



Nota de Estabilidad Financiera

Nº 3 Julio 2017

Nota de Estabilidad Financiera

Nº 3 Julio 2017

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

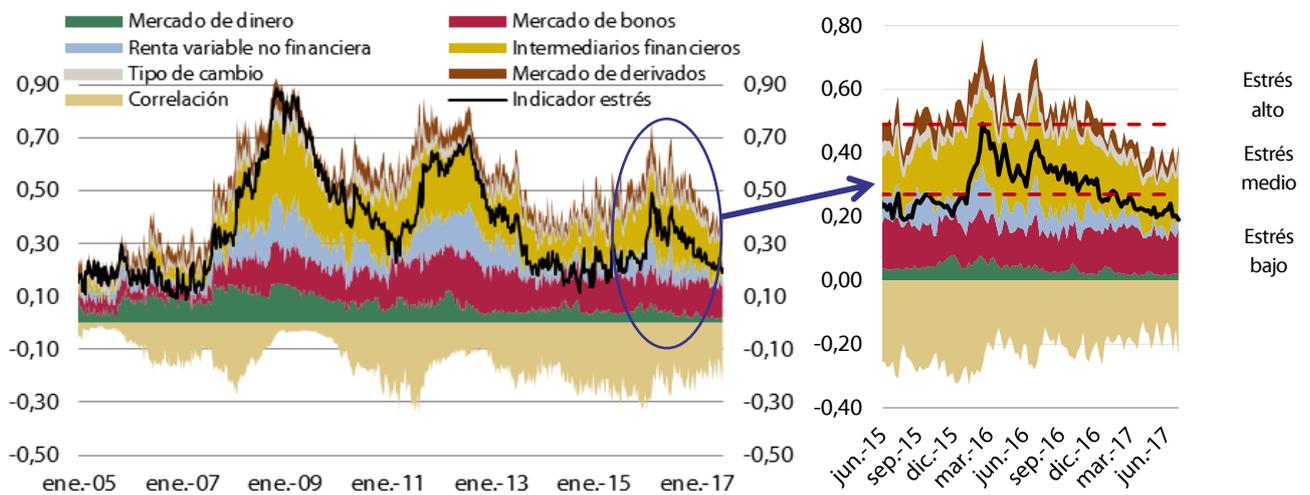
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resumen

- ✓ El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha pasado de 0,21 en abril a 0,19 a finales de junio¹, alcanzando un máximo de 0,24 en los primeros días de junio, valores todos ellos que se corresponden con un nivel de estrés reducido. Por segmentos, el mayor nivel de estrés se observa en el mercado de bonos, en el que se ha producido un incremento de la volatilidad y una disminución de la liquidez durante los últimos meses. En el trimestre no se ha observado aumento apreciable alguno del nivel general de estrés y tampoco, a pesar del proceso de resolución del Banco Popular y el episodio de alta volatilidad que afectó a continuación a la cotización de una entidad financiera de menor tamaño, en el segmento de intermediarios financieros (principalmente bancos) o en el de renta variable no financiera.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

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



¹ La fecha de cierre de la nota es el 30 de junio.

- ✓ En el ámbito macroeconómico, la evolución de la actividad doméstica continúa siendo favorable al igual que la creación de empleo. De hecho, las previsiones más recientes efectuadas por diferentes instituciones nacionales e internacionales son mejores que las existentes hace unos meses y sitúan el crecimiento de este año próximo incluso por encima del 3 %. Como se refleja en el mapa de color, el riesgo macroeconómico empeoró ligeramente en el primer trimestre del año por el repunte de la inflación. Sin embargo, el carácter transitorio de este repunte y el mejor comportamiento de otras magnitudes económicas permiten ser optimistas de cara a los próximos trimestres. El elevado desempleo y la necesidad de consolidar las finanzas públicas se mantienen como los retos más relevantes.
- ✓ En los mercados financieros, el riesgo de mercado y el riesgo de liquidez continúan siendo los más destacables. El riesgo de mercado se percibe con más intensidad en los activos de renta fija, pero también empieza a ser significativo en determinados segmentos del mercado de renta variable, a pesar de que en el último trimestre se ha producido una cierta corrección en los precios. En el actual escenario de tipos de interés reducidos, conviene hacer un seguimiento continuo de las circunstancias que pueden dar lugar a un repunte de las primas de riesgo o de los tipos de interés, y advertir las consecuencias que los tenedores de bonos y de otros activos de escasa liquidez pueden experimentar.
- ✓ Entre las circunstancias que pueden dar lugar a un cambio del escenario macro-financiero destacan las que guardan relación con las fuentes de incertidumbre política. En esta parcela cabe señalar las dudas, aunque menores, que todavía genera la Administración estadounidense y, sobre todo, el proceso de negociación de salida del Reino Unido de la UE, pues todavía no se puede descartar un *Brexit duro*. Los procesos electorales previstos en varios países europeos para este año se han ido resolviendo en sentido favorable a la continuidad e incluso la revitalización del proyecto europeo, lo que ha originado un descenso significativo de la incertidumbre de los agentes. Finalmente, destaca la relevancia del momento y la intensidad con la que el BCE comenzará a modificar el rumbo de su política monetaria, por sus consecuencias sobre las entidades bancarias y sobre los agentes que aún están muy endeudados.

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	a	m	j
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	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	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	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	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	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	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	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	Y	Y	

Fuente: CNMV. Desde este número, el mapa de color incluye un indicador adicional: el spread bid ask del bono soberano a diez años.

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

- El crecimiento de la economía española continuó a buen ritmo en los primeros meses de este año, y fue superior al de la zona euro (gráfico 21). Así, la variación trimestral del PIB fue del 0,8 % en el primer trimestre del año² (0,6% en la zona euro) y la variación interanual se situó en el 3 % (1,9 % en la zona euro). El empleo también siguió creciendo con fuerza, a una tasa del 2,5 % en el primer trimestre, lo que permitió una disminución de la tasa de paro³ hasta el 18,8 % de la población activa (21 % en el primer trimestre de 2016). El indicador avanzado del IPC situó la inflación al cierre del primer semestre en el 1,5 % interanual, lo que supone cuatro décimas menos que en mayo y 1,5 p.p. menos que en enero y febrero, cuando la tasa anual alcanzó el 3 %. El descenso de la inflación anual se debió principalmente a la reducción de los precios de carburantes. Por su parte, la tasa subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), se ha mostrado mucho más estable en el año. En mayo bajó dos décimas hasta el 1 %, una cifra muy similar a la de la zona euro.
- El proceso de consolidación fiscal sigue siendo un importante reto para España. Sin embargo, tanto el tono de la política fiscal, que se estima ligeramente contractivo para este año, como el dinamismo de la actividad económica favorecen la reducción paulatina del déficit público⁴. Este último se situaba al final del primer trimestre en el 0,39 % del PIB (0,70 % en el mismo periodo de 2016). Según las últimas predicciones de la Comisión Europea, el déficit cerrará 2017 en el 3,2 % del PIB, tres décimas por debajo de la estimación del mes de febrero, mientras que en 2018 se situaría por debajo del umbral del 3 %. La deuda pública, por su parte, se ha incrementado levemente durante el primer trimestre del año, volviendo a superar la barrera del 100 % del PIB⁵.
- Las previsiones de distintas instituciones, tanto nacionales como internacionales, confirman el buen comportamiento de la economía española, con una expectativa de crecimiento de entre el 2,8 % y el 3,1 % en 2017 y de entre el 2,4 % y el 2,5 % en 2018, corrigiendo al alza las previsiones realizadas en los primeros meses del año⁶. No obstante, existen factores, tanto internos como externos, que pueden presionar a la baja este crecimiento. Estos elementos, que tienen más bien un carácter de medio plazo, están relacionados, por ejemplo, con la situación de gobierno en minoría, con un menor crecimiento de lo esperado en el resto de Europa (principal mercado para las exportaciones españolas) y con la eventual materialización de algunos de los riesgos

