



Nota de estabilidad financiera

N.º 30 Julio 2026

Nota de estabilidad financiera

N.º 30 Julio 2026

Esta publicación 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

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Resumen ejecutivo

La estabilidad financiera en los ámbitos supervisados por la CNMV se mantiene sólida, aunque en un entorno inestable en el que los riesgos de sobrevaloración y concentración de las acciones tecnológicas y las consecuencias de la IA son los principales riesgos. Los mercados financieros españoles han mostrado una notable resistencia a los eventos geopolíticos del primer semestre y el nivel de estrés del sistema financiero español se sitúa, al cierre del periodo, en niveles reducidos. No obstante, la acumulación de riesgos aconseja mantener una vigilancia estrecha, especialmente en relación con las valoraciones de determinados activos financieros, la creciente concentración de los mercados, las vulnerabilidades tecnológicas y cibernéticas asociadas al desarrollo de la inteligencia artificial y el aumento de las interconexiones entre distintos segmentos financieros.

La evolución de los mercados financieros durante el semestre estuvo condicionada por el conflicto en Oriente Medio y sus efectos sobre los precios energéticos, la inflación y las expectativas de tipos de interés. A pesar de ello, los principales indicadores macroeconómicos muestran una notable resiliencia. La economía española mantuvo un crecimiento superior al de las principales economías europeas, mientras que las expectativas de inflación a medio plazo permanecieron ancladas en torno al objetivo del 2 %, lo que ha contribuido a limitar el impacto de las tensiones geopolíticas sobre las condiciones financieras.

Los mercados de capitales mostraron un comportamiento favorable durante el periodo. La actividad en los mercados primarios continuó siendo dinámica, con un aumento significativo tanto de las emisiones de renta fija (+21 %) como de las operaciones en los mercados de renta variable (+33 %). Asimismo, la contratación en los mercados secundarios permaneció elevada y los principales índices bursátiles recuperaron con rapidez las correcciones registradas tras el inicio del conflicto, alcanzando en algunos casos máximos históricos. El Ibex 35 acumuló una revalorización del 12,5 % en el semestre, situándose entre los mercados más rentables de Europa. Los sectores financiero y energético fueron los principales motores de este avance, favorecidos por la evolución positiva de los beneficios empresariales, el dinamismo de la actividad económica y la evolución de los precios de la energía. En el segmento de criptoactivos, persisten las caídas de precios y la capitalización del mercado acumula una caída del 51 % desde el máximo de octubre de 2025.

El patrimonio total bajo gestión de las instituciones de inversión colectiva aumentó un 3 %, hasta los 827.000 M€. Las IIC nacionales gestionan el 57 % del total y registraron suscripciones netas de 8000 M€ en el primer trimestre de 2026. La demanda de los inversores siguió concentrándose principalmente en productos de renta fija y, en menor medida, en fondos con exposición a mercados internacionales de renta variable.

Las tensiones geopolíticas son un foco de incertidumbre para la estabilidad financiera global. La persistencia de los conflictos en Oriente Medio y Ucrania, junto con el incremento de las fricciones comerciales y estratégicas entre las principales economías mundiales, sigue condicionando las expectativas económicas y financieras. Aunque los mercados han mostrado una elevada capacidad de adaptación, la materialización simultánea de varios riesgos podría generar correcciones bruscas en los mercados.

El riesgo de mercado —especialmente el ligado a acciones tecnológicas— es la principal vulnerabilidad financiera en los mercados internacionales, y la exposición de los fondos de inversión españoles es media. En renta fija, el impacto sobre la inflación de la guerra en Oriente Medio ha provocado un cambio al alza en las expectativas de tipos de interés. Los fondos de inversión españoles tienen una alta exposición a renta fija (64 % del patrimonio gestionado), pero una sensibilidad a subidas limitada, por la corta duración de las carteras (duración modificada de 1,94). En renta variable, aunque en general las cotizaciones bursátiles continúan apoyadas por el crecimiento de los beneficios empresariales, determinados segmentos relacionados con la tecnología y la

inteligencia artificial presentan valoraciones exigentes respecto a sus promedios históricos y concentran una proporción creciente de la negociación en renta variable. Además, las últimas salidas a bolsa de empresas tecnológicas estadounidenses realizadas o previstas podrían exacerbar los problemas de sobrevaloración y concentración. En este contexto, la exposición total de los fondos de inversión españoles a empresas tecnológicas es limitada (11 %), aunque es sustancial en los fondos de renta variable (31 %).

Otra fuente sustancial de vulnerabilidad son los nuevos Modelos de Inteligencia Artificial de Frontera (FAIM), que suponen un salto cualitativo respecto a la automatización, severidad y tiempo de respuesta de los ciberataques. La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) emitió el 7 de julio una advertencia en la que señala que los FAIM pueden incrementar notablemente el riesgo cibernético al facilitar la automatización de ataques, reducir los tiempos de reacción ante vulnerabilidades y aumentar la dependencia de grandes proveedores tecnológicos. El organismo considera que la combinación de estos factores podría transformar incidentes tecnológicos aislados en riesgos con capacidad de propagación sistémica, afectando a infraestructuras críticas y a la estabilidad financiera. Como respuesta, recomienda reforzar la protección de los sistemas financieros, mejorar la cooperación supervisora y acelerar el desarrollo de capacidades tecnológicas propias en la Unión Europea.

El riesgo de crédito permanece contenido. Las primas de riesgo de los emisores españoles aumentaron temporalmente durante los momentos de mayor incertidumbre, pero posteriormente corrigieron gran parte de ese movimiento. Además, la calidad crediticia de los emisores españoles continúa mostrando una evolución favorable, mientras la proporción de deuda calificada como grado de inversión se mantiene en niveles elevados. Aunque los mercados privados de capitales siguen creciendo con rapidez, su tamaño relativo dentro del sistema financiero español continúa siendo reducido y no representa, por el momento, una fuente significativa de riesgo sistémico. La concesión directa de préstamos de las entidades de capital riesgo es reducida (3800 millones de euros, 7 % del patrimonio de las ECR).

El riesgo de contagio permanece en niveles relativamente elevados por la creciente interconexión entre los mercados y los activos financieros. Durante el semestre, aumentó la correlación entre las distintas clases de activos españoles, mientras que la existente entre la deuda soberana española y la de otras economías europeas continuó siendo elevada. Este fenómeno implica que futuras perturbaciones podrían transmitirse con mayor rapidez entre mercados, reduciendo los beneficios de la diversificación y amplificando los episodios de volatilidad.

Las posiciones de liquidez y apalancamiento de las instituciones de inversión colectiva son sólidas y operarían como mitigadores en caso de estrés. Los indicadores de liquidez y apalancamiento continúan mostrando niveles adecuados y las pruebas de resistencia realizadas por la CNMV confirman una elevada capacidad para afrontar escenarios extremos de reembolsos. Aunque se observa un ligero descenso de los colchones de liquidez respecto a años anteriores, no se identifican vulnerabilidades sustantivas.

