



# Nota de estabilidad financiera

N.º 26 Junio 2024



Nota de estabilidad financiera

N.º 26 Junio 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, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

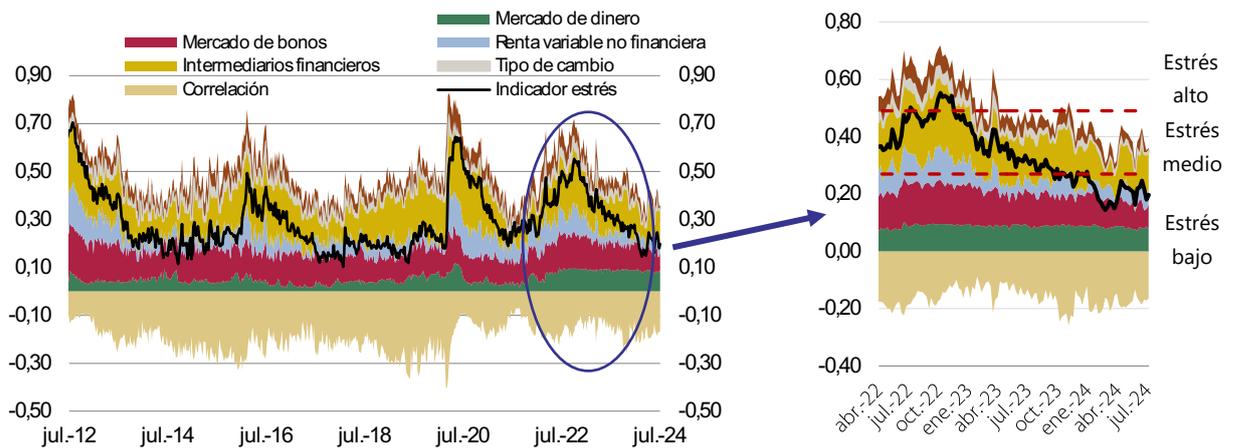


## Resumen

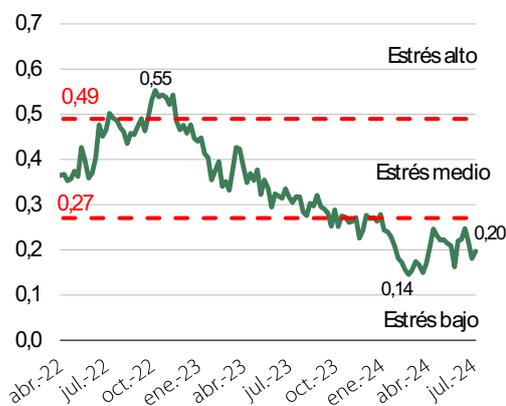
✓ **El estrés en los mercados financieros españoles se mantiene en niveles reducidos.** Durante el primer semestre del año, el indicador se ha situado dentro del régimen de estrés bajo (por debajo de 0,27). Si bien durante el primer trimestre del año la tendencia a la baja del nivel de estrés fue predominante (pasó de 0,28 a un mínimo anual de 0,15 en marzo), en el segundo mostró una evolución más irregular debido a las caídas de las cotizaciones y a un leve aumento de la volatilidad en los mercados. A principios de julio el indicador se situaba en 0,20<sup>1</sup>. Los segmentos más estresados a mediados de año eran los de mercado monetario y de bonos, como consecuencia de la mayor volatilidad de los tipos de interés, así como de la ampliación de algunas primas de riesgo, y el de intermediarios financieros (bancos). Este último presentó un descenso importante del nivel de estrés en los primeros meses del año, pero la aparición de algunas incertidumbres nacionales y un cierto grado de contagio proveniente del ámbito bancario francés (consecuencia de su exposición a deuda soberana) elevó el nivel de estrés de este segmento hasta valores próximos a 0,45. Finalmente, el grado de correlación del sistema se mantiene en niveles medio-altos.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

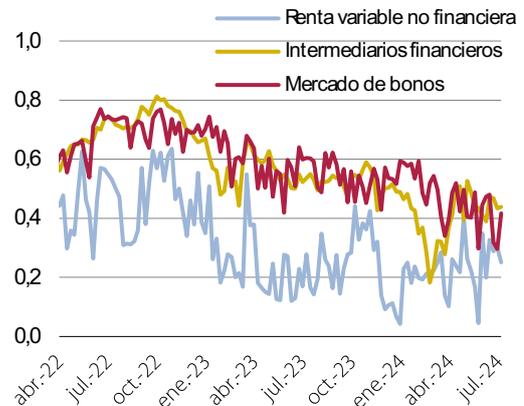
GRÁFICO 1



#### Indicador de estrés total



#### Indicadores en el segmento de bonos, intermediarios financieros y renta variable



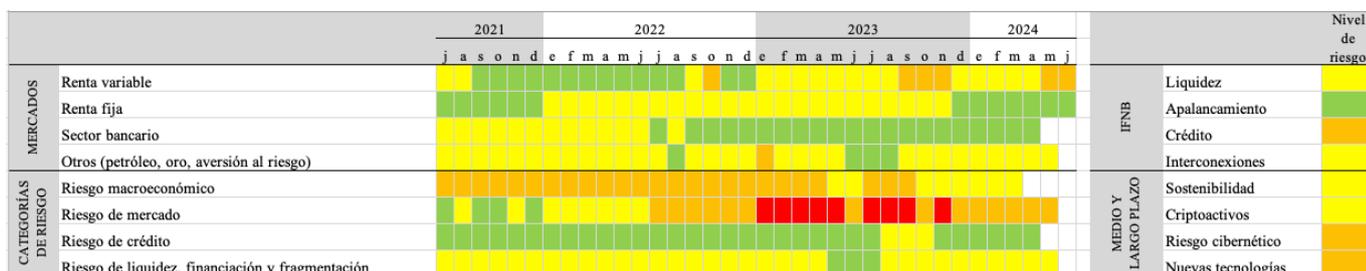
Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> La fecha de cierre de este informe es el 28 de junio, excepto para el indicador de estrés (5 de julio) y algunas informaciones puntuales.

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).

## Mapa de color<sup>1</sup>

GRÁFICO 2



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.

<sup>1</sup> Datos hasta el 28 de junio. Los colores de los niveles de riesgo de la parte derecha del mapa se corresponden con la valoración actual de dichos riesgos. En el caso de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) esta valoración proviene del Monitor de la IFNB publicado por la CNMV.

### 1. Fuentes de riesgo

- El **riesgo geopolítico** es una de las principales fuentes de riesgo que se ciernen actualmente sobre el panorama económico y financiero internacional. Además de la continuidad de la guerra de Rusia y Ucrania y en Oriente Próximo, forman también parte de este riesgo la incertidumbre que rodea el resultado de varios procesos electorales, tanto en Europa como en Estados Unidos, y la guerra comercial entre China y algunas áreas económicas, entre ellas la europea. Todos estos factores pueden tener consecuencias negativas en los mercados de materias primas, en el transporte de mercancías y en los volúmenes de inversión y originar turbulencias en los mercados financieros.
- A pesar de las expectativas de recortes, el **mantenimiento de los tipos de interés en niveles altos** —comparados con los existentes en el periodo más reciente—, que se deduce de los últimos movimientos y declaraciones de los bancos centrales, también es una fuente de riesgo importante por sus implicaciones en los costes de financiación. En especial para los agentes más endeudados y financieramente más vulnerables, y también para aquellos que necesiten endeudarse o refinanciarse a corto plazo. En todo caso, la depreciación de las carteras de renta fija observada durante el periodo de subidas de tipos se ha atenuado de forma notable.
- La incertidumbre relacionada con la **evolución de la economía doméstica** se ha reducido tras el dinamismo registrado por los principales indicadores y las revisiones al alza de las tasas de crecimiento pasadas y también de las previstas para este año (estas últimas próximas al 2,5 %). En todo caso, sigue habiendo dudas sobre el mantenimiento del crecimiento observado en algunos sectores y persisten las vulnerabilidades asociadas a las finanzas del sector público, dado el nivel de deuda aún elevado. El proceso de consolidación progresivo tendería a reducir en 2024 el nivel de deuda hasta el 106 % del producto interior bruto (PIB) y el de déficit público hasta niveles próximos o ligeramente superiores al 3 % del PIB.

- La **expansión del sector de las nuevas tecnologías y los riesgos asociados se mantienen elevados**. Conviene también seguir monitorizando estos riesgos, como el riesgo cibernético y los relacionados con la ciberseguridad, así como aquellos derivados del uso de la inteligencia artificial generativa y otras, aplicado a las finanzas. **En el ámbito de los criptoactivos**, destaca la aprobación en Estados Unidos de los primeros ETF sobre *bitcoin*, que puede acentuar la interconexión entre este ámbito y el sistema financiero tradicional, si bien este riesgo se mantiene dentro de un nivel reducido.

## 2. Evaluación de los principales riesgos

- Dentro de las **categorías de riesgos financieros** evaluados, los más importantes siguen siendo los **riesgos de mercado** en el ámbito de la renta variable, si bien en la renta fija estos se han atenuado. En este contexto, los inversores podrían estar infravalorando algunos riesgos que, de materializarse, llevarían a una corrección brusca del precio de los activos. Se mantiene elevado el **riesgo de crédito**, como consecuencia del mantenimiento de los tipos de interés en niveles relativamente altos. También continúa siendo relevante el riesgo de contagio.
- En el ámbito de la intermediación financiera no bancaria, en particular de los fondos de inversión, **la evaluación del riesgo de liquidez y de apalancamiento no revela ninguna vulnerabilidad relevante** en términos de estabilidad financiera. En la misma línea van los resultados de las pruebas de estrés que se realizan sobre estas instituciones.
- Entre los **riesgos de medio y largo plazo**, **cabría destacar aquellos relacionados con la ciberseguridad y el uso de los criptoactivos**. Hay que añadir además la creciente aplicación de la inteligencia artificial a las finanzas, cuyas implicaciones en términos de estabilidad financiera son aún complejas de valorar.

## 3. Evolución de los mercados de valores

- Los **mercados de renta variable**, que habían comenzado el año con revalorizaciones notables, mostraron avances menos pronunciados en el segundo trimestre del año, e incluso caídas en muchos de los índices tras la constatación de que las rebajas en los tipos de interés serían menores y más tardías, así como debido a la existencia de otras fuentes de riesgo geopolítico de distinta naturaleza. En este contexto, el Ibex 35 registra un avance del 8,3 % en el primer semestre, situándose en el rango alto de variaciones entre los índices europeos. Se observa un aumento de la contratación, así como un mantenimiento de las condiciones de liquidez en valores satisfactorios. En los mercados primarios se produjo un avance en el importe de las emisiones, que fue de 6.221 millones en el semestre, casi tres veces más que en 2023.
- Los **mercados de renta fija** interrumpieron la senda decreciente en sus rentabilidades de finales de 2023 y han mostrado aumentos en lo que va de año, especialmente en los plazos más largos, debido al mencionado cambio de expectativas sobre las rebajas de tipos. En Europa, los rendimientos de la deuda soberana a 10 años se han incrementado entre 35 puntos básicos (p.b.) (Italia) y 73 p.b. (Francia). En España el aumento ha sido de 42 p.b. hasta el 3,4 %. Se observa, además, un cierto repunte en las primas de riesgo de la deuda soberana europea, que se explica por algunas incertidumbres en el plano político y fiscal. En los mercados primarios, las emisiones de deuda de los emisores españoles registraron descensos en el primer semestre del año (-28 % hasta 87.400 millones de euros), más intensos en la actividad nacional y en los plazos más cortos.

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

- **La tasa de ahorro de los hogares sigue en ascenso (12,2 % de la renta disponible) y reduce sensiblemente la brecha con la media de la zona euro.** Las decisiones financieras de estos siguen mostrando su preferencia por activos ligados a los tipos de interés como los depósitos a plazo, la deuda soberana o los fondos de inversión de renta fija.
- **En el ámbito de la inversión colectiva destaca una nueva expansión del patrimonio del sector que se origina tanto por las suscripciones netas de los partícipes como por la revalorización de la cartera.** Los fondos con características de sostenibilidad (aquellos acogidos a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero, conocido como SFDR por sus siglas en inglés) han estabilizado su patrimonio en una proporción cercana al 35 % del total.
- **Continúa el aumento de la participación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable.** La presencia de estos inversores en operaciones con acciones del Ibex 35 fue del 7,9 % en las operaciones de compra y del 9,7 % en las operaciones de venta (en 2023 fueron del 7,5 % y del 9,1 %, respectivamente). Las posibilidades de inversión que ofrecen las nuevas tecnologías explican parte de esta tendencia.

## 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, principalmente, por la prolongación de los conflictos armados en Ucrania y en la Franja de Gaza, así como por los procesos electorales de Estados Unidos y Europa, algunos finalizados, y otros esperados para las próximas semanas o meses.
- **El riesgo derivado de la invasión rusa sobre Ucrania sigue en niveles críticos, con tensiones cada vez mayores entre Rusia y la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN).** Por su parte, el conflicto bélico entre Israel y Hamás se mantiene en niveles de tensión muy altos tras infructuosos intentos de negociación. El impacto negativo sobre los mercados puede verse incrementado si otros grupos militares de terceros países de la región entran en el conflicto.
- **En cuanto a las recientes elecciones al Parlamento Europeo, los resultados mostraron un aumento de la relevancia de los partidos más euroescépticos, en detrimento de las fuerzas proeuropeas.** Estos comicios propiciaron, además, la disolución de la Asamblea Nacional en Francia y el adelantamiento de elecciones tras el escaso apoyo recibido en las urnas por el partido mayoritario hasta ese momento, acontecimientos que dieron lugar a varios días de incertidumbre en los mercados y se tradujeron en leves aumentos de las primas de riesgo soberano.
- **Por su parte, Estados Unidos está inmerso en un periodo electoral crucial,** de cuyos resultados dependerá el rumbo de sus políticas nacionales e internacionales, en especial con China, cuyas relaciones atraviesan momentos de fragilidad. Taiwán juega un papel crítico en este contexto, especialmente tras el reciente proyecto de Ley de Ayuda de Estados Unidos a Taiwán. Esta situación puede dar lugar a pérdidas de confianza y aumentos de la aversión al riesgo de los agentes y provocar espirales negativas en los mercados financieros.
- **En el caso particular de la economía china, los últimos resultados muestran un crecimiento anual del 5,3 % en el primer trimestre.** Estas cifras han superado la mayoría de las previsiones y podrían dar muestras de estabilización por parte de esta economía, que intenta superar, así, su crisis inmobiliaria y deflacionista. Por otro lado, la información de su balanza comercial no acaba de reflejar estos buenos resultados, ya que, a pesar de aumentar sus exportaciones un 4,9 % en los primeros tres meses del año, estas cayeron un 7,5 % en marzo, y Estados Unidos y la Unión Europea se desplomaron un 16 % y un 15 %, respectivamente. Con todo, resulta fundamental seguir su evolución para evitar contagios en el resto de las economías, debido a su gran relevancia a nivel internacional.

- **También 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. Otra parte de ellas tienen origen en los resultados de las últimas elecciones al Parlamento en Cataluña y la demora en la formación de Gobierno. Esta incertidumbre podría llegar a ser una fuente de riesgo para los mercados financieros en caso de materializarse algún *shock*.

