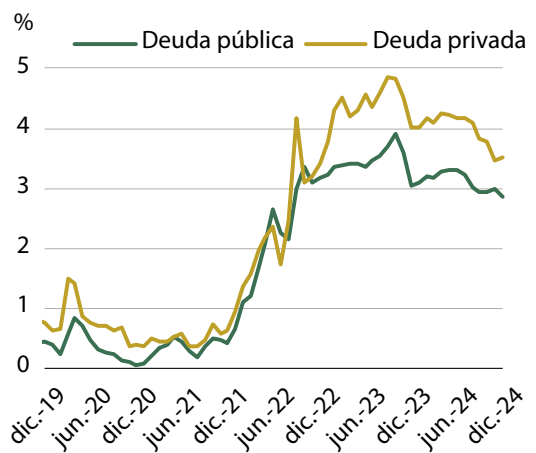


Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

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



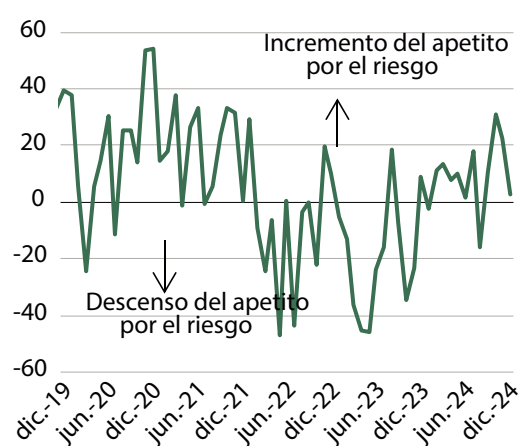
**Gráfico A4: Tipos de interés a largo plazo (10 años)**



**Gráfico A5: Precio del petróleo**

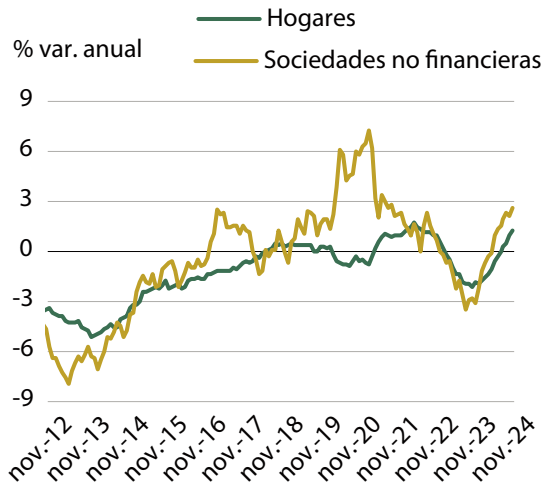


**Gráfico A6: Apetito por el riesgo (State Street)**

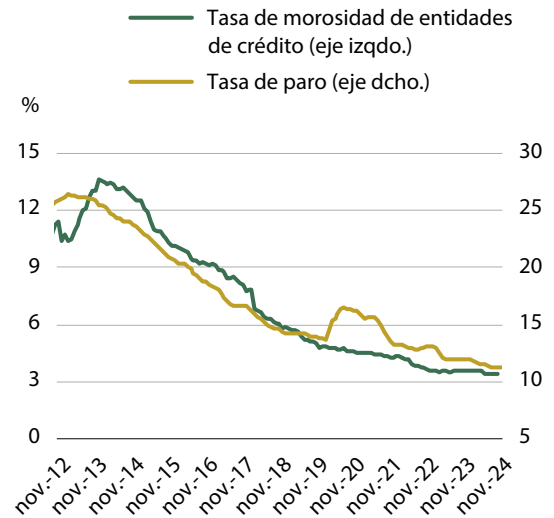


## Riesgo de crédito: nivel verde

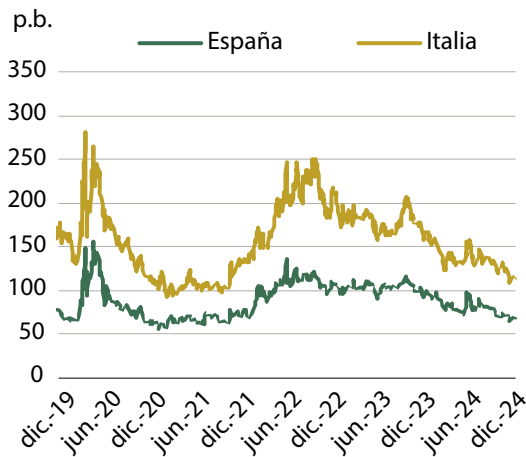
**Gráfico A7: Financiación sector no financiero**



**Gráfico A8: Tasa de morosidad y tasa de paro**



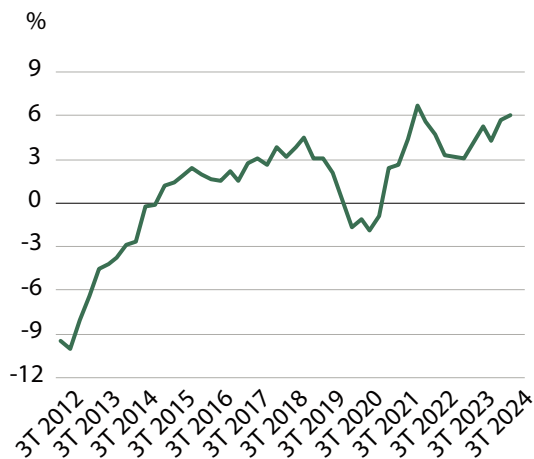
**Gráfico A9: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



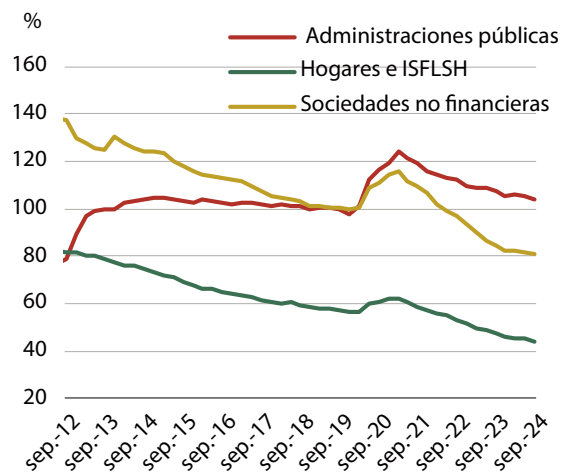
**Gráfico A10: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



**Gráfico A11: Precio vivienda (var. interanual)**

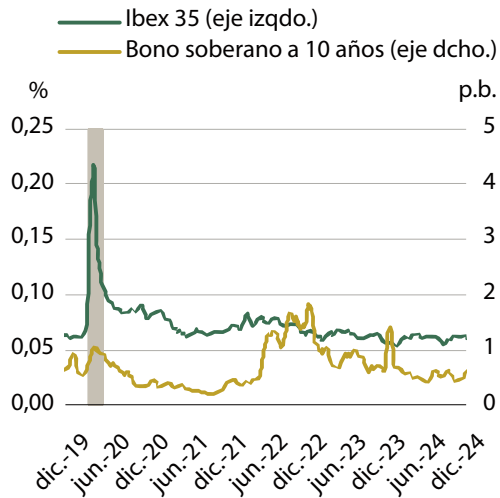


**Gráfico A12: Endeudamiento (% PIB)**

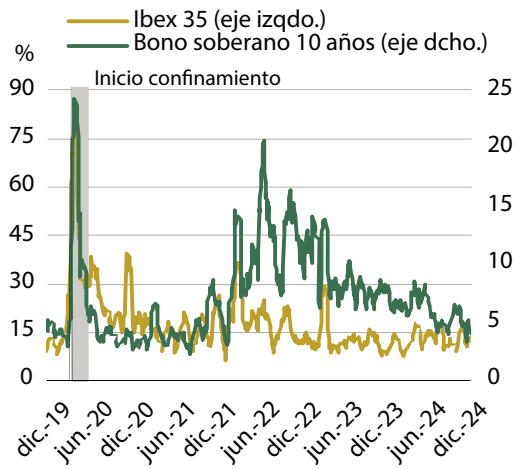


## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

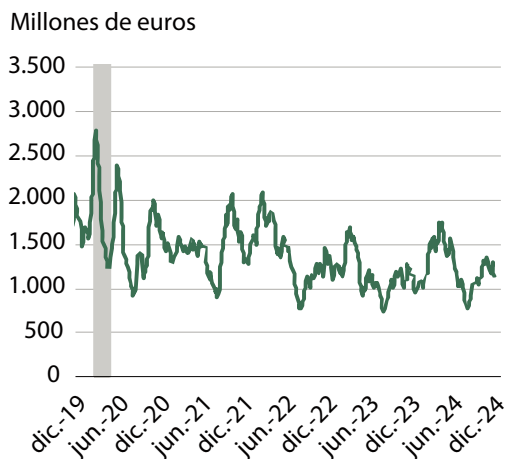
**Gráfico A13: Liquidez (spread bid-ask)**



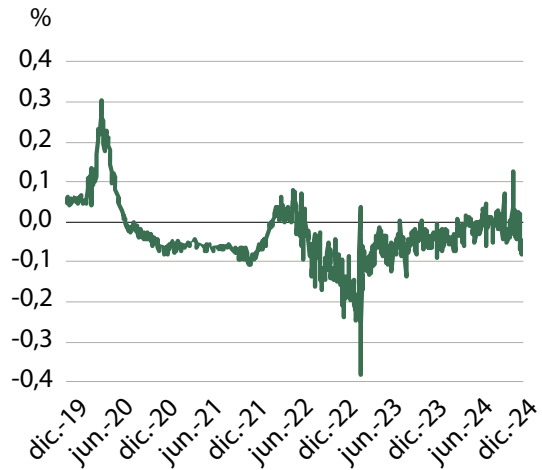
**Gráfico A14: Volatilidad (media móvil 1 mes)**



