



# Nota de estabilidad financiera

Nº 8 Octubre 2018





# **Nota de estabilidad financiera**

**Nº 8 Octubre 2018**

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](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

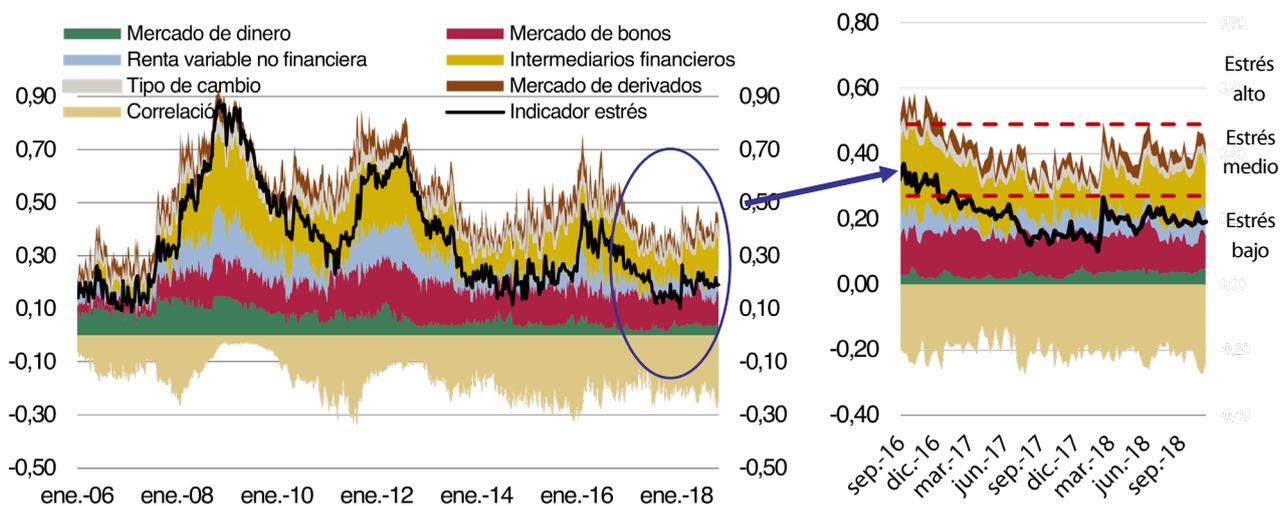
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad financiera, el nivel de estrés de los mercados financieros españoles<sup>1</sup> se ha mantenido próximo a 0,20, dentro de lo que puede considerarse un nivel de estrés bajo. Esto hay que situarlo en un año, 2018, en el que se han observado ligeros repuntes, como el de febrero (hasta 0,27), debido a las turbulencias protagonizadas por las bolsas estadounidenses o, más recientemente, los de junio y octubre (hasta 0,24 y 0,22 respectivamente), que hay que relacionar con las dudas sobre las finanzas públicas en Italia y, en menor medida, con otras fuentes de incertidumbre (la denominada “guerra comercial”, las tensiones en economías emergentes, la incertidumbre regulatoria, etc.). Por segmentos, los niveles de estrés más altos se observan en el mercado de deuda y en el de intermediarios financieros, este último afectado por la caída de las cotizaciones de los bancos.

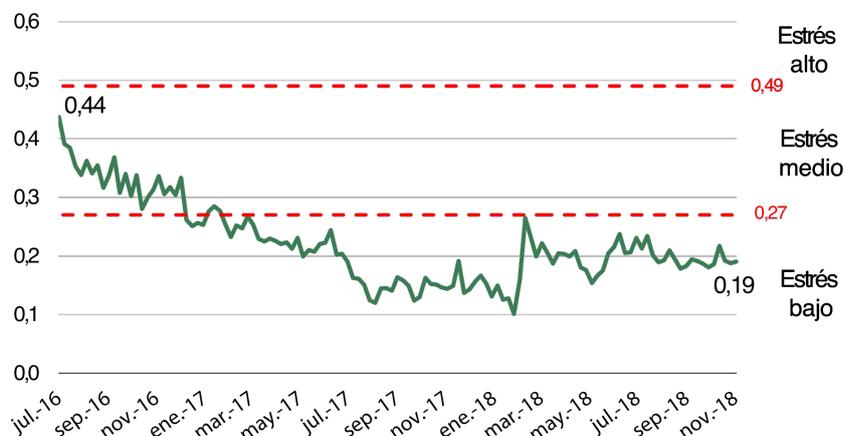
## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

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>).

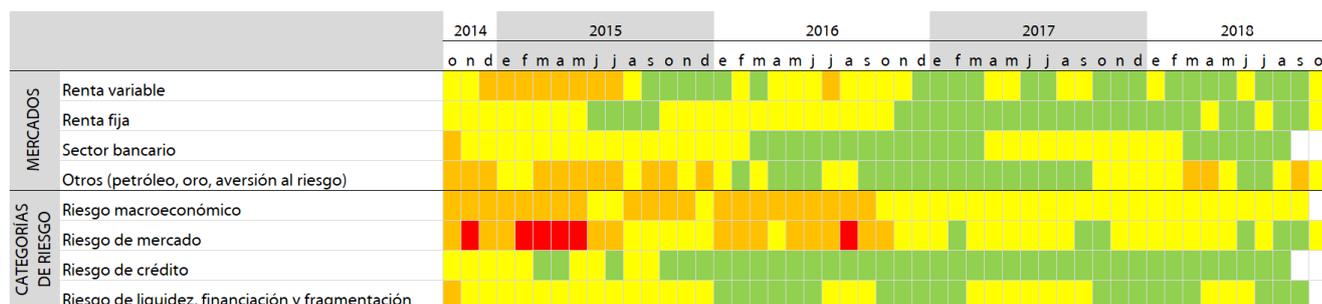


<sup>1</sup> La fecha de cierre de la nota es el 31 de octubre, salvo para el indicador de estrés, que incluye información hasta el 2 de noviembre y algunas informaciones puntuales.

- ✓ La evolución macroeconómica en España continúa siendo positiva, con un crecimiento del PIB que se mantiene en el 2,5%, el mismo porcentaje en que ha crecido el empleo. Sin embargo, se observa una cierta desaceleración de la actividad —aunque menos intensa que en la zona euro— por lo que el diferencial de crecimiento a favor de España se ha incrementado hasta 8 décimas. Las fuentes de incertidumbre sobre la economía española son diversas. Las más relevantes son las restricciones que pueden afectar —y que de hecho ya están afectando en algunos ámbitos— al comercio mundial, las dificultades que atraviesan algunas economías emergentes y las relacionadas con el contexto político tanto europeo como nacional. También cabe mencionar la necesidad de avanzar en el proceso de consolidación fiscal de la economía, especialmente en momentos en que el giro de la política monetaria está más cercano.
- ✓ Este contexto de múltiples incertidumbres se ha reflejado en la evolución de los mercados financieros nacionales en los últimos meses. En el caso de la renta variable, las cotizaciones —que se habían estabilizado en el segundo trimestre del año tras unos primeros meses de pérdidas— volvieron a caer entre julio y octubre. El Ibex 35 muestra un retroceso en el año similar al de los índices europeos con un comportamiento más desfavorable (Ibex 35 -11,5%, Dax 30 -11,4%, Mib -12,8%). Sin embargo, se observa una mayor discriminación de los inversores entre compañías en función de sus expectativas y riesgos, por lo que las caídas no han afectado a todos los sectores. Así, se han revalorizado las empresas de los sectores petróleo y energía, tecnología y farmacia, mientras que han caído las cotizaciones de los bancos —afectados por incertidumbres de carácter económico-financiero, político y regulatorio— las empresas inmobiliarias y las de los sectores de bienes y servicios de consumo.
- ✓ En los mercados de renta fija, los tipos de interés a corto plazo han permanecido en niveles muy reducidos, en consonancia con el tono de la política monetaria adoptada por el BCE, y los tipos a largo, que disminuyeron en los primeros meses del año como consecuencia de la mejora de la calificación crediticia de la deuda soberana española, han mostrado leves y transitorios repuntes asociados a la crisis de la deuda en Italia. En relación con el último episodio de incertidumbre de esta crisis, producido en octubre, el efecto contagio sobre la prima de riesgo de la deuda española ha sido muy limitado. Los riesgos de carácter financiero más relevantes (de mercado y de liquidez) siguen estando asociados a determinados segmentos del mercado de deuda.