² El Banco de España pronostica un crecimiento incluso superior para el segundo trimestre (0,9 %).

³ Tasa de paro según la EPA.

⁴ Según las estimaciones del último informe fiscal del FMI (Fiscal Monitor) publicado en abril, el déficit público caerá 1,3 p.p. este año. Prácticamente la mitad de este descenso tendría origen en la disminución del déficit ajustado por el ciclo (o déficit estructural), que se reducirá desde el 3,1 % del PIB hasta el 2,5 %. El resto procedería de la reducción del déficit cíclico. Los cambios en el déficit estructural reflejan el tono de la política fiscal aplicada por un gobierno determinado: sus descensos están asociados habitualmente con políticas fiscales restrictivas. El déficit cíclico evoluciona según las condiciones cíclicas de la economía y desciende cuando el crecimiento económico es dinámico como ocurre en la actualidad.

⁵ El dato de marzo de 2017 es del 100,4 % del PIB, por encima del 99,4 % de finales de 2016.

⁶ Así, por ejemplo, la Comisión Europea ha corregido su estimación para este año desde el 2,3 % hasta el 2,8 %, mientras que el Banco de España lo ha hecho tres décimas hasta el 3,1 %.

políticos que se mencionan en un epígrafe posterior (*Brexit*, Administración EE.UU., etc...).

Contexto de tipos de interés reducidos

- El entorno de tipos de interés reducidos tiene consecuencias favorables para los agentes con necesidades de financiación y favorece la inversión. Sin embargo, este entorno, que se prolonga ya desde hace algunos años, introduce algunos riesgos para el sistema financiero. Uno de ellos tiene que ver con la proliferación de las estrategias que persiguen la búsqueda de inversiones de mayor rentabilidad esperada (lo que implica generalmente la asunción de mayor riesgo). Otro tiene que ver con las dificultades que el sector bancario experimenta para mantener niveles aceptables de rentabilidad. Aunque estos riesgos deben ser evaluados de forma permanente, conviene empezar a tener presente la expectativa, creciente con el paso del tiempo, del posible aumento de los tipos de interés en Europa. En este escenario, aquellos agentes que todavía estén altamente endeudados y aquellos que posean una elevada proporción de renta fija en sus carteras podrían sufrir consecuencias desfavorables aunque, por el contrario, se atenuarían las dificultades del sector bancario.
- En cuanto a las decisiones financieras de los hogares, se mantienen las mismas tendencias observadas desde 2013: desinversión en depósitos a plazo e inversión en depósitos a la vista y en fondos de inversión. La desinversión en depósitos a plazo, que entre enero y abril fue del 7 %, se explica por las bajas rentabilidades que estos productos ofrecen. Una parte considerable del importe de los vencimientos de los depósitos a plazo junto con la expansión de renta que conlleva el crecimiento de personas con empleo se está destinando, por una parte, a incrementar los depósitos a la vista (cuyo saldo avanzó un 3,9 % hasta abril) y, por otra, a la adquisición de fondos de inversión (cuyo patrimonio creció un 5 %). En el caso de estos últimos, cabe resaltar la mayor preferencia de los inversores por categorías de fondos con un nivel de riesgo más elevado, como son los fondos de renta variable o los fondos globales, ambas categorías con unas suscripciones netas superiores a los 5.700 millones durante los primeros tres meses de 2017 (gráfico 28). Esta preferencia tendría origen en la búsqueda de una mayor rentabilidad (*search for yield*) por parte de los inversores minoristas.
- La rentabilidad del sector bancario en España, igual que en otros países europeos, continúa en valores muy bajos en relación con los estándares históricos a causa de los reducidos niveles de los tipos de interés, así como por un entorno con un volumen de negocio todavía en descenso y un porcentaje alto de activos improductivos⁷. Además, se ha producido un aumento de los costes legales como consecuencia de algunas sentencias judiciales recientes (las más relevantes son las relacionadas con las cláusulas

⁷ Según el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España publicado en mayo, el ROE de las entidades de depósito fue del 4,3% en 2016 (5,6% en 2015). Esta cifra es notablemente inferior a la alcanzada durante los primeros años de la década pasada, cuando el ROE era superior al 12% cada año, mostrando un máximo del 20% en 2007.

suelo). Existen factores que juegan a favor de la evolución del sector como el dinamismo de la actividad doméstica, que incide positivamente en la disminución del volumen de créditos dudosos desde 2013, y las expectativas de incremento de los tipos de interés. Sin embargo, el sector también afronta retos importantes: algunos son de carácter estructural (por ejemplo, la competencia de las empresas Fintech) y otros provienen de la exposición a determinadas economías que pueden verse afectadas por algunas incertidumbres de carácter político. El proceso de resolución de Banco Popular se comenta en el epígrafe *Riesgo de mercado*.