### Contexto de tipos de interés: *en niveles elevados*

- **El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir el pasado 6 de junio los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos.** Así, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se sitúan en el 4,25 %, el 4,50 % y el 3,75 %, respectivamente. Esta rebaja se produce en un contexto de inflación subyacente moderada y supone interrumpir la reciente tendencia alcista, que había situado los tipos de interés en máximos de las últimas décadas. 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 2,5 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026<sup>2</sup>. En este marco de seguimiento de los precios, conviene monitorizar la evolución de otros tipos de precios, como los salarios, que han mostrado avances de cierto calibre en el periodo más reciente.
- **El mercado no esperaba nuevos recortes de tipos de interés por parte del BCE a corto plazo, aunque cada vez de forma más insistente se apunta a la posibilidad de un nuevo recorte, leve, en la reunión de septiembre.** Las expectativas de la institución y las propias declaraciones de sus representantes así parecen indicarlo. En cuanto a los programas de compras, el tamaño de la cartera de activos en el contexto del programa APP (Asset Purchase Programme, programa de compras de activos) está disminuyendo al ritmo esperado tras detenerse la reinversión de los principales. En el marco del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme, programa de compras de emergencia frente a la pandemia) se empezará a reducir la cartera de activos para este segundo semestre y se espera poner fin a las reinversiones a final de año.
- **La Reserva Federal (FED) no ha realizado cambios en sus tipos de interés en lo que va de año, de modo que ha acumulado 10 meses con el tipo oficial en el 5,5 %, su nivel más elevado desde 2001.** El presidente de la FED, Jerome Powell, declaró el 13 de junio que no se quieren precipitar con rebajas de tipos de interés hasta que la economía lo exija, bien porque se registre un aumento de la tasa de desempleo o bien porque se produzca una fuerte disminución de las presiones inflacionistas. No obstante, el consenso de mercado apunta también, al igual que en el caso del BCE, a la posibilidad de un recorte en la reunión de septiembre. Por su parte, el Banco de Inglaterra también ha mantenido sus tipos de

---

<sup>2</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.

interés, desde agosto del año pasado, en el 5,25 %. En la próxima reunión parece que se debatirá un posible recorte de 25 p.b.

### **Entorno macroeconómico: mejoran las perspectivas, pero persisten algunas vulnerabilidades**

- **Tras cerrar 2023 con un crecimiento interanual del PIB del 2,1 % (2,5 % en media de los cuatro trimestres), 2024 ha comenzado con un avance trimestral del 0,8 %, lo que ha situado la tasa interanual en el 2,5 %.** A este incremento de la actividad en España, superior al esperado, contribuyó sobre todo la demanda interna, dentro de la cual destaca el crecimiento del consumo de los hogares (+2,5 % interanual) y de las Administraciones públicas (+3,4 %). En relación con el resto de los países de la Unión Europea, el crecimiento de España continúa por encima del de las principales economías<sup>3</sup>, con un avance interanual medio del 0,4 % en el conjunto de la zona euro (véase gráfico A19). A pesar de este aumento de la actividad económica, la tasa de paro se incrementó ligeramente en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 12,3 % (5 décimas por encima del dato de cierre de 2023), mientras que el número de ocupados se redujo en 139.700 hasta los 21,25 millones. Por su parte, los datos disponibles de las finanzas del sector público muestran un comportamiento moderadamente positivo, con una ligera contracción del déficit consolidado de las Administraciones públicas<sup>4</sup>, que alcanzó el 0,39 % del PIB a finales de abril (0,42 % en el mismo periodo de 2023). El nivel de deuda pública también siguió reduciéndose en el primer trimestre del año hasta situarse en el 109 % del PIB, 2,2 puntos porcentuales (p.p.) menos que en marzo de 2023.
- **La tasa de inflación adelantada se ha situado en el 3,4 % interanual en el mes de junio, 2 décimas menos que la registrada en el mes de mayo, aunque es 1,5 p.p superior a la que había un año antes.** Con estos datos, la inflación se mantiene desde septiembre de 2023 bastante estable, con valores que oscilan aproximadamente entre el 3 % y el 3,5 %. La tasa subyacente<sup>5</sup>, después de haber descendido de forma continua hasta abril de este año, se mantiene estable desde entonces y ha cerrado junio en el 3,0 %. Con información desagregada hasta mayo, la mayor subida de precios la mostraban los combustibles (8,8 % anual) y los paquetes turísticos (8,5 %), mientras que el crecimiento del precio de los alimentos se ha ido moderando progresivamente hasta el 4,5 %. Por otra parte, **el diferencial del índice de precios de consumo (IPC) español en relación con el IPC de la zona euro continúa manteniéndose positivo y ha ampliado ligeramente la diferencia, cerrando el mes de mayo en 8 décimas.**

<sup>3</sup> Por ejemplo, tanto en Alemania como en Francia las tasas de crecimiento fueron del 0,2 % en el primer trimestre del año, mientras que la media de la zona euro se situó en el 0,3 %. En términos interanuales el crecimiento de estas tres economías fue del -0,2 %, el 1,1 % y el 0,4 %, respectivamente.

<sup>4</sup> Excluyendo las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

<sup>5</sup> Que se calcula excluyendo del índice general los elementos más volátiles, concretamente la energía y los productos frescos.

- **Las previsiones de crecimiento para el cierre de 2024 se han corregido al alza gracias al comportamiento en el primer trimestre mejor de lo previsto.** Así, el Banco de España, en el último informe de proyecciones económicas del mes de junio, estima que el PIB español crecerá un 2,3 % en 2024 (4 décimas más que en las estimaciones de marzo), una cifra muy similar a la estimación del BBVA, del 2,5 %<sup>6</sup>. Por su parte, las previsiones de crecimiento de la zona euro se sitúan muy por debajo de las de España: el BCE estima un crecimiento medio del 0,9 %. Para 2025, las previsiones de estos organismos apuntan a un crecimiento del 2,1 %. Esta mejora de las estimaciones para 2024 ha permitido revisar a la baja el déficit previsto, que se situaría según el Banco de España en el 3,3 %, 2 décimas menos que el estimado en marzo, mientras que las estimaciones del Gobierno y de la Comisión Europea lo establecen en el 3 %<sup>7</sup>. Lo mismo sucedería con la deuda pública, que cerraría el año en el 105,8 % del PIB (-0,7 p.p. en relación con la última previsión).

### Uso de nuevas tecnologías: *riesgos en niveles bajos, pero crecientes*

- En los últimos años, las economías han experimentado continuos avances en el proceso de digitalización de las empresas y de la sociedad en conjunto. Desde la irrupción de la pandemia, este proceso se ha agilizado aún más, con el desarrollo de herramientas que han ido modificando el modelo de negocio y la gestión de las empresas. Entre las posibilidades que ofrece el desarrollo tecnológico en el mundo financiero está el mercado de criptoactivos para el que, en algunas áreas económicas fuera de Europa como Estados Unidos, se están dando los primeros pasos para aprobar algunos de estos productos (por ejemplo, los ETF sobre *bitcoin*) o las soluciones que puede proporcionar la inteligencia artificial, que se encuentran en un momento de gran desarrollo. Todas estas posibilidades pueden conllevar riesgos para la estabilidad financiera relacionados, por ejemplo, con valoraciones poco adecuadas, posibles pérdidas de confianza de los inversores en momentos de estrés, generación de volatilidad y espirales de contagio entre activos o mercados, etc. En este marco de desarrollo tecnológico destacan, además, los riesgos relacionados con la ciberseguridad, y se observa en los últimos años un aumento importante en el número de ciberataques, al igual que en su complejidad y sofisticación. En este sentido, resulta de vital importancia que las entidades del sector financiero se encuentren adecuadamente preparadas para lidiar con las amenazas cibernéticas<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Estos valores están por encima de las tasas previstas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), y de la Comisión Europea, que se sitúan en el 1,9 % y el 2,1 %, respectivamente. No obstante, al haberse realizado en los meses de abril y mayo, estas previsiones no incorporaban las informaciones más recientes.

<sup>7</sup> Esta evolución ha permitido que, ante la reactivación del protocolo de déficit excesivo después de cuatro años inactivo, España no haya sido incluida en este. De esta forma, evita este procedimiento sancionador, en el que la Comisión Europea ha incluido a siete países, entre los que se cuentan Francia e Italia.

<sup>8</sup> Estos riesgos se desarrollan en el epígrafe de riesgos a medio y largo plazo.

## 2. Evolución de los mercados de valores

### Renta variable

- **Las ganancias de los índices de renta variable, que fueron notables en los primeros meses del año<sup>9</sup>, se fueron moderando en el segundo trimestre<sup>10</sup> ante la constatación de que la cuantía de las rebajas en los tipos de interés oficiales sería menor de la prevista a final de 2023 y que ocurrirían más tarde.** A ello, se unieron las caídas provocadas por el aumento de las tensiones geopolíticas y las incertidumbres en torno a las políticas económicas que iban a adoptar las nuevas mayorías políticas resultado de las distintas elecciones europeas (véase el riesgo geopolítico). También en el plano europeo se observaron caídas relacionadas con la evolución de las finanzas públicas de algunos de sus miembros, mientras que en Estados Unidos el comportamiento fue dispar, al recoger parte de los índices la intensa revalorización del sector tecnológico.
- **En este contexto, los índices estadounidenses presentaron avances en el semestre que oscilaron entre el 3,8 % del Dow Jones y el 18,1 % del Nasdaq<sup>11</sup>, y las ganancias del S&P 500<sup>12</sup>, de carácter más general, se situaron en el 14,5 %.** El comportamiento del Dow Jones, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional —bancos e industria—, ha estado lastrado por el cambio de expectativas sobre las rebajas de tipos, mientras que tanto el Nasdaq como el S&P 500 se han beneficiado del crecimiento del sector tecnológico al amparo de las perspectivas de desarrollo y los avances de la inteligencia artificial. En el caso de los principales mercados de valores europeos las ganancias fueron más moderadas y oscilaron entre el 5,6 % del británico FTSE 100 y el 9,2 % del índice italiano Mib 30. Como excepción a esta tendencia cabe destacar el índice francés Cac 40, que se situó en terreno negativo (-0,8 %) por las incertidumbres políticas tras el resultado de sus recientes procesos electorales<sup>13</sup>. Entre los sectores que presentaron mejor comportamiento a escala europea destacaron el bancario y el asegurador —que han seguido beneficiándose de los relativamente elevados tipos de interés—, así como el sector tecnológico.
- **En España, el Ibex 35 acumuló una revalorización del 8,3 % en el primer semestre del año, en línea con los principales índices de la zona euro, hasta situarse en sus valores más elevados desde la primera mitad del año 2017.** Aun así, sigue sin cerrarse la brecha de rentabilidad abierta respecto a los índices europeos —que han alcanzado máximos

<sup>9</sup> En el primer trimestre del año los índices estadounidenses acumularon avances entre el 5,6 % del Dow Jones y el 10,2 % de S&P 500, mientras que en el caso de los europeos las ganancias oscilaron entre el 8,8 % del francés Cac 40 y el 14,5 % del italiano FTSE Mib.

<sup>10</sup> En el segundo trimestre, los índices estadounidenses S&P 500 y Nasdaq se revalorizaron un 3,9 % y un 8,3 %, respectivamente, pero el Dow Jones retrocedió un 1,7 %. En los índices europeos las pérdidas se concentraron en los de los miembros de la zona euro, oscilando entre el 1,2 % del Ibex 35 y el 8,9 % del Cac 40.

<sup>11</sup> Una parte significativa de los valores del Nasdaq ha acumulado en el primer semestre del año revalorizaciones entre el 10 % y el 50 % e incluso superiores. Entre ellas, los denominados *siete magníficos* (Amazon, Apple, Alphabet [Google], Meta [Facebook], Microsoft, Nvidia y Tesla) han presentado revalorizaciones entre el 8,8 % y casi el 150 %, salvo Tesla que ha retrocedido casi un 22 %.

<sup>12</sup> Este índice es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores desde el tecnológico al financiero y la industria. El peso de las compañías tecnológicas representa casi el 34 % de su capitalización, frente al 29 % que suponía a cierre de 2023. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice 8 son tecnológicas y representan más del 32 % del total.

<sup>13</sup> Durante los primeros días de julio, antes de la segunda vuelta de las elecciones, el índice francés experimentó un leve crecimiento y sufrió pocos cambios tras conocerse los resultados de esta segunda vuelta, de manera que desde finales de junio hasta el 8 de julio el avance del índice fue del 2 %.

históricos— en los últimos años. Asimismo, a pesar del avance de las cotizaciones, la evolución positiva de los beneficios empresariales permitió que la ratio precio-beneficios (PER) se mantuviese estable en 10,8 en junio —por debajo de su media histórica de 13,3— (véase gráfico A2).

- **La mayoría de los sectores presentó una evolución positiva, aunque desigual, en la primera mitad del año, y el mejor comportamiento correspondió a los bancos y aseguradoras, así como a las compañías del sector textil y de bienes de consumo.** También desatacaron las compañías de servicios como las aerolíneas, las empresas de ocio, turismo y hostelería, así como las del sector químico e ingeniería, además del sector petrolero —favorecido por la recuperación de los precios del crudo—. Por otro lado, las mayores caídas (superiores al 20 %) se concentraron en las empresas de energías renovables y el sector farmacéutico, que se ven perjudicadas en el primer caso por la caída de precios de la electricidad en el mercado mayorista y el mantenimiento de los costes de financiación en niveles elevados, así como, en el segundo, por la fuerte caída de la cotización de Grifols<sup>14</sup>, que lastra la evolución del sector.
- **El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del tamaño del *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios en el primer semestre del año (0,060 %), e incluso mejoró en el primer trimestre (0,058 %), para volver a retornar en el segundo a los valores alcanzados a mediados del año 2023 (0,063 %).** Este último avance se explicaría por el ligero aumento de la volatilidad.
- **La contratación media diaria del mercado continuo se recuperó en el primer semestre del año hasta situarse en 1.349 millones de euros,** por encima de los 1.278 millones del mismo periodo de 2023 (1.165 en el conjunto de 2023). El volumen negociado aumentó en el segundo trimestre coincidiendo con un ligero incremento de la volatilidad, lo que incentiva la negociación algorítmica y de alta frecuencia.
- **La negociación total de acciones españolas en el primer semestre del año<sup>15</sup> alcanzó 371.883 millones de euros, un 6,7 % más que en el mismo periodo de 2023** y casi un 32 % por encima del semestre anterior. De este importe, 165.902 millones se contrataron en bolsas y mercados españoles (BME) (un 2,8 % interanual más) y el resto en centros de negociación competidores. La recuperación más intensa de la actividad en BME frente a los centros alternativos competidores en el segundo trimestre ha permitido cierta recuperación de su cuota de mercado hasta situarse en el 46 %<sup>16</sup> de la negociación total de valores<sup>17</sup>, que la aleja del mínimo histórico del 43,7 % de trimestre anterior. En el ámbito de los centros de negociación competidores, destaca Cboe, que acumula casi el 75 % del total contratado en este grupo, y el crecimiento de Equiduct y Aquis, que, en conjunto, representan casi el 15 %. Por otro lado, la contratación de acciones españolas a través de internalizadores sistemáticos

<sup>14</sup> Grifols ha retrocedido en el primer semestre un 44,7 %.

<sup>15</sup> Información calculada con datos obtenidos del proveedor de información financiera Bloomberg.

<sup>16</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 la negociación de los valores en torno al 66,7 % en el primer semestre del año (en 2023 este valor era del 67,46 %). La diferencia se explica por el hecho de que Liquidmetrix realiza los cálculos sobre la operativa *on-book*, mientras que en esta nota se presenta el cálculo para toda la negociación en mercado.