El proceso de aplicación plena del Reglamento MiCA constituye uno de los avances regulatorios más relevantes del semestre en el ámbito de los criptoactivos. El 30 de junio concluyó el periodo transitorio del Reglamento MiCA. En España, hasta julio de 2026 se habían recibido 77 solicitudes, se había autorizado a 20 proveedores de servicios de criptoactivos (14 proveedores especializados y 6 entidades de crédito) y 16 solicitudes seguían en trámite. La incorporación progresiva de entidades bancarias al ecosistema cripto supone un paso relevante hacia una mayor integración entre las finanzas tradicionales y los nuevos mercados digitales, bajo estándares más elevados de supervisión, transparencia y protección del inversor.

1 Evolución de los mercados financieros

1.1 Situación macroeconómica

La situación geopolítica continúa siendo frágil e inestable. El comienzo de la guerra de Irán interrumpió el tráfico de productos energéticos y mercancías en el estrecho de Ormuz, provocando una subida sustancial del precio del petróleo. Aunque la situación parecía haber mejorado con el establecimiento de una tregua y una tímida reapertura del estrecho de Ormuz, las hostilidades han vuelto a reanudarse. Al cierre de esta publicación, persiste la incertidumbre respecto a la resolución definitiva del conflicto y su duración en caso de prolongarse, así como sobre el estatus del estrecho de Ormuz y el impacto de todo ello en el suministro de productos energéticos, la inflación observada y esperada y las cadenas de valor globales.

La inflación observada y la esperada en la zona euro y en España han repuntado ostensiblemente con el conflicto en Oriente Medio, pero se mantienen ancladas al 2 % a medio plazo¹. El IPCA observado repuntó rápidamente desde marzo; en el mes de junio fue del 2,8 % en la eurozona y del 3,2 % en España. Igualmente, la inflación general media esperada por el BCE para la zona euro ha aumentado en 1,1 p. p. desde diciembre de 2025, y en 1,5 p. p. en el caso de España. No obstante, las estimaciones apuntan a un shock transitorio, dado que las estimaciones de inflación media para 2028 no se han alterado y se mantienen en el 2 %.

Previsiones de inflación para la zona euro y España (%)

CUADRO 1

Ámbito y organismo	Ronda de previsión	2026	2027	2028
Zona euro - BCE	Diciembre 2025	1,9	1,8	2,0
	Marzo 2026	2,6	2,0	2,1
	Junio 2026	3,0	2,3	2,0
España - Banco de España	Diciembre 2025	2,1	1,9	-
	Marzo 2026	3,0	2,5	-
	Junio 2026	3,6	2,6	-

Fuente: BCE y Banco de España.

Las perspectivas de crecimiento de la zona euro se han resentido ligeramente, mientras que las de España han mejorado. En las dos últimas revisiones de las previsiones de crecimiento de la eurozona, el BCE rebajó el crecimiento estimado del PIB real de la eurozona para 2026 del 1,2 % en diciembre de 2025 al 0,8 % en junio de 2026. En contraste, las perspectivas de crecimiento de España en 2026 han mejorado ligeramente, tanto en las previsiones del Gobierno como en las del FMI y del Banco de España. En el primer trimestre de 2026, el PIB español creció un 2,7 % en tasa interanual, una décima más que al cierre del año anterior.

¹ Pasó en un mes del 2,3 al 3,4 %.

Previsiones de crecimiento del PIB para España (%)

CUADRO 2

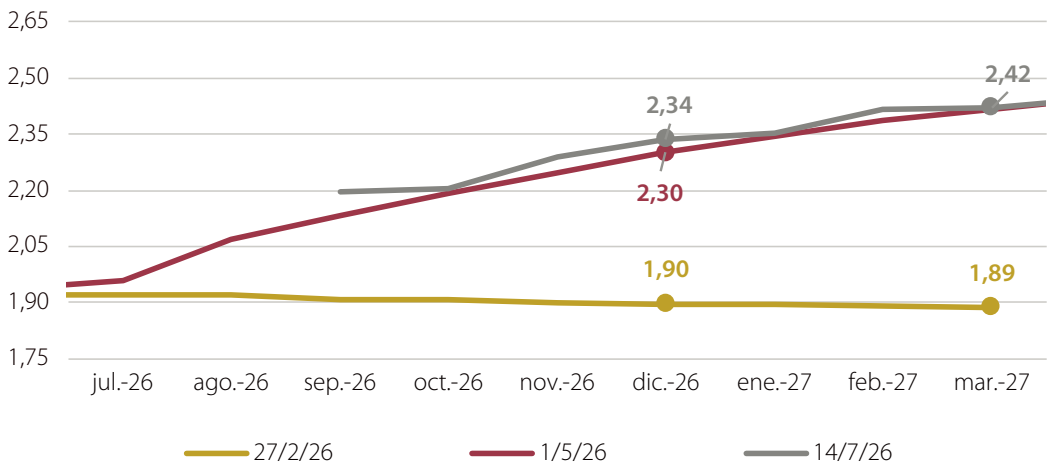
	Ministerio de Economía			Banco de España			FMI		
	nov-25	abr-26	jun-26	dic-25	mar-26	jun-26	oct-25	ene-26	abr-26
2026	2,2	2,2	2,6	2,2	2,3	2,3	2,0	2,3	2,1
2027	2,1	2,1*	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7	1,9	1,8
2028	2,1	2,1*	2,1	-	-	-	-	-	-

Fuente: Ministerio de Economía, Banco de España y FMI.
(*) En esta fecha no se realiza nueva previsión y, en consecuencia, se muestra la última previsión anterior.

Las expectativas de tipos de interés se han girado al alza y el BCE ha subido el tipo de interés de referencia de la política monetaria 25 p. b. A principios de año, los mercados descontaban que el BCE mantendría inalterado el tipo de interés de referencia de la política monetaria durante todo 2026. Sin embargo, tras el comienzo de la guerra en Irán, las expectativas de tipos de interés a corto plazo aumentaron, de manera consistente con la actualización al alza de las previsiones de inflación para la zona euro del BCE. En el mes de junio, el BCE aumentó el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos hasta el 2,25 %, y el mercado descuenta hasta dos subidas adicionales de aquí a final del año. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales en su reunión de junio, situando el rango objetivo de los fondos federales entre el 3,50 y el 3,75 %. No obstante, las expectativas del mercado asignan una probabilidad creciente a nuevas subidas durante el segundo semestre, en un contexto de persistencia de las presiones inflacionistas.

Evolución esperada del tipo del BCE en distintas fechas a partir del euro short term rate €STR overnight index swap (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Refinitiv.

