



# Nota de Estabilidad Financiera

Nº 2 Abril 2017

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

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

# **Nota de Estabilidad Financiera**

**Nº 2 Abril 2017**

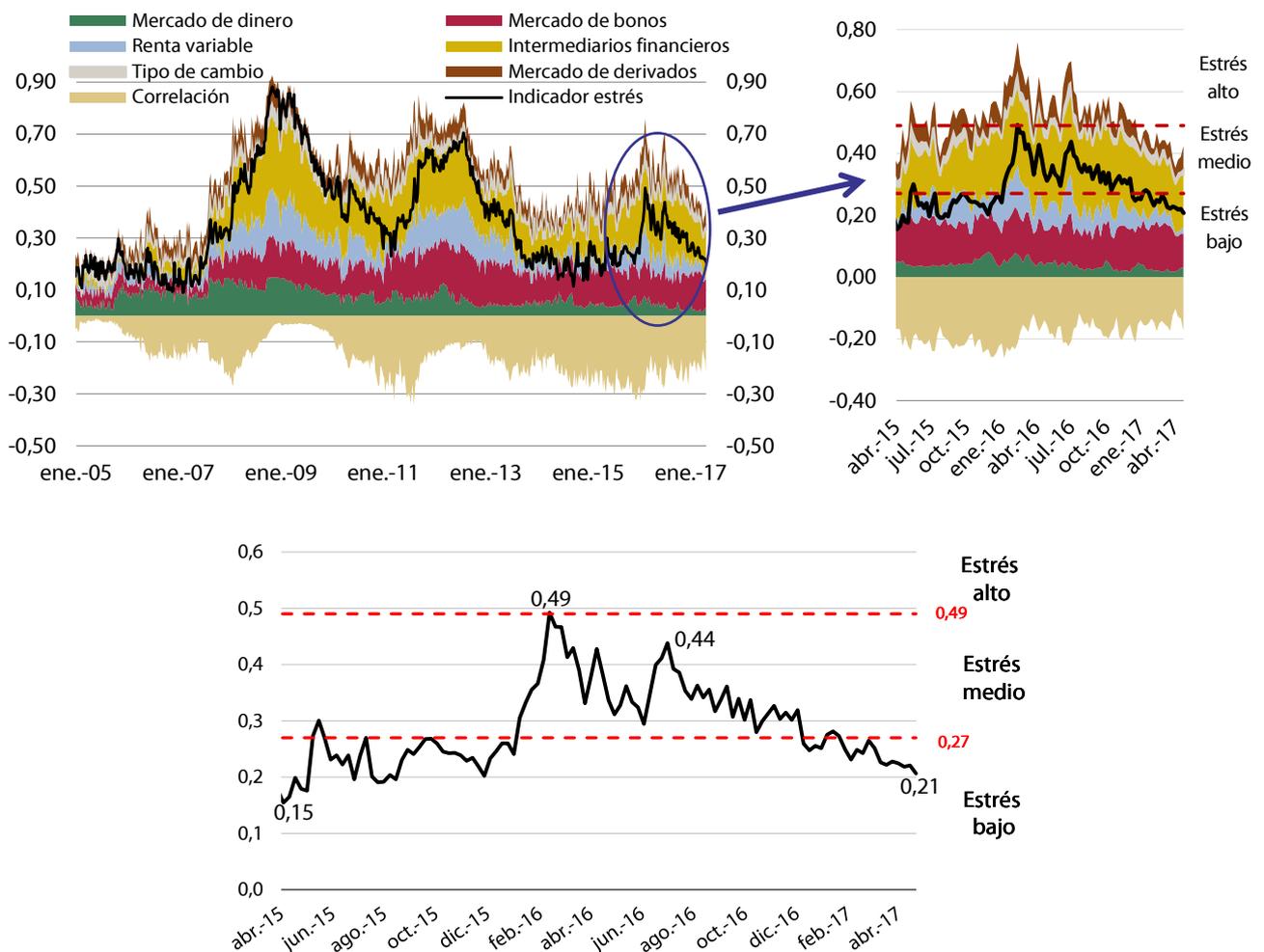


## Resumen

- ✓ El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha situado a mediados de abril en 0,21, un valor que se puede asociar con un nivel de estrés bajo (gráfico 1). El estrés correspondiente al segmento de intermediarios financieros se ha reducido de forma considerable desde el tercer trimestre de 2016, pero sigue siendo el más elevado de todos los segmentos contemplados. Por su parte, el nivel de estrés del mercado de bonos, que había aumentado de forma importante a principios de año a causa de la elevada volatilidad y el deterioro de la liquidez registrado tras las elecciones estadounidenses, ha disminuido ligeramente desde marzo.

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

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

- ✓ En el ámbito macroeconómico, la actividad doméstica continúa creciendo con gran dinamismo, muy por encima del ritmo de avance de la zona euro. La inflación se ha incrementado significativamente durante los últimos meses debido al repunte de la tasa energética y, aunque este efecto tenderá a disiparse en los próximos meses, las tasas no serán, previsiblemente, tan bajas como en 2016. La elevada tasa de paro y la necesidad de afianzar el proceso de consolidación fiscal continúan siendo los retos más relevantes para la economía española. También destacan los riesgos relacionados con el sector bancario que, como en otras economías europeas, afronta retos derivados del reducido nivel de los tipos de interés y de algunas fuerzas competitivas crecientes.
- ✓ En los mercados financieros, los riesgos más relevantes son los de mercado y, en menor medida, de liquidez, sobre todo en determinadas clases de activos. El riesgo de mercado es más importante en los activos de renta fija debido al mantenimiento del reducido nivel de los tipos de interés. En los plazos más largos, las rentabilidades de la deuda mostraron incrementos de cierta cuantía en los primeros meses del año que tendieron a revertirse tras conocer los resultados de la primera ronda electoral en Francia. Por tanto, el precio de la mayoría de las referencias de deuda continúa siendo muy alto en relación con los promedios históricos.
- ✓ Las fuentes de incertidumbre más relevantes tienen un origen fundamentalmente político. Al otro lado del Atlántico, existe incertidumbre en torno a la posibilidad de que la Reserva Federal normalice el tono de la política monetaria con más rapidez de lo previsto y en torno al alcance de algunas de las medidas anunciadas por la nueva Administración estadounidense. En Europa, por otra parte, siguen centrándose en el *brexit* y en la forma en que se materializará el proceso, así como en los procesos electorales de varios países europeos. En relación con estos últimos, el resultado de la primera vuelta de las elecciones presidenciales en Francia ha sido bien acogido por los mercados financieros, al interpretar que anticipa un resultado favorable a la continuidad del proyecto europeo en la segunda vuelta. Finalmente, también conviene tener presentes los riesgos que para el sistema financiero que pueden derivarse de la escalada de las tensiones políticas entre algunos países.