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

GRÁFICO 2



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

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- La senda expansiva que comenzó en 2014 continuó en nuestro país durante el tercer trimestre de 2018, si bien se ha observado una leve desaceleración a lo largo de este año (gráfico 21). Así, España ha experimentado un crecimiento del PIB del 2,5% en términos interanuales (0,6% trimestral), unos registros que se sitúan por encima de los de la zona del euro, cuyo crecimiento fue del 1,7% interanual y el 0,2% trimestral. Los niveles de empleo continuaron aumentando a buen ritmo (gráfico 23), en particular, un 2,5% en cada uno de los dos trimestres centrales del año, lo que llevó a una reducción de la tasa de paro<sup>2</sup> a finales de septiembre hasta situarse en el 14,6% de la población activa, 7 décimas por debajo del dato de finales del segundo trimestre. La inflación, por su parte, se situó en el 2,3% interanual a finales de octubre, cifra que se ha mantenido prácticamente constante desde mayo. Los datos hasta septiembre muestran que el grupo con una mayor repercusión positiva en el índice fue el correspondiente a la vivienda<sup>3</sup>, como consecuencia de la subida de los precios de la energía, sobre todo el de la electricidad. La tasa de inflación subyacente interanual, que descuenta la evolución de los productos energéticos y de los alimentos no elaborados, se situó en el 0,8% a finales del tercer trimestre, 2 décimas menos que en septiembre de 2017.
- Los últimos datos correspondientes a las finanzas del sector público muestran una mejoría en 2018, con una reducción del déficit público durante los primeros seis meses de 4 décimas respecto al mismo periodo del año pasado, situándose en el 1,8% del PIB. A su vez, el correspondiente al conjunto de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social ascendió al 1,95% entre enero y agosto, 0,4 puntos porcentuales inferior al registrado en el mismo periodo de 2017<sup>4</sup>. En el Plan Presupuestario de 2019 se mantiene la senda de déficit anunciada hace unos meses del 2,7% para este año y del 1,8% para 2019. El nivel de deuda, que continúa siendo uno de los retos más importantes para nuestra economía, cerró el segundo trimestre de 2018 en el 98,7% del PIB, un punto porcentual por debajo de la cifra de junio de 2017.
- De acuerdo con las últimas previsiones del FMI para la economía española correspondientes al mes de octubre, nuestro país crecerá este año un 2,7% y un 2,2% en 2019, después de una corrección a la baja para 2018 de una décima en relación con los pronósticos de julio. Estas cifras están por encima de la tasa esperada para la zona del euro, que el FMI sitúa en el 2,0% (-0,2% menos que en julio) y del 1,9%, respectivamente. Las estimaciones por parte del gobierno español enmarcadas en el

---

<sup>2</sup> Tasa de paro según la EPA.

<sup>3</sup> Este grupo incluye principalmente el precio de alquiler de la vivienda y el de los servicios implícitos en el mismo, como la electricidad, el gas, etc...

<sup>4</sup> Esta cifra no incluye el saldo de las Corporaciones Locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras. Por subsectores, cabe destacar la disminución, como ya sucedió en 2017, del déficit de la Administración Central, que fue del 1,66% del PIB frente al 1,83% del periodo enero-agosto de 2017. Por su parte, las Comunidades Autónomas registraron un superávit del 0,14% del PIB y los Fondos de la Seguridad Social un déficit del 0,43% del PIB, un 25,6% inferior al registrado en el mismo periodo del ejercicio anterior como consecuencia, sobre todo, del incremento de las cotizaciones del 5,6%.

Plan Presupuestario de 2019 muestran un patrón muy similar, con un aumento esperado del 2,6% este año y del 2,3%<sup>5</sup>. La economía española afronta retos importantes relativos al mercado laboral, pues la tasa de paro sigue siendo muy elevada a pesar del notable descenso de los últimos años, al proceso de consolidación fiscal —la deuda pública lleva en niveles cercanos al 100% del PIB desde 2014— y a las consecuencias del envejecimiento de la población. Además, cabe mencionar los riesgos para las corporaciones españolas que desarrollan gran parte de su actividad en el exterior, que podrían verse afectadas por el endurecimiento de las condiciones financieras en algunos países emergentes.

### Contexto de tipos de interés reducidos

- El entorno de tipos de interés se mantiene en niveles muy reducidos en la zona euro y, a pesar de que el BCE reiteró su compromiso de mantener los tipos en el 0% al menos hasta el verano de 2019, el primer giro en la política monetaria de la institución fue la confirmación de la finalización de su programa de compras de deuda en diciembre de este año como estaba previsto, de modo similar a como hizo en su momento la Reserva Federal, que continúa con el endurecimiento de su política monetaria<sup>6</sup>. Aunque la economía europea muestra mayores señales de debilidad en el crecimiento como consecuencia de las incertidumbres latentes, los datos de inflación conocidos<sup>7</sup> y las previsiones sobre esta apuntan a un crecimiento de la inflación subyacente en los próximos meses, por lo que no se prevén retrasos en el proceso de subidas de tipos de interés. Además, el aumento de los salarios así como el mantenimiento de los altos precios de la energía podrían reforzar las presiones inflacionistas. En este contexto, es razonable pensar que los tipos de interés están próximos a reflejar sus primeras alzas, tal y como muestra la tendencia creciente del Euribor, por lo que habría que considerar cuáles serían los efectos más relevantes de este incremento, sobre todo en un entorno de desaceleración del crecimiento y, para algunos agentes, de alto endeudamiento.
- El entorno de rentabilidades tan reducidas en muchos de los productos de inversión disponibles sigue incidiendo en la toma de decisiones de los inversores que, como viene sucediendo desde hace cinco o seis años, continúan aceptando activos de mayor riesgo con el fin de obtener una rentabilidad superior a la de los productos más tradicionales como los depósitos bancarios. De esta forma, los últimos datos de las Cuentas Financieras correspondientes al segundo trimestre del año muestran que los hogares españoles continuaron transfiriendo recursos desde los depósitos a plazo y los valores de deuda hacia activos más líquidos (efectivo y depósitos a la vista) y fondos de

---

<sup>5</sup> Las previsiones de otras instituciones relevantes también recogen esta senda de desaceleración. Así, a finales de septiembre, el Banco de España pronosticó un crecimiento del 2,6% para este año y del 2,2% para el año que viene, 1 y 2 décimas respectivamente por debajo de las estimaciones de junio. La Comisión Europea, ya en el mes de noviembre, presentó unas cifras esperadas de crecimiento similares a las del Banco de España.

<sup>6</sup> La Reserva Federal subió sus tipos en septiembre hasta situarlos en el rango del 2-2,25%. Esta es la tercera subida en 2018 y se espera una subida adicional antes de que finalice el año.

<sup>7</sup> La inflación de la eurozona alcanzó el 2,1% interanual en septiembre y los datos preliminares la sitúan en octubre en el 2,2%, por encima del objetivo del BCE (cerca pero por debajo del 2%). La inflación subyacente fue del 0,9% y el 1,1%, respectivamente.

inversión<sup>8</sup>. En el caso concreto del sector de fondos de inversión, que ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años, se puede observar de forma evidente cómo los inversores han ido modificando sus preferencias hacia activos que pudieran darles rentabilidades mayores. Así, las vocaciones que experimentaron una mayor expansión entre junio de 2017 y junio de 2018 fueron las más arriesgadas (fondos globales y de renta variable, tanto internacional como euro), con unas entradas de más de 21.000 millones de euros, mientras que las categorías más conservadoras<sup>9</sup> registraron en conjunto unas salidas netas de 10.000 millones de euros (gráfico 28).

- El sector bancario ha seguido lastrado por el entorno de bajos tipos de interés, el todavía elevado volumen de activos improductivos y el impacto negativo de la depreciación de las divisas en aquellas entidades con presencia en mercados emergentes<sup>10</sup>. A pesar de ello, la información de la cuenta de resultados del primer semestre muestra una mejoría debido al descenso de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y del resto de los activos, en un contexto de expansión del crédito al consumo. Las condiciones de solvencia del sector son favorables, si bien el Banco de España ha incidido en la necesidad de que las entidades sigan reforzando su capital. El sector bancario se ha enfrentado a incertidumbres regulatorias que potencialmente tendrían consecuencias al alza sobre sus costes y de cara al futuro se mantienen como retos principales la necesidad de mejorar su eficiencia (los gastos agregados apenas se han reducido a pesar del cierre de oficinas y el descenso de plantilla), para lo que son necesarios avances en la implantación de la banca digital, así como la creciente competencia de nuevos operadores con elevado grado de desarrollo tecnológico (*fintech*).