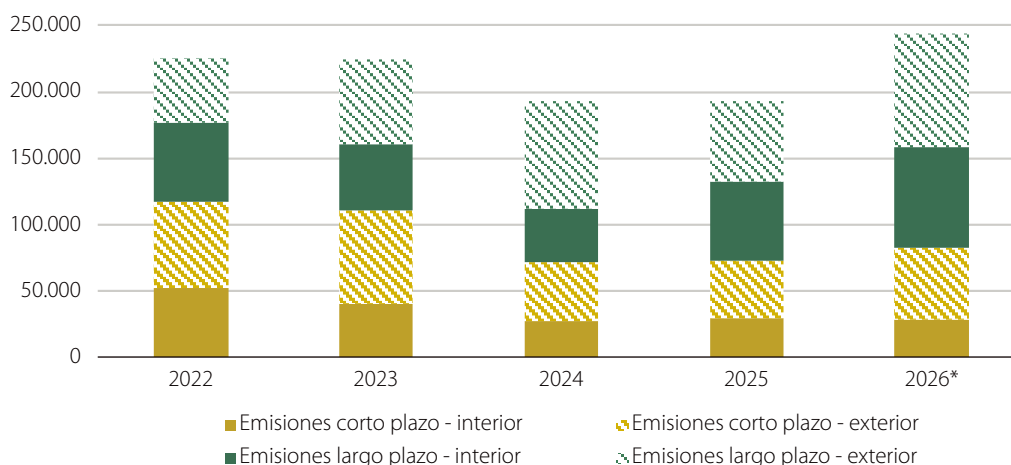
1.2 Actividad en los mercados primarios

A pesar de la inestabilidad geopolítica y la volatilidad, la actividad en los mercados primarios no se ha resentido: las emisiones totales de renta fija aumentaron un 21 %, y la actividad en el mercado de renta variable, un 33 %. Las emisiones totales de deuda de los emisores privados

españoles alcanzaron 110.108² millones de euros en el primer semestre, de los que el 47,1 % (51.871 millones, un 0,2 % interanual más) correspondió a emisiones en el mercado nacional y el 52,9 % restante (58.237 millones, un 48,3 % interanual más) se realizó en los mercados internacionales. Las emisiones a largo plazo representaron el 66 % del total y mostraron un dinamismo notable en el primer semestre frente a las emisiones a corto plazo (véase gráfico 2). Por tipo de emisor, continuó la preponderancia de las emisiones de las instituciones financieras, con un 77,9 % del total; el resto correspondió a las sociedades no financieras.

Emisiones de deuda de los emisores privados españoles Plazo y región de emisión (millones de euros)

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España y CNMV. Las cifras de emisiones en el interior corresponden a los importes admitidos a negociación. No se requiere folleto de emisión en la CNMV.

(*) Los datos de emisiones en 2026 se presentan anualizados con fines comparativos. Los datos de emisiones exteriores de 2026 alcanzan hasta mayo.

La actividad del mercado primario de renta variable aumentó en el primer semestre de 2026 hasta alcanzar un importe emitido de 3.576 millones de euros, un 33 % más que en el mismo periodo de 2025. De este importe, 3.403 millones correspondieron a ampliaciones de capital y 172,5 millones a una oferta pública de suscripción (OPS) a través de la cual se instrumentó la salida a bolsa de la compañía de ingeniería TSK —la primera operación de este tipo del año—. Asimismo, también salió a cotizar la compañía de telecomunicaciones DIGI³ y la sociedad Arteche se incorporó al mercado continuo mediante *listing* procedente de BME Growth. También destacó el crecimiento de la actividad emisora en el mercado alternativo BME Growth hasta alcanzar 726,8 millones de euros, más del doble que en la primera mitad de 2025, así como la incorporación de dos sociedades, Treelogic y Andino Inversiones Global. Por el contrario, el mercado de empresas en desarrollo BME Scale Up y Portfolio Stock Exchange experimentaron retrocesos del 52,4 % y del 81,6 % respectivamente, hasta situarse en 396,9 y 130,2 millones de euros.

² Las emisiones efectuadas en el exterior alcanzan hasta mayo.

³ A la fecha de corte de los datos de esta nota no se había producido la salida a bolsa de DIGI, que tuvo lugar el 16 de julio.

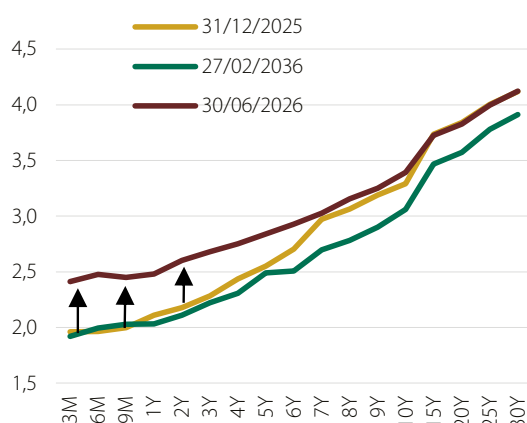
1.3 Actividad en los mercados secundarios

En los mercados de deuda soberana se produjeron aumentos generalizados de los tipos de interés, especialmente en los tramos cortos, con primas de riesgo relativamente estables. Estos movimientos son consistentes con las expectativas de un conflicto en Irán relativamente corto, que pueda afectar a la inflación a corto plazo, pero sin desancalar las expectativas de inflación a medio plazo, así como con la previsión de alguna alza del tipo de interés de referencia del BCE (como la que de hecho se produjo en el mes de junio). A pesar de estas subidas, las primas de riesgo se han mantenido estables, con la prima de riesgo del bono soberano español a 10 años frente al alemán en el entorno de los 40 puntos básicos.

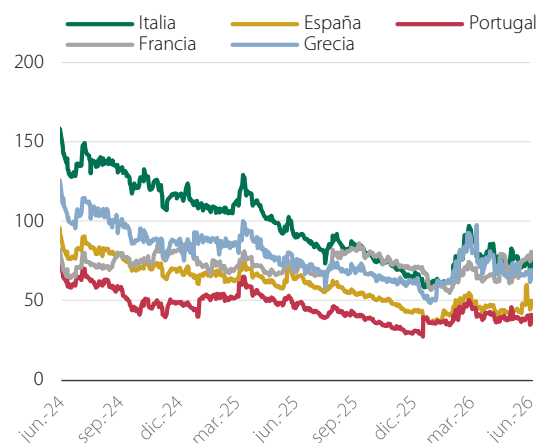
Tipos de interés y primas de riesgo

GRÁFICO 3

Curva de tipos de interés de la deuda española (%)



Primas de riesgo soberano¹ (p. b.)



Fuente: Refinitiv y CNMV.

¹ Diferencial de rendimiento con el bono alemán 10A, p. p.

En el caso de la deuda corporativa, también se aprecian subidas en los tipos de interés de las emisiones a más corto plazo, con primas de riesgo relativamente estables. La evolución de este segmento está sujeta a una dispersión mayor por la heterogeneidad de emisiones según su vencimiento, *rating* y grado de subordinación. No obstante, durante el primer semestre del año se observaron aumentos generalizados en los rendimientos a corto plazo y estabilidad en los plazos más largos⁴. De forma similar a la deuda soberana, las primas de riesgo del sector privado español registraron un repunte durante el primer semestre de 2026, alcanzando un máximo a finales de marzo, para moderarse posteriormente durante el segundo trimestre.