**Gráfico A15: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)**

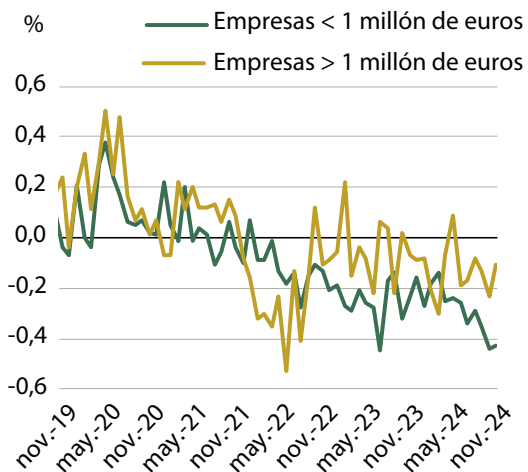


**Gráfico A16: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**

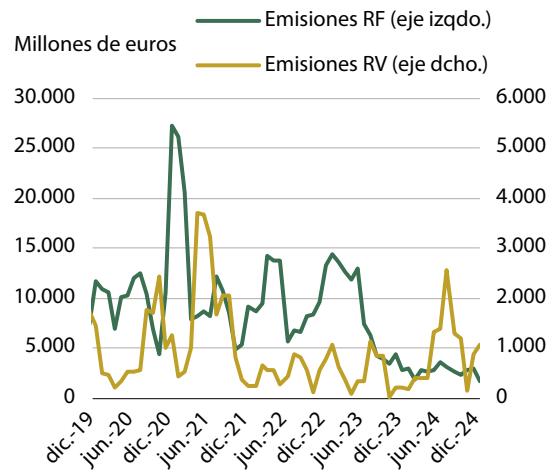


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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

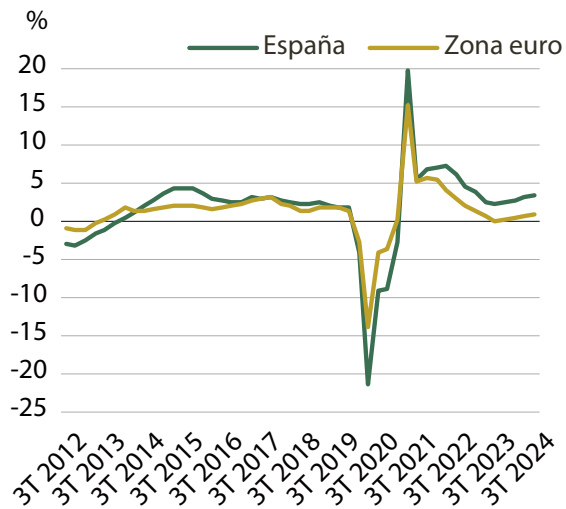


**Gráfico A18: Emisiones (media móvil 3 meses)**

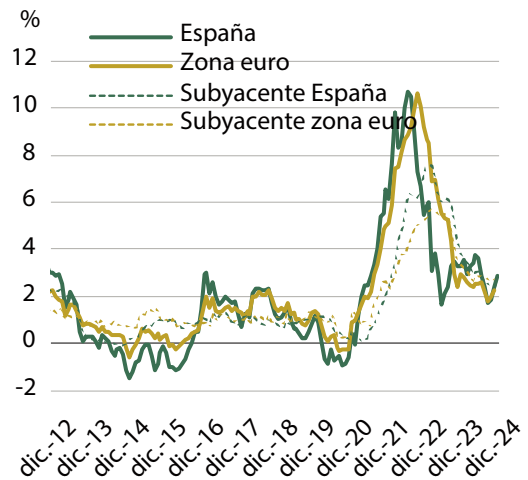


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

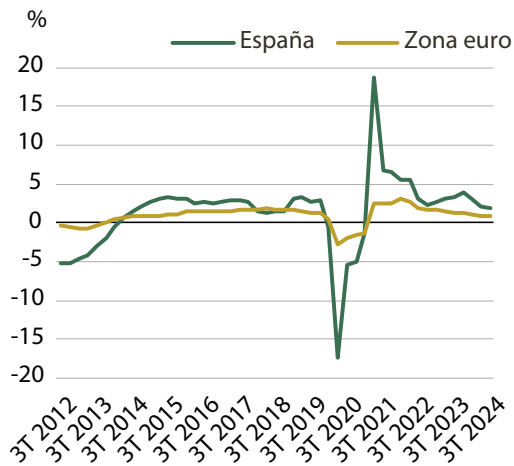
**Gráfico A19: PIB (var. interanual)**



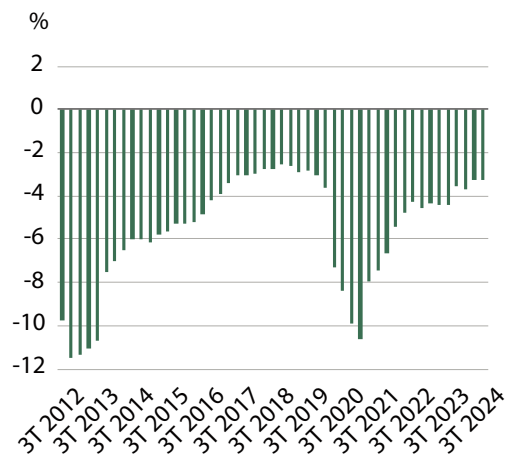
**Gráfico A20: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



**Gráfico A21: Empleo (var. interanual)**

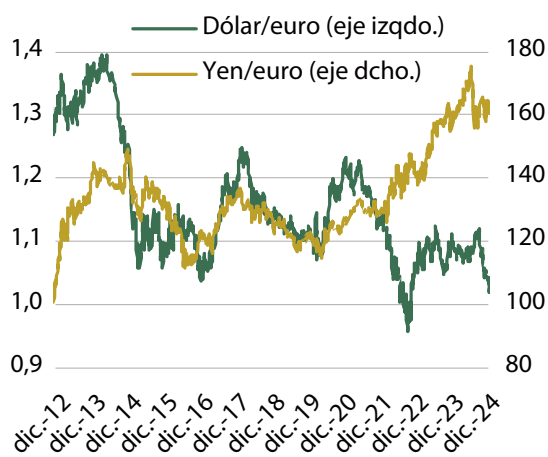


**Gráfico A22: Saldo público (% PIB)**

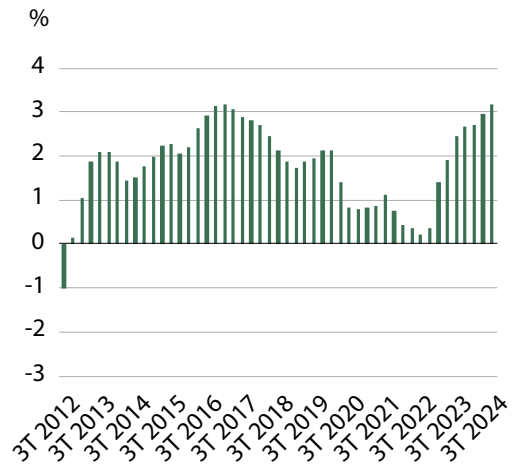


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico A23: Tipos de cambio**



**Gráfico A24: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



## Riesgo de contagio: nivel naranja

Gráfico A25: Correlaciones entre clases de activos

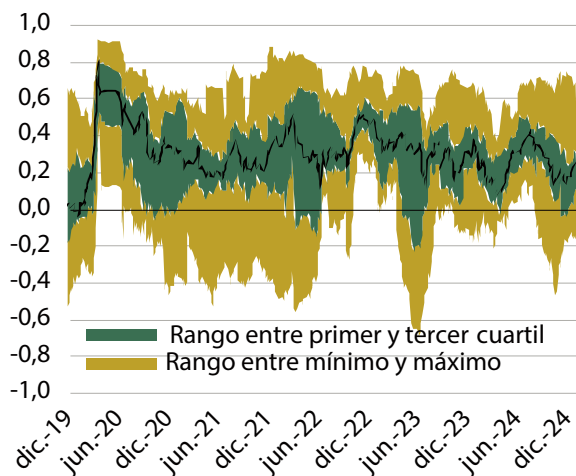
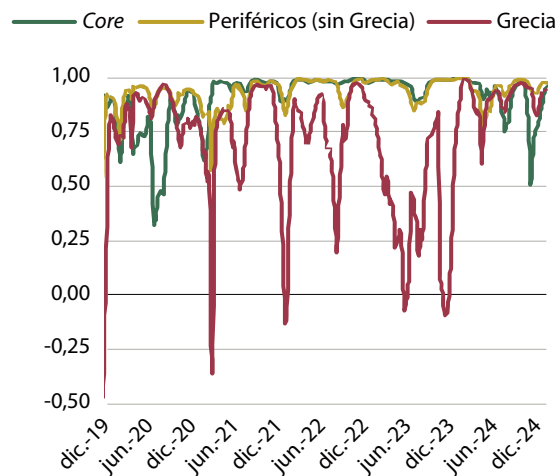
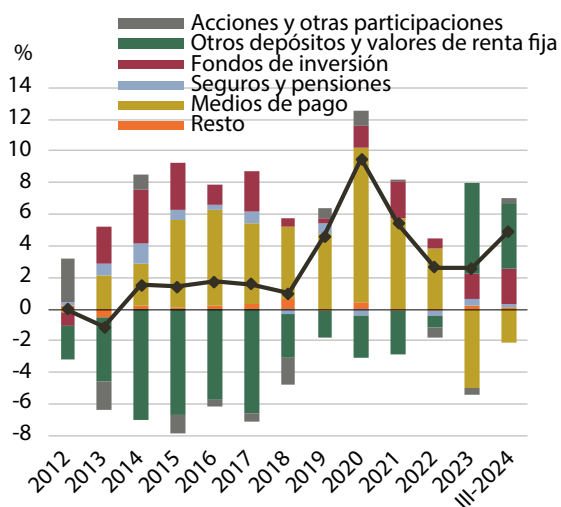


Gráfico A26: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



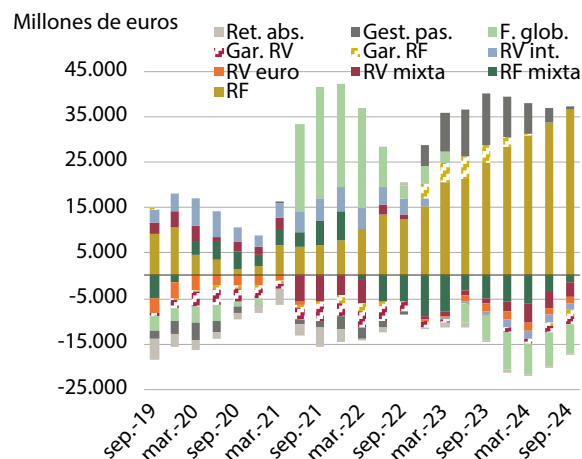
## Inversores

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



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico A28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados de cuatro trimestres (millones de euros).