Fuentes de incertidumbre política

- La evolución de las negociaciones relacionadas con el *Brexit*, cuyo inicio tuvo lugar en junio, es una de las principales fuentes de riesgo político para el escenario económico y financiero de la zona euro. Así, tras las elecciones anticipadas en el Reino Unido, celebradas ese mismo mes, el gobierno británico reiteró su intención de restringir la libre circulación de personas y abandonar el mercado único, si bien expresó la voluntad de conseguir un acuerdo comercial ambicioso con la UE. Las posibilidades de un *Brexit* duro se mantienen estables. Por su parte, la incertidumbre en torno a los procesos electorales en algunos países europeos se ha reducido significativamente en los últimos meses, pues los resultados de los comicios han sido favorables a la continuidad del proyecto de la UE. El descenso de la incertidumbre se ha traducido en una disminución notable de las primas de riesgo de la deuda soberana italiana y francesa, que pasaron de máximos cercanos a los 210 p.b. y los 80 p.b. respectivamente en abril a 168 p.b. y 35 p.b. a finales de junio.
- Las decisiones de la nueva administración estadounidense siguen siendo observadas con cautela por parte de los agentes de los mercados financieros, pero el nivel de incertidumbre se ha reducido durante los últimos meses. Desde el punto de vista de la actividad económica, la aplicación de restricciones a los intercambios comerciales y a la inmigración son las medidas que podrían tener unos efectos más desfavorables en el medio y largo plazo. Desde el punto de vista de los mercados financieros, el rally de finales de 2016 que se observó en las bolsas y en la deuda a largo plazo debido a la expectativa generada sobre un gran paquete de estímulos fiscales, se ha disipado parcialmente durante la primera mitad de este año en los mercados de renta fija. En este contexto, se mantiene el riesgo de que la Reserva Federal, que en junio volvió a aumentar los tipos de interés hasta el rango de 1 – 1,25 %, normalice su política monetaria con mayor celeridad de la prevista. Se observa una clara disposición de la autoridad monetaria para llevar a cabo esta normalización pues los datos más débiles de actividad e inflación se atribuyen a factores temporales. Sin embargo, existe incertidumbre en torno no solo al calendario de subida de tipos sino también al momento en que empezará la reducción del tamaño del balance de la entidad. En este sentido, un escenario en el que las expectativas de los inversores no estuviesen alineadas con las decisiones de la Reserva Federal podría dar lugar a episodios puntuales de volatilidad en los mercados financieros.

- Finalmente, las tensiones geopolíticas continúan en niveles elevados y la materialización de alguna de ellas podría tener un impacto sustancial en los mercados financieros. Estas tensiones están relacionadas con el deterioro de las relaciones entre diferentes potencias o con la posibilidad de que se produzcan actos terroristas a escala mundial.

Otros riesgos: ciberseguridad

- En los últimos años, los ciberataques se han convertido en una fuente de riesgo significativo para la integridad, la eficiencia y la solidez de los mercados financieros. Estos ataques pueden originar costes económicos muy elevados⁸, perturbar el buen funcionamiento de las entidades y dañar severamente su reputación⁹. Es previsible que, en un contexto de digitalización progresiva de la información y de los procesos de negociación y poscontratación en los mercados, la importancia de este riesgo sea creciente. Así, la ciberseguridad es especialmente relevante para las entidades de gran tamaño y las infraestructuras, que tienen una gran dependencia de los sistemas informáticos y cuyas funciones son clave para los mercados financieros (plataformas de negociación, depositarios centrales de valores, registros de operaciones, entidades de contrapartida central, etcétera). Por tanto, es necesario promover la coordinación de esfuerzos entre jurisdicciones y entre autoridades dentro de una misma jurisdicción, así como fomentar la concienciación sobre esta materia en el ámbito de la cultura empresarial. La aplicación de medidas de protección básicas pueden ayudar a prevenir y/o paliar, en su caso, las consecuencias de un ataque.

⁸ Según las estimaciones de Cybersecurity Ventures los costes anuales derivados de estos ataques se incrementarán desde tres billones de dólares en 2015 hasta seis billones en 2021.

⁹ Como lo pone de manifiesto el ataque del *ransomware* *Wannacry*, producido en mayo de este año o el de la variante de la familia *Petya*, de finales de junio.

Categorías de riesgo

Riesgo de mercado: amarillo

- El Ibex 35 acumuló una revalorización del 11,7 % en la primera mitad del año, la más elevada entre los índices europeos¹⁰, que se explica fundamentalmente por el fuerte incremento del primer trimestre (11,9 %). El segundo trimestre comenzó con alzas favorecido por el resultado de las elecciones francesas, que aportó credibilidad al proyecto europeo, pero la perspectiva de que el BCE seguirá retirando estímulos monetarios, unida al incremento de tipos por parte de la Reserva Federal y la caída de los precios del petróleo, disiparon estos avances dejando la variación trimestral del Ibex 35 en el -0,2 %. En este último trimestre, las mayores revalorizaciones se produjeron en las empresas de pequeña capitalización, las autopistas y las inmobiliarias, mientras que los retrocesos más significativos se observaron en el sector de telecomunicaciones y en el petrolero, que acusó el descenso del precio del crudo.
- Un evento potencialmente relevante en términos de estabilidad financiera durante el segundo trimestre en España fue la resolución de Banco Popular, después de que el Banco Central Europeo declarara la inviabilidad de la entidad a principios de junio. Como resultado de un proceso de venta organizado en el marco de un esquema de resolución implementado por la Junta Única de Resolución¹¹ y el FROB¹², Banco Santander adquirió el 7 de junio, tras ciertas operaciones de amortización de acciones y de recapitalización de instrumentos financieros híbridos y deuda subordinada, el 100 % del capital del Banco Popular por el precio de un euro. Pocos días después (el 12 de junio), la CNMV, ante una situación de caída muy pronunciada y extrema volatilidad en la cotización de Liberbank, que podía hacer vulnerable a la entidad en un contexto en el que la misma no había publicado informaciones negativas, decidió, al amparo de lo dispuesto en el Reglamento europeo 236/2012 y previa consulta a la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), prohibir la generación o incremento de posiciones cortas netas sobre el valor¹³. Esta medida, prevista en el citado Reglamento europeo para casos de grave amenaza a la estabilidad financiera o a la confianza del mercado, pudo operar en sentido favorable a la normalización de la cotización de la entidad en las siguientes semanas. Los indicadores relevantes muestran que los niveles de riesgo de contagio y de estrés no registraron alteraciones apreciables ni en términos generales ni en los segmentos de intermediarios financieros (renta variable financiera) o renta variable no financiera.

¹⁰ En el primer semestre de 2017, el resto de índices europeos de referencia mostró revalorizaciones que oscilaron entre el 4,6 % del Euro stoxx 50 y el 7,4 % del índice alemán Dax 30. Los índices Cac 40 (Francia) y Mib 30 (Italia) se incrementaron un 5,3 % y un 7 % respectivamente en el mismo periodo.

¹¹ De acuerdo al Reglamento (UE) 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio, la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 y la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

¹² Ver resolución del FROB: <http://www.frob.es/es/Lists/Contenidos/Attachments/519/FROBImplementingActJune72017.pdf>

¹³ Ver acuerdo CNMV <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={0335fd65-a918-4698-8cd8-f3e68a173589}>, prorrogado por dos meses, ver acuerdo CNMV <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b413f7c56-90ad-4145-9643-86cc6c98b2d6%7d>.

- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 se ha mantenido estable en el segundo trimestre del año en valores algo inferiores a 15. En particular, esta ratio se situaba en 14,7 en junio, por encima de su media histórica de 13,6 (gráfico 4). Asimismo, las posiciones cortas disminuyeron hasta quedar por debajo del 0,9% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), situándose en zona de mínimos anuales. Destacan por su cuantía las posiciones cortas en Día y, en menor medida, en Técnicas Reunidas.
- El mayor riesgo de mercado se mantiene en los activos de renta fija, cuyos tipos de interés a largo plazo volvieron a descender en el segundo trimestre entre 12 y 14 p.b. favorecidos por el efecto de los programas de compras -tanto de deuda pública como corporativa- del BCE, así como por la relajación de las incertidumbres de tipo político en Europa. Los descensos no fueron homogéneos entre países (los tipos de la deuda a largo plazo de España, Francia y Portugal disminuyeron entre 12 y casi 100 p.b., pero los de Alemania aumentaron 13 p.b.) y tipos de activo. Por otra parte, la expectativa de cambio en la política monetaria del BCE crece día a día aunque existe mucha incertidumbre en torno al calendario de las decisiones. La retirada parcial de sus estímulos¹⁴, el acercamiento de las tasas de inflación hacia el objetivo de la autoridad monetaria y un cierto efecto arrastre originado por las alzas de tipos en Estados Unidos, son elementos que pueden anticipar este cambio. En este contexto, conviene valorar las consecuencias de un posible ascenso de los tipos de interés sobre los agentes que están más endeudados y los que tienen una exposición elevada a activos de renta fija y a activos complejos poco líquidos. Cabe recordar que las compras de deuda corporativa del BCE alcanzaban 95.000 millones hasta junio¹⁵, incluyendo valores de 15 emisores españoles¹⁶, mientras que el volumen de deuda pública española adquirido ascendía a 188.589 millones de euros a finales de mayo¹⁷.

Riesgo de crédito: verde

- La prima de riesgo de los emisores españoles del sector privado tuvo un comportamiento positivo, que fue más intenso en el sector financiero una vez que el Banco Santander adquirió el Banco Popular. La prima de riesgo de este último había aumentado significativamente en el trimestre, pero cayó de modo destacable tras su adquisición por el primero. Al final del segundo trimestre el promedio de las primas de riesgo de las entidades financieras se situaba en 90 p.b., por encima de los 69 p.b. de las sociedades no financieras (gráfico 12), que alcanzaron su nivel más bajo desde el año 2008. La prima de riesgo del bono soberano (evaluado como la diferencia de rentabilidades entre el bono a diez años en España y Alemania) disminuyó también de modo significativo en el trimestre, hasta situarse en 106 p.b. (gráfico 11), su nivel más

¹⁴ Desde abril ha reducido sus compras de deuda desde 80.000 a 60.000 millones de euros mensuales.

¹⁵ Hasta el 23 de junio el BCE había adquirido deuda corporativa europea por importe de 95.222 millones de euros, de los que el 14,6 % fue adquirido en el mercado primario.

¹⁶ Según el último Boletín Económico del BCE (volumen 4, 2017), el saldo de deuda corporativa en manos del BCE alcanzaba 92.000 millones de euros el 7 de junio, el 11 % del total de activos posibles elegibles, de los cuales el 10 % (aproximadamente 9.200 millones de euros) correspondían a emisores españoles.

¹⁷ Representando el 22,2 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo emitidos por las Administraciones Públicas en España.

bajo en el año, favorecida por la disminución de la incertumbre política en Europa y la expansión de la economía española.

- La evolución del saldo vivo del crédito a hogares mantuvo los retrocesos de los últimos meses, pero el crédito a empresas continuó recuperándose, acelerando su expansión. La disminución del crédito a los hogares se mantuvo en el 1,2 % (variación interanual), y se explica por la ralentización de la expansión del crédito al consumo (4,3 % en mayo), así como por la menor caída de los préstamos hipotecarios (-2,8 % en mayo). En el caso de las empresas, el crédito crecía un 0,6 % interanual en mayo, acumulando tres meses de tasas positivas, las primeras desde el año 2009. La mayor disposición por parte de las entidades financieras a conceder crédito y el crecimiento económico han reactivado la demanda de crédito por parte de las empresas, en especial de las pymes, que parecen estar atenuando su ritmo de despalancamiento.

Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 46.759 millones de euros en el primer semestre del año, un 33,2 % menos que en el primer semestre de 2016. Por el contrario, las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior siguieron avanzando con intensidad, en una tendencia alcista que se ha mantenido durante los últimos años. Entre enero y mayo estas emisiones se incrementaron casi un 29 % interanual. Por tipología de activo, en el segundo trimestre destacó la recuperación de las emisiones de cédulas hipotecarias, en detrimento de las de bonos de titulización. En los mercados de deuda corporativa en Europa la actividad emisora se ha ido incrementando conforme avanzaba el año¹⁸ pues los emisores están aprovechando las buenas condiciones que existen en los mercados para obtener financiación (y ante la perspectiva de un posible cambio de escenario en el futuro). En los mercados de acciones, se produjo la OPS con salida a bolsa de Unicaja Banco, por importe 687,5 millones de euros, que se unió a las OPV con salida a bolsa realizadas por tres compañías en el primer trimestre del año.
- La contratación media diaria en el mercado continuo se situó en 3.266 millones de euros en el segundo trimestre, lo que supone un avance trimestral del 35,6 % (el tercero consecutivo) y del 11,8 % interanual. La negociación de acciones españolas en otros mercados distintos al de origen se situó por encima del 35 % de la negociación total de los valores españoles¹⁹ en el segundo trimestre, ligeramente por debajo de la media del trimestre anterior (38,4 %).
- Los indicadores de liquidez (evaluados mediante los diferenciales de precios *bid-ask*) se mantuvieron estables en el segundo trimestre del año en el caso del Ibex 35, mientras que mejoraron ligeramente para el bono soberano español a diez años, cuya liquidez se

¹⁸ Según Dealogic, el importe de deuda emitido en Europa en el primer semestre del año por entidades financieras y empresas no financieras se situó en 638.000 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 7,7 % respecto al mismo periodo de 2016.

¹⁹ Fuente de la información: Thomson Reuters.

había deteriorado en el primer trimestre del año, acusando la incertidumbre política y las compras de deuda soberana del BCE.

- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España han aumentado ligeramente tanto en los préstamos inferiores a un millón de euros (hasta los 20 p.b.) como en los préstamos de cuantía superior (hasta los 34 p.b.).