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

GRÁFICO 2

		2014					2015					2016					2017											
		e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
MERCADOS	Renta variable	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Renta fija	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Sector bancario	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Otros (petróleo, oro, aversión al riesgo)	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
CATEGORÍAS DE RIESGO	Riesgo macroeconómico	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de mercado	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de crédito	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y

Fuente: CNMV.

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

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Como se ha indicado, la evolución de la actividad en España continúa siendo positiva. El PIB creció un 0,7 % en el último trimestre de 2016 respecto al trimestre anterior y cerró el ejercicio con un incremento anual del 3 %. Ambos porcentajes se situaron claramente por encima de los registros de la zona euro: 0,5 % trimestral y 1,8 % interanual (gráfico 21). El empleo siguió creciendo con intensidad, a tasas cercanas al 3 %, mientras que la tasa de paro se situó por debajo del 19 % al finalizar el año, muy alejada de los máximos alcanzados durante la crisis (27 % en marzo de 2013), pero todavía elevada en términos históricos y en comparación con el conjunto de la zona euro. En cuanto a la inflación, que había repuntado significativamente en los dos primeros meses del año alcanzando valores del 3 %, descendió en marzo hasta el 2,3 % debido a la menor contribución de la tasa anual de los precios de los carburantes y la electricidad (gráfico 22). La tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), bajó una décima hasta el 0,9 % (0,7 % en la zona euro).
- El saneamiento de las finanzas del sector público constituye, junto con la disminución del número de desempleados, uno de los retos más relevantes de la economía española. El crecimiento económico y la menor inestabilidad política están favoreciendo el proceso de consolidación fiscal. Los últimos datos presupuestarios indican que el déficit de las AA.PP. se redujo hasta el 4,5 % del PIB en 2016 (4,3 % si se excluyen las ayudas financieras), una cifra ligeramente inferior al objetivo fijado para el conjunto del año (4,6 %) y más de medio punto por debajo del registro de 2015. El desglose por administraciones revela una mejora del saldo presupuestario en todas ellas salvo en los Fondos de la Seguridad Social. Las previsiones de déficit del Gobierno se mantienen en el 3,1 % del PIB para 2017, mientras que las de la Comisión Europea son del 3,5 %. La deuda pública, por su parte, se ha estabilizado alrededor del 100 % del PIB<sup>1</sup>.
- El último informe del FMI del mes de abril confirma el buen comportamiento de la economía española, con una revisión al alza de la previsión de crecimiento para 2017 de tres décimas, hasta el 2,6 %, y el mantenimiento de la correspondiente a 2018 en el 2,1 %, en comparación con las previsiones realizadas en enero. Estos valores continúan siendo superiores a los contemplados para la zona euro (1,7 % en 2017 y 1,6 % en 2018). No obstante, el FMI advierte de que podría revisar sus previsiones a la baja, especialmente en el medio plazo, debido a algunos riesgos, como los asociados al giro proteccionista en algunas economías avanzadas o a la posibilidad de una subida de los tipos de interés en EE.UU. más rápida de lo esperado.

---

<sup>1</sup> El dato de diciembre de 2016 es del 99,4 % del PIB, prácticamente el mismo que a finales de 2015.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- A pesar del ligero repunte del rendimiento de la deuda a largo plazo, el entorno de bajos tipos de interés y la consecuente búsqueda de rentabilidad de los inversores continúan suponiendo un riesgo para el sistema financiero. Un eventual episodio de estrés en los mercados financieros podría desencadenar ventas significativas de activos, con las consecuentes caídas en los precios y dificultades para deshacer las posiciones, lo que podría afectar, por el efecto contagio a otras clases de activos.
- En cuanto a los hogares, la información de las Cuentas Financieras de cierre de 2016 confirma una mayor inversión en activos financieros, que supuso un 3,5 % del PIB en términos netos a lo largo del año<sup>2</sup>. Dicha inversión tuvo un carácter eminentemente conservador: como sucede desde 2013, se produjo una desinversión notable en depósitos a largo plazo e instrumentos de deuda, que ofrecen todavía rentabilidades reducidas, mientras que se invirtió en efectivo y depósitos a la vista, seguros y fondos de inversión (gráfico 27). En el caso de estos últimos, las mayores entradas de recursos se produjeron en los fondos globales y de renta fija, mientras que las mayores salidas se dieron en los fondos mixtos (gráfico 28).
- El negocio bancario europeo sigue afectado negativamente por el nivel reducido de los tipos de interés y por otros factores de carácter estructural como el elevado volumen de activos improductivos o la creciente competencia de las actividades relacionadas con el *shadow banking* y de las empresas *fintech*. Aún así, los grandes bancos españoles, ante un incipiente cambio de tendencia, con un mayor dinamismo en los préstamos y la normalización en las provisiones por las cláusulas suelo, han mejorado sus resultados en el primer trimestre del año por encima del 10 %.

## Fuentes de incertidumbre política

- En EE.UU., la configuración de un nuevo escenario macroeconómico y financiero tras el relevo presidencial sigue percibiéndose como una fuente de riesgo destacable. Así, desde el punto de vista de la actividad económica, si se aplican restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración, podrían producirse efectos adversos sobre la economía a medio-largo plazo debido al previsible impacto negativo en la productividad. Desde el punto de vista de los mercados financieros internacionales, existe el riesgo de que la Reserva Federal, que en marzo volvió a aumentar los tipos de interés hasta el rango de 0,75 % - 1 %, normalice su política monetaria con mayor rapidez de lo que se había previsto si se materializa un contexto de tipos de interés crecientes y mayores expectativas de inflación. Este factor de riesgo, combinado con la posibilidad de que las políticas estímulo fiscal de la nueva administración se pospongan o alcancen una magnitud inferior a la esperada, podría generar rebrotes puntuales de volatilidad tanto en los mercados de renta fija como en los de renta variable.