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

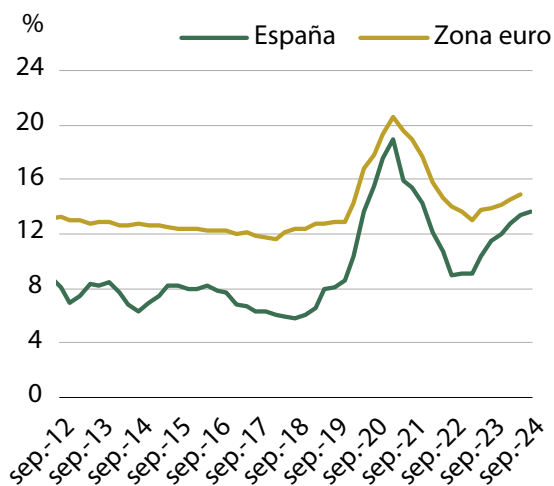
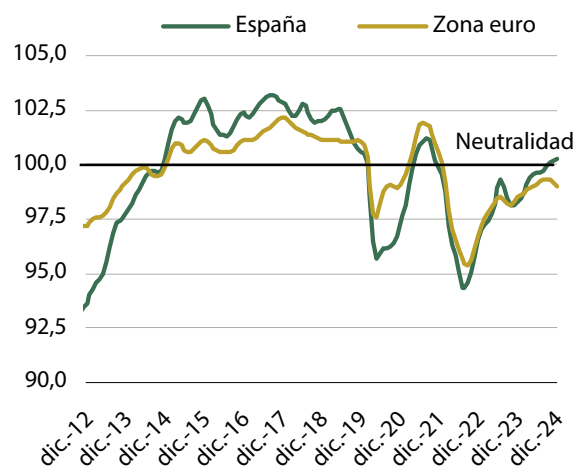


Gráfico A30: Índice de confianza consumidor



## Finanzas sostenibles

Gráfico A31: IIC artículos 8 y 9 (número)

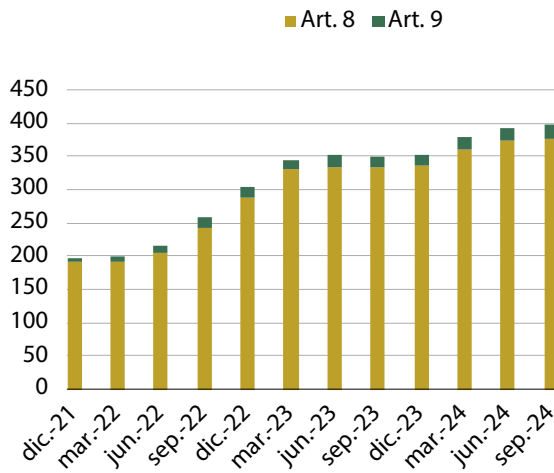
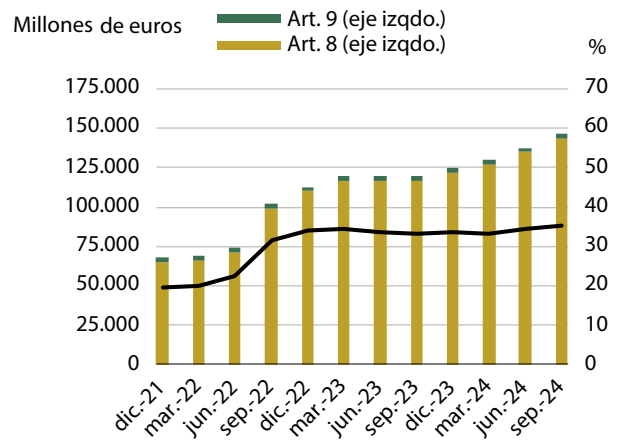


Gráfico A32: IIC artículos 8 y 9 (patrimonio)



Según el Reglamento SFDR.

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

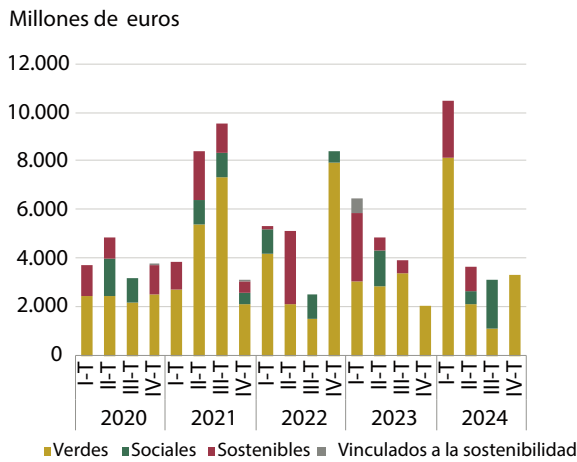


Gráfico A34: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (sector)

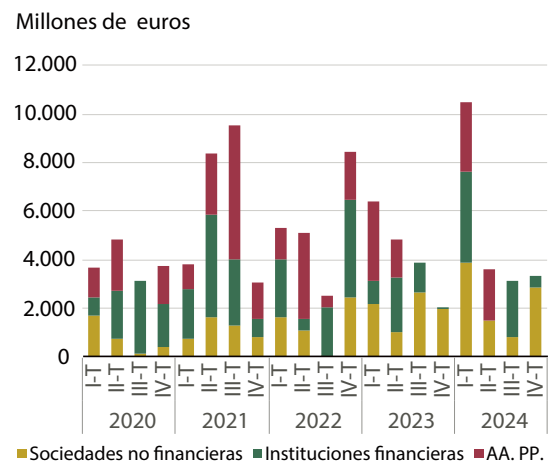
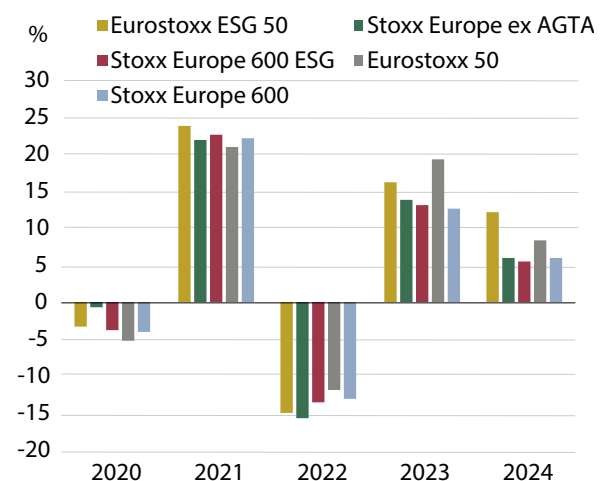


Gráfico A35: Precio carbono (EUR/tn)

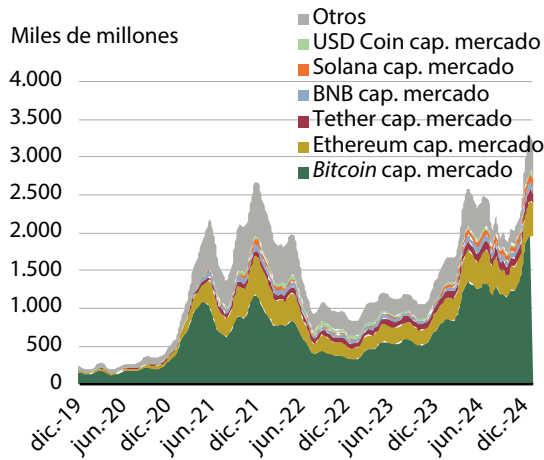


Gráfico A36: Rentabilidad índices de RV europeos ASG



# Criptoactivos

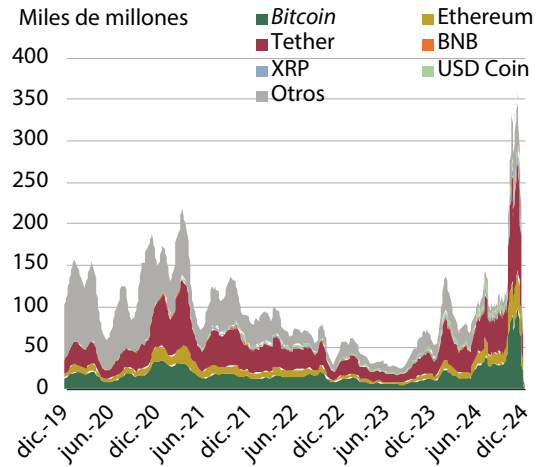
**Gráfico A37: Capitalización mercado crypto (\$)**



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Desde el 4 de julio el apartado «Otros» incluye aquellas criptomonedas cuya capitalización es superior a 10.000 millones.