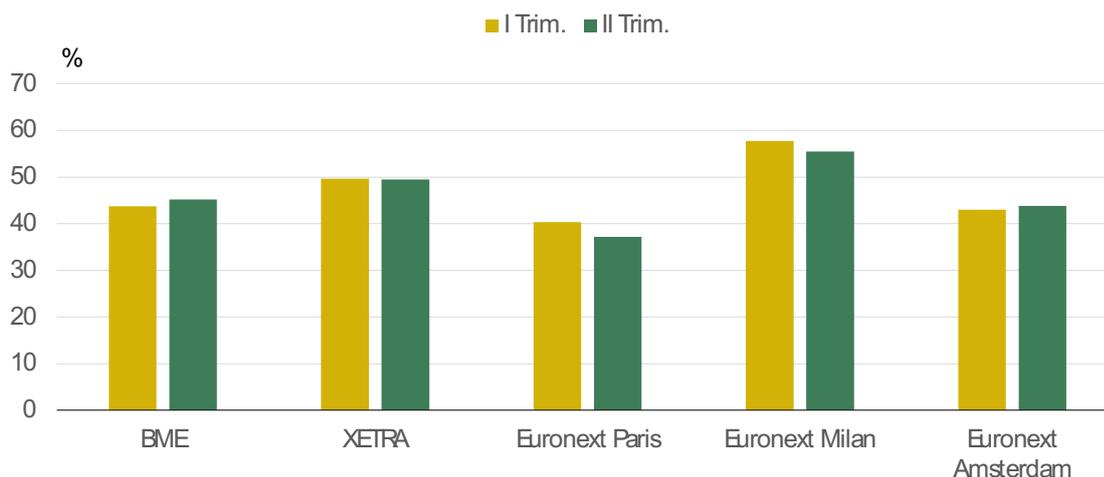
<sup>17</sup> Negociación total entendida como aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales.

creció hasta acumular en el primer semestre algo más del 7,8 % de la negociación total (6,5 % en 2023).

- Asimismo, en términos comparativos con los mercados de valores europeos regulados más relevantes, la cuota de mercado<sup>18</sup> de BME se mantiene en un nivel intermedio, por debajo de los valores de la Bolsa de Fráncfort y de Euronext Milan y por encima de los de Euronext Paris (véase gráfico 3).

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

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

- **La actividad del mercado primario de renta variable se recuperó de modo significativo gracias a la salida a bolsa de Puig Brands y al crecimiento de la actividad en el mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup. El importe de las emisiones acumulado hasta junio fue de 6.221 millones de euros, casi tres veces más que en el mismo periodo de 2023.** Tras un ejercicio 2023 caracterizado por la ausencia de salidas a bolsa<sup>19</sup>, el 3 de mayo tuvo lugar la salida a bolsa de Puig Brands<sup>20</sup> por un importe cercano a 2.800 millones de euros, la de mayor tamaño en las bolsas españolas desde la salida a bolsa de Aena. Asimismo, la compañía alimentaria Europastry y la de moda Tendam<sup>21</sup>, que habían anunciado sus planes para salir a cotizar en bolsa, los han cancelado como consecuencia de la mayor volatilidad y unas condiciones de mercado más desfavorables. Por otro lado, cabe destacar la notable actividad

<sup>18</sup> Según datos de BMLL.

<sup>19</sup> Únicamente tuvieron lugar dos operaciones de *listing*, una de la compañía MFE MediaForEurope NV —por importe de 941 millones de euros— y otra de Ferrovial SE —por importe de 21.000 millones de euros—. En ambos casos tuvo lugar previamente la exclusión en bolsa de las compañías españolas (Mediaset y Ferrovial), la fusión por absorción de estas sociedades por sus matrices en Italia y Países Bajos, y el posterior proceso de *listing* de las sociedades extranjeras en España.

<sup>20</sup> La compañía de origen familiar es uno de los grandes grupos mundiales de perfumería, cosmética y moda y contaba con una capitalización superior a 13.900 millones de euros. El valor de la salida a bolsa —destinada exclusivamente a inversores institucionales— alcanzó 2.772 millones de euros en acciones de clase B (únicamente con derechos políticos), de los que 1.388 millones correspondieron a la oferta pública de venta de valores (OPV) y 1.384,5 millones a la oferta pública de suscripción, incluidos 134,5 millones del *greenshoe* u opción de sobreadjudicación.

<sup>21</sup> Previamente, la compañía italiana de zapatillas y calzado deportivo Golden Goose había cancelado su salida a la Bolsa de Milán como consecuencia del aumento de la volatilidad en el mercado.

emisora del mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup<sup>22</sup> (813,6 millones) y, en menor medida, de Portfolio Stock Exchange<sup>23</sup> (102,6 millones), que contrasta con la caída de la actividad del mercado alternativo BME Growth (142,7 millones), al que se incorporaron únicamente dos sociedades.

## Renta fija

- **Los mercados internacionales de deuda presentaron una tendencia alcista en el rendimiento de sus activos en la primera mitad de 2024, interrumpiendo así los descensos de finales del año anterior.** Esta subida es consecuencia del cambio de expectativas sobre los posibles recortes en los tipos de interés por parte de los principales bancos centrales ya comentado. A nivel europeo, los rendimientos de la deuda pública cerraron el semestre en máximos del año para los tramos más largos de la curva. En el caso del bono a 10 años, las subidas oscilaron entre los 35 p.b. de Italia y los 73 p.b. de Francia —en promedio en torno a 45 p.b.—. Así, a finales de junio el rendimiento de la deuda a 10 años presentaba valores del 2,5 % para Alemania y del 2,8 % y el 2,9 % para Países Bajos e Irlanda, respectivamente. Por encima del 3 % se encontraban otras economías europeas como Francia, Bélgica, Portugal o Finlandia. En Italia este se situaba en valores alrededor del 4 %.
- **En el plano nacional, los tipos de interés de la deuda pública también fueron aumentando progresivamente en todos los tramos de la curva a excepción de los más cortos (a 3, 6 y 9 meses), y a finales del segundo trimestre se situaron en valores en torno al 3,4 % para la mayoría de los vencimientos.** 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 los tramos más cortos (50 y 80 p.b) y estabilidad en los tramos medios y largos.
- **Las primas de riesgo de la deuda soberana europea mostraron una tendencia descendente prácticamente durante todo el semestre hasta principios de junio, tras las elecciones al Parlamento Europeo, cuando esta tendencia se invirtió.** El balance en lo que va de año de estos indicadores refleja pocos cambios excepto en el caso de Francia, donde tanto el diferencial de rendimiento con el bono alemán como el CDS muestran un leve incremento. 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 también descensos durante todo el semestre hasta principios de junio, momento a partir del cual la prima volvió a aumentar. En el balance anual presenta un leve descenso, desde 97 p.b. hasta 93 p.b. (gráfico A9).

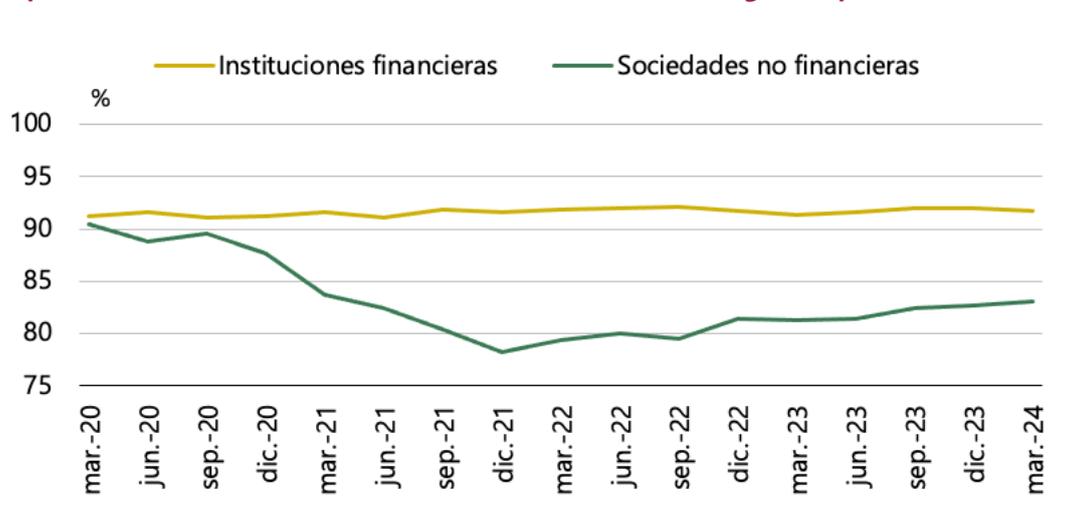
<sup>22</sup> El mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup cuenta en la actualidad con siete sociedades, todas ellas sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), que se han incorporado al mercado a lo largo del primer semestre de 2024.

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

- De la misma manera, las primas de riesgo de las entidades españolas del sector privado presentaron disminuciones en todo el semestre (a excepción del último mes), concentradas en su totalidad en las entidades financieras. Los relativamente elevados tipos de interés conllevaron una mejora de los márgenes y, consecuentemente, de los resultados de dichas entidades, permitiendo así que la media de los CDS de estas descendiera hasta 61 p.b., 23 p.b. menos que a comienzos de 2024. En el caso de los CDS de las sociedades no financieras, su media se mantuvo en la misma cifra que a principios de año, 53 p.b.
- Las calificaciones crediticias de los emisores privados españoles apenas experimentaron cambios significativos en el primer trimestre de 2024, y la mayor parte de la deuda española se mantuvo en niveles de alta calidad. Así, en marzo el 90,3 % de la deuda española privada se agrupaba dentro de la categoría de grado de inversión (*investment grade*), una proporción ligeramente inferior a la de finales de año (90,5 %), pero superior a la registrada en marzo de 2023. Asimismo, sigue destacando la mayor calidad crediticia de la deuda del sector financiero frente a las sociedades no financieras<sup>24</sup> (el 91,7 % del saldo en circulación de la deuda de las primeras tiene grado de inversión, frente al 83 % de las últimas). Respecto al trimestre anterior, hubo un ligero descenso de 0,3 p.p. sobre el porcentaje de deuda de alta calidad por parte de las entidades financieras. Este se vio compensado parcialmente por un aumento de 0,3 p.p. en las sociedades no financieras.

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

GRÁFICO 4



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

<sup>24</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.

- **En lo que va de año, las emisiones de deuda de los emisores españoles<sup>25</sup>, efectuadas en los mercados nacionales o foráneos, se situaron en 87.405 millones de euros, un 28,2 % menos que en 2023.** De este importe, 58.438,5 millones fueron emisiones a largo plazo (un 18,7 % menos) y casi 29.000 millones fueron emisiones de pagarés (un 46,8 % 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 en los volúmenes registrados tanto en España (-53,3 %) como en el exterior (-4,6 %), si bien las primeras son mucho más acusadas.** Así, las emisiones de renta fija del sector privado a largo plazo registradas en la CNMV en la primera mitad de 2024 alcanzaron 14.181 millones de euros, un 60,9 % menos que en el mismo semestre de 2023. Este retroceso se produjo en prácticamente todos los tipos de emisiones, destacando el de cédulas hipotecarias (-86,9 %) y de bonos simples (todas las emisiones de este tipo se realizaron en el exterior). La emisión de bonos de titulización fue la única que registró aumentos (+53,4 %). Asimismo, las admisiones a cotización de pagarés de empresa se situaron en 13.126 millones de euros<sup>26</sup>, un 41,4 % interanual menos. En cambio, las emisiones de renta fija realizadas en el exterior ascendieron a 59.909 millones de euros en la primera mitad del año (con datos hasta mayo), un 4,6 % menos que en 2023. El crecimiento de las emisiones de bonos a medio y largo plazo (24,5 %) no pudo compensar la caída de las emisiones de pagarés (-50,6 %).

---

<sup>25</sup> Incluye las emisiones de pagarés admitidas a negociación en los distintos mercados.

<sup>26</sup> Este importe incluye las admisiones en AIAF y en MARF.

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

- **Los datos de las Cuentas Financieras del primer trimestre de 2024 muestran un aumento progresivo de la tasa de ahorro en los últimos doce meses, situándose en valores superiores a los observados antes de la pandemia.** Así, la tasa de ahorro se situó en el 12,2 % de la renta disponible de los hogares (datos acumulados de 4 trimestres) frente al 8,2 % de marzo de 2023. Estas cifras, aunque siguen siendo menores que las de la zona euro, donde la tasa de ahorro al cierre de 2023 era del 14,4 %, muestran una reducción de dicha diferencia. Este avance se vio reflejado en la adquisición de activos financieros, que aumentó desde el 2,7 % del PIB a finales de 2023 hasta el 3,7 % en marzo (datos acumulados de 4 trimestres y en términos netos). Además, se observó el mismo patrón que a lo largo del año anterior: durante el trimestre los hogares desinvertieron en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista), con unas salidas de recursos de más de 18.000 millones de euros (1,2 % del PIB), e invirtieron básicamente en depósitos a plazo y en valores de renta fija (19.500 millones de euros y un 1,3 % del PIB) y en fondos de inversión (10.500 millones de euros, un 0,7 % del PIB)<sup>27</sup>.
- **En el primer trimestre del año los fondos de inversión españoles continuaron mostrando el patrón observado desde 2022, con elevadas entradas de recursos en las vocaciones más conservadoras y reembolsos en las consideradas más arriesgadas.** Así, como consecuencia de unos tipos de interés muy superiores a los observados hasta 2022, los fondos de renta fija fueron los que recibieron, con mucha diferencia respecto al resto, las mayores suscripciones netas del trimestre, con una cifra de 11.400 millones de euros<sup>28</sup>. Por el contrario, los fondos mixtos (renta fija y renta variable) experimentaron, como en los últimos dos años, reembolsos netos, que ascendieron conjuntamente a 3.600 millones de euros en los tres primeros meses de 2023<sup>29</sup>.
- **Las elevadas suscripciones, unidas al buen comportamiento de la cartera de inversiones, hicieron que el patrimonio de los fondos de inversión se incrementara un 5 % en los 3 primeros meses del año.** En concreto, las suscripciones netas ascendieron casi a 8.000 millones de euros, mientras que la revalorización de los activos de la cartera superó los 9.700 millones<sup>30</sup>. Todas las vocaciones experimentaron un avance del valor de su cartera, y destacó la revalorización de los fondos de renta variable internacional, que fue de más de 4.400 millones de euros. Con estos resultados, a finales de marzo el patrimonio de los fondos se situaba ligeramente por debajo de 371.000 millones de euros, 17.600 millones más que a finales de 2023 y 42.000 más que un año antes. Las cuentas de partícipes, por su parte, se incrementaron a lo largo del trimestre en casi 90.000, correspondientes a 74.000 inversores,

<sup>27</sup> En términos anuales (cuatro últimos trimestres) la desinversión en medios de pago se situó en el 4,3 % del PIB, mientras que la inversión en otros depósitos y valores de renta y en fondos de inversión fue del 6,1 % y 1,6 %, respectivamente.

<sup>28</sup> En los últimos cuatro trimestres las suscripciones netas han superado los 20.000 millones de euros.

<sup>29</sup> Más de 10.000 millones desde el segundo trimestre de 2023.