Riesgo de contagio: amarillo

- El valor mediano de la correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros españoles se situó durante el primer semestre de 2017 en su nivel más bajo desde el año 2009²⁰ (véase gráfico 29). En general, menores niveles de correlación permiten alcanzar un mayor grado de diversificación 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 grupo de países periféricos aumentó considerablemente durante el segundo trimestre del año y se situó por encima de la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de las economías europeas más fuertes. Sin embargo, dentro del grupo de países *core* se observó cierta heterogeneidad: así, la correlación entre la rentabilidad de la deuda pública española y la de la deuda francesa y belga aumentó, mientras que la correlación con la rentabilidad de la deuda pública alemana tendió a disminuir. Este patrón de comportamiento se explica, en parte, por la disminución de la incertidumbre política en la UE tras varios procesos electorales.

²⁰ A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a cinco años de Banco Popular.

Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico 3: Ventas en corto

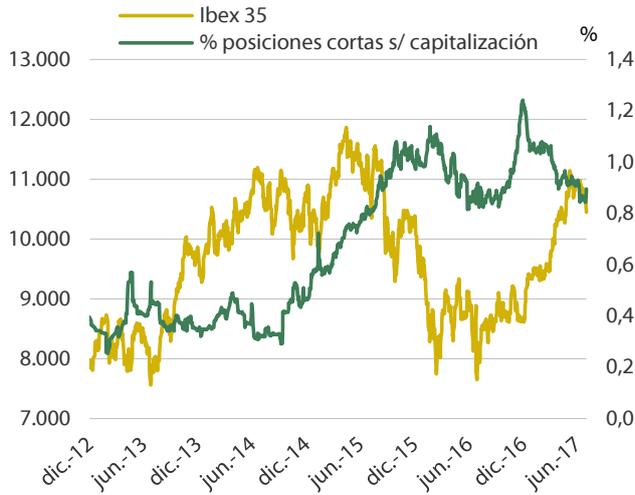


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

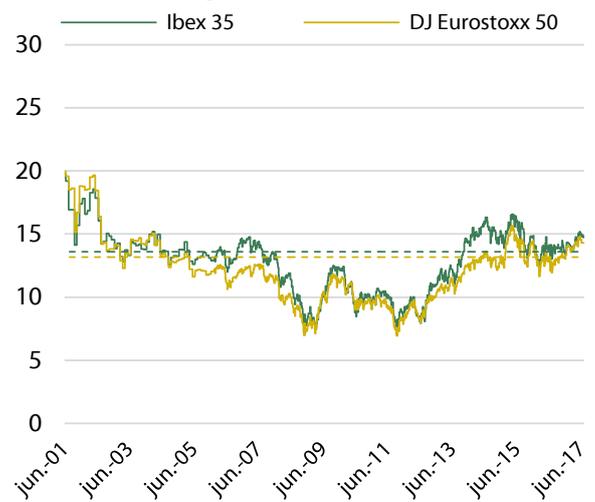


Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3m)

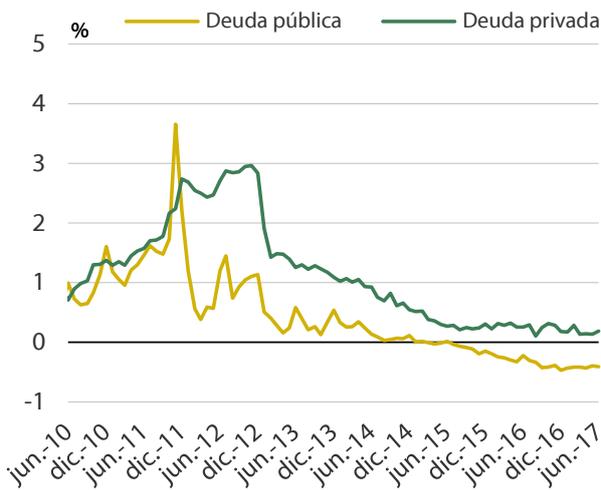


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)

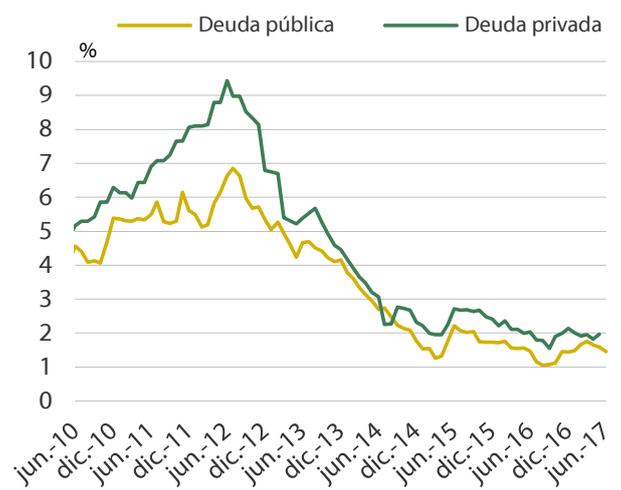
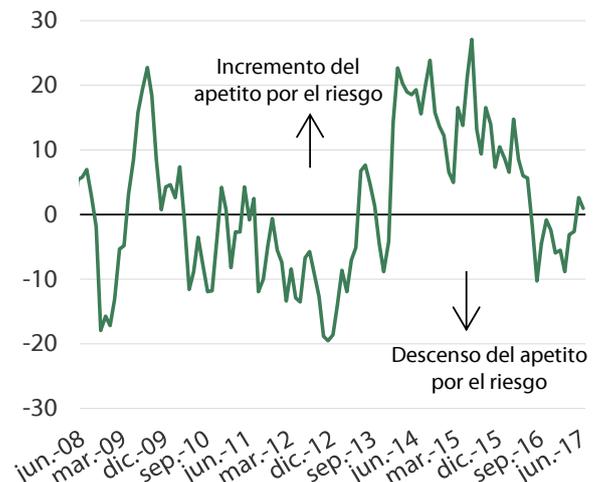


Gráfico 7: Precio petróleo



Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico 9: Financiación sector no financiero