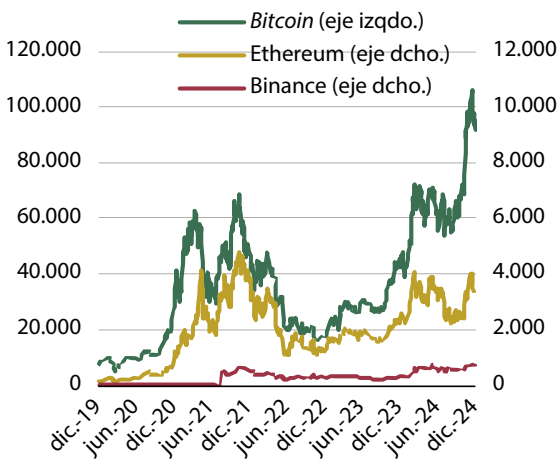
**Gráfico A38: Negociación crypto (\$)**



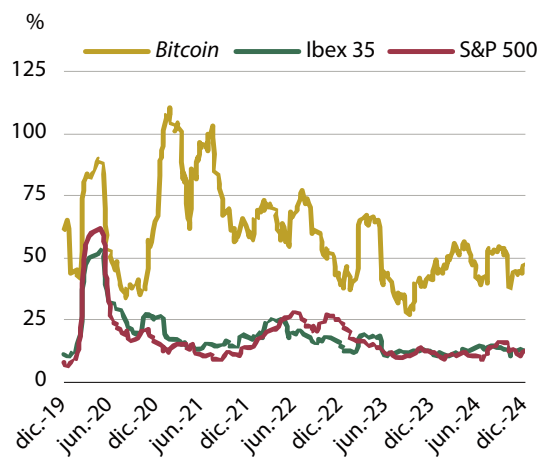
Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Desde el 4 de julio el apartado «Otros» incluye aquellas criptomonedas cuya capitalización es superior a 10.000 millones.

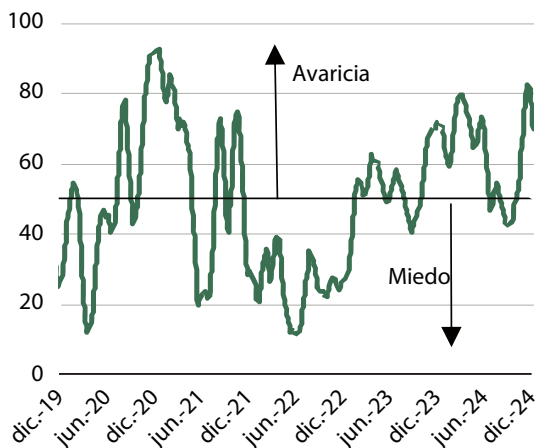
**Gráfico A39: Precios crypto non-stable (\$)**



**Gráfico A40: Volatilidad del bitcoin**



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





## Mapa de color: categorías de riesgo

INDICADOR	intervalos referencia <sup>1</sup>	2019					2020					2021					2022					2023					2024																																					
		e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
<b>Riesgo macroeconómico</b>																																																																
PIB (% var. anual)	fijos_1c																																																															
Tasa de paro (% población activa)	fijos_1c																																																															
Inflación (% var. anual IPC)	fijos_2c																																																															
Saldo público (% PIB)	fijos_1c																																																															
Deuda pública (% PIB)	fijos_1c																																																															
Índice de competitividad	fijos_2c																																																															
Índice de sentimiento económico	fijos_1c																																																															
<b>Riesgo de mercado</b>																																																																
Ibex 35	p_3A_2c																																																															
Índice Medium Caps	p_3A_2c																																																															
Índice Small Caps	p_3A_2c																																																															
Índice FTSE Latibex All-Share	p_3A_2c																																																															
Ratio PER Ibex 35	p_h_2c																																																															
Tipos de interés a corto plazo deuda pública 3m (%)	p_3A_2c																																																															
Tipo de interés pagarés 3m (%)	p_3A_2c																																																															
Tipos de interés a largo plazo deuda pública 10A (%)	p_3A_2c																																																															
Tipo de interés renta fija privada a largo plazo 10A (%)	p_3A_2c																																																															
Pendiente de la curva 10A-1A (p.b.)	fijos_2c																																																															
Precio del petróleo (US\$/barril)	p_3A_2c																																																															
Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	p_3A_2c																																																															
Indicador de aversión al riesgo	fijos_2c																																																															
<b>Riesgo de crédito</b>																																																																
Financiación a hogares (% var. anual)	fijos_2c																																																															
Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	fijos_2c																																																															
Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	fijos_2c																																																															
Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p.b.)	fijos_1c																																																															
CDS del bono de deuda soberana (p.b.)	fijos_1c																																																															
CDS del sector no financiero (p.b.)	fijos_1c																																																															
CDS del sector financiero (p.b.)	fijos_1c																																																															
Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	fijos_2c																																																															
Ratio crédito sobre depósitos	fijos_2c																																																															
Ratio de morosidad (%)	fijos_1c																																																															
<b>Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación</b>																																																																
Bid-ask spread Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																																															
Volatilidad Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																																															
Liquidez deuda pública a largo plazo (%)	p_3A_1c																																																															
Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	p_3A_2c																																																															
Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p.b.)	p_3A_1c																																																															
Préstamo neto del Eurosystema (mill. euros)	fijos_1c																																																															
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, < 1 millón (%)	fijos_1c																																																															
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, > 1 millón (%)	fijos_1c																																																															
Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	p_3A_1c																																																															
Emissiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c																																																															
Emissiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c																																																															
Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	corr_3m_2c																																																															
con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, Irl)	corr_3m_2c																																																															

Fuente: CNMV, Bloomberg y Refinitiv Datastream.

1 Los intervalos de referencia pueden ser: i) fijos: límites numéricos determinados, una (1c) o dos colas (2c); ii) corr\_3m: coeficientes de correlación calculados en ventanas de 3 meses; iii) p\_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de 3 años, una cola (1c) o dos colas (2c) o (iv) p\_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica.

## Notas explicativas

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

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV «Indicadores de estrés de los mercados», disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final):** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predefinidos y asociar esta posición a un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso incluye 43 indicadores<sup>60</sup>, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el

<sup>60</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

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

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

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

### Inversores

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

### Finanzas sostenibles

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

## Criptoactivos

- **Volatilidad histórica del *bitcoin* (gráfico A40):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.
- **Índice de sentimiento sobre bitcoin (*greed and fear*<sup>61</sup>) (gráfico A41):** Este índice es una métrica que evalúa las emociones predominantes en el mercado. Se basa en diversos factores como la volatilidad, el volumen de operaciones, el sentimiento en redes sociales y las encuestas. Se mide en una escala de 0 a 100, en la que los valores bajos se interpretan como percepciones excesivamente negativas del mercado («miedo») y los valores altos se interpretan como percepciones excesivamente optimistas («avaricia»).

---

<sup>61</sup> Kaggle. «[Bitcoin & Fear and Greed](#)».

## Resumen

- El **indicador de estrés de los mercados financieros españoles** proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español. 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 los agrega teniendo en cuenta la correlación entre ellos. Este indicador ha recogido de forma adecuada a lo largo de estos años las tensiones que se han vivido en los mercados financieros como consecuencia de sucesos de distinta índole e intensidad y su evolución ha sido descrita en varias publicaciones de la CNMV (*Nota de estabilidad, Boletín de la CNMV e Informe anual*).
- A pesar del excelente comportamiento del indicador, se ha considerado adecuado plantear una revisión de este, con el fin de determinar si es posible mejorar su calidad, bien modificando algunas métricas o bien incorporando otras que muestren nuevas parcelas de estrés. Esta nota resume la **evaluación de tres posibles cambios** y las conclusiones alcanzadas:
  - En primer lugar, se ha considerado la posibilidad de **sustituir el Euribor por el €STR** (Euro Short Term Rate), tras la reforma de los índices de referencia de tipos de interés. El análisis ha determinado que, por el momento, la evolución del Euribor (sobre todo en un periodo determinado) es más ajustada a la realidad financiera que el indicador de estrés persigue capturar.
  - En segundo lugar, se ha computado una **medida alternativa de volatilidad en el segmento de intermediarios financieros**, que resulta más satisfactoria pues muestra con mayor rapidez los movimientos a corto plazo del mercado.
  - Finalmente, se ha considerado relevante incluir en el segmento de renta fija a largo plazo algún indicador que represente el estrés en el mercado de renta fija privada, pues las tres medidas computadas hasta el momento solo hacen referencia al ámbito de la deuda pública. Para ello, se ha optado por incluir una variable que mida el nivel de **liquidez de los activos de deuda corporativa**, utilizando el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) medio para un conjunto de bonos representativos.
- El análisis efectuado sugiere la **conveniencia de adoptar dos de las tres modificaciones** evaluadas y, dado que estas no tienen un impacto sustancial en el indicador general en 2024, **publicar la nueva versión desde el 1 de enero de 2025** en todas las publicaciones de la CNMV.

## 1 Introducción/motivación

Desde el año 2016, la CNMV publica con carácter semanal un indicador de estrés de los mercados financieros españoles basado en la metodología del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro<sup>62</sup>. El objetivo de este indicador es proporcionar 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. 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 para cada segmento (véase cuadro R1). La evaluación del estrés 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<sup>63</sup>.

Además del diseño y el cálculo del indicador, se emplean algunas técnicas econométricas para poder clasificar los valores obtenidos en cada momento en un régimen de estrés en el sistema financiero. Pues bien, los resultados de estas estimaciones muestran la existencia de tres niveles de estrés, de forma 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.

---

<sup>62</sup> El indicador de estrés de la CNMV está disponible tanto en las series estadísticas de la página web del propio organismo supervisor (<http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>) como en el proveedor de datos Refinitiv Datastream.