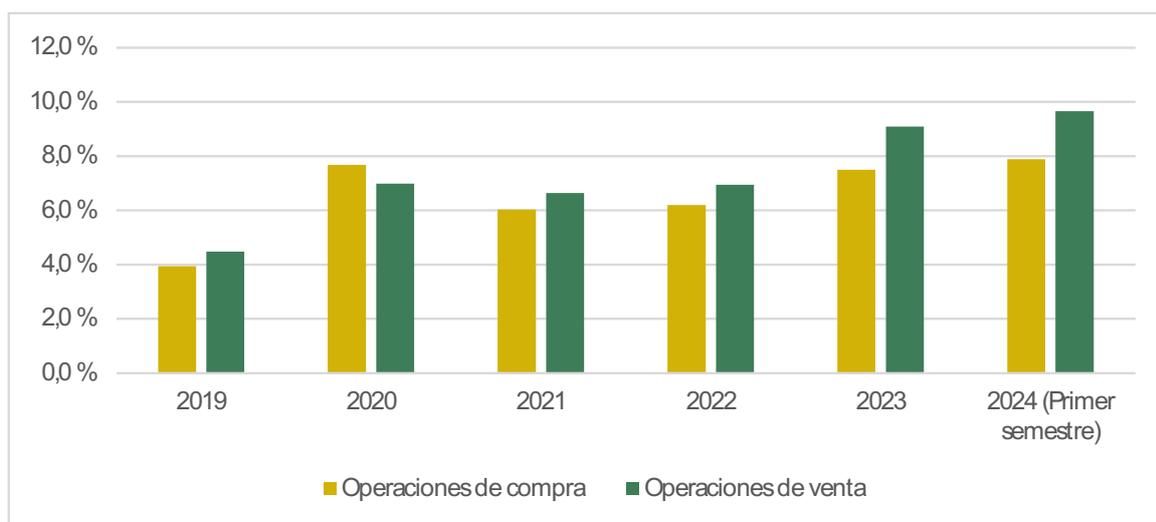
<sup>30</sup> Las suscripciones netas entre marzo de 2022 y marzo de 2023 ascendieron a 24.500 millones de euros y los rendimientos netos a -11.600 millones.

por lo que marzo cerró con un total de 16,1 millones de cuentas de partícipes, correspondientes a 5,2 millones de inversores.

- De la misma forma que en los fondos de inversión nacionales, **el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializado en España continuó creciendo en el primer trimestre del año, con un aumento del 3,6 % hasta superar los 260.000 millones de euros.** Esta cifra suponía prácticamente el 40 % del total de IIC comercializadas en nuestro país.
- **La participación del inversor minorista en la negociación del Ibex 35 continúa la senda creciente iniciada en 2022 (véase gráfico 5),** y es que en el primer semestre de 2024 el porcentaje sobre el volumen de negociación total en el que intervinieron inversores minoristas fue del **7,9 % en las operaciones de compra y del 9,7 % en las operaciones de venta** (en 2023 fueron del 7,5 % y del 9,1 %, respectivamente). **El sector en el que tuvo una mayor participación fue el de sanidad,** con una presencia del 25,9 % en el volumen total de negociación en las operaciones de compra y un 22,7 % en el de las operaciones de venta, con un gran crecimiento respecto a 2023, donde los porcentajes fueron del 15,8 % y del 15,9 %, respectivamente.
- **El aumento de la participación de los inversores minoristas en los mercados financieros está ligado en una parte importante a las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías.** En particular, la expansión de la actividad de los neobrókeres, orientada sobre todo hacia inversores minoristas, con negocio fuertemente innovador y que presta servicios de inversión únicamente en la modalidad *online* puede contribuir a explicar parcialmente el aumento de la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales<sup>31</sup>. Estas entidades proporcionan ventajas a dichos inversores en forma de menores costes de transacción y mayores posibilidades de inversión, pero también conllevan retos importantes en materia de protección al inversor, por el hecho de que estos puedan adquirir productos que no son idóneos para ellos.

---

<sup>31</sup> Véase el artículo publicado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) sobre esta materia [Neo-brokers in the EU: Developments, benefits and risks](#).



Fuente: CNMV

## 4. Evaluación de los principales riesgos

### 4.1. Categorías de riesgos financieros

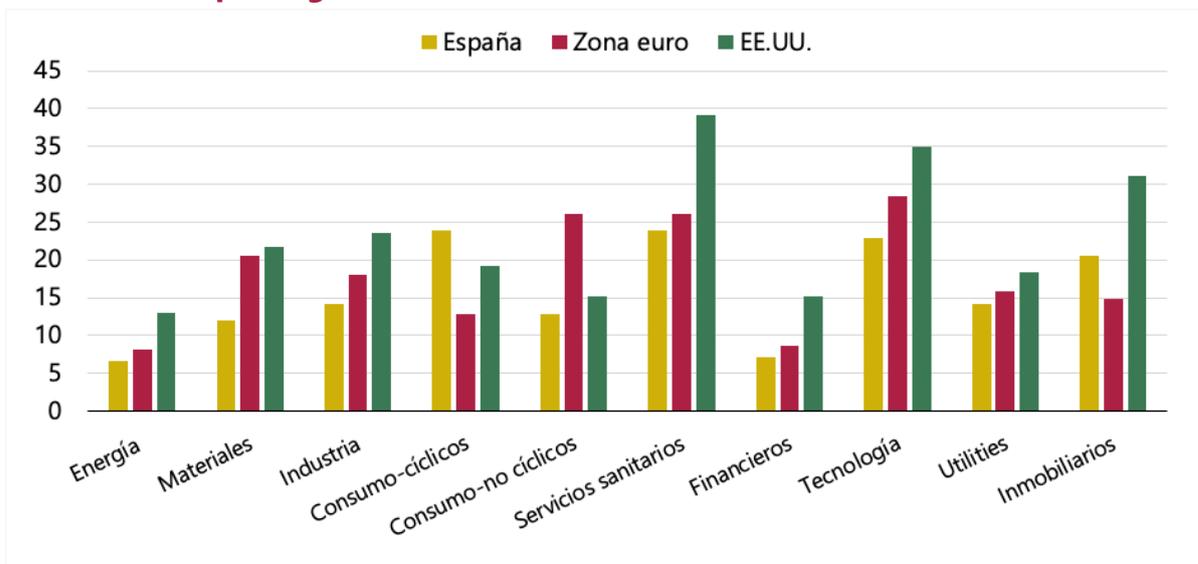
#### **Riesgo de mercado**

- Aunque las perspectivas de rebajas de tipos y la mejora de los indicadores económicos han favorecido las alzas de las bolsas y sus valoraciones en el último año, **los inversores podrían estar infravalorando la importancia de algunos riesgos, de modo que, en caso de materializarse algún shock, podrían observarse caídas notables en los precios de los activos y espirales negativas de contagio.** Este riesgo podría acentuarse por la intensificación de las estrategias de *search for yield*, relacionadas con las expectativas de nuevas rebajas de tipos, que incrementa los niveles de riesgo y la volatilidad de los activos en cartera de los inversores.
- **En el último año se ha producido una reducción significativa de las primas de riesgo de todos los mercados, así como un incremento de las ratios PER, que recogerían una valoración más elevada en todos ellos.** Aun así, los diferentes indicadores no parecen apuntar a una sobrevaloración de los mercados europeos, y las métricas de valoración más exigentes se concentran en los mercados estadounidenses, donde tanto los precios como las primas de riesgo y los PER se encuentran en máximos históricos. No obstante, como se ha señalado anteriormente, el desencadenamiento de un *shock* podría tener un impacto significativo en diferentes mercados por la vía del contagio.

- La distribución sectorial de las ratios PER muestra divergencias por sector y región, y los valores más elevados<sup>32</sup> se concentran en Estados Unidos y los sectores de tecnología, farmacia y salud e inmobiliario (véase gráfico 6). En el mercado español las valoraciones más elevadas se concentran en los sectores de bienes y servicios de consumo, tecnología, farmacia e inmobiliario. Estos sectores o mercados serían susceptibles de una corrección de precios más intensa en un periodo de estrés en los mercados.

## PER sectoriales por regiones

GRÁFICO 6



Fuente: Eikon Refinitiv.

- En los mercados de renta fija, el riesgo de mercado se mantiene en niveles moderados al beneficiarse de las perspectivas de nuevas rebajas de tipos por los bancos centrales. Sin embargo, puede quedar eclipsado por el aumento del riesgo de crédito o el contagio de otros mercados en el caso de producirse episodios transitorios de volatilidad en las primas de riesgo. Por ello, este riesgo mantiene su relevancia para la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y la deuda subordinada.

### Riesgo de crédito

- La evolución de las calificaciones crediticias de los emisores españoles y otros indicadores financieros siguen sin reflejar cambios relevantes en el riesgo de crédito, pero existen ciertos elementos de preocupación de cara al futuro. Por una parte, el mantenimiento de unos tipos de interés en niveles elevados durante más tiempo puede afectar a aquellos agentes más endeudados o con necesidades de financiación más elevadas. En el ámbito de la renta fija, por ejemplo, algunas estimaciones indican que durante los próximos cinco años vencerá más de la mitad de la deuda corporativa de las compañías del Espacio Económico Europeo (EEE), un volumen que necesariamente será refinanciado a tipos de interés más altos que en el pasado, y que puede ser de mayor preocupación en el segmento de deuda *high-yield*.

<sup>32</sup> Los PER reducidos, inferiores a la media del mercado o del sector, así como a su media histórica, se asociaron a bajas valoraciones de los activos o que estos últimos cuentan con menores perspectivas de crecimiento.

- **Otros factores que pueden incidir en el riesgo de crédito están relacionados con la progresiva disminución de los importes reinvertidos en los vencimientos de las compras de deuda del BCE hasta desaparecer a finales de 2024<sup>33</sup> y con incertidumbres de tipo político en Europa.** En este último ámbito no se puede descartar que algunos cambios políticos vengan acompañados de mayores desequilibrios fiscales a medio plazo y, en consecuencia, pueda afectar al tamaño de las primas de riesgo y origine un cierto contagio en las economías con finanzas públicas más vulnerables.
- **Este contexto es especialmente importante para los agentes más endeudados, como se ha indicado anteriormente, con peores calificaciones crediticias o financieramente más vulnerables.** En relación con el endeudamiento de los grandes sectores de la economía española cabe destacar la tendencia de desapalancamiento que se observa desde junio de 2021 tanto en el sector privado<sup>34</sup> como en el público (véanse el epígrafe de entorno macroeconómico y el gráfico A12), si bien este último continúa mostrando unos niveles de deuda elevados. En el ámbito corporativo las vulnerabilidades se encuentran entre las compañías con elevado endeudamiento y menor capacidad para hacer frente a sus deudas —algunas de las cuales siguen sin recuperarse plenamente tras la pandemia— y, entre los sectores, en el inmobiliario y en el sector de energía renovables, por los niveles de endeudamiento más altos. La evolución de la tasa de morosidad del sector privado, que sería indicativa de materialización de este riesgo y que conviene monitorizar en los próximos meses, ha sido ligeramente alcista en el periodo más reciente, pero continúa en niveles bajos (3,6 % en abril).

### **Riesgo de liquidez**

- **El riesgo de liquidez en el mercado es limitado. En el caso de la renta variable, las horquillas *bid-ask* no dan señales de alerta y se ven favorecidas por la cierta recuperación de los volúmenes de negociación.** Sin embargo, cabe tener presente que, aun cuando la valoración global es positiva, la contratación se concentra en un número relativamente reducido de valores, por lo que los eventos adversos en los mercados podrían tener mayor impacto en los precios de aquellos valores cuya liquidez es significativamente más reducida.
- **En los mercados de deuda, el *spread bid-ask* del bono soberano a 10 años también se mantuvo en niveles satisfactorios, con valores muy reducidos en términos tanto absolutos como relativos.** El indicador presentó una leve tendencia bajista en el trimestre asociado al aumento de la rentabilidad en los plazos más largos (véase gráfico A13).

<sup>33</sup> El BCE ha reinvertido íntegramente el principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compras PEPP hasta finales de junio de 2024, pero ha señalado que en el segundo semestre del año reducirá las tenencias de valores de la cartera en 7.500 millones de euros mensuales en promedio, de modo que prevé poner fin a sus reinversiones a finales de 2024.

<sup>34</sup> La deuda de los hogares retrocedió hasta el 46,9 % del PIB en 2023 (52,3 % en 2022) y la de las empresas lo hizo hasta el 64,7 % (desde el 71,2 %).

## **Riesgo de contagio**

- **El riesgo de contagio continúa en un nivel medio, dado que los indicadores que lo componen oscilan entre el riesgo moderado y el alto.** Por una parte, la correlación entre los rendimientos de diferentes tipos de activos españoles de renta fija y renta variable se sitúa en niveles moderados. 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 durante todo el semestre. Finalmente, los niveles más altos de correlación se registraron entre la rentabilidad de nuestra deuda soberana y la de las principales economías europeas, que en junio superaba el 90 %<sup>35</sup>.
- **La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles ha experimentado un importante repunte en el segundo trimestre del año, después de haberse reducido en el primero, y ha vuelto a valores similares a los de cierre de 2023.** Así, el valor medio de la correlación entre abril y junio se situó en 0,30 (0,37 solamente en junio), mientras que en el primer trimestre fue de 0,19. Esta baja correlación entre enero y marzo fue consecuencia, sobre todo, del comportamiento de la renta variable financiera, que experimentó una fuerte revalorización en este periodo. Esto provocó que se redujera la correlación con el resto de los sectores, especialmente con los activos de renta fija, tanto públicos como privados, llegando a ser negativa en algunos periodos. En el segundo trimestre, en cambio, el ligero descenso de las cotizaciones del sector financiero invirtió esta tendencia.

---

<sup>35</sup> La correlación con los países *core* (Alemania, Francia, Bélgica y Países Bajos) fue del 91,9 % y con los periféricos (Italia, Irlanda, Portugal y Grecia) del 95 %.

## 4.2. Intermediación financiera no bancaria (IFNB)

- **Los activos financieros de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB<sup>36</sup> ascendieron a 348.000 millones de euros en 2023, un 11,5 % más que el año anterior, con una relevancia en el conjunto del sistema financiero del 6,6 %.** El 91 % de este importe correspondió a los activos de determinadas tipologías de IIC<sup>37</sup>, mientras que la titulización de activos representó el 6 %<sup>38</sup>. Teniendo esto en cuenta, los riesgos para la estabilidad financiera serían potencialmente más relevantes en el caso de las IIC, cuyo mayor riesgo está asociado a la imposibilidad de atender un aumento significativo de sus necesidades de liquidez, que puede originarse tanto por un incremento súbito del volumen de peticiones de reembolso de los partícipes como por variaciones en los precios de los activos cuando existe una exposición significativa en derivados (por la existencia de *margin calls*) o en repos (por los requerimientos de garantías). Por ello, los análisis de las condiciones de liquidez de las carteras de los fondos y del apalancamiento (vía derivados) son la base del análisis de riesgos de estas instituciones.
- **La estimación del apalancamiento de las IIC revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones está en niveles muy reducidos y continúa por debajo de los máximos permitidos por la legislación.** La exposición bruta<sup>39</sup> al riesgo de mercado suponía a cierre de 2023 el 27,5 % de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2022 (40 %), mientras que la exposición neta<sup>40</sup> alcanzaba únicamente el 10,8 %<sup>41</sup> del patrimonio. Esta última cifra pone de manifiesto que el apalancamiento de los fondos de inversión españoles estaba a cierre del año pasado por debajo del máximo permitido (100 % del patrimonio).
- **Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en 2023, y se observó una ligera mejora en relación con el año anterior.** Así, la ratio de activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets, HQLA*)<sup>42</sup> se situó en el 55,5 % para el total de los fondos pertenecientes a la IFNB (53,9 % en 2022). Esta cifra era del 49,9 % para los fondos mixtos, del 61,7 % para los de renta fija y del 61,8 % en el caso de

<sup>36</sup> La dimensión estrecha de la IFNB se obtiene a partir de los activos financieros de las entidades financieras no bancarias que se pueden encuadrar dentro de una de las cinco funciones económicas (FE) definidas por el Fondo de Estabilidad Financiera (FSB), cuya actividad puede generar riesgos de similar naturaleza a los bancarios.