### Fuentes de incertidumbre política

- En el plano internacional las incertidumbres más importantes están relacionadas con el alcance sobre los intercambios comerciales de las medidas proteccionistas, que se han intensificado a nivel global en los últimos meses. Así, la administración estadounidense, que en junio ya había impuesto aranceles sobre productos chinos por valor de 50 millones de dólares, anunció en septiembre que aplicaría a las importaciones procedentes de China una tasa del 10% que se valora en 200 mil millones de dólares. Esa tasa podría ascender hasta el 25% en 2019 en el caso de que ambos países no alcanzasen un acuerdo comercial. Por su parte, China activó aranceles sobre productos procedentes de EE. UU. por valor de 60 mil millones de dólares. La posible prolongación o escalada del proteccionismo podría tener un impacto negativo sobre las decisiones de inversión y la actividad económica global.

---

<sup>8</sup> La salida de fondos en depósitos a plazo y valores de renta fija ascendió al 4,3% del PIB entre el segundo trimestre de 2017 y 2018, mientras que la inversión en medios de pago (efectivo y depósitos a la vista) y en fondos de inversión supuso un 5% y un 2,1% del PIB respectivamente en el mismo periodo.

<sup>9</sup> Fondos de renta fija, garantizados de renta variable, garantizados de renta fija y fondos de gestión pasiva.

<sup>10</sup> En el caso concreto de las principales entidades con presencia en Argentina se han realizado ajustes contables en sus cuentas derivados de la hiperinflación que soporta esta economía.

- En Europa, la incertidumbre política en Italia continúa suponiendo uno de los riesgos más destacados para el entorno económico y financiero. En concreto, la posibilidad de que el gobierno italiano relaje el objetivo de déficit público para 2019, en un contexto de tasas de crecimiento del PIB muy reducidas, ha tenido un impacto negativo en la percepción del riesgo de crédito de ese país. Así, la prima de riesgo de la deuda pública italiana a 10 años ha aumentado cerca de 150 puntos básicos (p.b.) en la parte transcurrida de 2018, con dos repuntes significativos: uno en mayo —cuando alcanzó los 283 p.b.— y otro a mediados de octubre —cuando se situó en 325 p.b.—. En los días sucesivos la prima de riesgo del bono italiano disminuyó, coincidiendo con los anuncios de dos agencias de calificación crediticia<sup>11</sup>, y a cierre de octubre se situaba en los 305 p.b. El contagio sobre la prima de riesgo de la deuda española fue algo mayor en el episodio de incertidumbre de mayo, pero ha sido mucho más limitado en octubre (véanse los epígrafes sobre riesgo de crédito y riesgo de contagio).
- Por su parte, el desarrollo de las negociaciones en torno al *brexít* representa otro de los principales riesgos políticos en el marco europeo. Está previsto que el Reino Unido abandone la Unión Europea en marzo de 2019, momento en el que se iniciará un periodo de transición que se extenderá, al menos, hasta finales de 2020. La relación entre ambas economías una vez concluya ese periodo vendrá determinada por el resultado de dichas negociaciones, sin que se pueda descartar la posibilidad de que no se logre alcanzar un acuerdo<sup>12</sup> antes de que se produzca la salida, lo que podría tener un impacto negativo en los mercados financieros y en la economía real.
- En el plano nacional, las principales fuentes de riesgo político siguen relacionadas con las tensiones en Cataluña y el contexto de elevada fragmentación política.

---

<sup>11</sup> El 19 de octubre, Moody's rebajó la calificación crediticia de la deuda pública italiana un escalón, hasta Baa3, con perspectiva estable. El 26 de octubre, Standard & Poor's mantuvo su rating en BBB, cambiando la perspectiva de estable a negativa.

<sup>12</sup> A mediados de noviembre los representantes de la UE y del gobierno del Reino Unido alcanzaron un principio de acuerdo que debe ser ratificado por ambas partes en el futuro.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- La incertidumbre que se extendió sobre los mercados internacionales de renta variable en la primera mitad del año se agravó en la segunda parte del mismo y tuvo su punto álgido en el mes de octubre, cuando todos los mercados internacionales cayeron con fuerza por el temor a la ralentización del crecimiento global<sup>13</sup> y las dificultades de algunas economías emergentes. También persistieron otras fuentes de incertidumbre relacionadas con los efectos de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y las posibles consecuencias de las sucesivas subidas de tipos por la Reserva Federal, que están encareciendo la financiación empresarial en un entorno de menor expansión, a la vez que ha fortalecido el dólar y ha agravado la situación desfavorable de algunas economías emergentes<sup>14</sup> fuertemente endeudadas en dólares.
- En este contexto, los mercados estadounidenses<sup>15</sup> —que siguen beneficiándose del impacto positivo de la reforma fiscal— presentan una evolución positiva en el año, aunque han corregido gran parte de los avances que acumulaban. En el caso del índice tecnológico Nasdaq, muchos inversores siguen alertando de una valoración excesiva de las compañías tecnológicas y de internet. En Europa las caídas fueron más elevadas<sup>16</sup>, puesto que a los posibles efectos del incremento de los aranceles sobre las compañías manufactureras y exportadoras se añadieron otros factores como el descenso de la actividad económica en el tercer trimestre<sup>17</sup>, los problemas del gobierno italiano con la Comisión Europea por el proyecto de presupuestos, las incertidumbres en torno al resultado final de los acuerdos del *brexit* y las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria<sup>18</sup>.
- En España el Ibex 35 intensificó sus caídas, acumulando un descenso superior al 7% entre julio y octubre, en línea con el comportamiento de los principales mercados europeos. En el año acumula un retroceso del 11,5%, de modo que el índice se sitúa en su valor más bajo desde el último trimestre de 2016. Entre los valores españoles, el mejor comportamiento corresponde a los del sector tecnológico y de

---

<sup>13</sup> El FMI revisó en su informe de Perspectivas de la Economía Mundial de octubre el crecimiento mundial esperado para este año y 2019 hasta situarlo en el 3,7%, 2 décimas menos de lo estimado en abril. Asimismo, señaló que la expansión es menos equilibrada y que es posible que en algunas economías grandes ya haya alcanzado máximos.

<sup>14</sup> Destacan las economías de Argentina y Turquía, que han experimentado serias dificultades y una fuerte depreciación de sus divisas en el año.

<sup>15</sup> Hasta octubre, los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq presentaron avances del 1,6%, el 1,4% y el 5,8%, respectivamente, frente a un retroceso del 3,2% del índice mundial MSCI World.

<sup>16</sup> Los principales índices europeos retrocedieron entre julio y octubre un 7% el Dax 30 alemán, un 4,3% el CaC 40 francés y un 5,8% el europeo Eurostoxx 50, acumulando caídas del 11,4%, 4,1% y 8,7%, respectivamente, en el conjunto del año. Destacó el índice italiano Mib 30, que presentó caídas del 11,9% y 12,8%, respectivamente, en los mismos periodos.

<sup>17</sup> El PIB de la zona euro creció un 1,7% en el tercer trimestre, 2 décimas menos de lo esperado.

<sup>18</sup> La inflación de la zona euro alcanzó el 2,1% interanual en septiembre y los datos preliminares la sitúan en octubre en el 2,2%, por encima del objetivo del BCE.

telecomunicaciones<sup>19</sup>, mientras que los de los sectores de seguros y farmacia así como las empresas de pequeña capitalización apenas presentan descensos, si bien estas últimas han perdido entre julio y octubre la importante revalorización que acumulaban en el año<sup>20</sup> debido a la perspectiva de una desaceleración de la economía española. Por el contrario, el comportamiento más negativo correspondió a los sectores de bienes y servicios de consumo, así como a las compañías inmobiliarias. En el caso de las entidades financieras, la perspectiva de un giro en la política monetaria del BCE —que contribuiría a mejorar los márgenes del sector— no fue suficiente para compensar las incertidumbres asociadas, por una parte, a su exposición a la deuda italiana y a algunas economías emergentes en dificultades y, por otra, a las consecuencias de un posible cambio en el régimen tributario del sector y al anuncio en octubre de un sentencia del Tribunal Supremo que obligaría a los bancos a asumir el coste del impuesto de actos jurídicos documentados<sup>21</sup> de las hipotecas —que tuvo como efecto destacadas caídas en sus cotizaciones—.