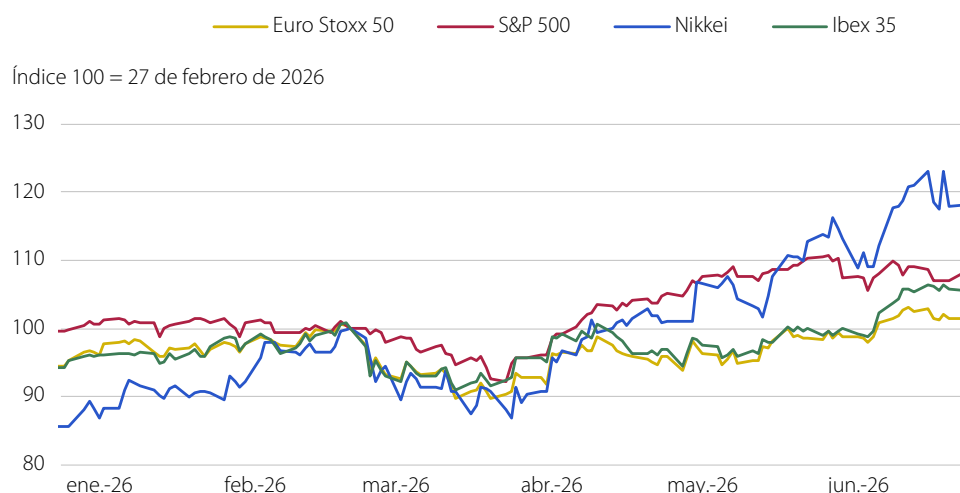
Los mercados de renta variable se encuentran en general por encima de los niveles previos al estallido de la guerra en Irán, y algunos de los grandes índices bursátiles se encuentran en máximos históricos. Los retrocesos de las primeras semanas de guerra fueron sustituidos por avances en la mayoría de los mercados gracias al buen comportamiento de los beneficios empresariales, la elevada revalorización de todas las sociedades vinculadas a la IA (incluidos otros segmentos de

⁴ El promedio del rendimiento diario de junio para los pagarés a 3 y 12 meses fue del 2,96 % y del 3,87 %, respectivamente. En los plazos más largos, a 3, 5 y 10 años, este promedio fue del 2,64 %, el 2,62 % y el 2,89 %, respectivamente.

la cadena de valor de la industria, como los fabricantes de semiconductores, de dispositivos de almacenamiento y memoria) y el renovado apetito de los inversores por el riesgo ante el temor a perderse los avances del sector en el futuro. Los mayores avances del segundo trimestre correspondieron al índice tecnológico Nasdaq (+21,4 %) y a los índices japoneses, favorecidos por una fuerte revalorización de las compañías de semiconductores. Estos movimientos reflejan la ampliación del grupo de empresas con alta demanda de los inversores, que inicialmente se centraba en las denominadas FAANG⁵, pero posteriormente se ha trasladado a las 7 Magníficas⁶ y, cada vez más, a las denominadas MANGOS⁷.

Evolución de los principales índices bursátiles en 2026

GRÁFICO 4



Fuente: Refinitiv.

Los principales mercados de valores europeos presentaron un comportamiento más heterogéneo, en función de su composición sectorial. El Ibex 35 acumuló unas ganancias del 12,5 %, situándose junto al índice italiano a la cabeza de la revalorización de los grandes índices europeos. El índice se encuentra en máximos históricos —casi 19.500 puntos—, impulsado sobre todo por el sector financiero y el del petróleo y la energía⁸, que acumularon ganancias del 14,9 % y del 20,2 % respectivamente durante el semestre y representan más del 50 % del índice. El Cac 40 y el Dax 30 acusaron en mayor medida el incremento de los costes energéticos y el impacto de la guerra en sus compañías con mayor vocación industrial y exportadora. En especial, resultaron afectadas la industria automovilística de Alemania y Francia, que además empieza a acusar la competencia china; el sector del consumo —sobre todo, el relacionado con los bienes de lujo—, que afecta principalmente a compañías francesas, y el sector de defensa, por la posibilidad de que se ralentice el crecimiento del gasto público en seguridad una vez concluida la guerra. Asimismo, todas

⁵ Este acrónimo hacía referencia a las compañías Facebook (Meta), Amazon, Apple, Netflix y Google (Alphabet).

⁶ Las grandes compañías tecnológicas denominadas 7 Magníficas (Amazon, Apple, Alphabet (Google), Meta (Facebook), Microsoft, NVIDIA y Tesla) acumularon revalorizaciones en el segundo trimestre que oscilaron entre el 3,9 % de Microsoft y el 24,3 % de Google (salvo Meta, que retrocedió el 1,5 %), si bien en la primera mitad del año el comportamiento fue mixto, con avances de Amazon, Apple, Google y NVIDIA (del 3,3, 6,4, 14,2 y 7,3 %, respectivamente) y retrocesos de Meta, Microsoft y Tesla (del 14,7, 22,9 y 6,5 %, respectivamente).

⁷ Este acrónimo hace referencia a las firmas Meta, Anthropic, Nvidia, Google, OpenAI y Space X, más expuestas a la IA que las big tech. Space X salió a cotizar en el mercado el pasado 12 de junio y acumula una revalorización del 26,6 %, mientras que tanto Anthropic como OpenAI pretenden hacerlo en los próximos meses.

⁸ El sector energético se vio favorecido por el incremento de los precios del petróleo y la energía. El precio del petróleo, que se situaba en torno a 72 dólares al inicio del conflicto, llegó a alcanzar valores superiores a 115 dólares y cierra junio en valores similares a los que mantenía cuando comenzó.

las compañías ligadas a las tecnologías de la información y el software retrocedieron con fuerza por el impacto que pueda tener la IA en su modelo de negocio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 3

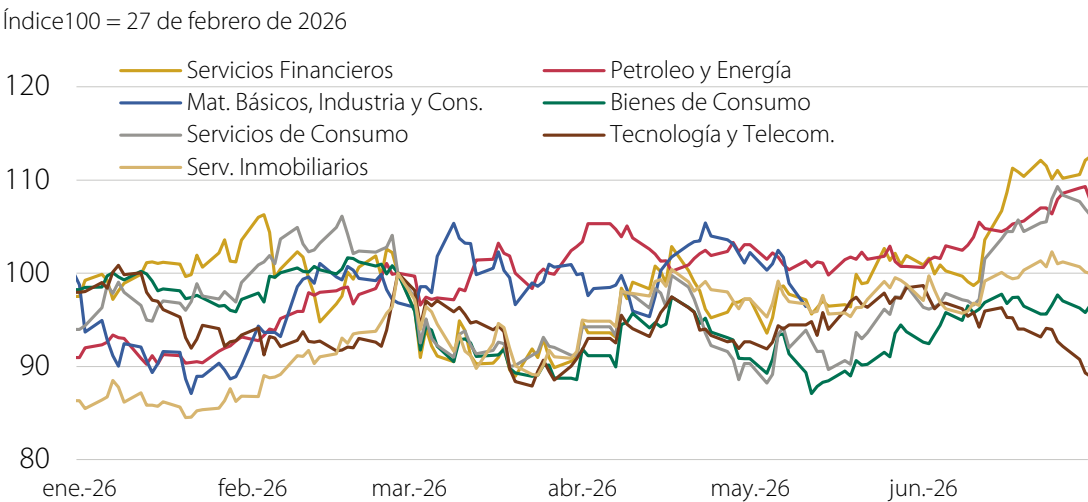
%								
	2022	2023	2024	2025	dic-25	mar-26	jun-26	ene/jun-26
Mundo								
MSCI World	19,5	21,8	17,0	19,5	2,9	-3,9	13,3	8,9
Zona euro								
Eurostoxx 50	-11,7	19,2	8,3	18,3	4,7	-3,8	13,6	9,3
Euronext 100	-9,6	13,3	4,2	18,4	3,7	0,8	11,1	11,9
Dax 30	-12,3	20,3	18,8	23,0	2,6	-7,4	10,2	2,1
Cac 40	-9,5	16,5	-2,2	10,4	3,2	-4,1	7,5	3,1
FTSE Mib	-13,3	28,0	12,6	31,5	5,2	-1,4	16,6	15,0
Ibex 35	-5,6	22,8	14,8	49,3	11,8	-1,5	14,2	12,5
Reino Unido								
FTSE 100	0,9	3,8	5,7	21,5	6,2	2,5	3,2	5,7
EE. UU.								
Dow Jones	-8,8	13,7	12,9	13,0	3,6	-3,6	12,9	8,9
S&P 500	-19,4	24,2	23,3	16,4	2,3	-4,6	14,9	9,6
Nasdaq-Cpte	-33,1	43,4	28,6	20,4	2,6	-7,1	21,4	12,8
Japón								
Nikkei 225	-9,4	28,2	19,2	26,2	12,0	1,4	37,2	39,2
Topix	-5,1	25,1	17,7	22,4	8,6	2,6	14,2	17,2