<sup>37</sup> Forman parte de la IFNB todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable.

<sup>38</sup> El 3 % restante se repartía entre las sociedades de valores, las entidades financieras de crédito y las sociedades de garantía recíproca.

<sup>39</sup> El apalancamiento bruto se calcula a partir de la suma, en valor absoluto, de los importes nominales de los contratos de derivados, es decir, se suman los importes de las posiciones largas y las posiciones cortas, ambas con signo positivo.

<sup>40</sup> Para determinar el apalancamiento neto se considera el valor de mercado del activo subyacente (o su valor notional si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*), así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

<sup>41</sup> Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA «[ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS](#)» (CESR/10-788). Estos fondos suponían el 79,6 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 21,9 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

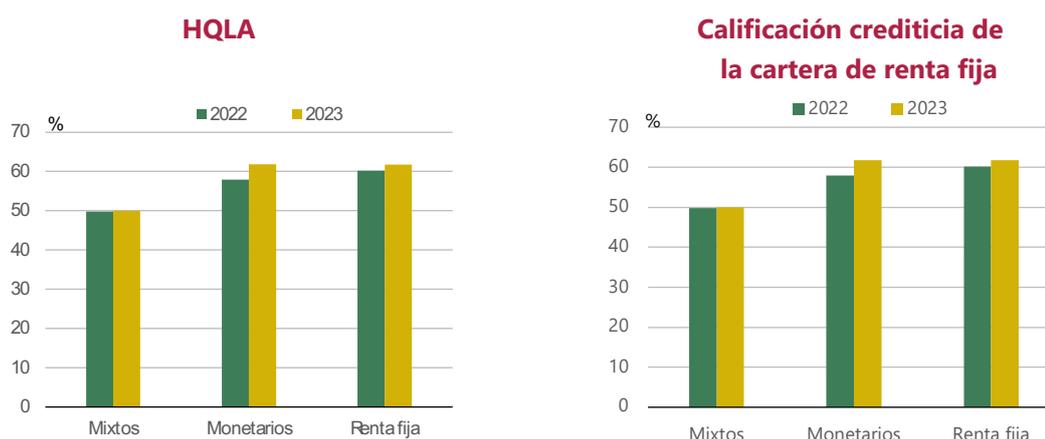
<sup>42</sup> Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA) el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje 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.

los fondos monetarios. En términos individualizados, la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40 %. No obstante, aunque en una proporción muy baja, existen algunos fondos de inversión cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %, concretamente el 0,7 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 0,9 % de los fondos mixtos (estos porcentajes superaban el 2 % en 2022).

- **En un análisis más detallado de la cartera de renta fija de los fondos de inversión se observa que la calidad crediticia de sus activos era relativamente elevada y la duración modificada<sup>43</sup> moderada.** Así, el 91,7 % del valor de la cartera de renta fija tenía a finales de 2023 una calificación crediticia de BBB o superior (*investment grade*)<sup>44</sup>, dentro del que alrededor de un 20 % se correspondía con calificaciones AA o AAA. Por otra parte, la duración modificada para el conjunto de fondos de inversión a cierre de año era de 1,9, una cifra que ha experimentado un notable descenso durante los dos últimos años como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés, especialmente, en los plazos más cortos<sup>45</sup> que ha fomentado la inversión en activos de deuda de vencimiento menor.

#### Características de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

- **En el marco del análisis de la gestión del riesgo de liquidez, la CNMV realiza semestralmente pruebas de resistencia (test de estrés) en el ámbito de 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 súbito y significativo del nivel de los reembolsos<sup>46</sup>. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de diciembre de 2023, que contemplan diferentes escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre los reembolsos de las diferentes categorías de fondos, siguen apuntando que el mercado de fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados. En el escenario simulado

<sup>43</sup> La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 puntos básicos de los tipos de interés.

<sup>44</sup> Esta cifra oscilaba entre el 90,5 % de los fondos mixtos y el 97,7 % de los fondos monetarios.

<sup>45</sup> En 2021 la duración modificada fue de 2,7, mientras que en 2022 fue de 2,3.

<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 Trimestral II-2020* de la CNMV).

más extremo (dependiendo de la vocación, hasta 16 veces más severo que en la peor semana de marzo de 2020), se identifican un total de 11 fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos (1,7 % del patrimonio de la muestra total), todos ellos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.

### Prioridades sobre un enfoque macroprudencial de la gestión de activos

### Recuadro 1

La Comisión Europea lanzó el 22 de mayo una consulta pública sobre el tratamiento macroprudencial del riesgo en la gestión de activos<sup>1</sup>. Los riesgos derivados de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) han sido analizados por los reguladores de todo el mundo durante los últimos años, particularmente debido a su papel creciente en el sistema financiero internacional. Además, existe una cierta preocupación por los posibles efectos negativos relevantes que los *shocks*, propagados u originados por el sector de la IFNB, podrían tener en la economía real.

Desde el punto de vista de la CNMV, la normativa que trate los riesgos de la gestión de activos debe tener en cuenta necesariamente sus características específicas. Por tanto, es necesario definir con precisión la naturaleza de los riesgos que se pretenden tratar y centrarse prioritariamente en aquellos casos en los que las características de la gestión de activos generen una excesiva volatilidad de los precios y tensiones de liquidez. Los requisitos de capital y los colchones de liquidez, típicamente bancarios, no serían las soluciones más adecuadas para mitigar los riesgos en términos de estabilidad financiera.

En este contexto y con independencia de la respuesta formal que la CNMV vaya a dar a esta consulta en los próximos meses, cuatro autoridades de los mercados de valores europeos, entre ellas la española (las otras tres son la Finanzmarktaufsicht [FMA] de Austria, la Autorité des Marchés Financiers [AMF] de Francia y la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa [CONSOB] de Italia), han decidido, de forma conjunta, dar a conocer sus prioridades en esta materia<sup>2</sup>. Son un total de cinco prioridades, tres de las cuales deben abordarse en el corto y medio plazo y dos más han de explorarse en el largo plazo. A continuación, se describen estas prioridades:

- **Garantizar una amplia disponibilidad y mayor uso de herramientas de gestión de la liquidez** (LMT, por sus siglas en inglés) en todo tipo de fondos de inversión abiertos (OEF, por sus siglas en inglés).
- **Prohibir la contabilidad a coste amortizado para los fondos del mercado monetario**, pues esta hace creer a los inversores que cuentan con un valor neto de los activos (VAN) estable, generando incentivos para los inversores que realicen los primeros movimientos.
- **Realizar pruebas de estrés al conjunto del sistema** para una mejor comprensión de las vulnerabilidades de cada grupo de gestión de activos y de sus interconexiones con otros participantes en el sistema financiero.
- **Implementar un enfoque de supervisión verdaderamente consolidado para los grandes grupos transfronterizos de gestión de activos**, dado que los equipos gestores y los fondos están supervisados por autoridades competentes nacionales de distintos países.

- **Crear un centro de datos integrado compartido por supervisores de mercado y bancos centrales**, que atienda sus respectivas necesidades, tanto para la supervisión diaria como a la hora de realizar test de estrés.

1. [https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations-0/targeted-consultation-assessing-adequacy-macroprudential-policies-non-bank-financial-intermediation\\_en](https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations-0/targeted-consultation-assessing-adequacy-macroprudential-policies-non-bank-financial-intermediation_en)
2. <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b920a5366-d967-45be-95e1-2a2ba36839c6%7d>

### 4.3. Riesgos de medio y largo plazo

#### **Sostenibilidad**

- **Los riesgos más relevantes en relación con la sostenibilidad** están asociados a la correcta valoración de los activos financieros con características ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), a la identificación y prevención de los riesgos relacionados con el cambio climático y a la posible existencia de blanqueo ecológico (*greenwashing*). Por ahora, estos riesgos se mantienen acotados<sup>47</sup>.
- **Las últimas cifras disponibles sobre vehículos de inversión relacionados con el ámbito de la sostenibilidad muestran una cierta estabilidad en el ámbito de las IIC y un avance en el caso de las emisiones de renta fija.** En España, el número de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR al cierre del primer trimestre del año fue de 361 y 19, respectivamente (370 fondos de inversión, 5 SICAV y 5 fondos de inversión libre) y su patrimonio se situó en 130.000 millones de euros, lo que supone el 33 % del patrimonio total de las IIC españolas. Este porcentaje se ha mantenido bastante estable desde septiembre de 2022. Por su parte, el número de emisiones de deuda con características ASG realizadas por los emisores españoles en el primer semestre de 2024 fue de 14.089 millones de euros, por encima de los valores registrados a estas alturas del año en 2022 y 2023, cuando el número de emisiones era de 10.469 y 11.278 millones, respectivamente. Analizando por sectores, se observan avances tanto en las emisiones de las entidades financieras y de las Administraciones públicas como en las emisiones corporativas<sup>48</sup>. Respecto al tipo de deuda, hubo disminuciones (en términos interanuales) en las emisiones de tipo social y en las vinculadas a la sostenibilidad (no hubo emisiones del segundo tipo) y avances en el caso de las sostenibles y las verdes. Destaca especialmente el crecimiento de las emisiones verdes, del 74,3 %, de forma que continuaron siendo, con diferencia, las emisiones de mayor relevancia<sup>49</sup>.

<sup>47</sup> [ESMA36-287652198-2699\\_Final\\_Report\\_on\\_Greenwashing.pdf \(europa.eu\)](#)

<sup>48</sup> Las emisiones del sector privado (entidades financieras y corporativas) se situaron en 10.145 millones en el semestre de 2024, por encima de los 7.378 del primer semestre de 2023. Por su parte, las emisiones de las Administraciones públicas se situaron el primer semestre de 2024 en 3.944 millones, frente a 3.900 en el primer semestre del año anterior.

<sup>49</sup> Los bonos verdes son instrumentos de deuda cuyos fondos son destinados específicamente a la 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

- **Respecto a la regulación existente, cabe destacar la relevancia de los informes en materia de sostenibilidad, que en el periodo más reciente tienen su mayor exponente en la nueva Directiva sobre Información Corporativa en Materia de Sostenibilidad (CSRD).** Esta regulación, aprobada en diciembre de 2022, es de aplicación este año y regula la presentación de los informes sobre sostenibilidad de las empresas en la Unión Europea. La normativa sustituye a la Directiva 2014/95/UE (NFRD), ampliando en gran medida su alcance, ya que afectará a alrededor de 50.000 empresas en Europa, frente a las 12.000 a las que se aplicaba la anterior normativa. No obstante, su aplicación entre las compañías será progresiva en el tiempo, y no estarán todas ellas obligadas a presentar dicho informe desde el primer año (primero lo harán las de mayor tamaño).
- **Dentro de los trabajos de desarrollo de la normativa anterior, cabe destacar la adopción por parte de la Comisión Europea, en verano de 2023, de los 12 normas de presentación de información sobre sostenibilidad (*European Sustainability Reporting Standards*)** a través de las cuales se configura la información que debe presentarse relacionada con los aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza de las empresas. En España, el organismo encargado de transponer esta norma fue el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), el cual realizó una consulta pública previa para recoger las observaciones de los sujetos afectados por la nueva regulación.
- **A pesar de la expansión de la financiación de la transición hacia una economía baja en carbono durante los últimos años, esta resulta aún insuficiente para los objetivos propuestos<sup>50</sup> y, además, suscitan una cierta preocupación algunos acontecimientos recientes que pueden interrumpir o ralentizar este progreso.** Por una parte, en algunos países, como Estados Unidos, existen crecientes presiones políticas contra estos cambios, lo que provoca un enfriamiento en el interés de los inversores respecto a los activos ASG. También existe incertidumbre respecto a las futuras decisiones de la Unión Europea en esta materia tras el resultado de las elecciones europeas. Finalmente, un entorno de tipos de interés significativamente más altos que en los últimos años podría restar parte de su atractivo a las inversiones en activos con características sostenibles.

### **Riesgo cibernético**

- **Los riesgos relacionados con la ciberseguridad continúan siendo muy relevantes dentro del sistema financiero, al igual que para otros sectores productivos, a causa de los continuos avances en el proceso de digitalización de las empresas y de la sociedad en conjunto.** Además, en el caso del sistema financiero, existe un riesgo de propagación a causa de las interconexiones entre los participantes en este, que puede derivar en riesgos sobre la estabilidad financiera, así como en pérdidas de confianza de los inversores. Sumado a esto,

---

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.

<sup>50</sup> Para alcanzar los objetivos establecidos en el Pacto Verde de la Unión Europea se necesita destinar alrededor de 1,6 billones de euros anualmente hasta 2030. Actualmente se invierte algo más de 940.000 millones de euros. Véase Platform on Sustainable Finance (2024): [Monitoring Capital Flows to Sustainable Investments: intermediate report](#), abril.

la oferta de servicios tecnológicos, como en el caso de los servicios de almacenamiento de información en la nube, se limita a unas pocas empresas, lo cual acarrea riesgos de concentración.

- **El número de ciberataques se ha duplicado desde la pandemia a nivel mundial**<sup>51</sup>. Aunque las pérdidas directas derivadas de ciberataques declaradas no son grandes (pérdida media por ataque de alrededor de 0,4 millones de dólares), el riesgo de pérdidas extremas ha aumentado. En este sentido, el sector financiero se encuentra especialmente expuesto a este tipo de riesgos, ya que cerca de una quinta parte de los ciberataques ha afectado a entidades de este sector<sup>52</sup>. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), las políticas de ciberseguridad han mejorado en cierta medida en las economías en desarrollo, que mostraban un grado de vulnerabilidad alto ante este tipo de amenazas. Sin embargo, aún quedan muchos países con redes de ciberseguridad inadecuadas.
- **En el caso de España, el total de ciberataques sobre empresas e individuos recibidos y gestionados por el Centro Criptográfico Nacional (CCN) en 2023 superó los 100.000 incidentes**, de acuerdo con el Informe de Seguridad Nacional del Departamento de Seguridad Nacional. Concretamente gestionó 107.777 incidentes de entre todos los sectores, un 93,5 % más que el año anterior. De acuerdo con este informe, no solo aumentó el número, sino también la frecuencia y la sofisticación de estos ataques, los cuales se benefician de la creciente dependencia de la sociedad de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC).
- **El texto legislativo de mayor importancia en relación con la ciberseguridad en la Unión Europea es el Reglamento DORA, el cual entra en aplicación en enero del próximo año tras su aprobación en diciembre de 2022**. Esta normativa establece requisitos uniformes para la seguridad de las redes y de los sistemas de información de las empresas que componen el sistema financiero, así como de terceros que les presten servicios relacionados con las TIC. De esta manera, todas las empresas deben asegurarse de que se encuentran adecuadamente preparadas para resistir y actuar frente a cualquier tipo de amenaza relacionada con las TIC. Los aspectos más relevantes en lo que atañe a la regulación durante este periodo de transición hasta la entrada en vigor del Reglamento se corresponden con las Normas Técnicas de Regulación (RTS) y las Normas Técnicas de Ejecución (ITS) elaboradas por las Autoridades Europeas de Supervisión (la Autoridad Bancaria Europea [EBA], la Autoridad Europea de Valores y Mercados [ESMA] y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación [EIOPA])<sup>53</sup>. Además, estas autoridades anunciaron el lanzamiento de un simulacro voluntario en el que se da la posibilidad a las empresas de presentar sus

---

<sup>51</sup> [The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks \(imf.org\)](#)

<sup>52</sup> Un ejemplo reciente de incidente en esta materia tuvo lugar el 18 de julio sobre las nueve de la tarde, 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, los servicios médicos y los servicios bancarios. No tuvo un efecto relevante en los mercados secundarios europeos ni en sus sistemas de negociación.