- La ratio precio-beneficios (PER) disminuyó desde 12,1 a mediados de julio hasta 11,4<sup>22</sup> en octubre (su nivel más bajo desde el primer semestre de 2013) debido al retroceso de las cotizaciones, acompañado del mantenimiento del crecimiento esperado de los beneficios empresariales (gráfico 4). Por otro lado, las posiciones cortas agregadas comunicadas se mantuvieron a finales de octubre por encima del 0,9% de la capitalización total de los valores (gráfico 3), destacando por su cuantía —como en trimestres anteriores— las posiciones cortas en Día, Cellnex Telecom y OHL, aunque en el primer caso se redujeron más de un 3,5% tras el significativo descenso de su cotización.
- El riesgo de mercado más significativo se mantiene en los activos de renta fija, especialmente en los plazos más largos y en los activos de mayor riesgo. La perspectiva de un endurecimiento de la política monetaria del BCE<sup>23</sup>, en un contexto de ralentización económica e inflación creciente, presionaría al alza las rentabilidades exigidas a la deuda, especialmente en los países europeos de la periferia, así como a aquella de plazos más largos. En Europa, como ya sucedió en el segundo trimestre, volvieron a darse dos efectos de signo contrario sobre su deuda. Por un lado, al mantenimiento de las incertidumbres relacionadas con la política económica del gobierno italiano se unió tanto la perspectiva del fin de la política acomodaticia del BCE como la presión que ejerce el alza de tipos por parte de la Reserva Federal<sup>24</sup>, lo que

---

<sup>19</sup> En lo que va de año se revaloriza un 1,9%, destacando la evolución de Amadeus, cuya capitalización ha superado los 30.000 millones de euros.

<sup>20</sup> Entre julio y octubre las cotizaciones han retrocedido un 15,4%, acumulando unas pérdidas anuales del 0,8%.

<sup>21</sup> En los primeros días de noviembre (con posterioridad a la fecha de cierre de esta nota), el Tribunal Supremo consideró que estos gastos deberían ser asumidos por el cliente, pero unos días después el propio Gobierno anunció que modificaría la regulación para que estos fuera asumido por las entidades financieras.

<sup>22</sup> En el mismo periodo, la ratio PER de los índices bursátiles europeo Eurostoxx 50 y estadounidense S&P 500 retrocedió hasta 12,4 y 16,1 veces, respectivamente, sus niveles más bajos desde el primer trimestre de 2016.

<sup>23</sup> El BCE confirmó a finales de octubre que el programa de compras de deuda finalizará a finales de diciembre como estaba previsto —desde su inicio ha acumulado compras por valor de 2,6 billones de euros—. Además, reitero su compromiso de mantener los tipos al 0% al menos hasta el verano de 2019.

<sup>24</sup> Véase nota a pie de página nº 6.

se tradujo en una mayor rentabilidad exigida a la deuda de las economías periféricas (entre los 22 p.b. de España y los 74 p.b. de Italia). Por otro lado, el agravamiento de las caídas de las bolsas ha vuelto a poner de manifiesto la condición de activo refugio de la renta fija, especialmente la de los países *core* europeos, cuyo rendimiento ha aumentado ligeramente (en torno a 8 p.b. para las deudas alemana y francesa) pero sigue tomando valores negativos o cercanos a cero hasta el plazo de 5 años. Por otra parte, el volumen de deuda pública española adquirida por el BCE ascendía a 256.669<sup>25</sup> millones de euros a finales de octubre.

- En el caso de la deuda corporativa, también se observan ligeras alzas en los rendimientos, que se alejan de sus mínimos históricos como consecuencia de la desaparición del impacto positivo del programa de compras, de la perspectiva de un giro de la política monetaria y del incremento del riesgo soberano. Aunque la perspectiva de una primera subida de tipos del BCE se sitúa en el segundo semestre de 2019, es necesario plantearse las consecuencias que podría tener este giro sobre los agentes más endeudados y más expuestos a activos de renta fija y activos complejos poco líquidos. El impacto sobre los activos de deuda más arriesgados podría ser más relevante debido a las mayores primas de riesgo que podrían exigirse a estos activos en un escenario de ralentización del crecimiento económico y de riesgos económicos al alza.

### Riesgo de crédito: verde

- La prima de riesgo soberano y la de las entidades financieras se vio afectada por las incertidumbres presentes en los mercados entre julio y octubre, aunque de forma más acentuada en el primer caso. Por el contrario, la media de las primas de riesgo de las sociedades no financieras permaneció prácticamente estable durante estos meses. La prima de riesgo de la deuda soberana aumentó en mayor cuantía al acusar la próxima finalización del programa de compras de deuda soberana del BCE, un cierto contagio de los problemas de Italia y las incertidumbres sobre el proyecto de Presupuestos Generales del Estado. Así, la diferencia entre la rentabilidad del bono a 10 años en España y Alemania —que había alcanzado un máximo de 134 p.b. a finales de mayo por las incertidumbres en Italia y se había reducido en los meses de verano hasta niveles cercanos a los 100 p.b. (gráfico 11)— volvió a repuntar hasta los 133 p.b. a mediados de octubre (120 p.b. en la fecha de cierre de esta nota).
- Las primas de riesgo de las entidades financieras siguieron una evolución temporal similar (aunque de menor importe) a la de la deuda pública —en cuanto que se redujeron en verano respecto al incremento observado tras el episodio de incertidumbre de Italia— pero después del verano siguieron una trayectoria gradualmente ascendente sin alcanzar los niveles del repunte anterior. A pesar de las

---

<sup>25</sup> Este importe representa el 28,8% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

incertidumbres que afectan al sector financiero (exposición a la deuda pública italiana y a algunos mercados emergentes, incertidumbres regulatorias<sup>26</sup> y fiscales), el promedio de las primas de riesgo de las entidades financieras finalizó octubre en 99 p.b. (103 p.b. a finales de junio) gracias a las expectativas de un cambio de signo en la política monetaria en un entorno de inflación al alza y el efecto positivo del mismo sobre los márgenes del sector. En el caso de las sociedades no financieras, aunque los efectos del programa de compras del BCE se han agotado, el promedio de las primas de los CDS se situó en 72 p.b. (76 p.b. a finales de junio) gracias a que la evolución positiva de sus negocios y la mejora de sus balances paliarían los efectos de una hipotética alza de tipos (gráfico 12).

- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>27</sup> de la economía mejora discretamente, aunque sigue mostrando diferencias entre hogares y empresas. El saldo vivo de crédito a hogares continúa creciendo ligeramente en tasas anuales gracias a la expansión del crédito al consumo —que aumentaba en septiembre un 6,9%, su ritmo más alto desde septiembre de 2008— así como al leve descenso de la caída del hipotecario (-1,6%). En el caso de la financiación a las sociedades no financieras se moderan las caídas (-0,2% en septiembre), aunque las compañías siguen aprovechando las mejoras en sus balances para desapalancarse. Asimismo, las grandes corporaciones continúan sustituyendo parte de su financiación bancaria tradicional por emisiones de deuda, realizadas en su mayoría en el exterior.

### Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: verde

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV entre julio y octubre alcanzaron 19.031 millones de euros, un 34% menos que en el mismo periodo de 2017, destacando dos emisiones de participaciones preferentes destinadas a inversores institucionales por valor de 1.250 millones de euros. Asimismo, las emisiones de compañías españolas en el exterior retrocedieron también un 12,4% en el tercer trimestre (hasta 19.878 millones de euros) debido a la caída de las emisiones de deuda a largo plazo —parcialmente compensadas por el crecimiento de las emisiones de pagarés a corto plazo— que representaron más del 64% del total emitido. En los mercados de renta variable destacaron en la segunda mitad de octubre la OPV de Cepsa y la OPS de la SOCIMI Árima Real Estate. La primera se canceló debido a la situación de los mercados y la segunda modificó su tamaño hasta un tercio de lo inicialmente previsto (por un importe de 100 millones de euros).
- La contratación media diaria en el mercado continuo entre julio y octubre retrocedió un 11,3% interanual, hasta situarse en 1.936 millones de euros —por debajo del promedio del acumulado en 2018 de 2.359 millones de euros— (gráfico 17). Asimismo,

---

<sup>26</sup> Véase epígrafe anterior y nota a pie de página nº 20.