<sup>63</sup> Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)

## Mercados y variables que componen el indicador de riesgo sistémico de la CNMV

CUADRO R1

	Fuente	Fecha inicio
<b>Mercado de dinero</b>		
1 Volatilidad realizada del tipo de interés del Euribor a 3 meses	Datastream	15/01/1999
2 Diferencial de tipos de interés entre el Euribor a 3 meses y el tipo de interés de las Letras del Tesoro a 3 meses	Datastream	15/01/1999
3 Diferencial de las operaciones <i>depo-repo</i> a 3 meses	Datastream	08/01/1999
<b>Mercado de bonos</b>		
4 Volatilidad realizada del bono soberano a 10 años	Datastream	19/04/1991
5 Diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español a 10 años y el bono soberano alemán a 10 años	Datastream	19/04/1991
6 Liquidez del bono soberano a 10 años ( <i>bid-ask spread</i> )	Bloomberg	12/09/1997
<b>Mercado de valores</b>		
7 Volatilidad realizada del índice de mercado del sector no financiero	Datastream	13/03/1987
8 Máxima pérdida (en un periodo de 2 años) del índice de mercado del sector no financiero	Datastream	10/03/1989
9 Liquidez del Ibex 35 ( <i>bid-ask spread</i> )	Datastream desde 2003/ elaboración propia 1999-2003	08/01/1999
<b>Mercado de intermediarios financieros</b>		
10 Volatilidad realizada de la rentabilidad idiosincrática del sector bancario sobre la rentabilidad del Ibex 35	Datastream	10/03/1989
11 <i>Credit default swap</i> a 5 años de las principales entidades financieras del Ibex 35	Datastream	08/01/1999
12 Máxima pérdida (en un periodo de 2 años) del índice de mercado del sector financiero multiplicada por el inverso del <i>price-book ratio</i> del mismo índice	Datastream	05/01/1990
<b>Mercado de tipos de cambio</b>		
13 Volatilidad realizada del tipo de cambio dólar/euro	Datastream	11/01/1980
14 Volatilidad realizada del tipo de cambio yen/euro	Datastream	11/01/1980
15 Volatilidad realizada del tipo de cambio libra/euro	Datastream	11/01/1980
<b>Mercado de derivados y <i>commodities</i></b>		
16 Volatilidad realizada de las opciones sobre el Ibex 35	Datastream	08/01/1999
17 Volatilidad realizada de las posiciones abiertas de futuros sobre el Ibex 35	Datastream	24/07/1992
18 Volatilidad realizada del precio del petróleo	Datastream	11/01/1980

Fuente: CNMV.

Este indicador ha recogido a lo largo de estos años las tensiones que se han vivido en los mercados financieros como consecuencia de eventos de distinta índole e intensidad, como la pandemia de COVID-19<sup>64</sup> o las consecuencias de la guerra en Ucrania<sup>65</sup>. Así, por ejemplo, tras el anuncio del confinamiento derivado de la pandemia en marzo de 2020, el indicador de estrés aumentó en tan solo 3 semanas desde 0,26 hasta 0,56 (véase gráfico R1). En el caso de la invasión de Ucrania, el nivel de estrés en los mercados financieros no se incrementó de forma tan abrupta (0,30 a 0,47 en

<sup>64</sup> Durante las primeras semanas de la pandemia, la actualización de este indicador pasó a tener mayor frecuencia (intrasemanal) con el fin de incorporar la información diaria de los mercados.

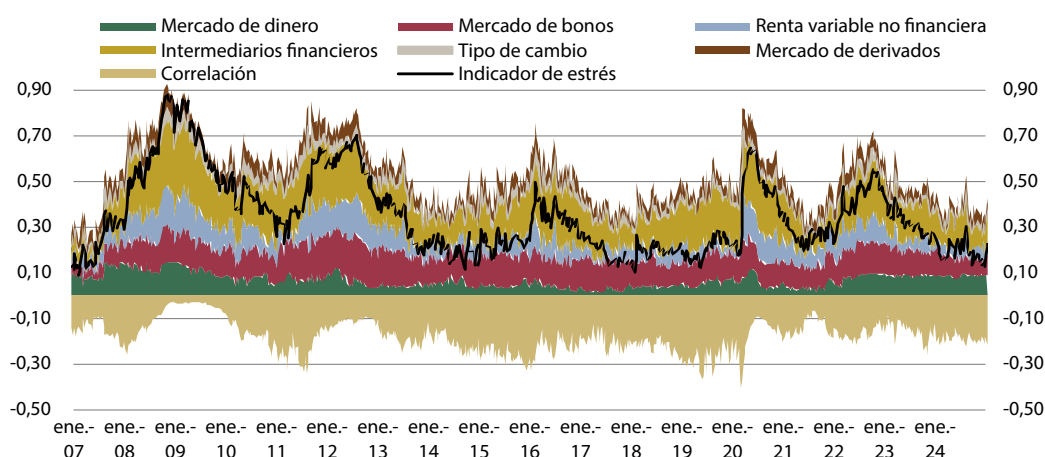
<sup>65</sup> Durante el proceso de creación del indicador de estrés se realizaron los cálculos para el periodo comprendido entre 1999 y 2015 y se observó que era capaz de capturar los periodos de estrés, entre los que destaca la crisis financiera de 2008 (a finales de ese año el indicador alcanzó un valor de 0,87, su máximo histórico) o la crisis de deuda soberana europea de 2011-2012, en la que el nivel de estrés llegó a situarse en 0,69.

4 semanas) pero en la segunda mitad del año, tras el rápido y agresivo giro de la política monetaria y las turbulencias en los mercados de *gilts* en el Reino Unido se alcanzaron valores entre 0,50 y 0,55. Estos últimos valores se corresponden con un régimen de riesgo alto.

La evolución del indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha sido descrita ampliamente en diferentes publicaciones de la CNMV, entre las que destacan esta misma —la *Nota de estabilidad financiera*—, que incluye en su primera página la tendencia más reciente del indicador, y también en los informes del *Boletín de la CNMV* y en el *Informe anual*. Además, fue seleccionado como el indicador de referencia para medir el estrés del sistema financiero español en el informe anual de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI).

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO R1



Fuente: CNMV.

A pesar de que la evolución de este indicador ha sido satisfactoria en cuanto a su capacidad para recoger e ilustrar momentos de estrés con información procedente de los mercados financieros, puede resultar conveniente, con cierta periodicidad, preguntarse si es posible mejorar esta habilidad del indicador o, incluso, incorporar otras métricas que muestren parcelas de estrés que no se habían incluido con anterioridad. Esta nota resume la evaluación de tres cambios que se plantearon en 2024 y las conclusiones alcanzadas tras el análisis correspondiente. Los cambios evaluados, que se describen en los epígrafes siguientes, tienen que ver con la posibilidad de sustituir la referencia del Euribor a 3 meses por el €STR, de modificar la medida de volatilidad en el segmento de intermediarios financieros por otra alternativa y, finalmente, de introducir un indicador que represente las condiciones de liquidez de los activos deuda privada.



## 2 Cambios en las métricas que conforman el indicador de estrés

A continuación, se enumeran estos potenciales cambios, los motivos de esta posible mejora y las conclusiones obtenidas para cada uno de ellos:

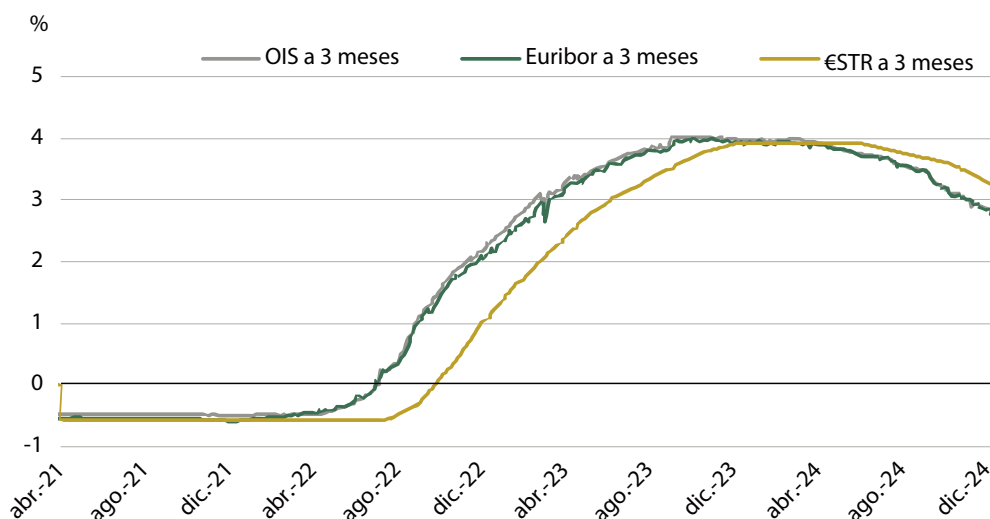
### 2.1 Euribor a 3 meses y €STR (mercado de dinero o mercado monetario)

Todas las variables utilizadas en el mercado monetario se forman a partir de la información del Euribor a 3 meses (véase cuadro R1). Como consecuencia de la reforma de los índices de referencia de tipos de interés, se ha considerado la posibilidad de sustituir el Euribor por el €STR. Tras realizar un análisis comparativo entre los dos tipos de interés y observar la repercusión que tendría dicho cambio en el indicador de estrés, se ha tomado la decisión de continuar realizando, al menos por el momento, el cálculo de las variables que conforman el mercado monetario utilizando el Euribor a 3 meses.

Desde hace unos años se está llevando a cabo una reforma de los tipos de interés de referencia (Euribor, Libor o Eonia) que tiene su origen en los intentos de manipulación y la disminución de la liquidez en los mercados monetarios como consecuencia de la crisis financiera de 2008. Esto ha dado lugar a la aparición de nuevas tasas de referencia, como el €STR o el SOFR, a la vez que se ha producido una modificación y mejora de algunos índices ya existentes. Debido a este proceso de cambio, se ha planteado una modificación en aquellas variables que contienen algún tipo de interés de referencia. En este caso, el cambio propuesto únicamente afectaría al Euribor a 3 meses y, en consecuencia, a las tres variables incluidas en el segmento del mercado monetario.