---

<sup>2</sup> La adquisición neta de activos financieros se había situado en el 2,2 % en 2015 y en el 0,4 % en 2014.

- El escenario económico y financiero de la zona euro está condicionado por dos fuentes de incertidumbre principales: por un lado, el *brexít* y, por otro, los procesos electorales inminentes en algunos países europeos. Tras la comunicación oficial en marzo de su intención de abandonar la Unión Europea, el Gobierno británico ha convocado elecciones anticipadas, que tendrán lugar el 8 de junio, cuyo resultado podría favorecer la posibilidad de que se acabe produciendo un *brexít* duro. También será relevante el desarrollo de las elecciones presidenciales y legislativas francesas en mayo y junio, respectivamente, así como el de las que tendrán lugar en Alemania a finales de septiembre. Como se ha indicado, en el caso francés, el resultado de la primera ronda de las elecciones presidenciales ha sido acogido favorablemente por los mercados por entender que anticipa un desenlace favorable para la estabilidad de la UE. El lunes posterior a la primera vuelta, las bolsas europeas repuntaron con fuerza (entre el 3,8 % y el 4,8 %<sup>3</sup>) y las primas de riesgo soberano descendieron cerca de 20 p.b., incluso más en algunas economías<sup>4</sup>.
- Finalmente, las tensiones geopolíticas se han intensificado a nivel global en los últimos meses. Un deterioro de las relaciones entre grandes potencias o el desarrollo de eventos adversos graves como, por ejemplo, la intensificación de los actos terroristas a escala mundial o el desencadenamiento de algún tipo de conflicto bélico, podrían tener un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales.

### Otros riesgos: ciberseguridad

- En los últimos años, los ciberataques se han convertido en una fuente de riesgo significativa para la integridad, eficiencia y solidez de los mercados financieros y es previsible que, en un contexto de digitalización progresiva de la información y de los procesos de negociación y posnegociación en los mercados, su importancia sea creciente. Los ciberataques se engloban dentro de la categoría de riesgo operacional, aunque su gestión requiere un enfoque particular, ya que se trata de una fuente de riesgo que presenta características especiales: (i) es fenómeno muy complejo que cambia de forma constantemente y con gran rapidez; (ii) la detección de los ataques puede ser muy complicada; (iii) un ciberataque podría interrumpir el funcionamiento de los mercados y repercutir negativamente sobre el conjunto del sistema financiero y la economía real. Uno de los elementos clave para reforzar la ciberseguridad radica en la gobernanza de las compañías, es decir, en el fomento de un elevado grado de compromiso y de concienciación sobre esta materia en el ámbito de la cultura empresarial.

<sup>3</sup> El incremento de las cotizaciones de los bancos fue superior a la del conjunto del mercado, superando en varios casos el 8% (por ejemplo en Alemania, Francia e Italia).

<sup>4</sup> El 24 de abril la prima de riesgo de crédito soberano cayó 15 p.b. en Irlanda, 17 p.b. en España e Italia, 20 p.b. en Francia y 29 p.b. en Portugal.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- El Ibex 35 avanzó un 11,9 % en el primer trimestre del año, muy por encima de los registros de otros índices europeos, y siguió avanzando en lo que va de segundo<sup>5</sup>, impulsado por los resultados de la primera ronda electoral en Francia. Así, el Ibex 35, con un avance acumulado en el año del 15,1 %, superaba los 10.700 puntos, unos valores no observados desde agosto de 2015. Los bancos, las compañías de telecomunicaciones y las empresas relacionadas con las autopistas mostraron revalorizaciones superiores a la media del mercado. Los avances hasta abril de otros índices europeos oscilaron entre el 7,5 % del índice italiano Mib-30 y el 8,7 % del Euro stoxx 50<sup>6</sup>.
- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 aumentó desde 14,3 a mediados de diciembre del año pasado hasta 14,7 en abril (su media histórica es 13,6), pues la revalorización de las cotizaciones en el periodo fue superior al incremento de los beneficios esperados por acción (gráfico 4). Por su parte, las posiciones cortas descendieron hasta el 1 % de la capitalización total de los valores (gráfico 3), alejándose de los máximos de los últimos años alcanzados en el trimestre anterior (1,24 %). Destacan por su cuantía las posiciones cortas en Banco Popular y Día.
- El riesgo de mercado más significativo sigue concentrado en los activos de renta fija, cuyos tipos de interés siguen subiendo en los plazos más largos debido a la perspectiva de un endurecimiento progresivo de la política monetaria del BCE, así como a las incertidumbres de tipo político. Las alzas durante el primer trimestre fueron más significativas en el caso de la deuda pública a largo plazo de los países del sur de Europa, que acusaron en mayor medida las dudas suscitadas sobre la estabilidad e, incluso, la continuidad del proyecto europeo. Sin embargo, esta tendencia se revirtió tras conocer los resultados de la primera ronda de elecciones en Francia, observándose descensos de entre nueve y 20 p.b. en las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo en la mayoría de las economías. En el caso de la deuda corporativa, las alzas del primer trimestre fueron más moderadas al verse beneficiadas por los programas de compras de deuda del BCE<sup>7</sup>, a pesar de que este ha comenzado a retirarlos parcialmente<sup>8</sup>. El volumen de deuda pública española adquirido por el BCE ascendía a 175.947 millones de euros en marzo<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> Un 2,9 % hasta el 24 de abril.

<sup>6</sup> Hasta el 24 de abril, el índice alemán presentaba un incremento del 8,5 % y el francés del 8,4 %.

<sup>7</sup> Hasta el 21 de abril el BCE había adquirido deuda corporativa europea por importe de 81.044 millones de euros, de los que el 14 % fue adquirido en el mercado primario.

<sup>8</sup> Desde abril ha reducido sus compras de deuda desde 80.000 a 60.000 millones de euros mensuales.