<sup>27</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España (datos a 30 de octubre).

la negociación de valores españoles en otros centros de negociación distintos al mercado de origen creció de modo destacado en el tercer trimestre, hasta situarse en casi el 40% de la negociación total sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit mas dark*) — su máximo histórico, frente al 32,5% del segundo trimestre y el 36,5% y el 31,7% del acumulado en 2018<sup>28</sup> y 2017, respectivamente—. Este fenómeno de deslocalización creciente podría acelerarse en el caso de que se aplique en España un impuesto sobre ciertas transacciones sobre acciones<sup>29</sup> (similar al existente en Francia o en Italia) con anterioridad a su establecimiento de modo coordinado en todos los países europeos relevantes. Por otro lado, de acuerdo con la regulación de la transparencia de los mercados, que incluye una serie de exenciones (*waivers*) relativas a las órdenes a precios referenciados a otro mercado y operaciones preacordadas<sup>30</sup>, ESMA ha publicado con cierta periodicidad durante este ejercicio la relación de valores que han superado el umbral de negociación que determina la exclusión temporal de las exenciones, que han afectado en lo que va de año a 18 valores admitidos a negociación en las bolsas españolas<sup>31</sup>.

- El indicador de liquidez del Ibx 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantiene en niveles satisfactorios, mejorando ligeramente conforme avanza 2018. En el caso del bono soberano, su *spread* mejoró durante la mayor parte del periodo, para volver a aumentar a finales de octubre coincidiendo con el incremento de su prima de riesgo.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España siguen en torno a cero para los de cuantía inferior a un millón de euros — manteniéndose en su nivel más bajo desde finales de 2007— mientras que han vuelto a descender para los préstamos de cuantía superior (hasta 26 p.b., 37 p.b. en junio).

### Riesgo de contagio: amarillo

- La correlación entre los diferentes tipos de activos españoles, que se había mantenido estable durante los meses centrales del año, descendió de forma generalizada a partir de septiembre (véase gráfico 31). Así, el valor mediano de las correlaciones, que se había situado en torno al 0,5 en el tercer trimestre, descendió hasta valores cercanos al 0,3 a finales de octubre, muy por debajo del promedio registrado en la última década (0,5). Los valores mínimos y máximos de las correlaciones mostraron descensos similares en ese mismo periodo. Este descenso de la correlación es compatible con una mayor discriminación de los inversores entre tipos de entidades y de activos, y no observan por tanto caídas generalizadas de los precios de todos los activos en estos momentos de

---

<sup>28</sup> Datos hasta septiembre.

<sup>29</sup> El proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2019 prevé introducir un Impuesto a las Transacciones Financieras que gravará con un 0,2% las operaciones de compra de acciones españolas ejecutadas por operadores del sector financiero sobre acciones emitidas en España cuya capitalización bursátil sea superior a 1.000 millones de euros.

<sup>30</sup> Reguladas en virtud del artículo 4.1) de MiFIR, que señala que las exenciones pueden suspenderse temporalmente si se supera alguno de los límites de negociación establecidos (*double volume cap*), de modo que no se dificulte la formación de precios.

<sup>31</sup> Véanse las comunicaciones de la CNMV sobre el régimen de transparencia: [www.cnmv.es/Portal/MiFIDII\\_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx](http://www.cnmv.es/Portal/MiFIDII_MiFIR/Mercados-Transparencia.aspx)

turbulencias. Cabe señalar que menores niveles de correlación entre los diferentes tipos de activos permiten alcanzar un mayor grado de diversificación.

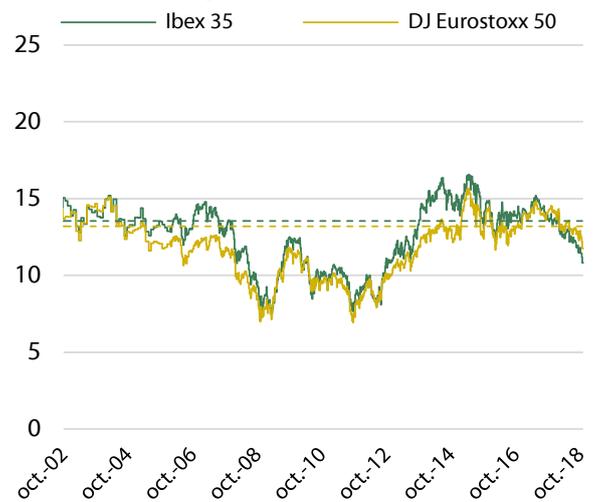
- Por su parte, la correlación entre la rentabilidad de la deuda pública española y la del resto de países periféricos (excluyendo Grecia) se ha mantenido estable en niveles cercanos a 0,7 durante la segunda mitad del año. Por el contrario, su correlación con la rentabilidad de los bonos soberanos de países *core* —que partía de valores negativos debido al episodio de incertidumbre política que se produjo tras las elecciones italianas a finales de mayo (véase nota de estabilidad anterior)— aumentó durante el tercer trimestre y en octubre se situó en niveles superiores a 0,7. Por tanto, no se observa que el bono de deuda pública española haya mostrado un comportamiento diferencial similar al de la deuda pública de los países periféricos y alejado de los países *core*, como ocurrió en episodios pasados de incertidumbre de la crisis de la deuda soberana europea.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

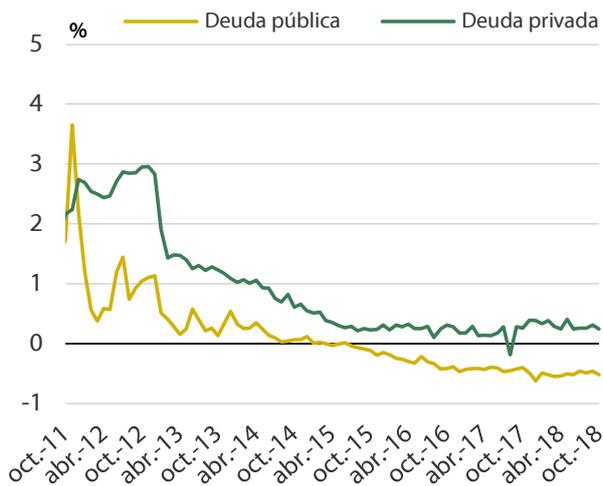
**Gráfico 3: Ventas en corto**



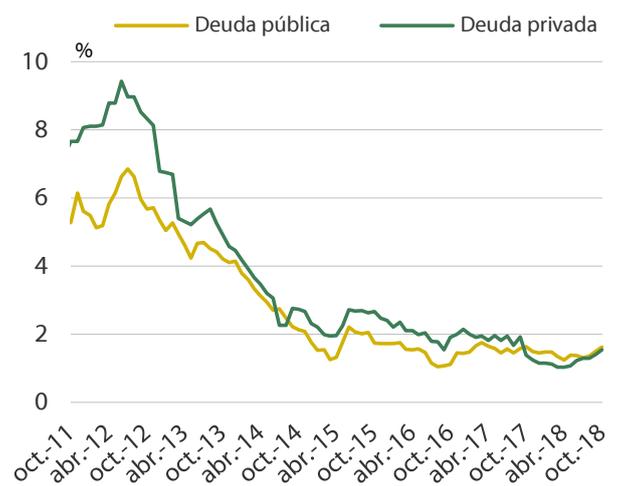
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



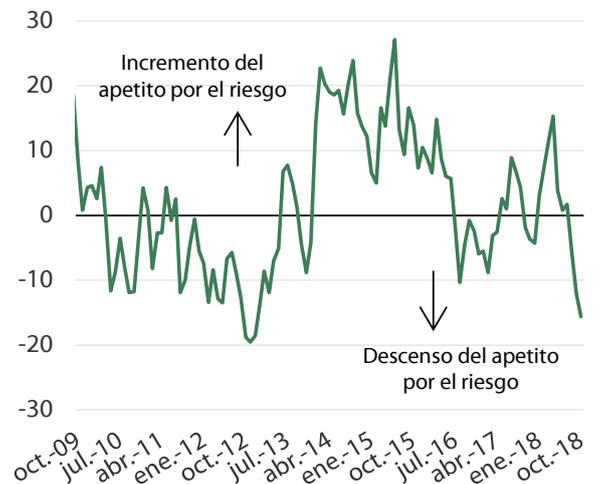
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)**