Fuente: LSEG Datastream.

1 En moneda local.

Evolución sectorial de la Bolsa de Madrid tras el inicio de la guerra

GRÁFICO 5



Fuente: Refinitiv.

La contratación media diaria del mercado continuo alcanzó 1.944 millones de euros el primer semestre del año, muy por encima de los 1.481 millones del semestre anterior y un 29,1 % más que en el mismo periodo de 2025. Asimismo, la negociación total de acciones españolas⁹ alcanzó en la primera mitad del año 687.494,2 millones de euros (un 38,9 % más que en el mismo periodo de 2025), de los cuales 249.706 millones se contrataron en BME. Por otro lado, las colocaciones aceleradas, que también indican la capacidad del mercado de absorber grandes paquetes de venta de acciones, alcanzaron un importe de 6.178 millones de euros en el primer semestre de 2026.

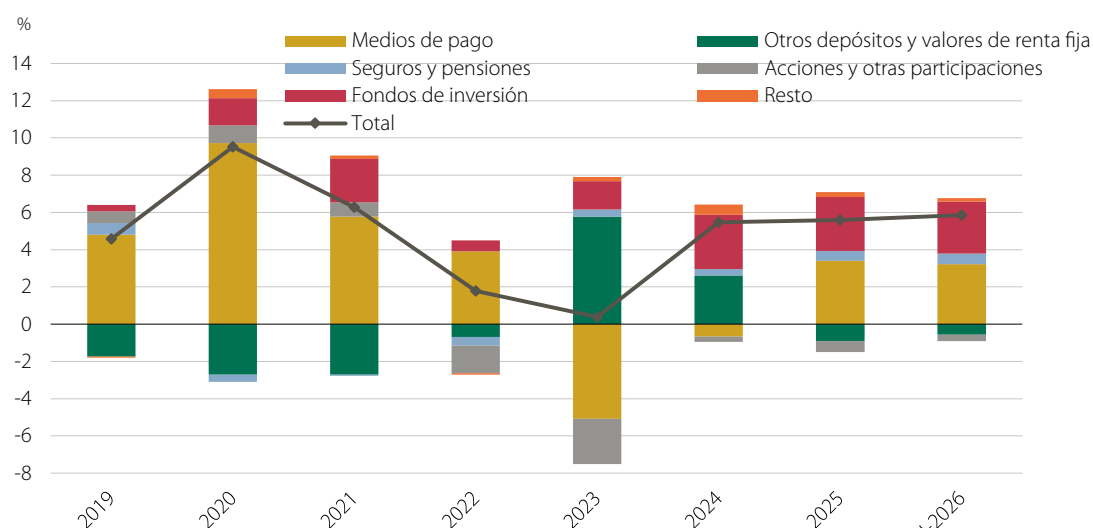
El mercado de criptomonedas siguió en la primera mitad del año la senda decreciente iniciada a finales de 2025 y con una volatilidad superior a la de los activos financieros tradicionales. La capitalización del conjunto del mercado cayó un 30,5 % en los primeros meses de 2026 y acumula una caída del 51,5 % desde el máximo en octubre de 2025 (4,3 billones de dólares). Esta caída se produjo con unos niveles de contratación irregulares, pero en general bajos (100.000 millones de dólares de negociación diaria con picos de 300.000 millones de dólares), y un aumento de la relevancia de las stablecoins (10,8 % en términos de capitalización y por encima del 50 % en términos de negociación diaria). Las volatilidades, aunque se mantienen sensiblemente por encima de las de los activos tradicionales, se sitúan por debajo de las observadas en los últimos años. Así, por ejemplo, la volatilidad de Bitcoin, que se situaba en el 40,7 % al comienzo del ejercicio, disminuyó hasta el 38,7 % al cierre del semestre. Ethereum, por su parte, disminuyó su volatilidad desde el 67,0 % hasta el 50,6 %.

1.4 Ahorro de las familias y evolución del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

El ahorro de los hogares se ha ralentizado, aunque sigue aumentando la adquisición neta de activos financieros y las suscripciones netas en fondos de inversión. La tasa de ahorro de los hogares, que había experimentado un notable aumento en 2023 y 2024, ha ido decreciendo de forma leve desde inicios del año pasado y se situó en el 11,8 % de la renta disponible a finales del primer trimestre (datos acumulados de 4 trimestres), un p. p. por debajo de la cifra de cierre de 2024. A pesar de ello, la adquisición neta de activos financieros subió tres décimas en el primer trimestre del año, hasta el 5,9 % del PIB (datos acumulados de 4 trimestres). Se observan algunos cambios en el patrón iniciado a finales de 2024, ya que la subida de tipos ha hecho que los hogares hayan vuelto a invertir, aunque en cantidades reducidas, en depósitos a plazo y valores de renta fija¹⁰, mientras que ha disminuido la inversión en efectivo y depósitos a la vista, si bien esta continúa siendo, en términos interanuales, la más elevada (55.000 millones, 3,2 % del PIB). La inversión en fondos de inversión, como en los últimos años, siguió siendo elevada (48.000 millones y un 2,8 % del PIB).

⁹ Información calculada con datos obtenidos del proveedor de información financiera BMLL y datos de BME.

¹⁰ En el primer trimestre, la inversión fue de 4.600 millones de euros, aunque en el acumulado de los últimos 4 trimestres continuaba siendo negativa (-9.800 millones, un 0,6 % del PIB).



Fuente: Banco de España.