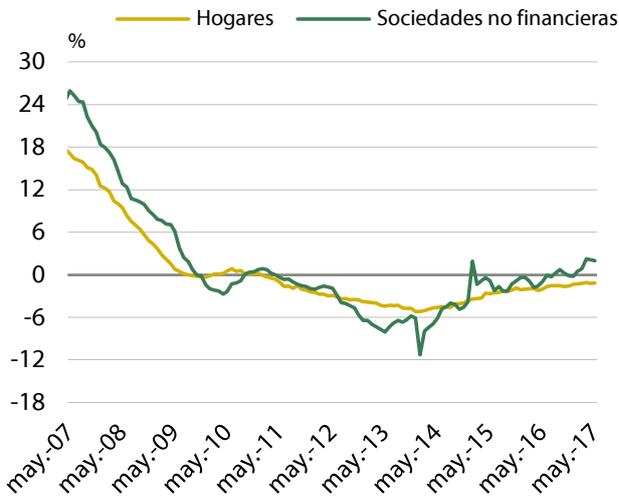


Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro

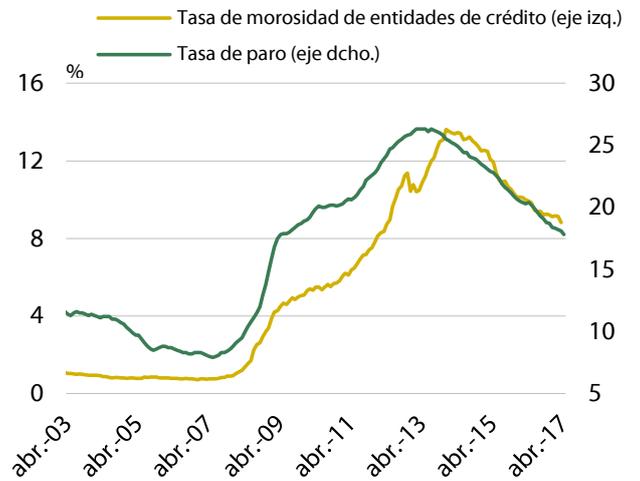


Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

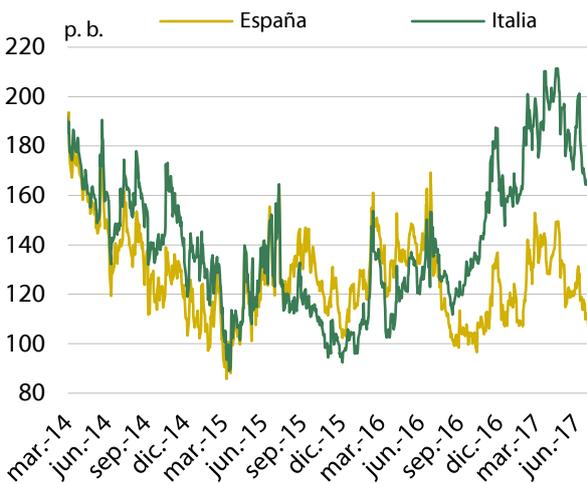


Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

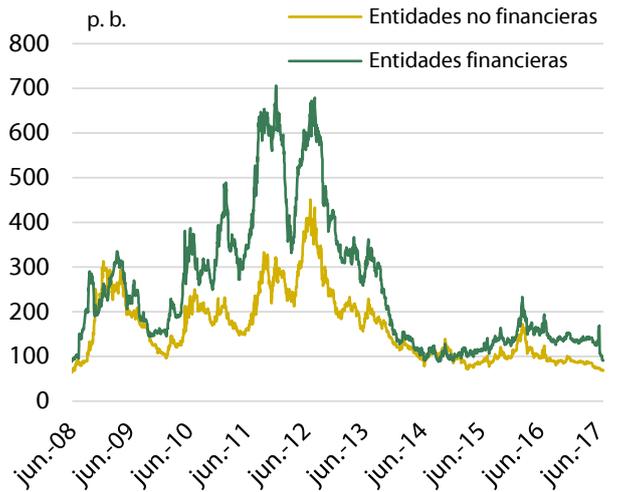


Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)

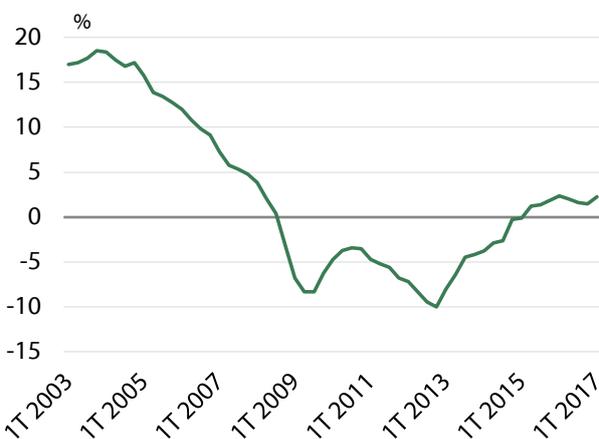
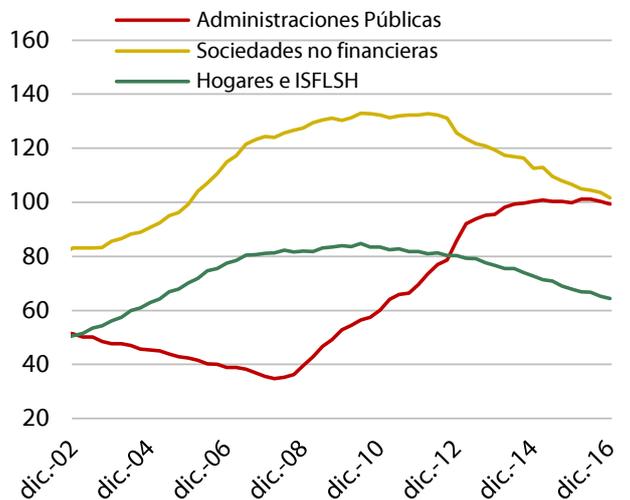
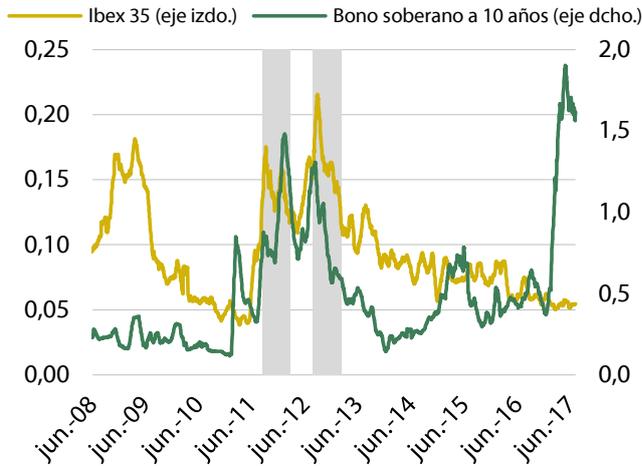


Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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



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

Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)

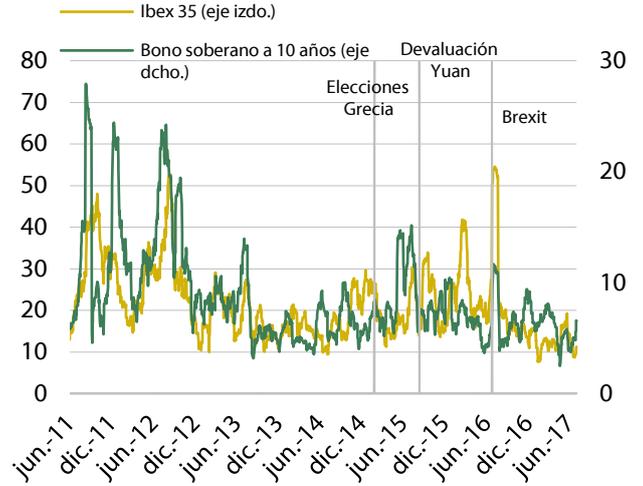


Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)