**Gráfico 7: Precio petróleo**

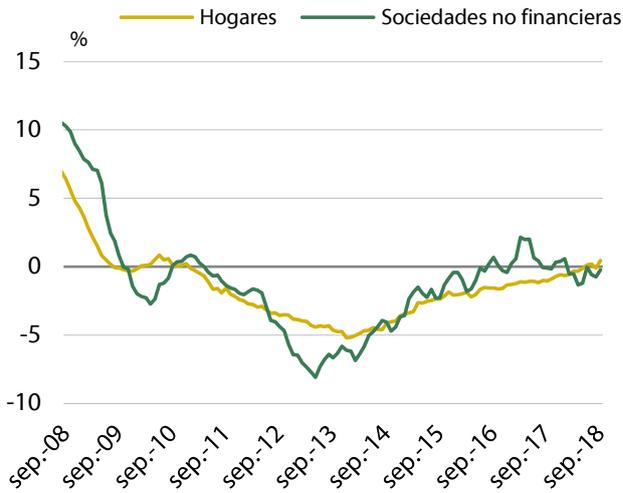


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

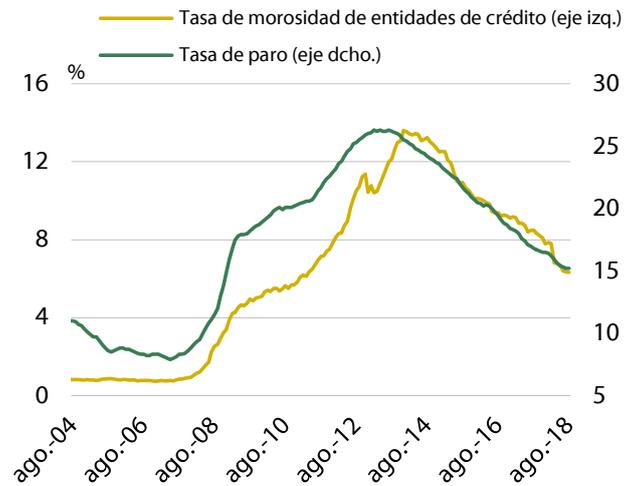


## Riesgo de crédito: nivel verde

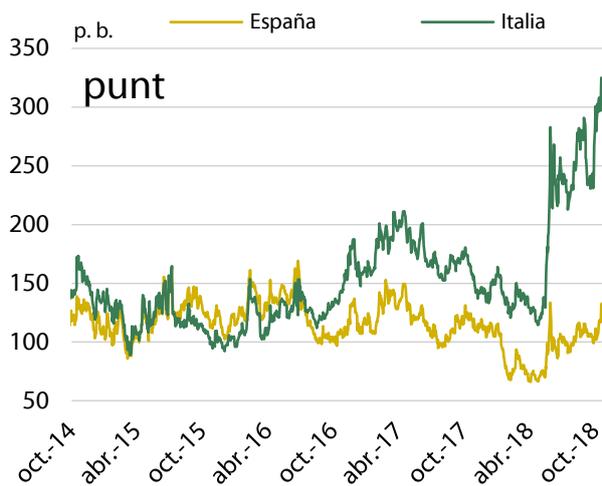
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



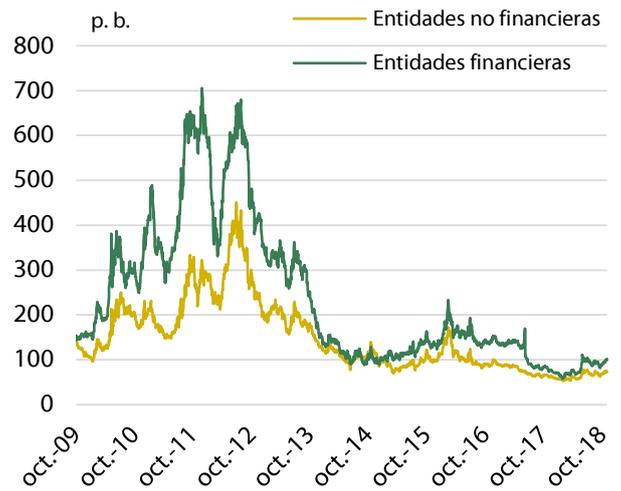
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



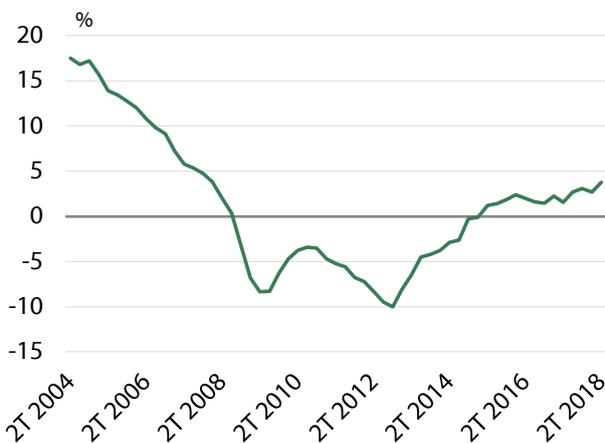
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



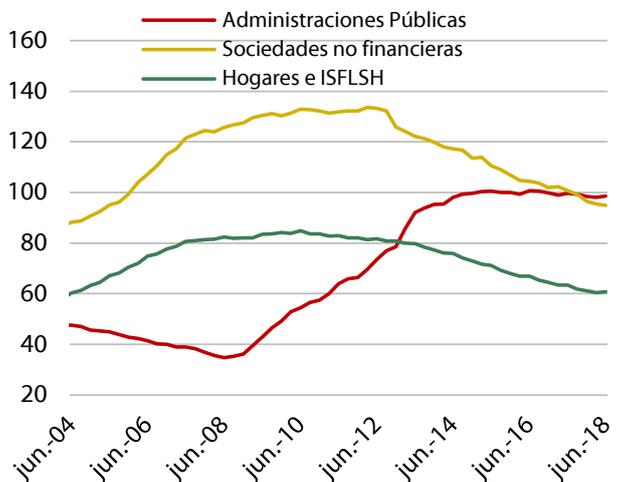
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

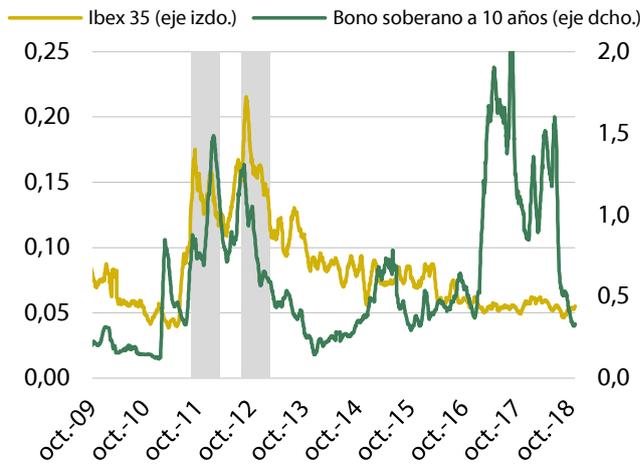


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



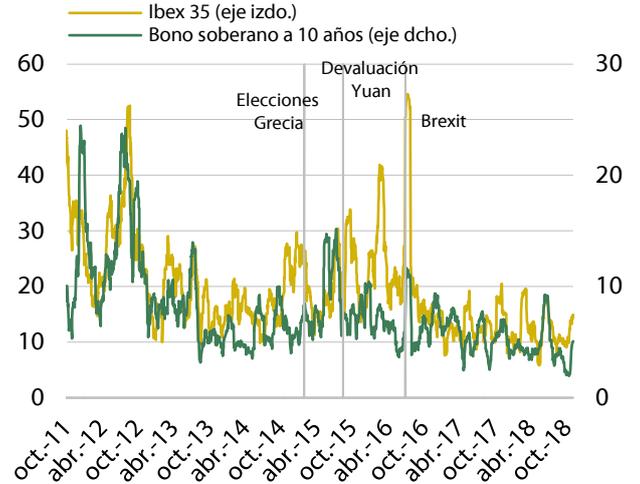
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel verde