En los primeros cuatro meses de 2026, los fondos de inversión españoles continuaron con la expansión observada desde 2022, con un incremento patrimonial del 3,6 % y suscripciones netas de unos 8.000 millones de euros. Este hecho, junto a la revalorización de la cartera de inversiones, hizo que el patrimonio se incrementara un 3,6 % hasta alcanzar los 475.250 millones de euros a finales de abril. No obstante, el conflicto en Oriente Medio provocó un descenso patrimonial del 2,5 % en el mes de marzo (debido, sobre todo, a las caídas de precios) en el que el valor de la cartera descendió alrededor de 13.000 millones, mientras que las suscripciones netas continuaron siendo positivas, aunque de menor magnitud en relación con los meses anteriores¹¹. Las cuentas de partícipes, por su parte, alcanzan los 18,7 millones, tras aumentar alrededor de 900.000 desde finales de 2025, y se corresponden con 5,8 millones de inversores¹² (5,7 millones en diciembre del año pasado).

Más de la mitad de las suscripciones netas (4.300 M€) se registraron en fondos de renta fija¹³. Los fondos de renta variable internacional, impulsados por el buen comportamiento de los mercados bursátiles en 2025, también experimentaron entradas de recursos destacables (casi 2.600 millones)¹⁴. Estas suscripciones netas vinieron acompañadas por un aumento notable en el número de cuentas de partícipes: en los fondos de renta fija se incrementaron en más de 140.000, y en los de renta variable internacional, en casi 265.000¹⁵. Por el contrario, los fondos garantizados y los de gestión pasiva fueron los que experimentaron los mayores reembolsos netos, que superaron los 1.100 y 670 millones de euros, respectivamente.

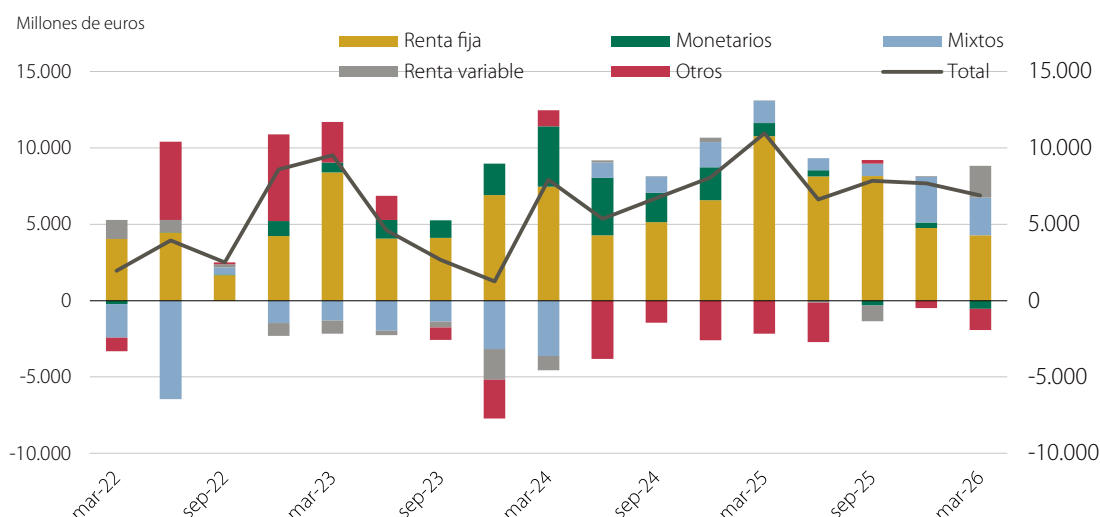
¹¹ Las suscripciones continuaron siendo de una magnitud similar a las de enero y febrero (entre 18.000 y 20.000 millones), mientras que los reembolsos aumentaron hasta casi los 19.000 millones (en los meses anteriores rondaron los 14.000 millones).

¹² Estas cifras pueden sobrevalorar el número real de inversores, ya que se corresponden con la suma de los partícipes que hay en cada sociedad gestora de IIC. Por lo tanto, un mismo partícipe podría estar incluido varias veces si invierte en fondos pertenecientes a distintas gestoras.

¹³ Esta cifra no incluye los fondos monetarios, en los que se produjeron reembolsos netos por valor de 543 millones de euros.

¹⁴ En cambio, en los fondos de renta variable euro se produjeron salidas netas de recursos por valor de 500 millones de euros.

¹⁵ Así, a finales de marzo las cuentas de partícipes superaban los 7 y 4,5 millones, respectivamente.



Fuente: CNMV.

El patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializado en España continuó creciendo en 2026, con un aumento del 3,0 % entre enero y marzo¹⁶, hasta alcanzar los 352.000 millones de euros. El número de cuentas de partícipes, por su parte, superó los 10,9 millones, tras aumentar en más de 800.000 en tres meses. Estos avances, algo superiores al de las IIC nacionales¹⁷, han provocado que las IIC extranjeras incrementen ligeramente su importancia relativa, suponiendo un 41,8 % del patrimonio total de IIC comercializadas en nuestro país y un 37,3 % de todas las cuentas de partícipes (medio p. p. y un p. p. más que en 2025, respectivamente).

¹⁶ Datos provisionales.

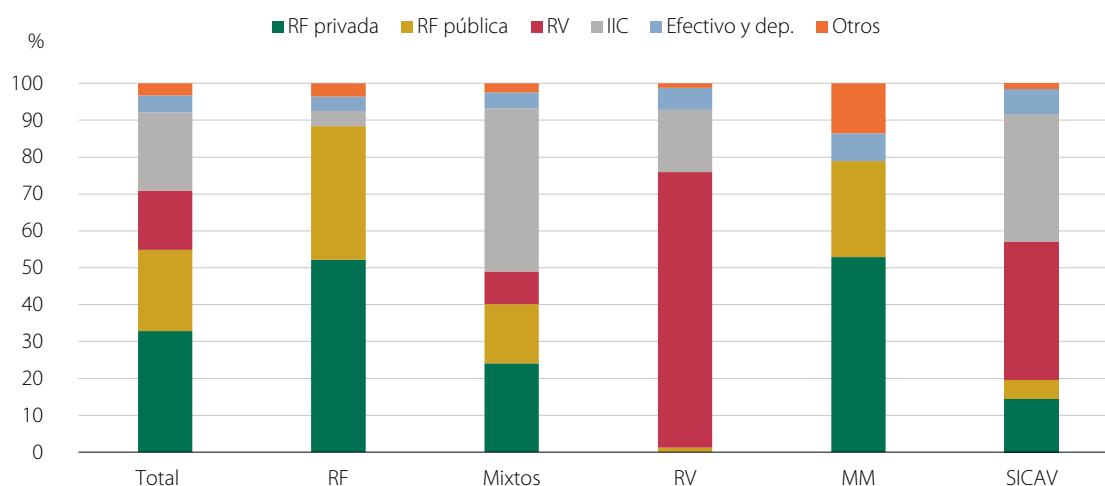
¹⁷ El patrimonio de las IIC españolas creció apenas un 0,7 % entre enero y marzo, mientras que las cuentas de partícipes lo hicieron en algo más de 400.000.