<sup>53</sup> También destacan directrices comunes y actos delegados sobre diferentes aspectos del Reglamento como la gestión de incidentes relacionados con las TIC y de riesgos de terceros, entre otros.

registros de información en julio y agosto de acuerdo con el Reglamento. Así, apoyarán a estas empresas aportando comentarios para que la información se ajuste a lo requerido.

- **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 ha remitido un cuestionario a través del cual se pregunta a las entidades sobre aspectos relacionados con la gestión de los riesgos TIC, como las políticas y procedimientos, las pruebas de resiliencia digital o la gestión de los riesgos derivados de la operativa con terceros. A partir de las respuestas obtenidas, se observa un gran interés por parte de las entidades por el nuevo Reglamento, de forma que se encuentran realizando análisis de deficiencias y desarrollando planes de adecuación. Los resultados invitan a pensar que las entidades están reforzando sus capacidades en materia de resiliencia operativa de cara al 17 de enero de 2025, momento a partir del cual se hará obligatorio el cumplimiento de la nueva normativa.

### **Nuevas tecnologías y criptoactivos**

- **El mercado de criptoactivos, que duplicó su valor de mercado en 2023 (de 0,8 a 1,6 billones de euros), ha continuado esta tendencia en 2024, y ha alcanzado máximos de 2,6 billones al comienzo de junio y terminado el semestre en 2,3 billones.** De esta manera, la capitalización del mercado se aproxima al valor máximo de 2,9 billones de noviembre de 2021. Los volúmenes de negociación mostraron una tendencia algo más irregular pues, tras permanecer por debajo de las medias históricas en 2023, se incrementaron en el primer semestre de 2024, pero experimentaron un nuevo descenso en el último tramo del ejercicio.
- **Parte de la expansión más reciente del mercado de criptoactivos se explica por la aprobación en enero de 2024 de la viabilidad de los ETF sobre *bitcoin* en Estados Unidos, que tuvo un efecto sobre los precios de los criptoactivos desde los meses previos, con tasas de crecimiento interanual de en torno al 100 %<sup>54</sup>.** Este tipo de productos financieros trata de replicar el rendimiento de estas criptomonedas y proporciona la posibilidad de invertir en ellas sin necesidad de comprarlas directamente. Aunque por el momento su tamaño es reducido, de menos del 1 % del mercado de ETF, requieren de vigilancia, pues facilitan la inversión por parte de los inversores minoristas e institucionales en criptoactivos, lo que incrementa la interrelación entre este mercado y los mercados tradicionales y, por tanto, la capacidad de propagación de riesgos a través del sistema financiero.
- **Dentro de este tipo de activos resulta importante prestar atención a las *stablecoins*, instrumentos asociados al valor de una moneda, un bien material u otro activo financiero o criptomoneda,** empleadas para almacenar valor y para cambiar o retirar dinero sin salir del sistema criptográfico. Históricamente han mostrado una volatilidad superior (se han producido picos de volatilidad vinculados a eventos como los sucesos ocurridos en relación con el Silicon Valley Bank) a la que, *a priori*, estaría acorde con su función y, por ello,

---

<sup>54</sup> A finales de julio de este año se ha conocido también el visto bueno de la misma jurisdicción a los ETF de Tether.

requieren de vigilancia. No obstante, actualmente no plantean un riesgo significativo para la estabilidad financiera, pues representan menos del 10 % del valor total del mercado de criptoactivos. El Reglamento MiCA ha centrado parte de su atención en este tipo de criptoactivos, y ha introducido normas para sus emisores, las cuales han entrado en aplicación el 30 de junio de este año.

- **En materia regulatoria, en el pasado mes de junio entraban en aplicación las normas sobre fichas referenciadas a activos (ART, por sus siglas en inglés) y sobre las fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés)<sup>55</sup>.** El resto de esta normativa entra en aplicación el 30 de diciembre de este año. Sumado a esto, EBA y ESMA se encuentran ultimando normas técnicas para aplicar el Reglamento y la Comisión Europea ha adoptado una serie de actos delegados y de ejecución al respecto, entre los cuales destaca aquel por el que se califica a las fichas de dinero electrónico y a las referenciadas a activos como *significativas*. De esta manera, se las puede someter a una supervisión y unos requisitos prudenciales más estrictos, para contrarrestar sus riesgos frente a la estabilidad financiera. A nivel internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está trabajando para aclarar aspectos sobre la exposición de los bancos a los criptoactivos y pretende hacer más estrictos los requerimientos sobre las *stablecoins*.
- **En España, la CNMV emitió hace dos años una circular (Circular 1/2022) relativa a la publicidad de los criptoactivos presentados como objeto de inversión, orientada a la protección del inversor.** En el marco de esta circular, entre enero y mayo de 2024 se revisaron 848 piezas publicitarias y se enviaron 70 requerimientos informativos, todo ello mediante 104 actuaciones, de las que 96 se archivaron (la mayoría porque cumplían los criterios de la circular o se ajustaron a los requerimientos de la CNMV). De las 104 actuaciones, 94 se iniciaron por comunicación de las propias entidades. El reparto de las comunicaciones entre las entidades fue heterogéneo (Binance supone el 43,6 % del total).

### **Inteligencia artificial**

- **El uso de herramientas fundamentadas en la tecnología desarrollada por la inteligencia artificial continúa avanzando** a un ritmo acelerado e integrándose dentro de la economía y la sociedad global. De acuerdo con las encuestas, gran parte de los operadores en los mercados financieros y las agencias de *rating* utilizan ya las herramientas proporcionadas por la inteligencia artificial generativa (GenAI) o se plantean hacerlo próximamente.
- **Las principales ventajas derivadas que presenta el uso de este tipo de tecnología radican en el incremento de la velocidad y la eficiencia en la toma de decisiones y en la ejecución de algunos procesos**, lo cual ofrece amplias posibilidades dentro de los mercados financieros. A pesar de que estas tecnologías todavía se encuentran en una fase relativamente inicial y que en la mayoría de los casos se emplean herramientas genéricas de proveedores externos, en marzo de este año el Parlamento Europeo aprobó el Reglamento

---

<sup>55</sup> Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA).

Europeo de Inteligencia Artificial (IA), que busca regular los usos de la IA para limitar los riesgos que de ellos se derivan. El impacto de la normativa dependerá, en gran medida, de su desarrollo normativo y de los sistemas que se consideren de alto riesgo, sistemas que no son permitidos.

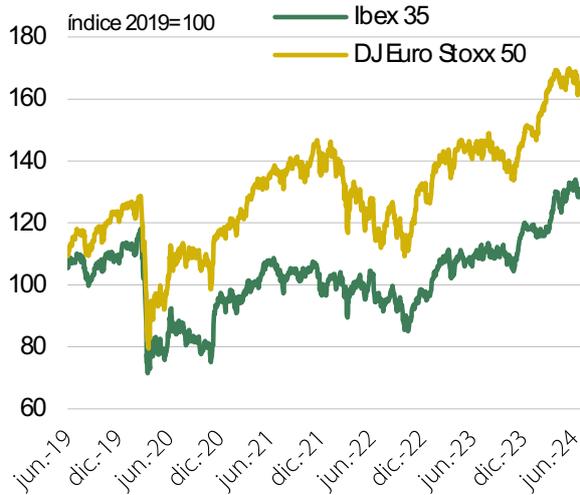
- **En el ámbito de los mercados financieros, existen riesgos que es importante afrontar para no poner en peligro la estabilidad financiera y la protección del inversor.** Algunos de estos riesgos están relacionados con la obtención de resultados erróneos, ya que pueden existir sesgos, manipulaciones de los datos o un exceso de confianza que altere la toma de decisiones de los inversores. En este sentido, existen riesgos relacionados con la ciberseguridad, pues un ataque cibernético que altere los datos que usa el modelo de IA puede dar lugar a distorsiones en las decisiones de inversión. Finalmente, existen también riesgos derivados de la homogeneización en la valoración de riesgos y en las estrategias de inversión y, con ello, un aumento de la prociclicidad en caso de un *shock* adverso.

### ***Private finance***

- **La actividad financiera conocida como *private finance* por su denominación en inglés representa una parte reducida de la financiación total de la economía, pero está experimentando un crecimiento importante que suscita cierta preocupación entre los reguladores y supervisores europeos.** A nivel mundial algunas fuentes privadas cuantifican los activos en gestión por encima de los 13 billones de dólares (con Estados Unidos a la cabeza). Esta actividad canaliza fondos de inversores institucionales hacia demandantes en forma de deuda o capital que no negocia en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación (SMN). La participación de los minoristas es muy reducida, pero también está aumentando. En la medida en que se trata de un sector muy poco o nada regulado es difícil cuantificar los riesgos que se derivan de este tipo de actividad, pero sí se identifican riesgos relevantes en esta parcela que tienen que ver con la protección del inversor (debido a la falta de transparencia y los conflictos de interés) y riesgos para la estabilidad financiera como consecuencia de problemas potenciales en las valoraciones, de los niveles elevados de apalancamiento y de la conexión creciente entre las contrapartes y con los mercados financieros tradicionales.

## Riesgo de mercado: nivel naranja

**Gráfico A1: Cotizaciones bursátiles**

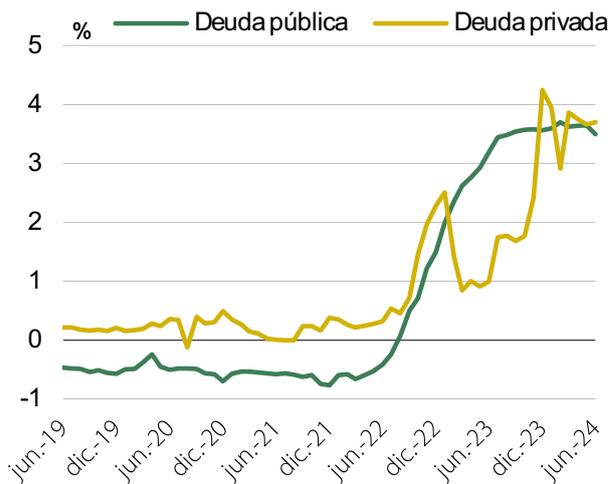


**Gráfico A2: Ratio precio-beneficios (PER)**

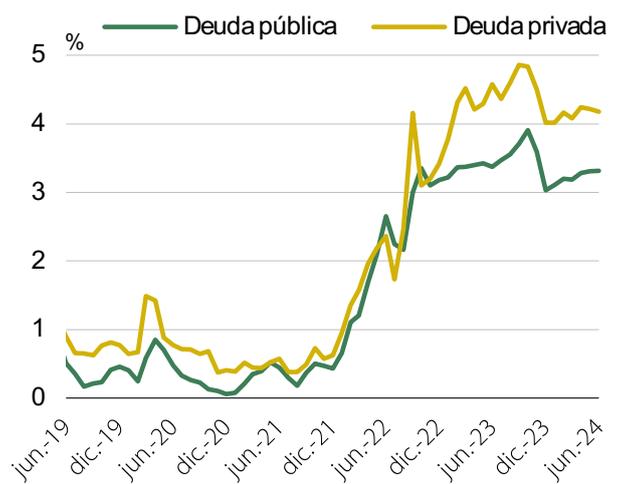


Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

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



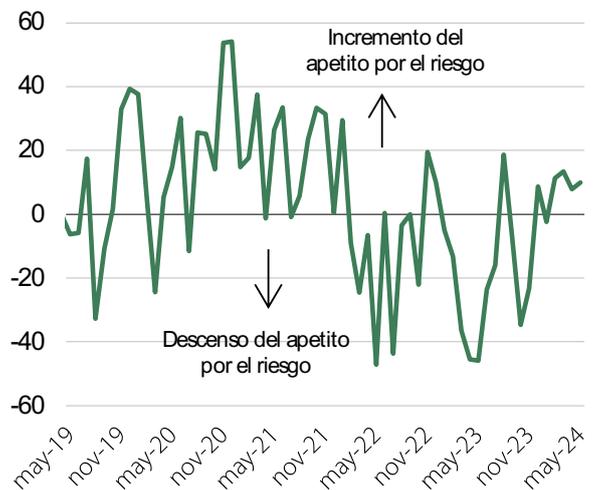
**Gráfico A4: Tipos de interés a largo plazo (10 años)**



**Gráfico A5: Precio del petróleo**

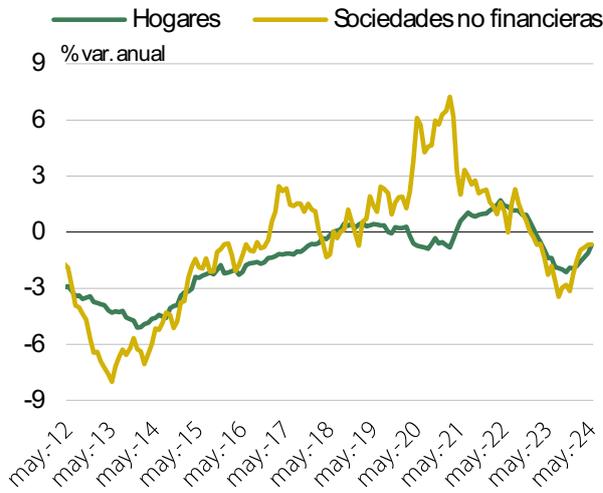


**Gráfico A6: Apetito por el riesgo (State Street)**

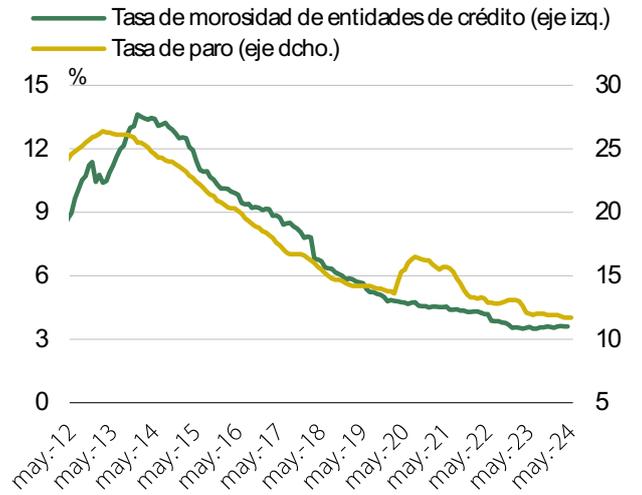


# Riesgo de crédito: nivel verde

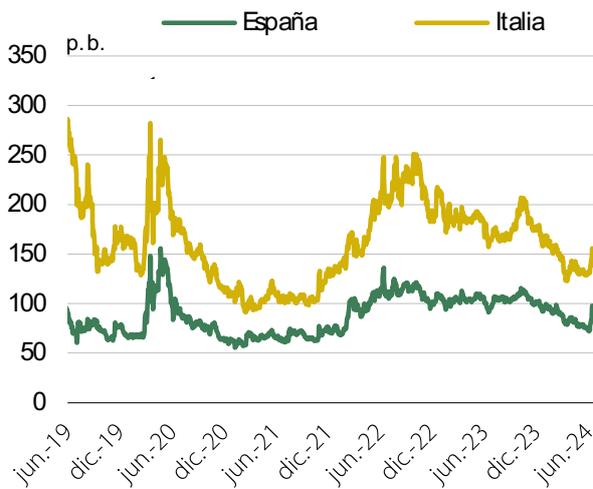
**Gráfico A7: Financiación sector no financiero**