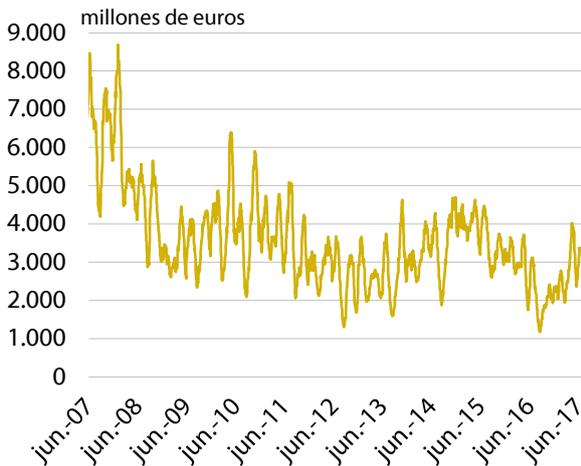


Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

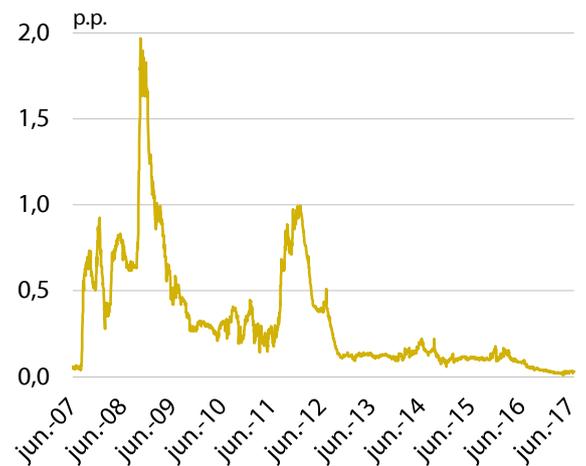


Gráfico 19: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas

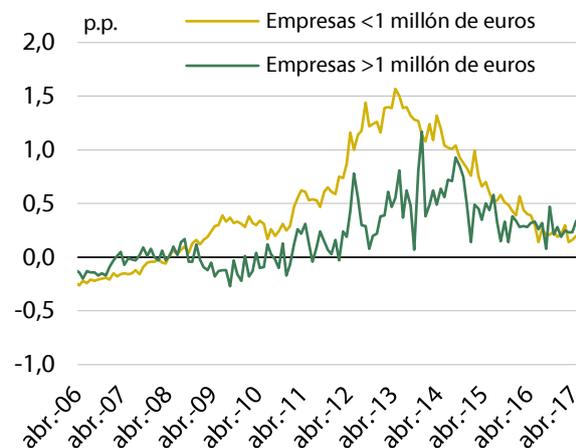
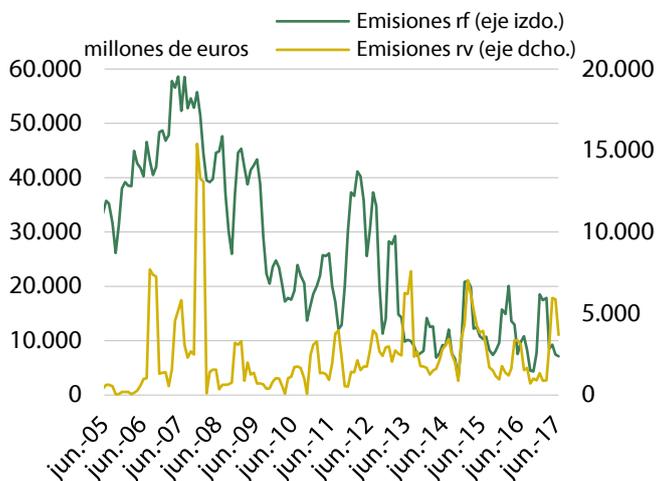


Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)



Riesgo macroeconómico: nivel naranja

Gráfico 21: PIB (variación interanual)

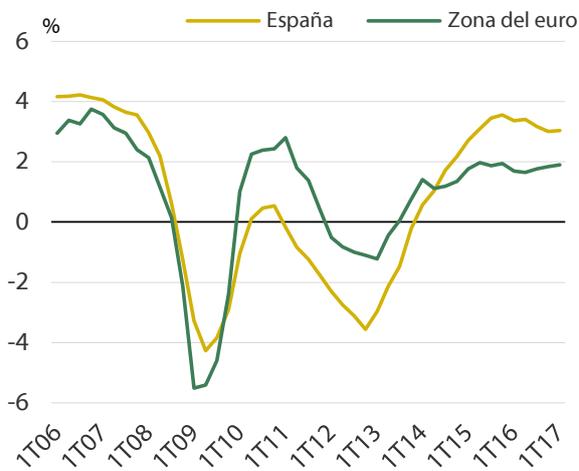


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)

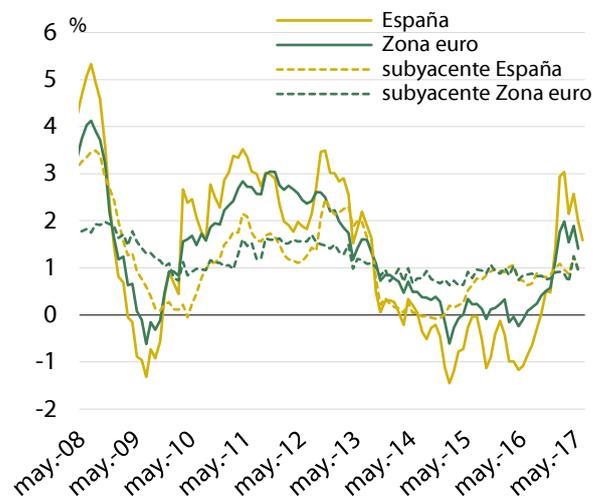


Gráfico 23: Empleo (variación interanual)