<sup>9</sup> Representando el 17,8 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

## Riesgo de crédito: verde

- La prima de riesgo de los emisores españoles del sector privado se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre de este año, observándose únicamente ligeras alzas en las entidades financieras, que siguen acusando las mismas dificultades que el resto de los bancos en Europa. A finales de marzo, el promedio de las primas de riesgo de estas entidades se situaba en 139 p.b., por encima de los 86 p.b. de las sociedades no financieras (gráfico 12). La prima de riesgo del bono soberano (evaluado como la diferencia de rentabilidades entre el bono a diez años en España y Alemania) se incrementó de modo significativo en los primeros meses de este año al acusar las incertidumbres de tipo político en el seno de la Unión Europea. Estas incertidumbres elevaron la prima de riesgo hasta los 150 p.b. justo antes de conocer los resultados electorales de la primera ronda en Francia. Después, la prima de riesgo descendió de forma inmediata hasta los 127 p.b. (gráfico 11), al igual que lo hizo la de las entidades de carácter privado, aunque de forma más moderada.
- La evolución del saldo vivo del crédito a hogares y a empresas muestra caídas menos intensas durante los últimos meses. El descenso del crédito a los hogares se situó en el 1,3 % en febrero (variación anual) pues la expansión del crédito al consumo (4,7 % interanual) compensó parcialmente el retroceso de los préstamos hipotecarios (-3 %). En el caso de las empresas, el saldo vivo de crédito caía un 1,1 % en febrero pues la demanda de crédito de las pymes sigue siendo moderada, mientras que las grandes siguen sustituyendo parte de su financiación bancaria por deuda o refinanciando sus créditos actuales por otros nuevos en mejores condiciones<sup>10</sup>. En general, el dinamismo de la actividad económica está repercutiendo positivamente en la evolución de las nuevas operaciones de crédito, pero la persistencia del desapalancamiento en una parte considerable de las empresas hace que el saldo total continúe descendiendo.

## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: verde

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre alcanzaron los 25.135 millones de euros, un 38,3 % menos que en 2016, destacando el escaso volumen de cédulas hipotecarias, que se ve condicionado por la disminución del saldo vivo de préstamos hipotecarios. Por el contrario, las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior registraron un avance considerable en los dos primeros meses del año. En los mercados de deuda corporativa en Europa, la actividad emisora se ha ido moderando conforme avanzaba el año<sup>11</sup>, correspondiendo parte de las nuevas emisiones a refinanciaciones a un menor coste. En los mercados de acciones, se produjeron tres OPV en el primer trimestre de este año después de la ausencia de este tipo de operaciones desde el segundo trimestre de 2016. Las tres OPV fueron protagonizadas por Prosegur Cash, Neinor Homes y Gestamp Automoción. Su importe acumulado alcanzó los 2.329 millones de euros.

<sup>10</sup> En la zona euro, el crédito sigue registrando tasas de variación positivas: 1,8 % empresas y 2,4 % hogares (datos de febrero).

<sup>11</sup> Según Dealogic, el importe emitido en Europa hasta el 13 de abril alcanzó 398.400 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 1,2 % respecto al mismo periodo de 2016. De estos, 28.300 millones correspondieron a emisores españoles.

- La contratación media diaria en el mercado continuo se recuperó ligeramente en el primer trimestre hasta los 2.408 millones de euros (gráfico 17), acumulando dos trimestres consecutivos de alzas, aunque cae un 23 % en términos interanuales. La negociación de acciones españolas en otros mercados distintos al de origen se mantiene por encima del 30 % de la negociación total de los valores españoles (un 30,7 % en el primer trimestre).
- Los indicadores de liquidez (evaluados mediante los diferenciales de precios *bid-ask*) mejoraron ligeramente en el primer trimestre del año en el caso del Ibex 35, pero presentaron un deterioro mayor en el del bono soberano español a 10 años, tal y como ha sucedido en otras economías europeas, al estar sometidos a fuentes de incertidumbre similares.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España han seguido disminuyendo en los préstamos inferiores a un millón de euros (hasta los 14 p.b.), a la vez que han aumentado ligeramente en los préstamos de cuantía superior (hasta los 47 p.b.).

### Riesgo de contagio: amarillo

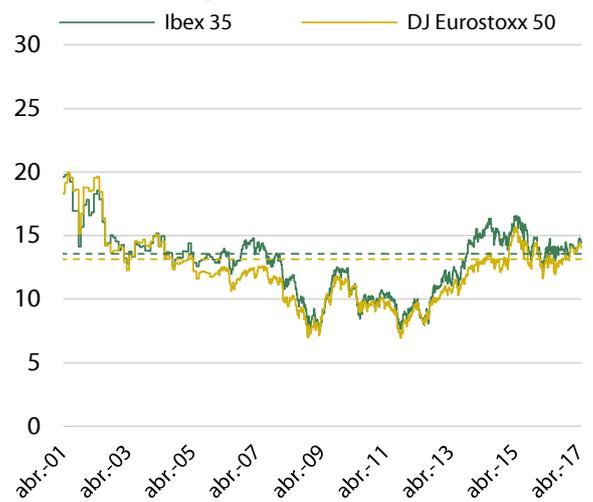
- El valor mediano de la correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros españoles disminuyó durante el primer trimestre de 2017, en línea con los que sucedió en la segunda mitad del año anterior pues, en general, los precios de las cotizaciones de las acciones tendieron a incrementarse mientras que los precios de los activos de deuda descendieron. Esta disociación continuó en abril, cuando la mencionada correlación se situó en su nivel más bajo desde 2009 (véase gráfico 29). Además, la horquilla entre la correlación máxima y mínima continuó ampliándose debido a la disminución de la segunda. Estos niveles más reducidos de correlación facilitan la diversificación de las carteras y suponen un menor riesgo de contagio entre las diferentes clases de activos.
- Como se muestra en el gráfico 30, la correlación entre la rentabilidad de la deuda pública española y la del resto de países europeos, tanto de las economías más fuertes como las periféricas (a excepción de Grecia), disminuyó considerablemente durante los primeros meses de 2017, con especial intensidad en abril. Dentro del grupo de países *core* se observó cierta heterogeneidad y, así, al inicio del segundo trimestre, las correlaciones entre la rentabilidad del bono soberano español y las del francés y belga fueron altas (en torno a 0,80, en línea con las de los bonos de algunos países periféricos, como el italiano), mientras que la correlación con la rentabilidad del bono soberano alemán fue más baja (0,45). Estas tendencias se pueden atribuir, en parte, al elevado nivel de incertidumbre política que existía en abril antes de que tuviese lugar la primera ronda de las elecciones presidenciales francesas y a la consideración de activo refugio que tiene el bono de deuda alemana.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