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



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

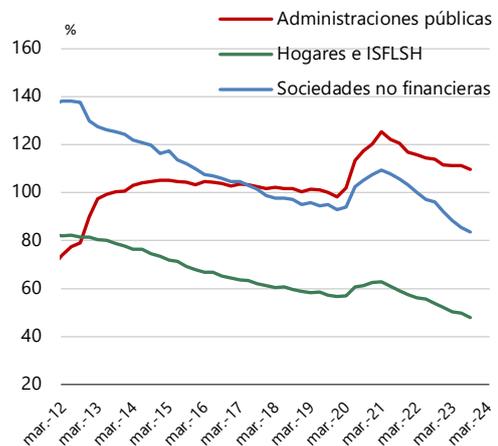


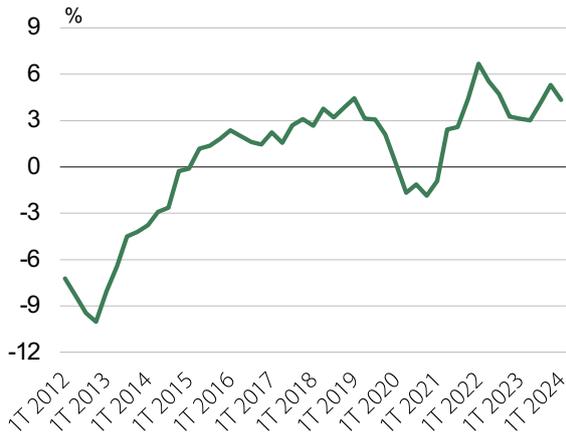
**Gráfico A10: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

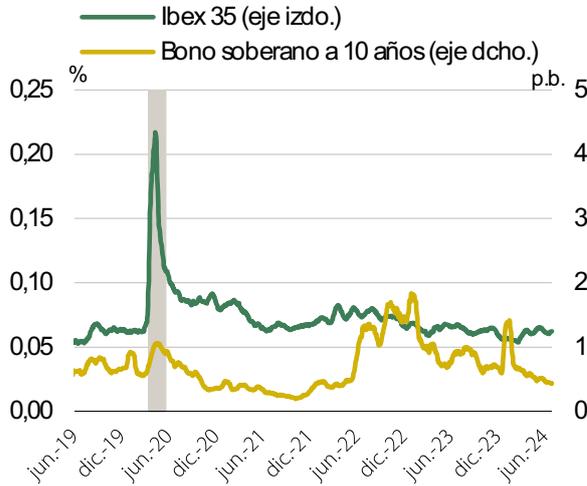
**Gráfico A12: Endeudamiento (% PIB)**





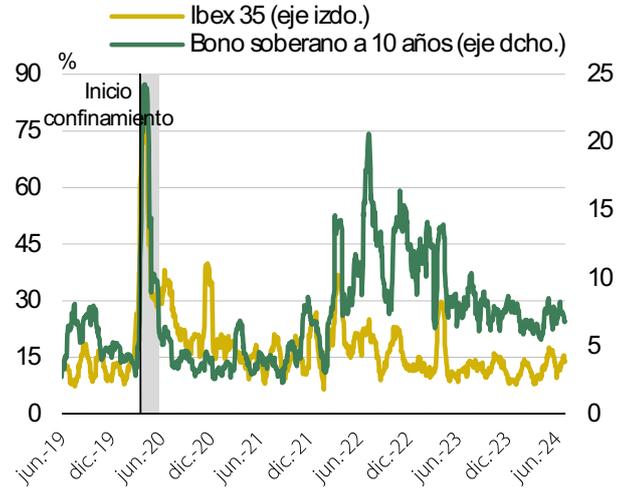
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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



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

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



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

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

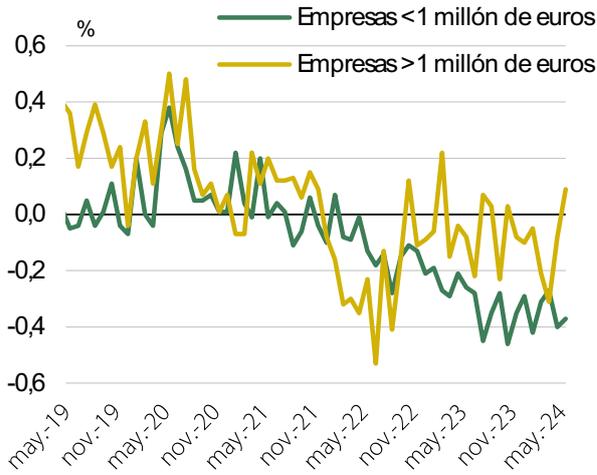


**Gráfico A16: *Spread* interbancario (LIBOR-OIS)**

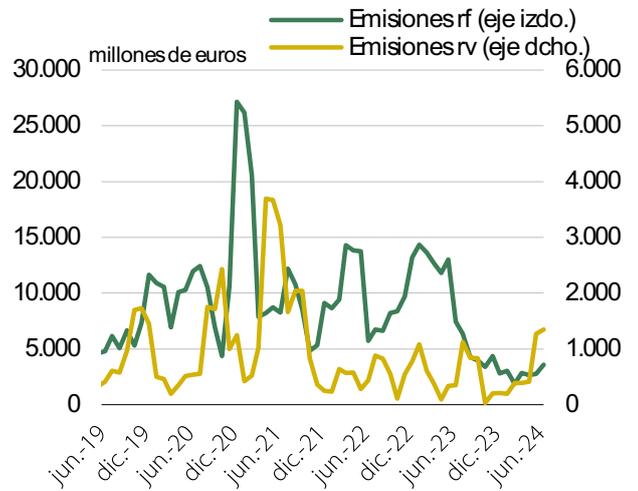


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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

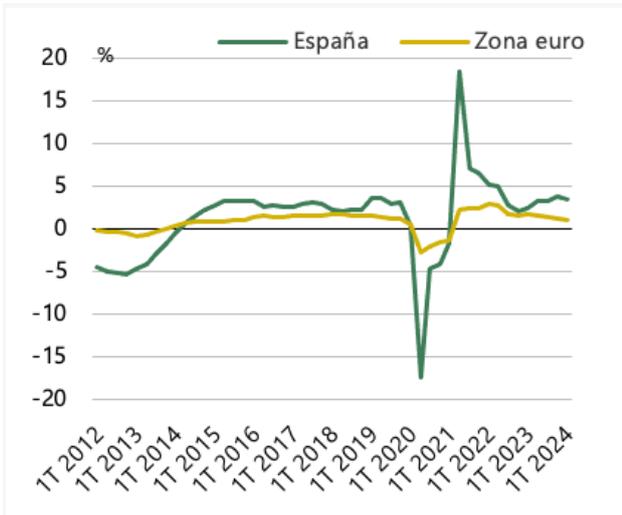


**Gráfico A18: Emisiones (media móvil 3 meses)**

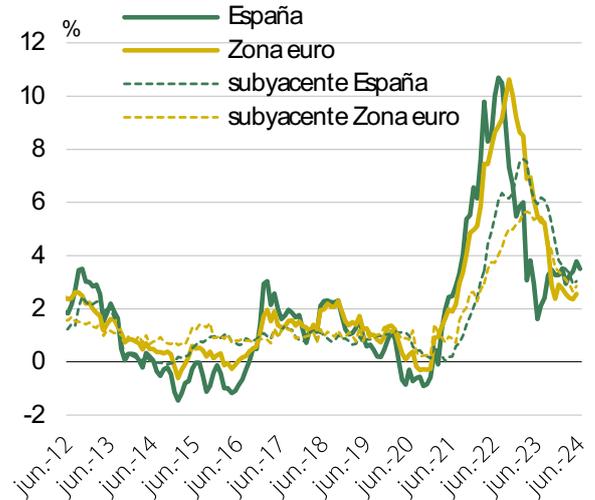


**Riesgo macroeconómico: nivel amarillo**

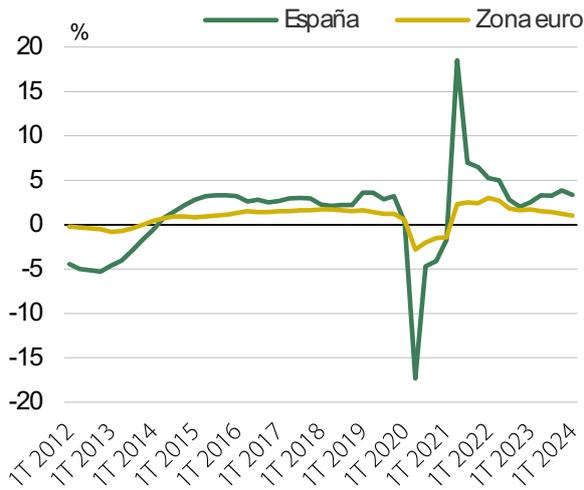
**Gráfico A19: PIB (var. interanual)**



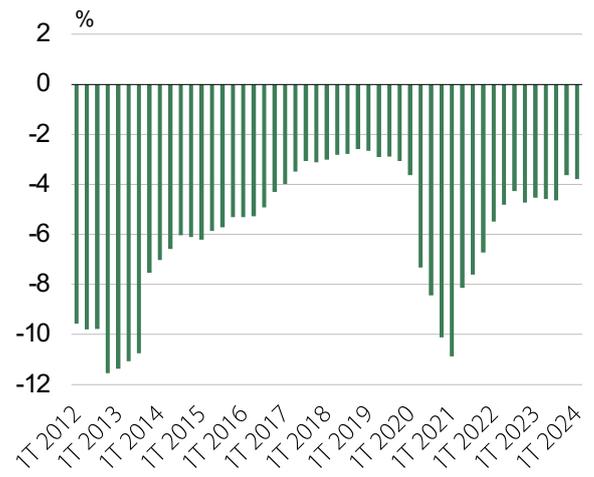
**Gráfico A20: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



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

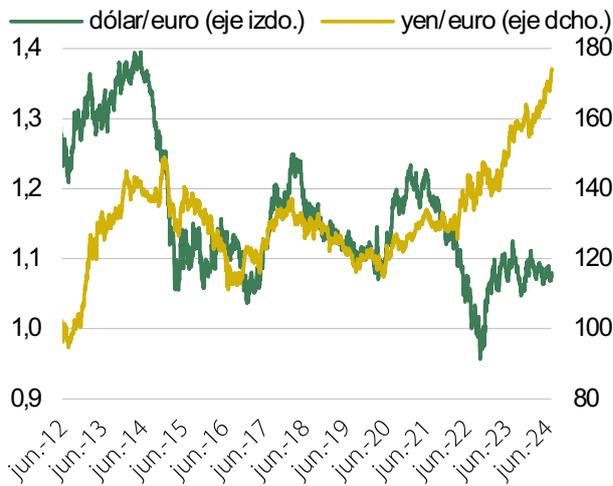


**Gráfico A22: Saldo público (% PIB)**

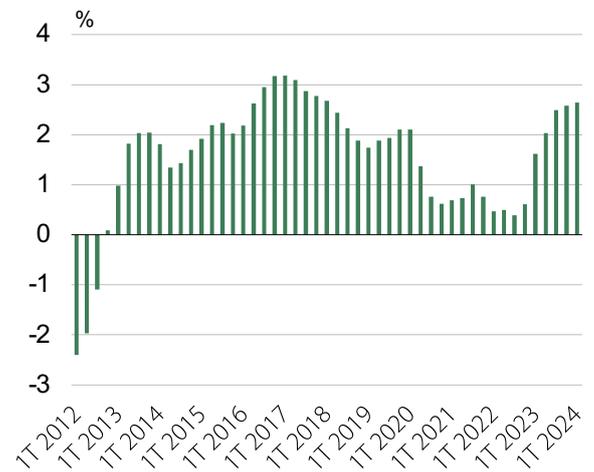


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico A23: Tipos de cambio**

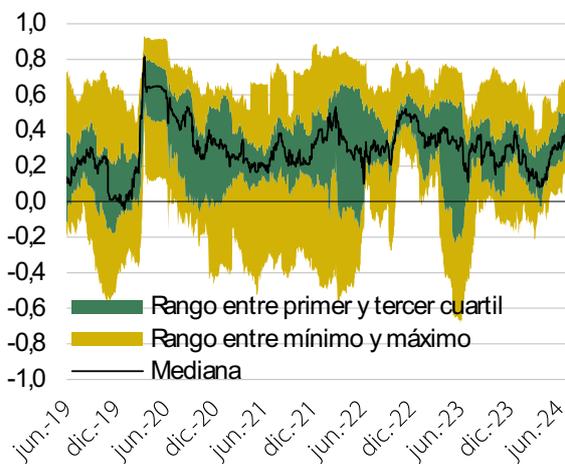


**Gráfico A24: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**

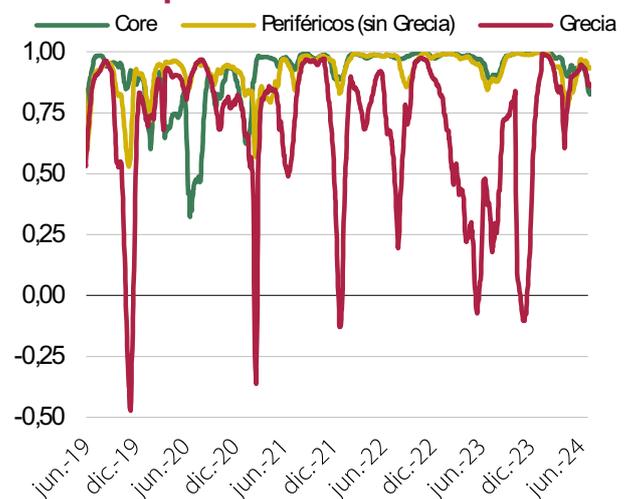


**Riesgo de contagio: nivel naranja**

**Gráfico A25: Correlaciones entre clases de activos**

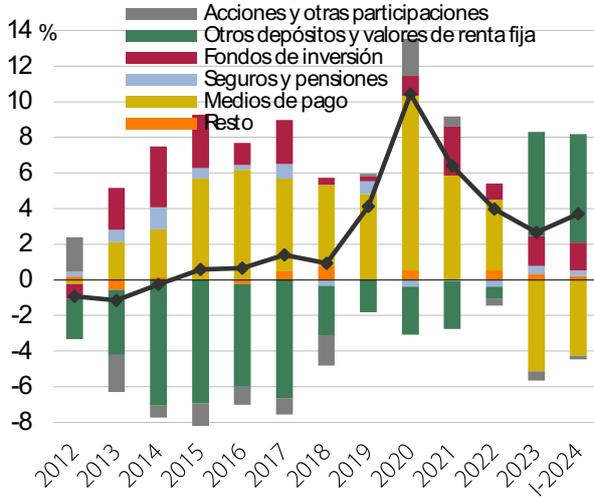


**Gráfico A26: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos**



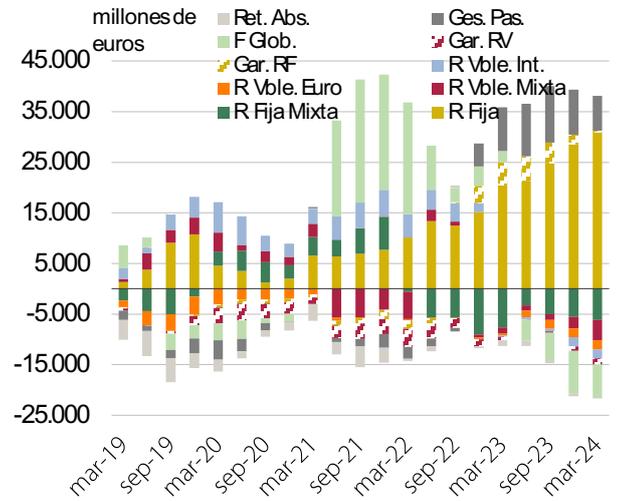
## Inversores

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



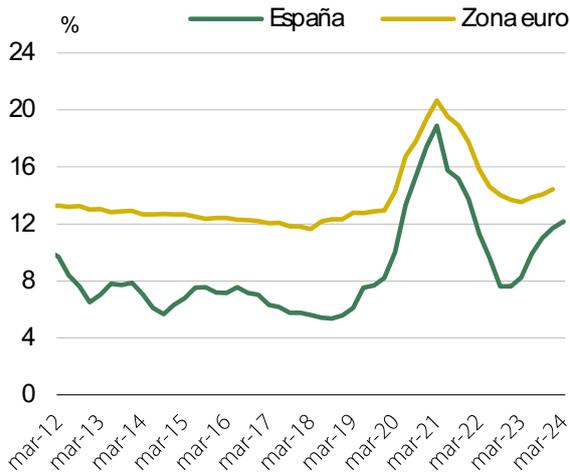
Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico A28: Suscripciones netas en FI**