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

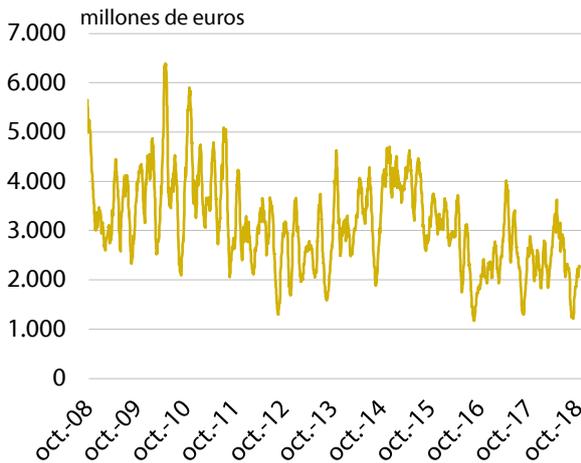


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

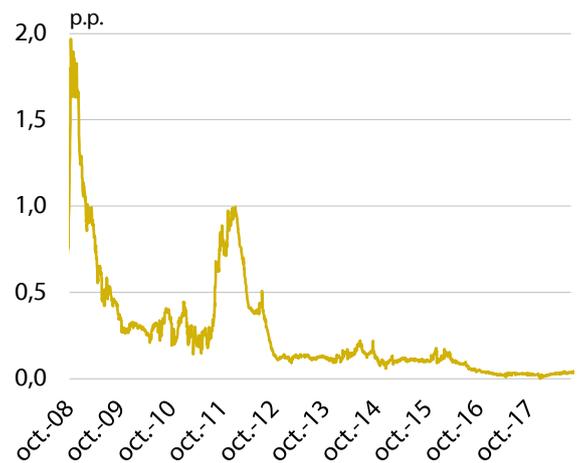
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



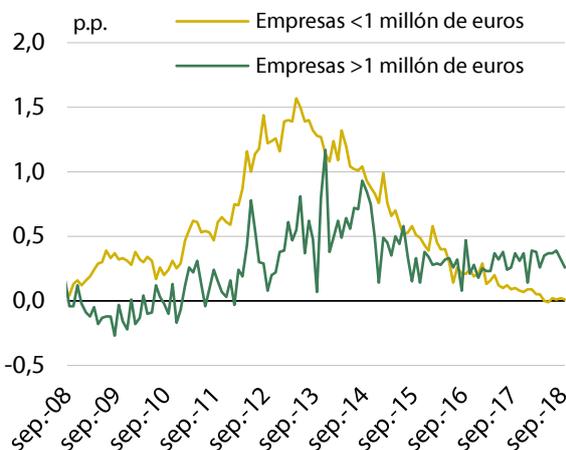
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



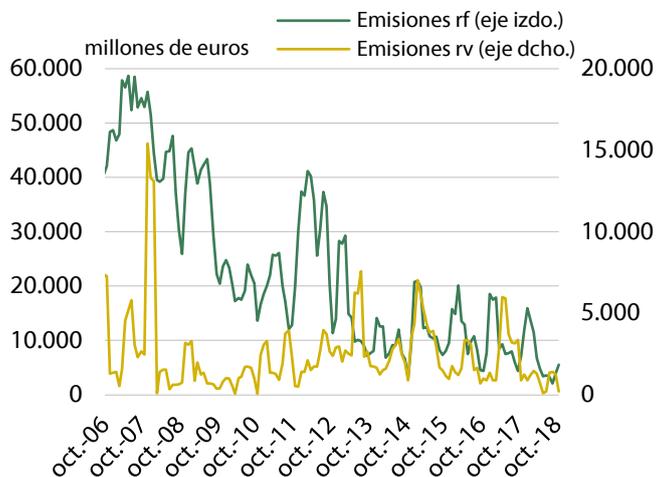
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

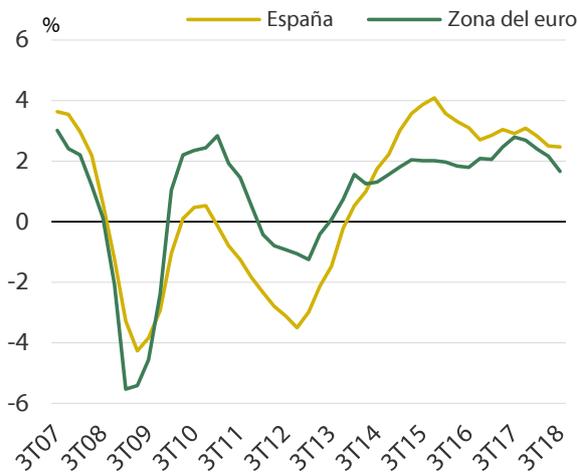


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

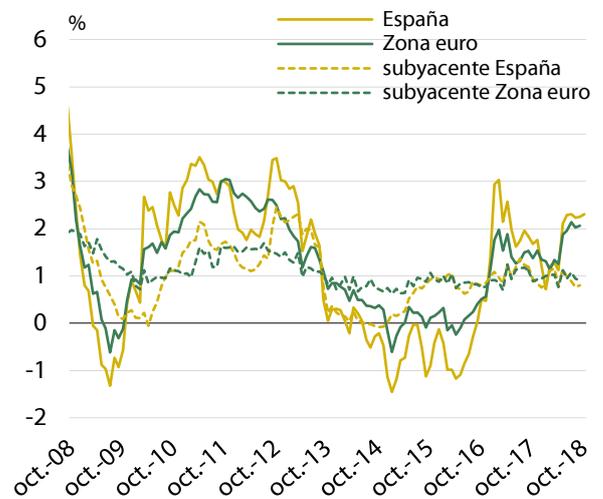


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

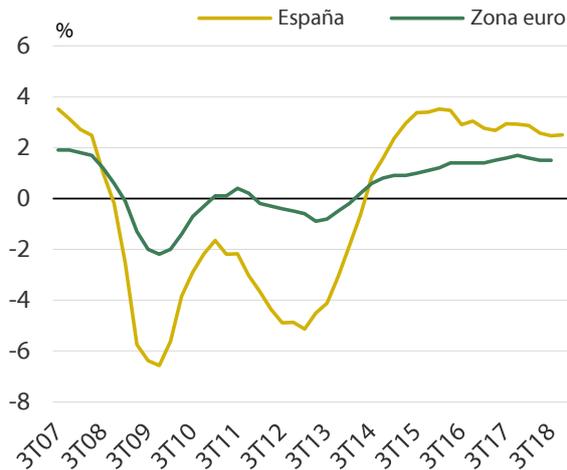
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



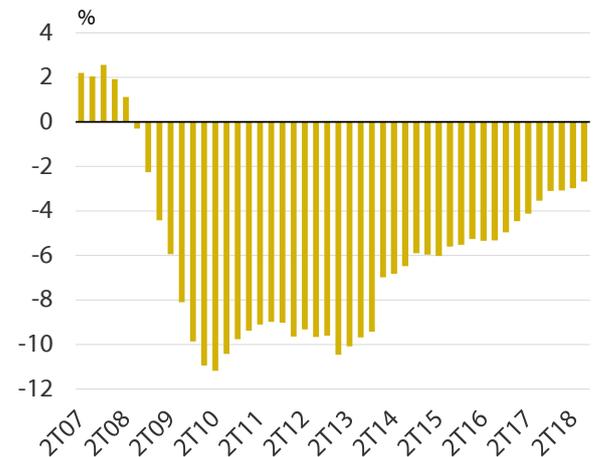
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