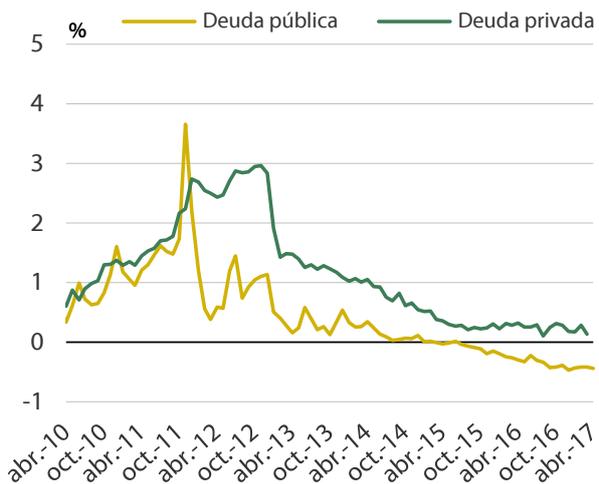
**Gráfico 3: Ventas en corto**



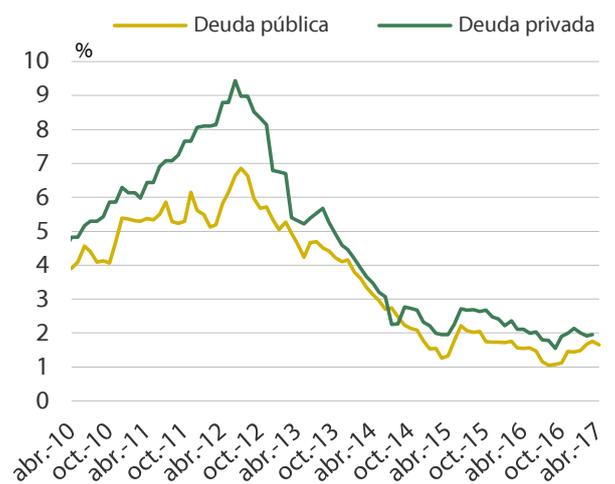
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



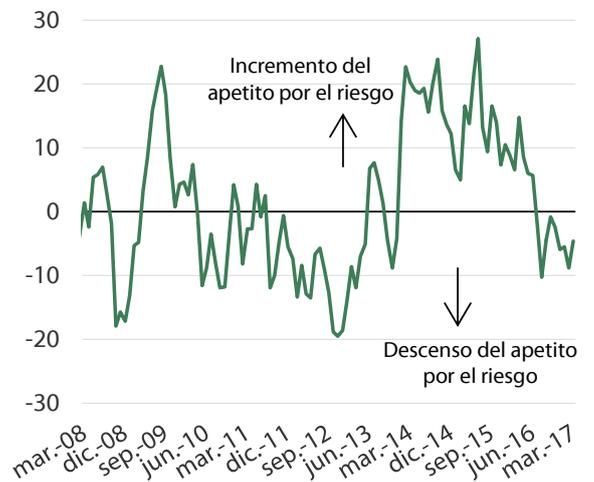
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**

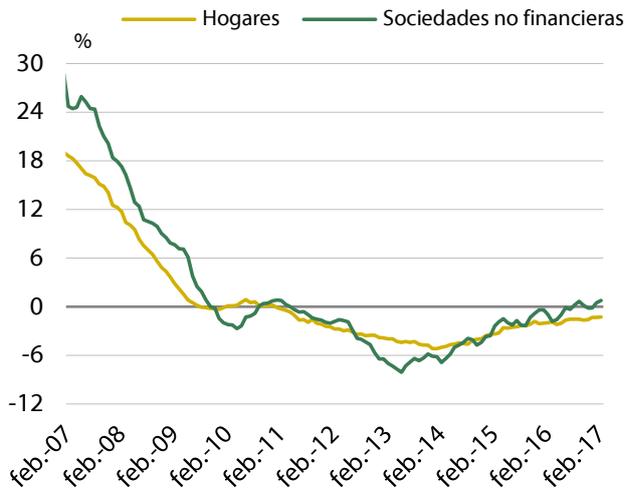


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

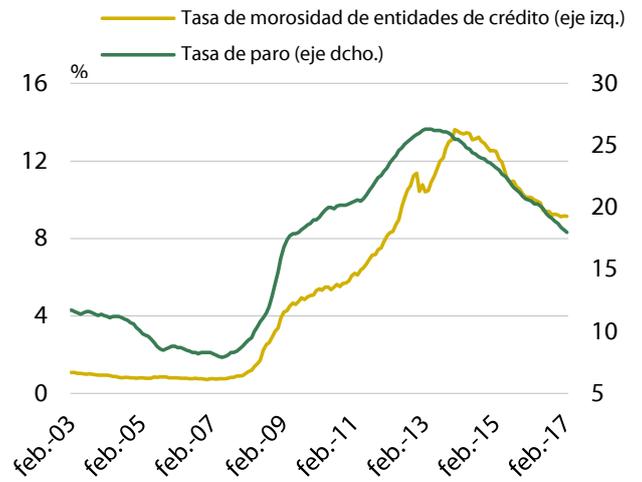


## Riesgo de crédito: nivel verde

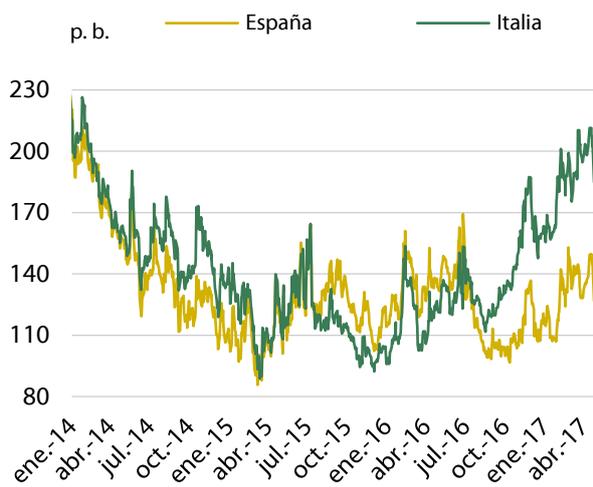
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