2.2 Riesgo de tipo de interés

En un contexto de expectativas de subidas de tipos de interés, la exposición de los fondos de inversión a la renta fija es alta (64 %). Esta proporción se reparte entre un 55 % debido a inversiones directas en activos de deuda y un 9 % en inversiones a través de otras instituciones de inversión colectiva. Las exposiciones directas, a su vez, se descomponen en un 33 % de deuda corporativa y un 22 % de deuda pública.

Distribución de la cartera de los fondos de inversión y SICAV españoles (mar-26)

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

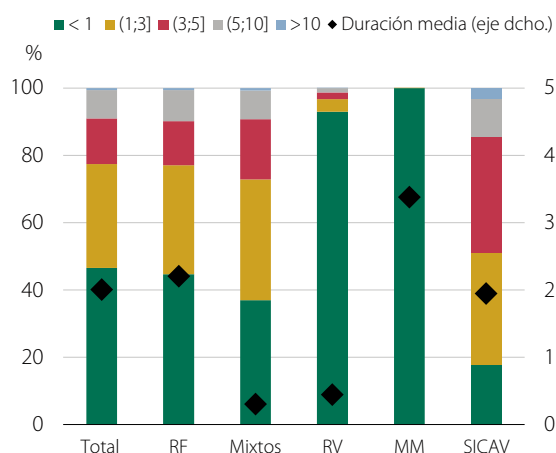
A pesar de la alta exposición a la renta fija, la sensibilidad a las subidas de tipos de interés está contenida por la baja duración modificada promedio de las carteras. La duración modificada al cierre del primer trimestre de 2026 para el conjunto de fondos de inversión¹⁸ era de 1,94¹⁹ (1,8 en 2024), y oscilaba entre el 0,3 de los fondos monetarios y el 3,4 de las SICAV (véase el panel izquierdo del gráfico 11). En la cola de la distribución existen algunos fondos con una duración modificada elevada: un 2,2 % (27 fondos) tenía una cifra superior a 10 (panel derecho del gráfico 12). No obstante, de estos fondos, en tan solo 6 la cartera de renta fija suponía más del 20 % de la cartera total y solo en 2 (ambos de tamaño reducido) era mayor al 90 %²⁰.

¹⁸ Se incluyen las SICAV.

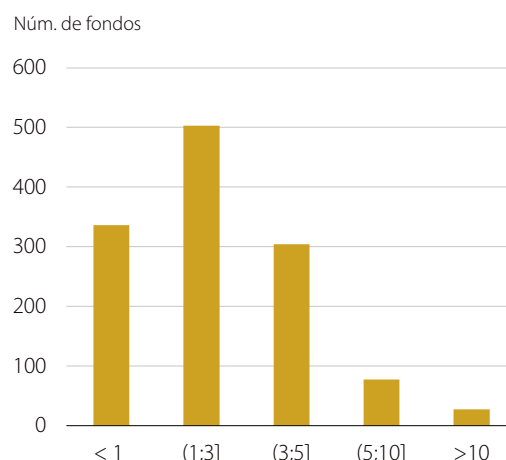
¹⁹ Esto significa que un aumento de 100 p. b. en los tipos de interés provocaría una contracción del 1,94 % en el valor de la cartera.

²⁰ Estos dos fondos tenían ambos una duración modificada superior a 23, por lo que un aumento de 50 p. b. en los tipos de interés haría que el valor de su cartera de renta fija disminuyera casi un 17 %.

Por tipología



Distribución individual



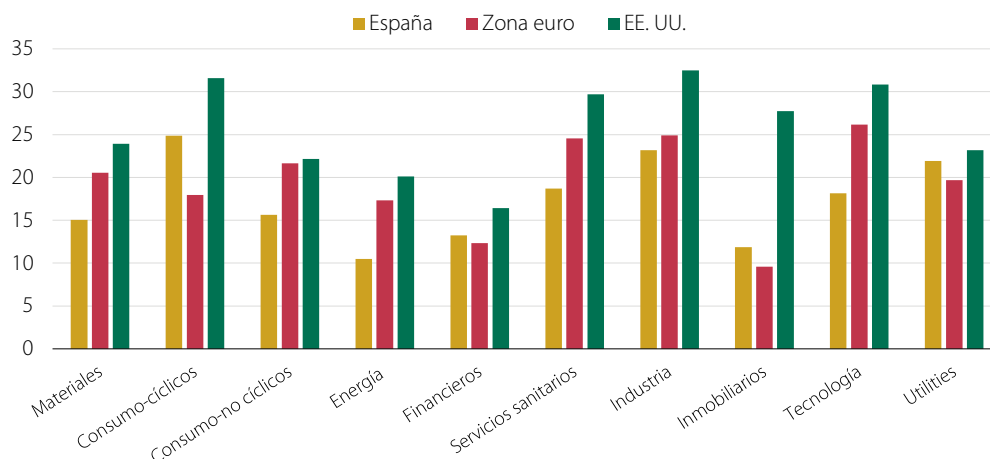
Fuente: Refinitiv, Bloomberg y elaboración propia.

2.3 Riesgo de mercado y concentración de activos

El riesgo de mercado es elevado en los mercados de renta variable debido a la alta valoración de algunos activos, que los hace susceptibles de sufrir correcciones de precio bruscas ante noticias geopolíticas o de otra índole. Aunque las ratios PER²¹ en Europa y Estados Unidos se han mantenido estables o incluso han caído en el primer semestre (por el avance de los beneficios empresariales, que han compensado la subida de las cotizaciones), se mantienen por encima de su promedio histórico y su valor alcanza valores muy elevados, especialmente en EE. UU. y en los sectores tecnológico y de la IA. En el caso del Ibex 35, la evidencia de sobrevaloración es menor, a pesar de estar en máximos históricos, ya que su ratio PER en junio (13,5) era solo ligeramente superior a su media histórica (13,3). La evolución de estas métricas habituales de valoración ha sido desigual entre las compañías y los sectores²², manteniéndose los valores más elevados en los mercados estadounidenses, así como en sectores como la tecnología, la IA (incluidos *hardware*, almacenamiento y centros de datos), la industria y los bienes de consumo (véase gráfico 12).

²¹ La ratio PER es un indicador habitual en los mercados que relaciona el precio de una acción con los beneficios esperados (también por acción) de la compañía. Valores altos de la ratio (o por encima de su promedio histórico) suelen asociarse a un fenómeno de sobrevaloración, y lo contrario para valores reducidos.

²² Estas ratios se han mantenido en niveles similares o incluso inferiores a los registrados al inicio de 2026. En España, los valores más elevados se concentran en las compañías de servicios públicos —*utilities*—, la industria y el consumo, mientras que en Europa lo hacen en la tecnología, la industria y el sector sanitario.

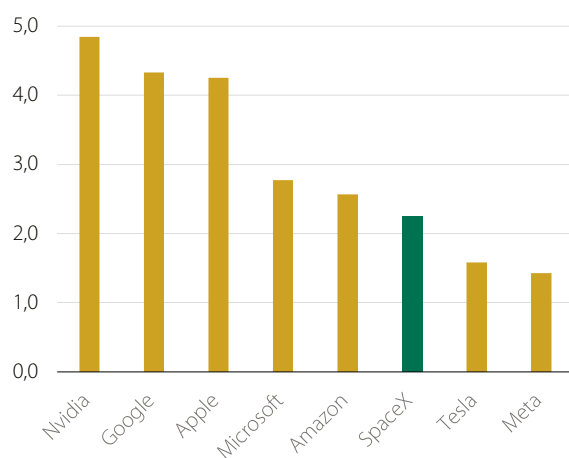


Fuente: Refinitiv.