El índice €STR fue diseñado por el BCE para reflejar el coste para los bancos de tomar de otras entidades financieras fondos prestados no colateralizados al plazo de 1 día, con la intención de que fuera reemplazando paulatinamente al índice de referencia Eonia. De forma adicional, y para fomentar el uso de este tipo de referencia en los contratos e instrumentos financieros, el BCE calcula (y publica) diariamente tipos medios compuestos a distintos plazos (de 1 semana a 12 meses) a partir de datos históricos diarios del €STR.

En primer lugar, se ha realizado una comparativa de la evolución del Euribor a 3 meses con el €STR al mismo plazo. Como se observa en el gráfico R2, la tendencia del Euribor y del €STR a 3 meses han sido muy similares, en términos generales, desde que empezara a calcularse este último a mediados de abril de 2021. Sin embargo, se observa un periodo de diferencia importante entre ambos, desde el segundo trimestre de 2022 hasta finales de 2023, en que el Euribor fue notablemente superior al €STR (66 p.b. de media). Esta diferencia fue reduciéndose y en 2024 se revirtió, de forma que el tipo €STR se ha situado en la segunda mitad del año por encima del Euribor (31 p.b. de media durante el segundo semestre).



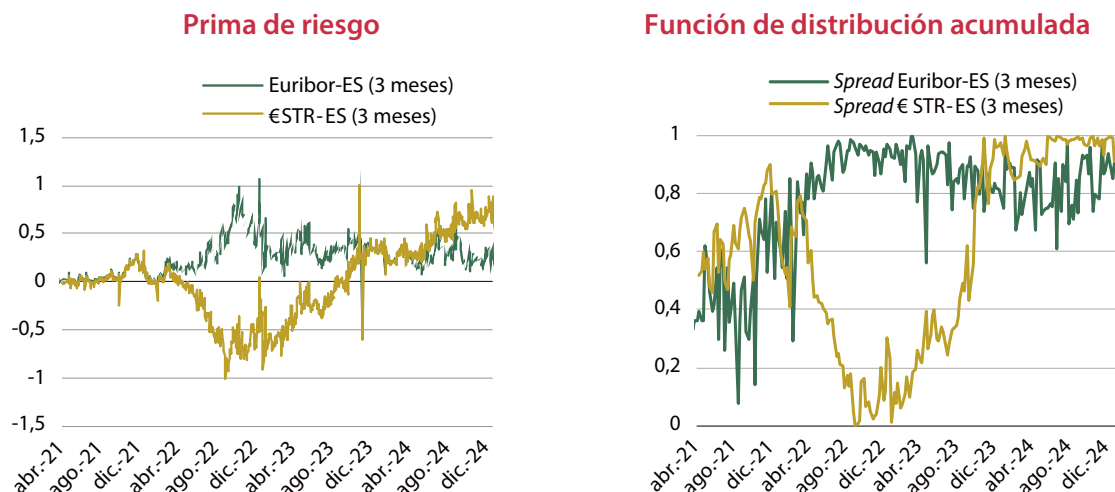
Fuente: CNMV.

Para analizar la idoneidad o no de utilizar el €STR en los cálculos del indicador de estrés, se ha comparado la evolución de los tres indicadores de riesgo individuales incluidos en el mercado monetario. Así, en el gráfico R3 se representa uno de ellos: la prima de riesgo del mercado bancario a corto plazo respecto a la deuda pública calculada tanto con el Euribor como con el €STR (panel izquierdo) y sus funciones de distribución acumuladas correspondientes<sup>66</sup> (panel derecho). Como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico R3, la diferencia que se observó entre el Euribor y el €STR entre mediados de 2022 y finales de 2023 es determinante en el cálculo de ambas primas de riesgo, dando lugar a comportamientos opuestos entre ellas en este periodo de tiempo. En consecuencia, las funciones de distribución acumuladas (panel derecho del gráfico R3) también presentan disparidades muy importantes. El análisis de la realidad económica y financiera durante ese periodo de discrepancia nos lleva a concluir que la prima de riesgo calculada con el Euribor es más informativa y adecuada a esa realidad que la que se obtiene a partir del €STR. Por ejemplo, la prima de riesgo calculada a partir del €STR no nos da señal informativa en términos de estrés en los momentos de turbulencias en los mercados de deuda soberana británicos en la segunda mitad de 2022 ni tampoco en el periodo en que varios bancos estadounidenses (y europeos) experimentaron problemas en los meses de la primavera de 2023.

<sup>66</sup> Para poder agregar las variables que componen los distintos segmentos, se estandarizan en el rango {0,1} mediante su función de distribución acumulada. Esta función calcula, para un valor concreto dentro de una muestra, el número total de observaciones que son menores o iguales a dicho valor y lo divide por el número total de observaciones de la muestra.

## Comparativa del diferencial de tipos de interés (primas de riesgo)

GRÁFICO R3

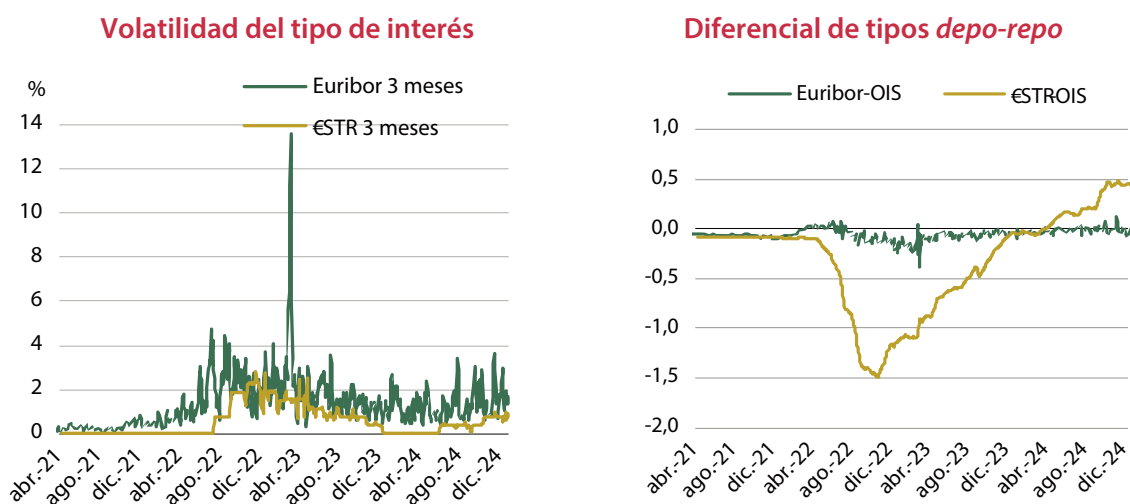


Fuente: CNMV.

De forma adicional, en el gráfico R4 se observa que la volatilidad del Euribor ha sido, en términos generales, más elevada en todo el periodo (desde abril de 2021 hasta diciembre de 2024) y que el diferencial de las operaciones *depo-repo* ha sido muy inferior y claramente negativo cuando se utiliza el €STR entre abril de 2022 y diciembre de 2023. En el caso de la volatilidad, además de que la del €STR ha sido más baja —lo cual no tendría que ser en sí mismo un aspecto negativo en relación con el cálculo del indicador de estrés—, se observa que hay muchos meses en que su valor es cero y, por tanto, tampoco es posible obtener una señal que muestre las variaciones diarias de precios en los mercados financieros. En el caso del diferencial de las operaciones *depo-repo*, como se ha indicado anteriormente, la coyuntura económica y financiera no justifica una evolución semejante del diferencial.

## Comparativa de la volatilidad y del diferencial *depo-repo*

GRÁFICO R4



Fuente: CNMV.

En conclusión, el análisis presentado hace que, por el momento, se estime oportuno continuar utilizando el Euribor a 3 meses en el cálculo de los indicadores que conforman el grado de estrés del mercado monetario, pues la evolución de estos parece más ajustada a la realidad financiera que el

indicador de estrés persigue capturar. Es posible que esta decisión se revierta en el futuro y que, a medida que el €STR tenga una historia más larga, pueda adquirir la representatividad deseada. Por otra parte, cabe resaltar que el Euribor, tras ser declarado índice de referencia crítico por la Comisión Europea, ha experimentado un aumento sustancial de su calidad gracias a la reforma de su metodología y de su entorno de control en 2019, que ha permitido ampliar el panel de contribuidores y primar la existencia de operaciones reales frente al juicio experto. Serán necesarias reevaluaciones periódicas de ambos tipos de interés con el fin de determinar (y elegir) cuál de ellos presenta las mejores características para representar el estrés en el mercado.

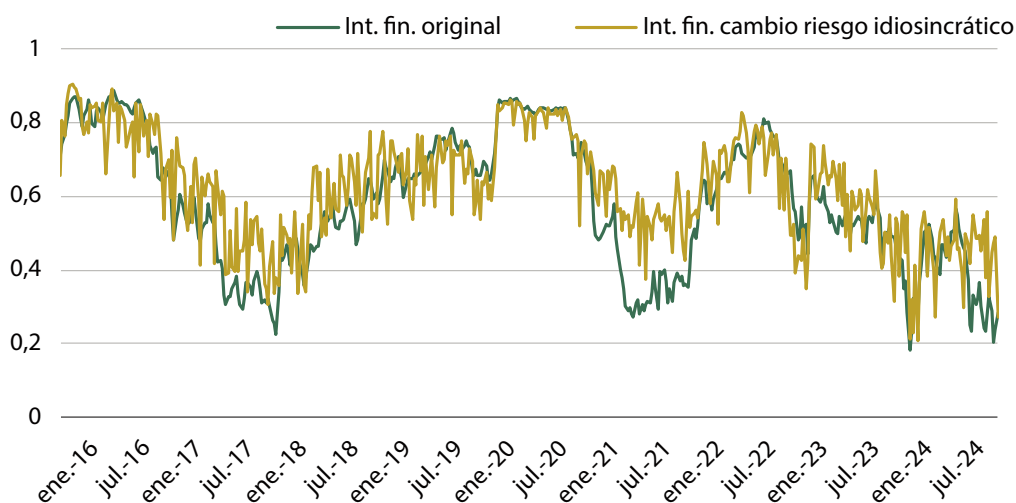
## 2.2 Medida de la volatilidad (segmento de intermediarios financieros)

Este indicador se ha calculado hasta el momento en función de la volatilidad del término constante de una regresión de la rentabilidad del sector bancario sobre la del Ibex 35 (ventana móvil de 2 años). Se trata, por tanto, de la volatilidad de la rentabilidad idiosincrática de este sector. Se ha observado que esta medida de volatilidad presenta poca variabilidad en el corto plazo, por lo que puede no estar recogiendo con la rapidez deseada los movimientos de precios en el mercado y, en definitiva, ser poco informativa. Por esta razón, se ha planteado la conveniencia de computar una medida alternativa de la volatilidad, basada en el término de error de la misma regresión.