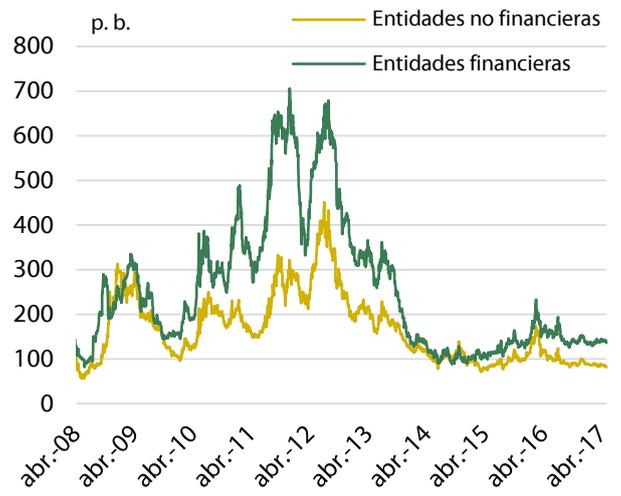
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



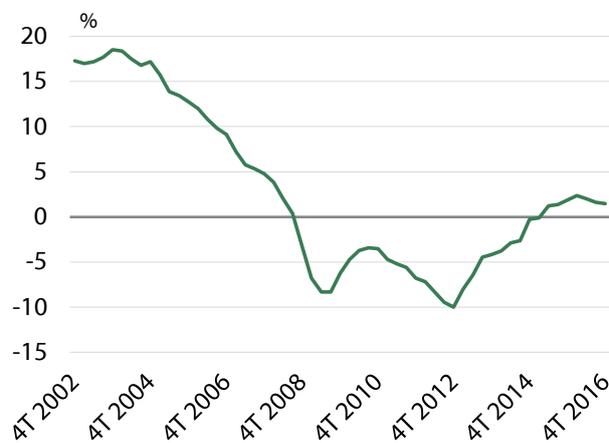
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



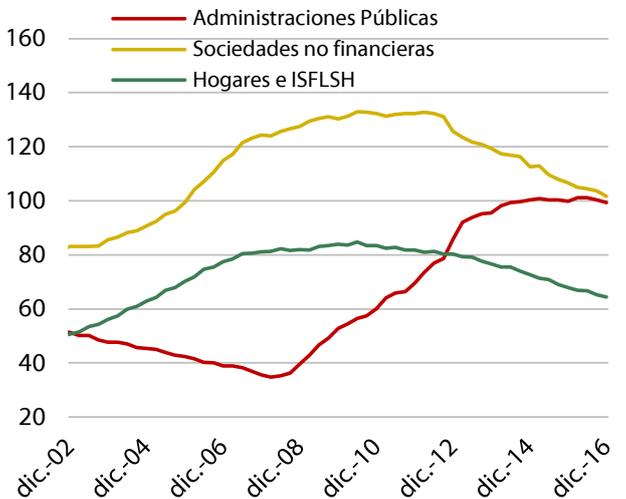
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

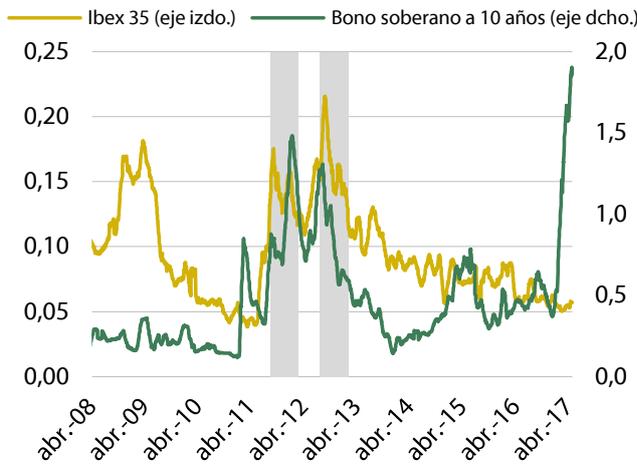


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



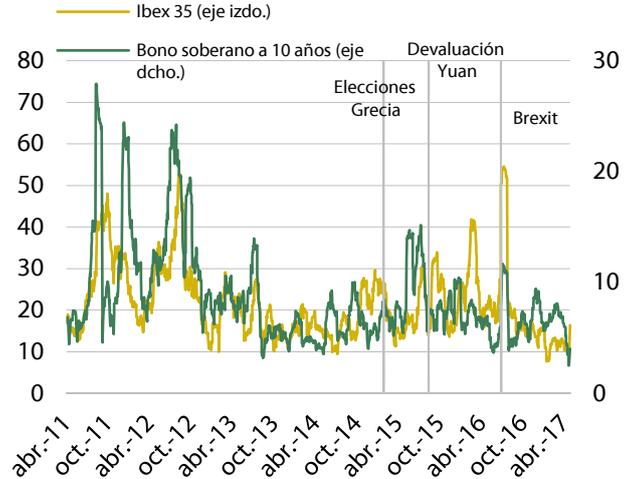
# Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel verde

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

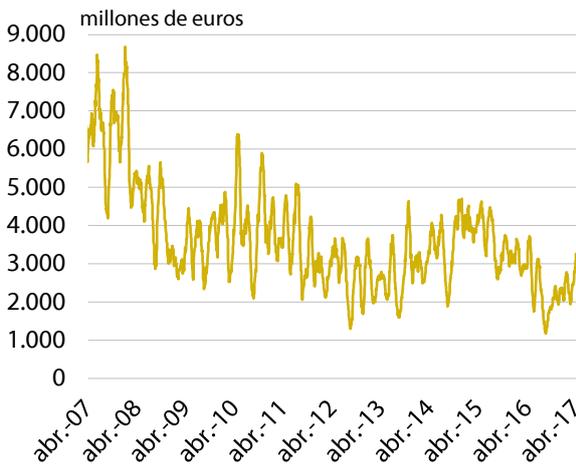


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

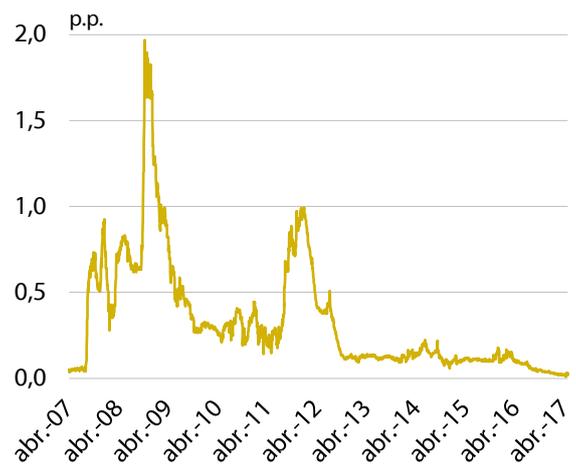
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