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

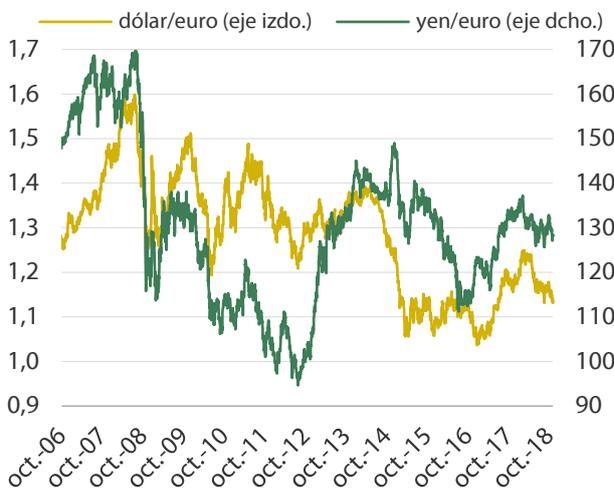


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

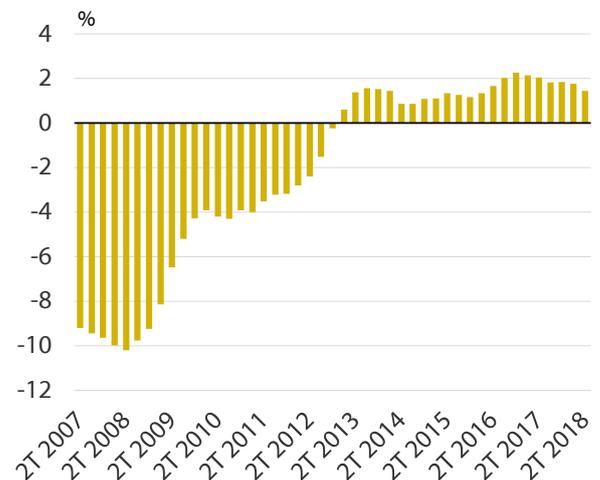


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

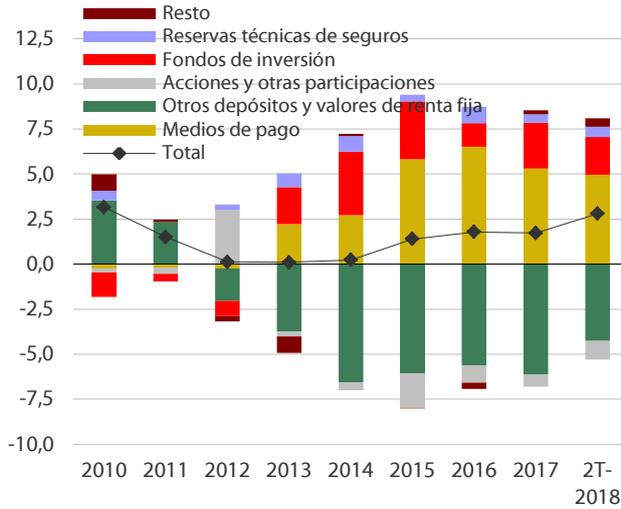


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



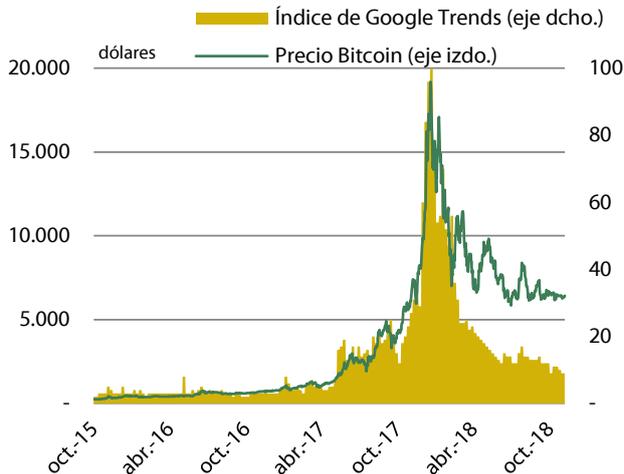
## Inversores

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

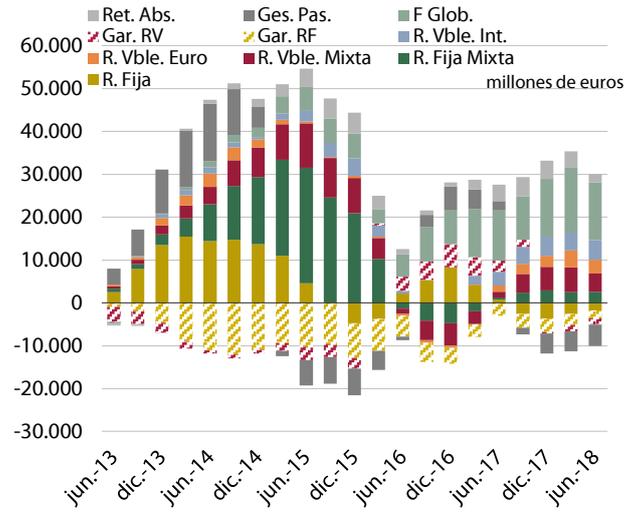


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 29: Cotización y búsquedas del bitcoin**

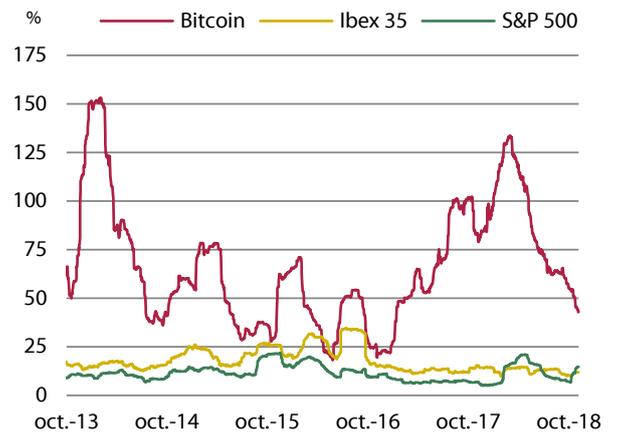


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



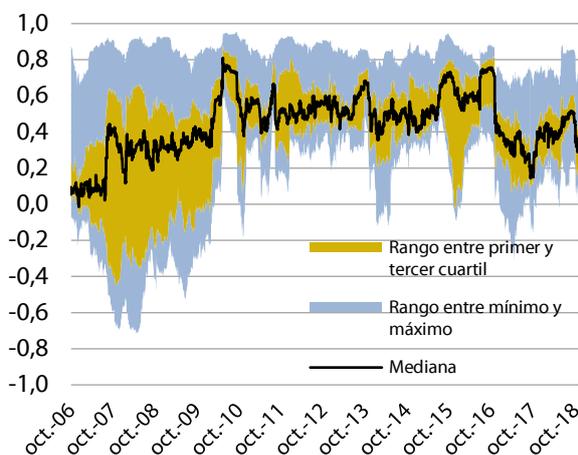
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

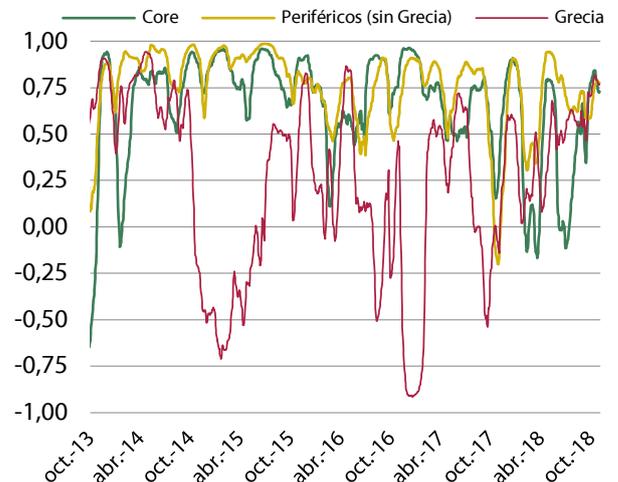


## Riesgo de contagio: nivel amarillo

**Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos**



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





## Notas explicativas

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

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, y asociar esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 43 indicadores<sup>32</sup>, 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

<sup>32</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.

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

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

**Cotización y búsquedas del *bitcoin* (gráfico 29):** El índice Google Trends refleja el interés de los usuarios del buscador de Google acerca de un tema concreto en una región y periodo determinados. En este caso, se muestra el índice del término *bitcoin* a nivel global desde abril de 2016 hasta la fecha de cierre de la nota de estabilidad.

**Volatilidad histórica del *bitcoin* (gráfico 30):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.

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

- **Correlación entre clases de activos (gráfico 31).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que en este contexto sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos (gráfico 32).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de tres meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.