Para evaluar esta posibilidad, se ha realizado un ejercicio retrospectivo en el que se ha aplicado el cambio mencionado en el cálculo del indicador de estrés entre enero de 2016 y diciembre de 2024. El resultado puede observarse en el gráfico R5, que ilustra el nivel de estrés en el segmento de los intermediarios financieros, y en el gráfico R6, que muestra el resultado de este cambio en el indicador de estrés en su conjunto. Las diferencias en la tendencia de los indicadores de estrés en el segmento de intermediarios financieros no son muy importantes, pero sí se observa, como cabría esperar, una mayor variabilidad en el indicador calculado con la medida alternativa de volatilidad, con valores ligeramente más extremos en algunas semanas concretas. Además, se aprecia que en algunos momentos determinados (parte de 2017, 2018 y 2021), la medida de estrés alternativa del segmento de intermediarios financieros fue algo mayor que la calculada en su versión original.

### Indicador de estrés en el segmento de intermediarios financieros

GRÁFICO R5

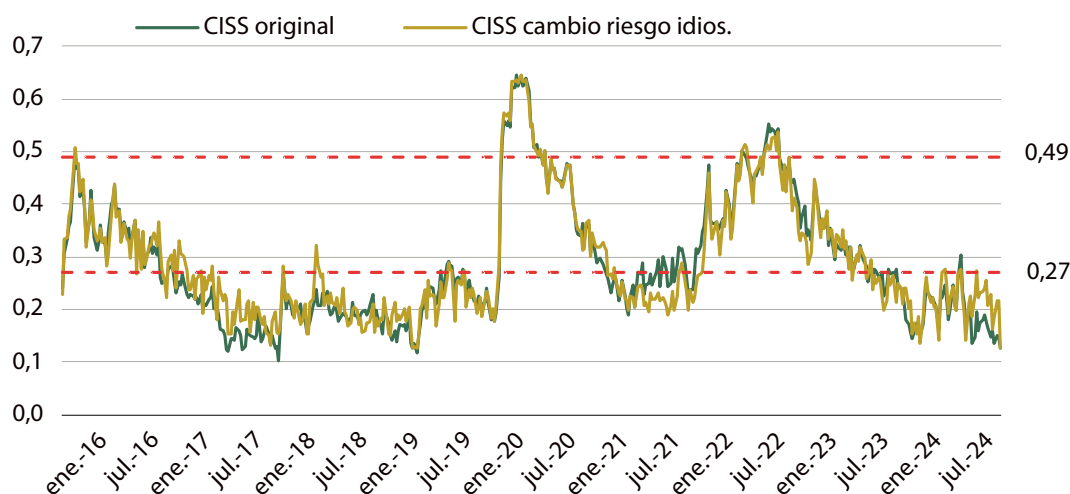


Fuente: CNMV.

Si se trasladan estos resultados al indicador global de los mercados financieros, las diferencias como consecuencia de este cambio metodológico son poco relevantes y solamente se observan resultados ligeramente distintos en la segunda mitad de 2017, en 2021 y en los últimos meses de 2024<sup>67</sup>. Esto es lógico si se piensa que se está modificando el cálculo de uno de los 18 indicadores que conforman el indicador total y que este cambio no ha tenido un impacto sustancial ni siquiera en su propio segmento (el de intermediarios financieros). Sin embargo, sí que se consigue, con esta medida alternativa de la volatilidad, erradicar las dificultades para representar mejor los movimientos a corto plazo en los mercados. Véase, por ejemplo, el mayor tensionamiento que se habría producido en el nuevo indicador respecto al original en determinados momentos de 2018 y 2023. También cabe resaltar que en el año 2024 ambos indicadores muestran un nivel de estrés muy similar. Este hecho, como se comenta en las conclusiones de esta nota, también es importante a la hora de tomar una decisión sobre el mejor momento para cambiar la metodología del indicador, pues sería conveniente que no hubiera un salto abrupto causado por la modificación de alguna de las variables de cálculo.

### Indicador de estrés de los mercados financieros

GRÁFICO R6



Fuente: CNMV.

### 2.3 Liquidez de la deuda privada (mercado de bonos)

El segmento del mercado de renta fija a largo plazo (mercado de bonos) del indicador de estrés incluye únicamente información del mercado de deuda pública. Se ha considerado que sería relevante valorar la incorporación de algún indicador que represente el estrés en el mercado de renta fija privada, que también puede ser una fuente importante de riesgo sistémico. Con este fin, se ha optado por un indicador que describa el nivel de liquidez en el mercado de bonos corporativos, ya que podría ser una buena medida para evaluar la percepción de riesgo de los inversores y emisores en este mercado.

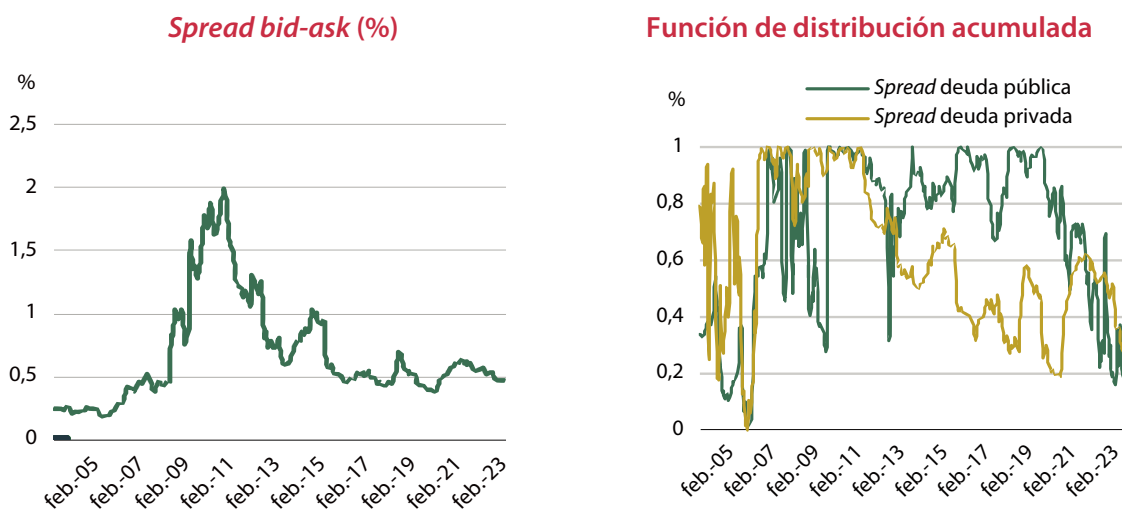
<sup>67</sup> En 2021, con una diferencia algo más acusada que en 2017, el nuevo indicador se situó por debajo del original, a pesar de que el riesgo idiosincrático, como se ha mencionado, era superior al original y, como consecuencia, también el riesgo del segmento de intermediarios financieros. Esto tuvo su origen en una notable disminución de la correlación entre segmentos, que provocó que el conjunto del sistema financiero redujera su nivel de riesgo sistémico.

De esta forma, para medir la liquidez de los activos de deuda corporativa, se ha calculado el diferencial de compraventa (*bid-ask spread*) medio para un conjunto de bonos representativos. Este conjunto de bonos va modificándose anualmente para incluir aquellas emisiones nuevas y excluir las que han vencido<sup>68</sup>. Este ejercicio se ha realizado con datos diarios de los precios *bid* y *ask* de todos los bonos comprendidos en la muestra para el periodo comprendido entre enero de 2013 y diciembre de 2024. Adicionalmente, estos datos se han complementado con el *spread* para el periodo 2005-2012, calculado en un trabajo anterior de la CNMV<sup>69</sup>. Esto se ha hecho para disponer de una historia de datos lo suficientemente larga que abarque el número máximo posible de fases de turbulencias en los mercados financieros, así como de periodos de normalidad. Esto permite obtener una función de distribución acumulada que sea lo más representativa posible.

El resultado de este ejercicio se muestra en el gráfico R7, cuyo panel izquierdo corresponde al diferencial de compraventa para todo el periodo (2005-2024), mientras que el derecho representa la función de distribución acumulada de estos valores (junto con la función de distribución acumulada del *spread* de la deuda pública). Como puede observarse, el *spread* de la deuda corporativa ha oscilado en este periodo de casi 20 años entre unos valores mínimos de aproximadamente el 0,25 % (2005-2007) y unos máximos de casi el 2 % (verano de 2012). En los últimos meses, este diferencial se ha situado alrededor del 0,5 %, por lo que se situaría en la actualidad en valores relativamente moderados, por debajo del percentil 50. Si se lo compara con el diferencial de la deuda pública (en términos de su función de distribución acumulada), se puede observar que entre los años 2008 y 2013 en ambos casos los niveles de liquidez eran, en general, bajos (*spreads* elevados). En cambio, entre 2014 y 2022 se aprecia una mejora del nivel de liquidez de los activos de deuda corporativa, que no fue semejante en el ámbito de la deuda pública.