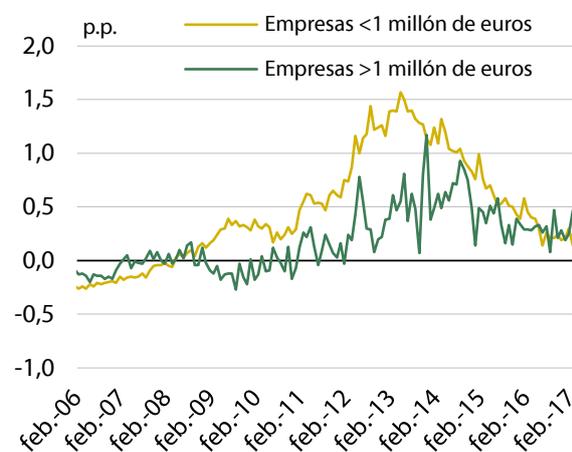
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



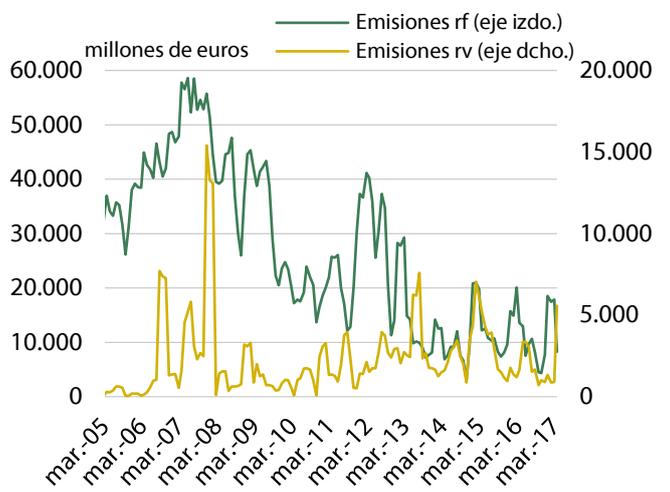
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

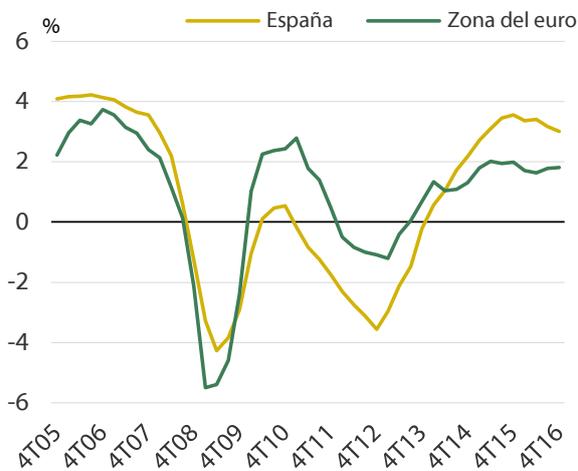


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

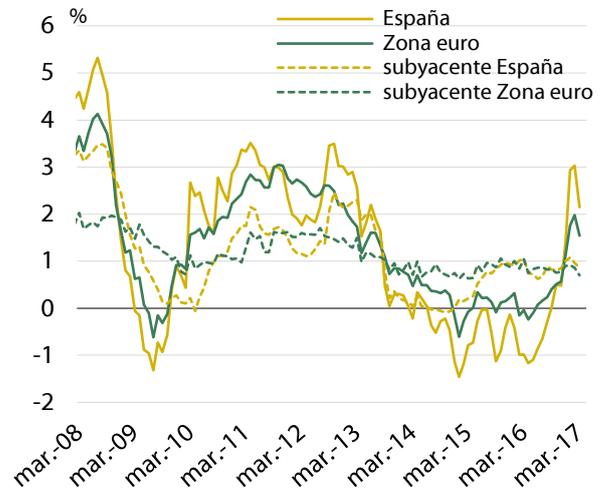


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

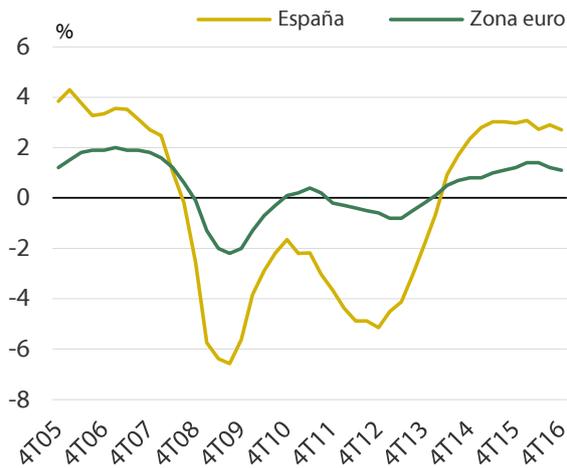
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



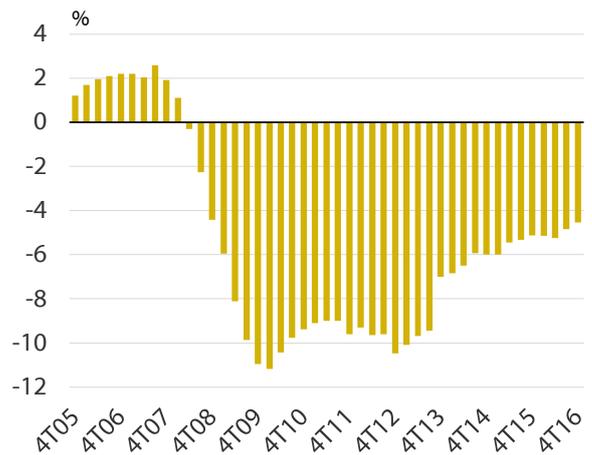
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