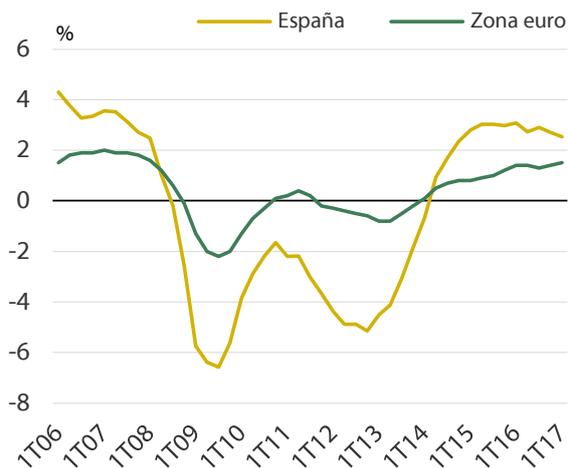
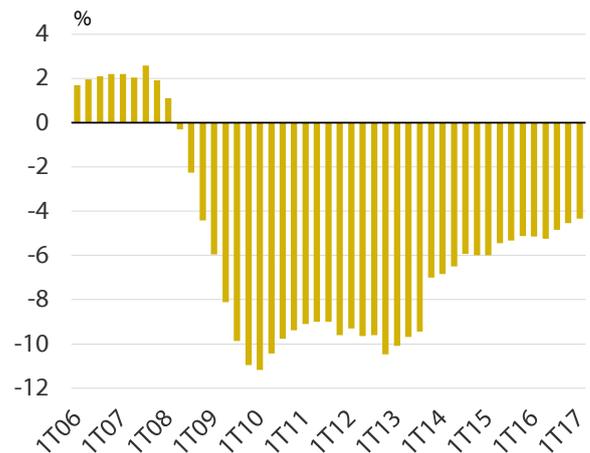


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)

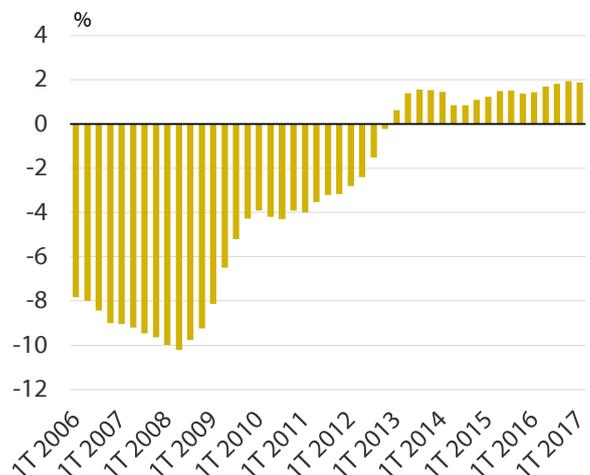


Datos acumulados 4 trimestres.

Gráfico 25: Tipos de cambio



Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Inversores

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

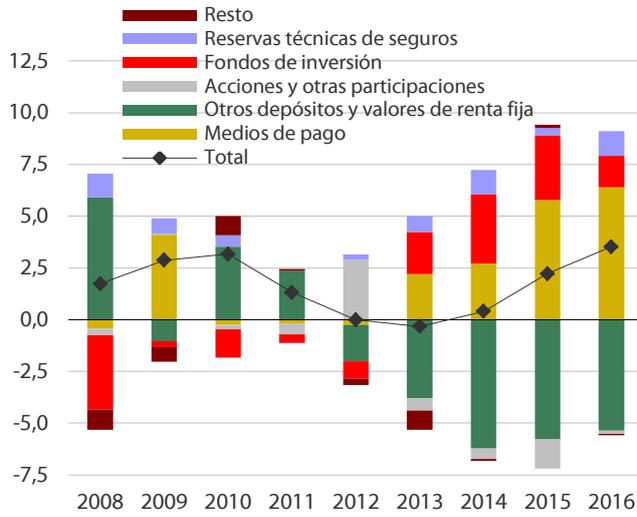
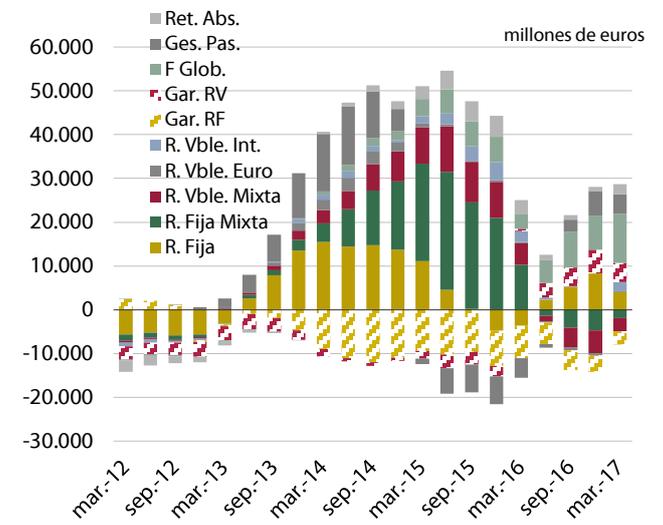


Gráfico 28: Suscripciones netas en FI



Riesgo de contagio: amarillo

Gráfico 29: Correlaciones entre clases de activos

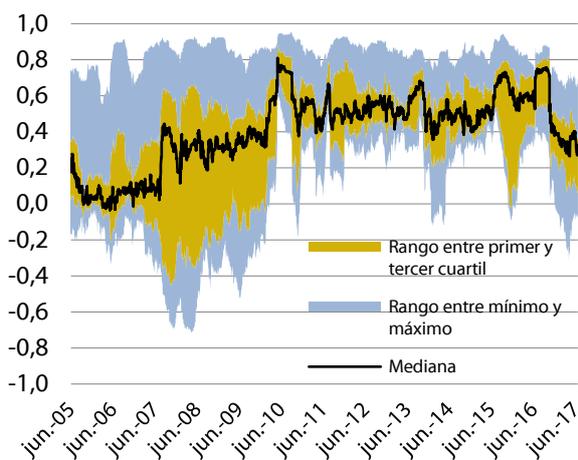
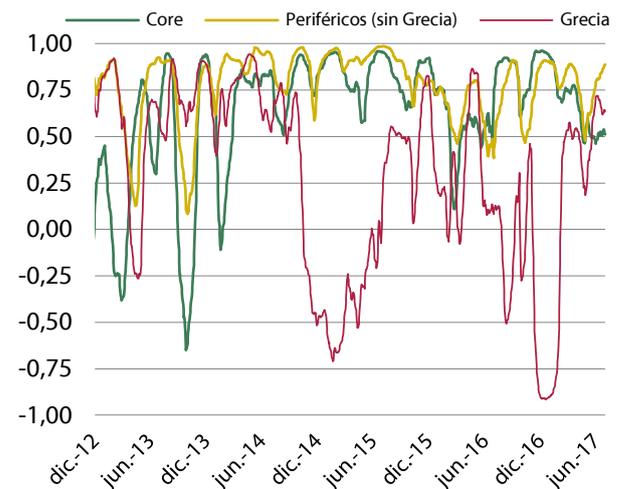


Gráfico 30: Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos



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 43 indicadores²¹, 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,

²¹ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el spread bid-ask del del bono de deuda soberano a diez años.

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

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

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.