## Liquidez de la deuda privada

GRÁFICO R7



Fuente: CNMV.

Una vez calculada esta variable, se ha procedido a incluirla dentro del segmento del mercado de bonos, con un peso equitativo para cada una de las cuatro variables que lo conformarían tras este cambio (tres variables antes de la inclusión de la liquidez de la deuda privada). Con ello, el nuevo

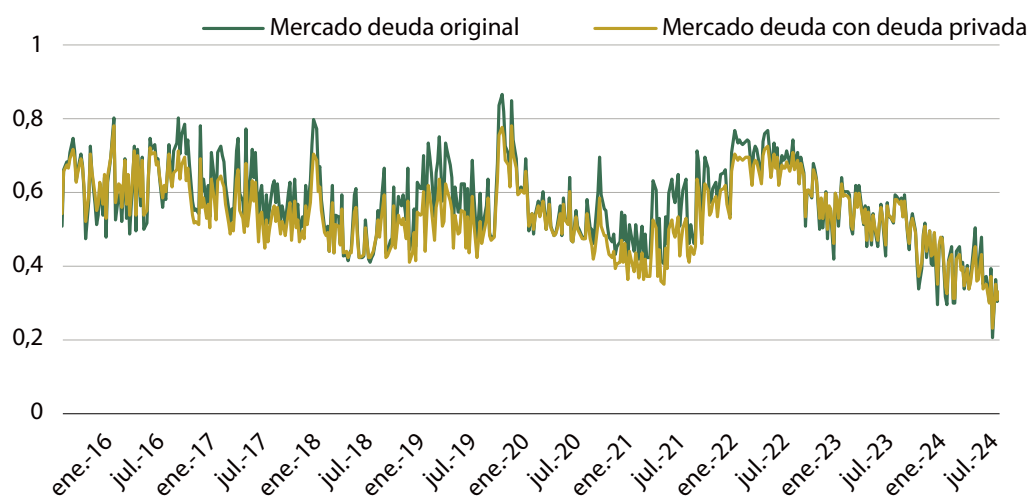
<sup>68</sup> Se han elegido, para cada año, los valores cuyos emisores son compañías españolas cuyo vencimiento es superior a 1 año y con un rendimiento no vinculado a ningún otro índice o activo.

<sup>69</sup> Cambón, M.I., Cano, J.L. y González, J. (2017). *Measuring liquidity of Spanish debt*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 66. Disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=LFR9Q1cjCZwb%2bv6sr%2fa0ua5dehIxSu4zahhfYaOkxql%2f%2bXfbzz6QA%2bQJn4fn3Rdg>

indicador de riesgo del mercado de bonos no muestra cambios significativos (comparativa realizada para el periodo 2016-2024), con una tendencia a adoptar valores ligeramente inferiores (véase gráfico R8). Esto se debe a que las condiciones de liquidez de los activos de deuda privada durante los últimos años han sido mejores que en momentos de crisis pasadas, incluso en los periodos de turbulencias recientes. Sin embargo, esto no ha sido así en el caso de la deuda pública, que, como se observa en el panel derecho del gráfico R7, en episodios recientes de estrés, ha mostrado deterioros de liquidez semejantes a los de crisis anteriores. En definitiva, el nuevo indicador de liquidez de la deuda privada entra en el segmento con valores inferiores a los de los demás indicadores de su segmento y da lugar a una ligera disminución de este.

## Riesgo en el segmento del mercado de bonos

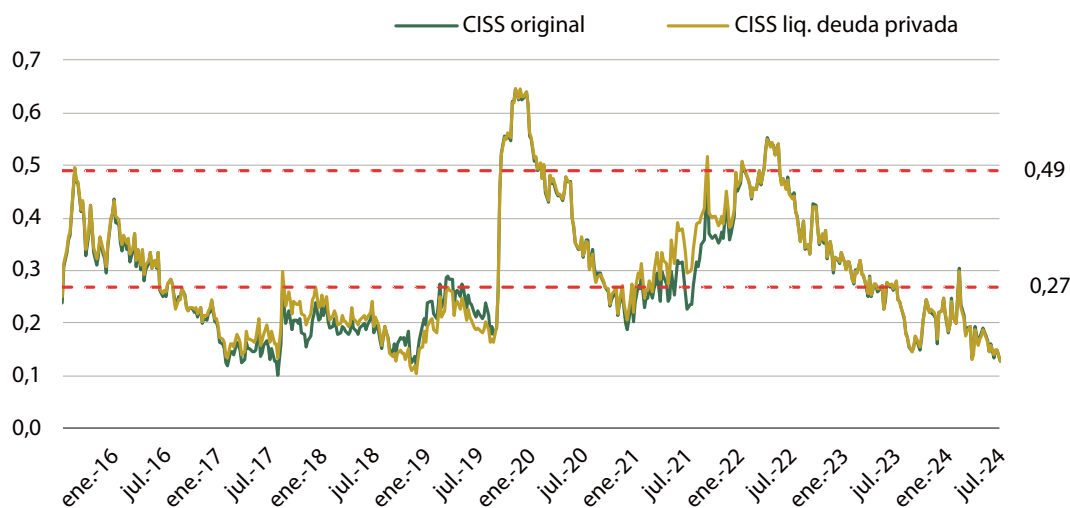
GRÁFICO R8



Fuente: CNMV.

Si esta modificación en el indicador de riesgo del mercado de bonos se traslada al indicador global de los mercados financieros, las diferencias derivadas del cambio metodológico no son muy significativas y tan solo se observan resultados ligeramente distintos entre la segunda mitad de 2021 y de 2022<sup>70</sup>. Por otro lado, como ya se ha mencionado en el epígrafe anterior, es importante analizar lo sucedido en los últimos meses, ya que sería conveniente cambiar la metodología en un momento en el que no se produjera un salto acusado como consecuencia de ello. En este caso, al igual que en el epígrafe anterior, puede observarse que la inclusión de la liquidez de la deuda corporativa no ha modificado de forma sustancial el nivel de riesgo desde mediados de 2022.

<sup>70</sup> Como ya sucedía en el caso del riesgo idiosincrático, el cambio de la correlación entre los diferentes segmentos provocó que el indicador global se moviera en dirección contraria a la del movimiento en el mercado de bonos. En concreto, mientras que la incorporación de la liquidez de la deuda privada hacía disminuir el riesgo en el mercado de bonos, en el conjunto del sistema financiero dicho nivel de riesgo aumentaba.



Fuente: CNMV.

### 3 Conclusiones

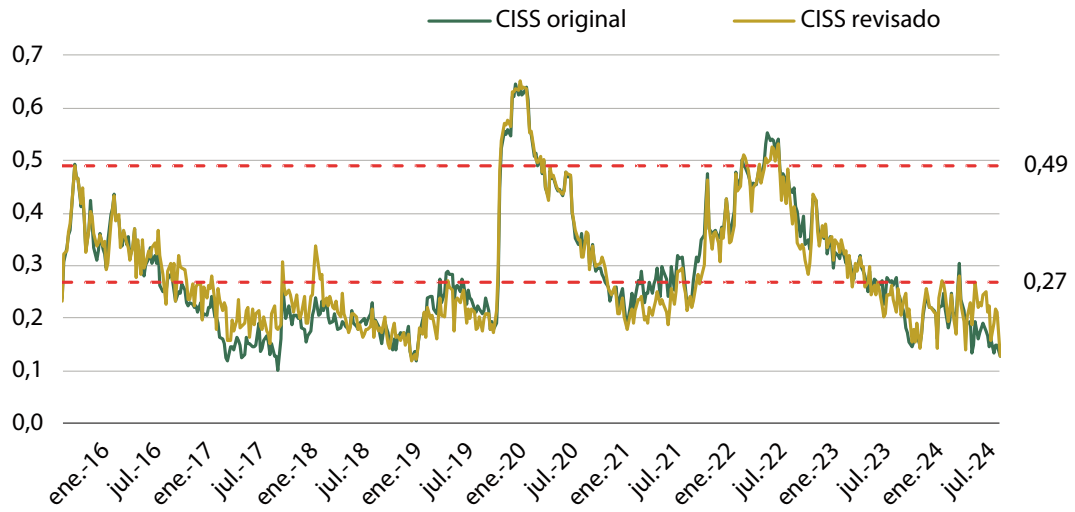
Esta nota presenta el resultado de evaluar tres posibles cambios en las métricas que conforman el indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que fue creado hace casi diez años. A pesar de que el indicador ha recogido de forma satisfactoria todos los momentos de estrés durante un periodo de tiempo muy largo, se han valorado algunas métricas alternativas con el fin de observar si estas pudieran ilustrar mejor dichos momentos de estrés. Estas métricas testadas tienen que ver con: i) la sustitución de la referencia del Euribor a 3 meses por el €STR, ii) la modificación del cálculo del indicador de volatilidad en el segmento de los intermediarios financieros y iii) la inclusión del indicador de liquidez de la deuda privada.

El análisis efectuado revela que el segundo y el tercer cambio pueden suponer mejoras en el sentido buscado, de ilustrar mejor el estrés en el mercado, tanto mediante la reformulación de algunas métricas como con la incorporación de otras no incluidas en la primera versión del indicador. Dado que las dos modificaciones aceptadas no han tenido un impacto sustancial en el indicador general a lo largo de 2024, se ha estimado conveniente realizar los cambios propuestos desde el 1 de enero de este año, momento a partir del cual el indicador se presenta en su nueva versión, en todas las publicaciones de la CNMV, incluida esta nota. El gráfico R10 representa, para finalizar la descripción de esta revisión, el indicador original de estrés junto con el nuevo indicador propuesto.



## Revisión del indicador de estrés de los mercados financieros

GRÁFICO R10



Fuente: CNMV.