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

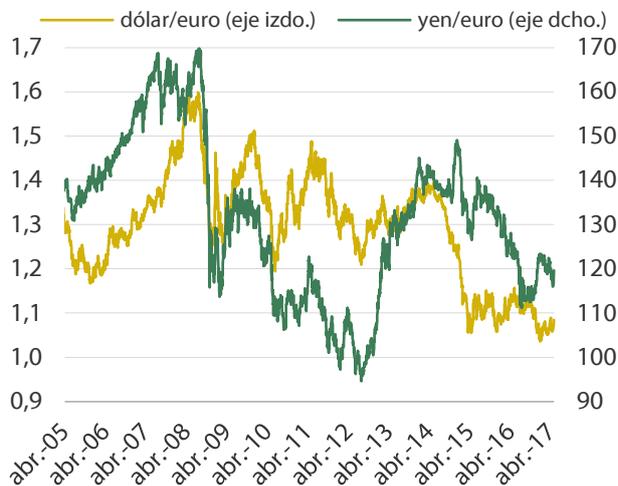


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

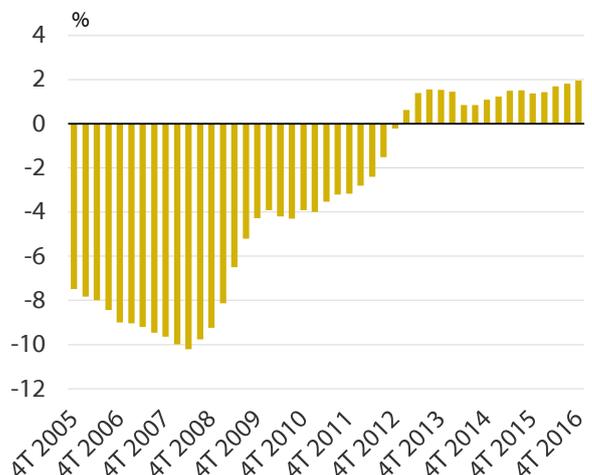


Datos acumulados 4 trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

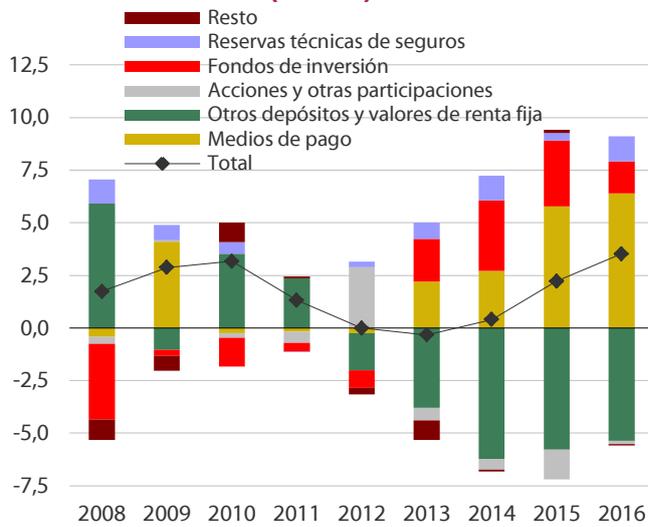


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



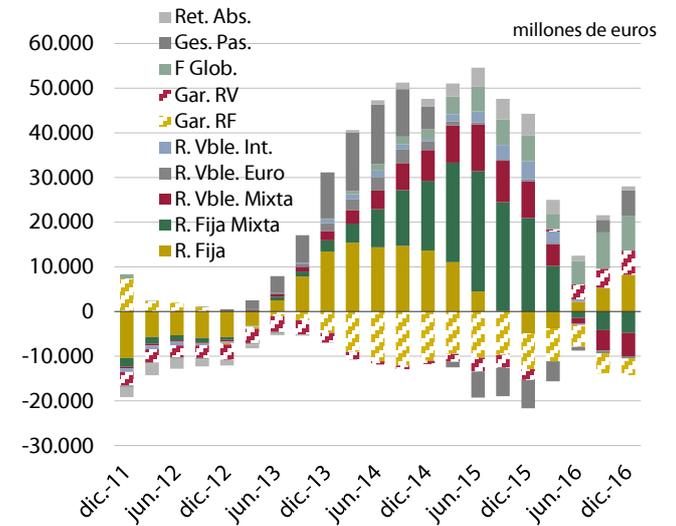
## Inversores

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



Datos acumulados 4 trimestres.

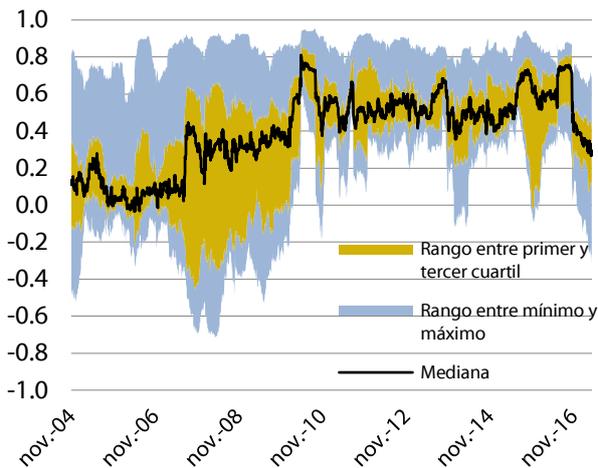
**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



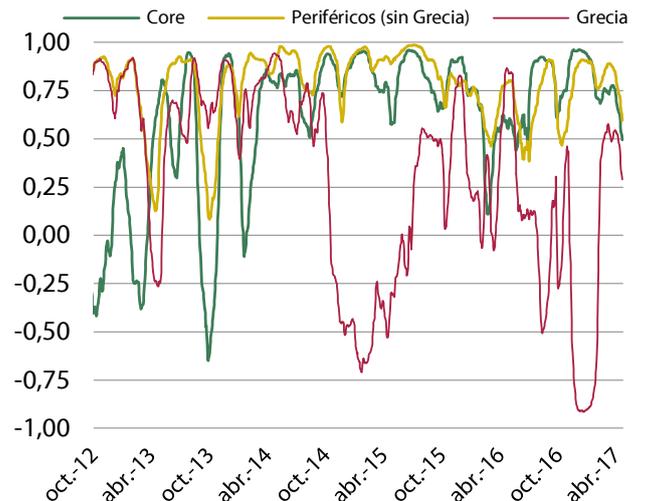
Datos acumulados 4 trimestres (millones de euros).

## Riesgo de contagio

**Gráfico 29: Correlaciones entre clases de activos**



**Gráfico 30: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos**





## Notas explicativas

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

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y, también, sobre algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, asociando esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 42 indicadores, cinco de los cuales son elaborados por la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etcétera) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etcétera),

como se ilustra en el gráfico 2. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas véase el artículo “Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color”, publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2015.

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

**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 29).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos (gráfico 30).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de tres meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los países periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.