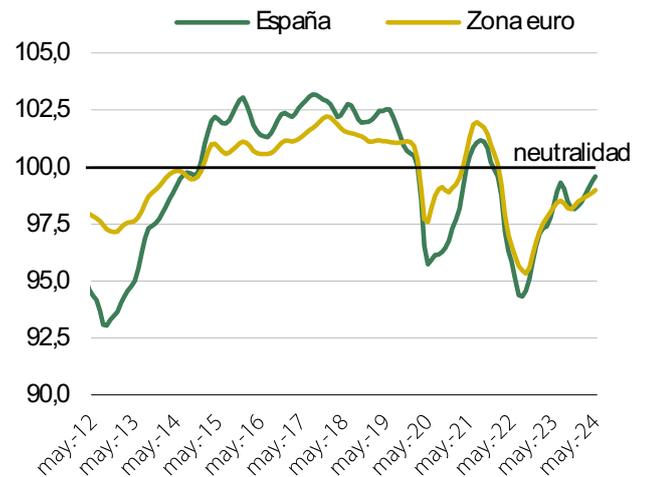


Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

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

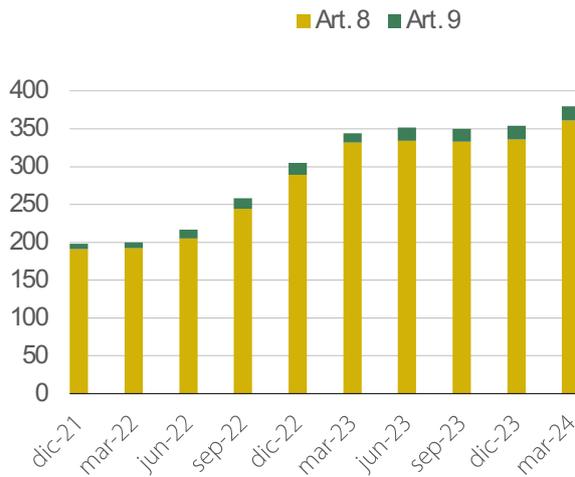


**Gráfico A30: Índice de confianza consumidor**



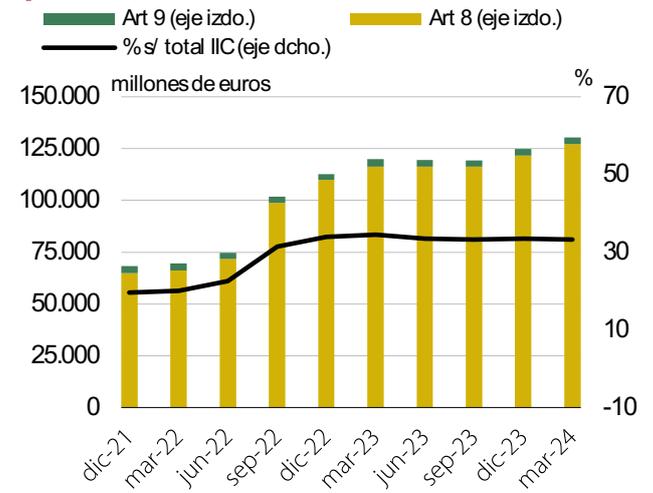
## Finanzas Sostenibles

**Gráfico A31: IIC artículo 8 y 9 (número)**

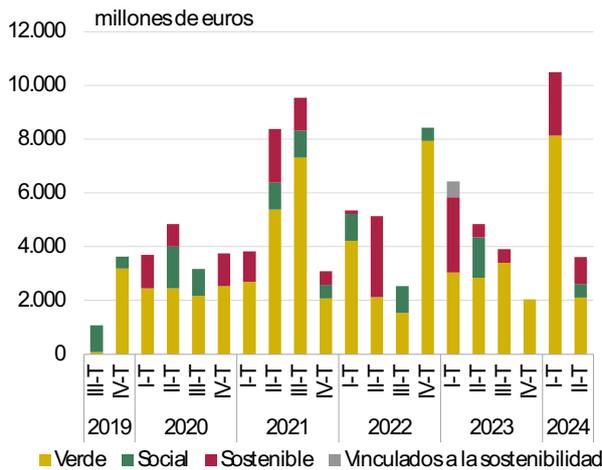


Según el Reglamento SFDR.

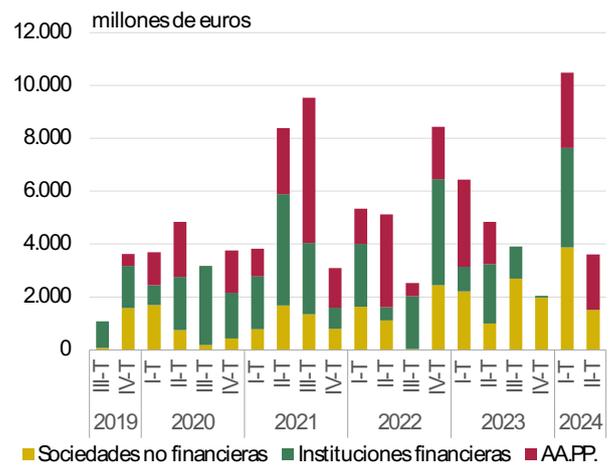
**Gráfico A32: IIC artículo 8 y 9 (patrimonio)**



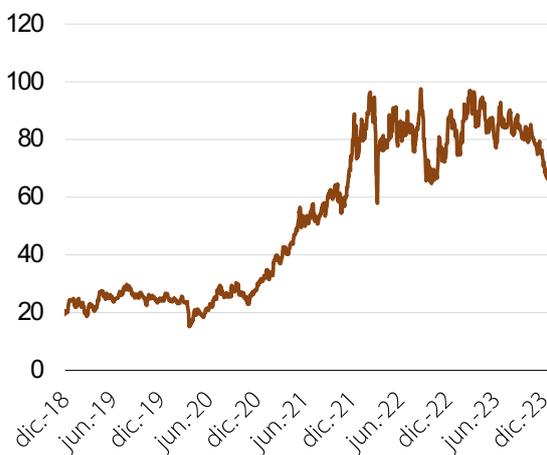
**Gráfico A33: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (tipo)**



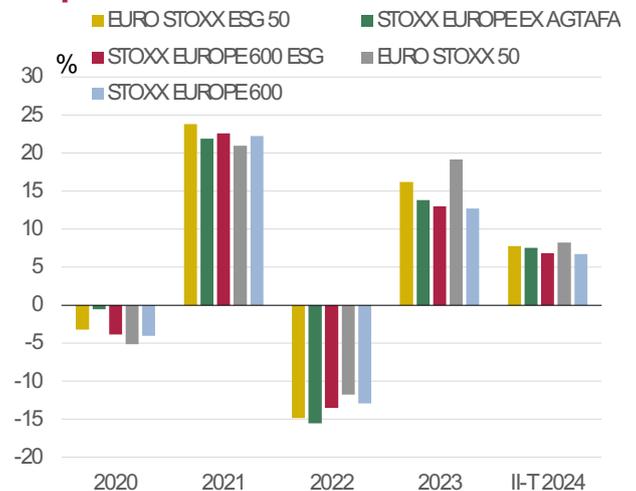
**Gráfico A34: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (sector)**



**Gráfico A35: Precio carbono (EUR/tn)**

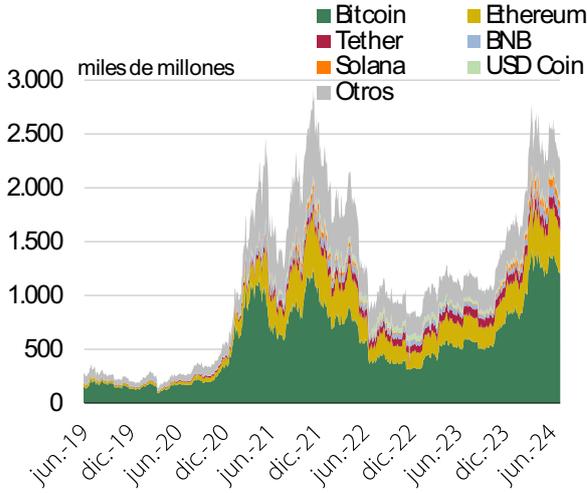


**Gráfico A36: Rentabilidad índices de RV europeos ASG**



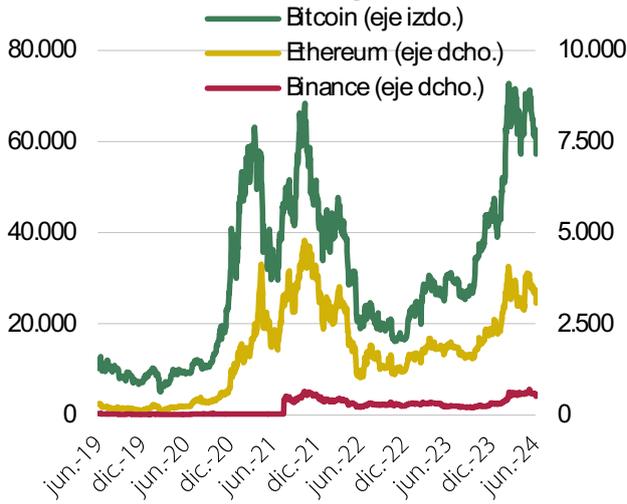
# Criptoactivos

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

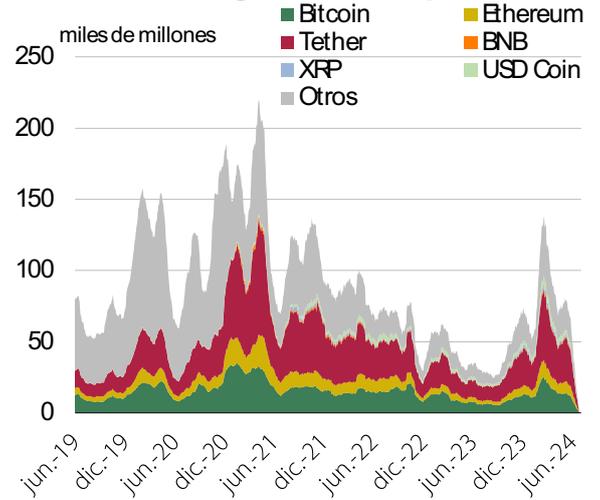


Tether y USD Coin son *stablecoins*.

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

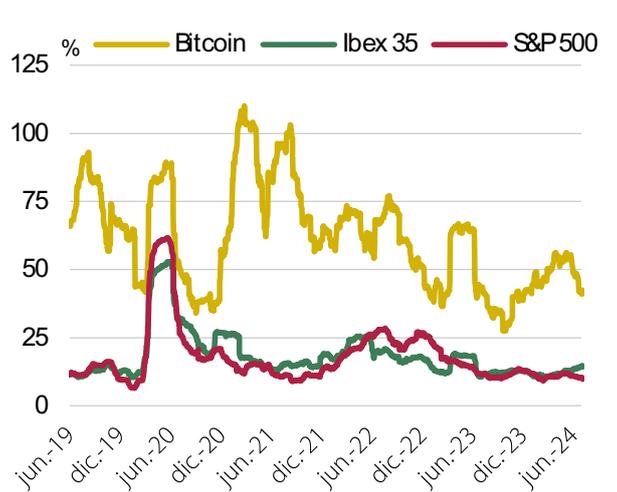


**Gráfico A38: Negociación crypto (\$)**

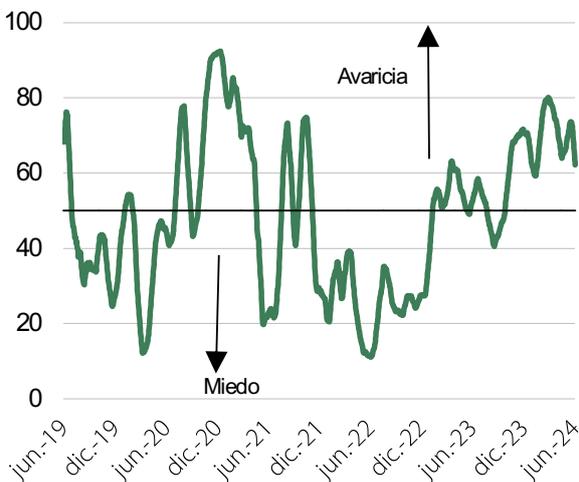


Tether y USD Coin son *stablecoins*.

**Gráfico A40: Volatilidad del *bitcoin***



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







## Notas explicativas

### Fuentes de información:

La mayor parte de la información cuantitativa a partir de la cual se elaboran los indicadores que se presentan en los gráficos y en los mapas de color de esta nota se obtiene de Refinitiv Datastream y de Bloomberg. Como excepciones destacan las siguientes: i) los datos sobre IIC se obtienen a partir de la información disponible en la CNMV; ii) la información de emisiones ASG se nutre de información del Banco de España, la CNMV y Dealogic; iii) los indicadores de capitalización y negociación de criptomonedas proceden de CoinMarketCap, y iv) el indicador de sentimiento sobre *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 predeterminados 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>56</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 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 tres meses. Las clases de activos son seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de 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 tres meses. Los

---

<sup>56</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.

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 propensos a ahorrar y, en consecuencia, más proclives a aumentar sus gastos en los siguientes 12 meses. Valores inferiores a 100 denotan una actitud pesimista frente a la situación económica, que lleva a los consumidores a ahorrar más y consumir menos.

## Finanzas sostenibles

- **Rentabilidad índices de renta variable 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 AGTFA. El primero se basa en el índice Eurostoxx 50, a partir del cual se aplican determinados criterios de exclusión y, además, se descarta el 10 % de las compañías con el peor *rating* ASG y se sustituyen por compañías con un *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>57</sup>) (gráfico A41).** Este índice es una métrica que evalúa las emociones predominantes en el mercado. Se basa en diversos

---

<sup>57</sup> [Bitcoin & Fear and Greed | Kaggle.](#)

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 entienden como percepciones excesivamente optimistas («avaricia»).