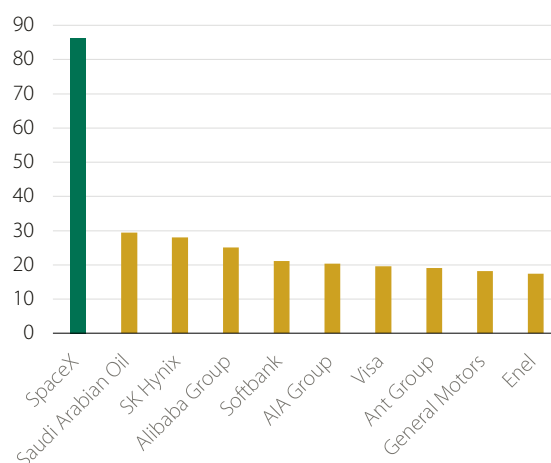
El riesgo de sobrevaloración de las empresas tecnológicas (especialmente las de IA) y su concentración en el mercado podría acentuarse con la reciente salida a bolsa de SpaceX y las esperadas de OpenAI y Anthropic. Los múltiplos de valoración de SpaceX en su salida a bolsa y los esperados para las otras dos empresas de IA son muy elevados desde una perspectiva histórica, se basan en supuestos muy optimistas y la competencia entre ellas sigue una estrategia de *winner takes all*, que puede ser consistente para cada una de ellas individualmente, pero no para todas de manera simultánea. Todo esto retroalimenta la preocupación sobre la posible sobrevaloración de las empresas del sector de la IA. Además, el tamaño de estas salidas a bolsa (las estimaciones son que el mercado de OPV podría llegar a máximos en Estados Unidos con estas tres salidas en 2026) y su previsible incorporación a algunos de los principales índices (SpaceX ya ha sido admitida en el Nasdaq) podrían agravar los problemas de concentración de la negociación en este segmento de empresas tecnológicas.

Indicadores de concentración del mercado

Capitalización¹ 7 Magníficas + Space X



Mayores salidas a bolsa por importe captado²



Fuente: Bloomberg.

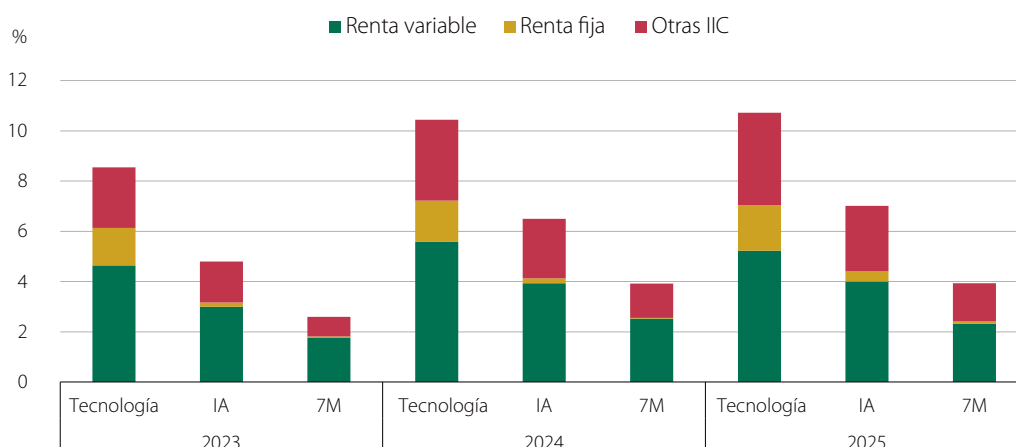
¹ Billones de dólares.

² Miles de millones de dólares.

La exposición de los fondos de inversión españoles a compañías tecnológicas es relativamente baja para el patrimonio total (11 %), pero moderada en el caso de los fondos de renta variable (31 %). Aproximadamente la mitad de estas exposiciones se materializan en la tenencia directa de las acciones de las empresas, y el resto en exposiciones a través de otros fondos de inversión y, en menor medida, de la tenencia de deuda. El crecimiento de la exposición ha sido más sustancial en las empresas de IA, mientras que se ha mantenido más estable desde 2024 en el caso de las 7 Magníficas.

Exposición de los fondos de inversión a las empresas tecnológicas, IA y 7M

GRÁFICO 14

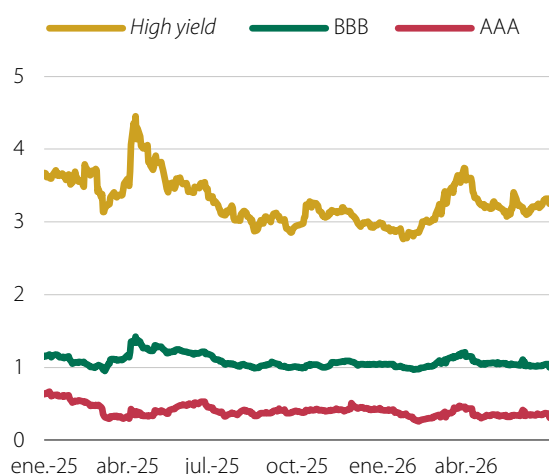


Fuente: Refinitiv, Lipper y elaboración propia.

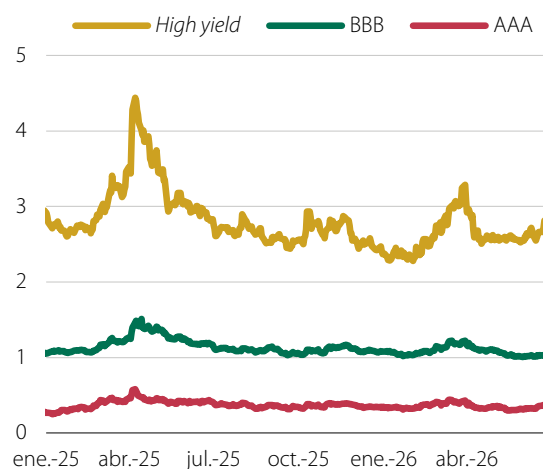
Los riesgos de sobrevaloración y concentración interactúan entre sí, pudiendo amplificar los costes de una corrección rápida de mercado. Es posible que una parte de los inversores (por ejemplo, aquellos que se incorporan al mercado o invierten en algunos activos por el temor a perderse sus potenciales alzas) puedan estar infravalorando sus riesgos. Así, en el caso de materializarse algún *shock* (como un resurgimiento de los conflictos bélicos o de las tensiones comerciales), o de acontecer un escenario de menor crecimiento o repuntes de la inflación, o incluso un aumento súbito de las primas de riesgo en algunas economías, podrían desencadenarse ajustes significativos a la baja en las valoraciones, especialmente intensos en aquellos activos, sectores y mercados con valoraciones más elevadas.

En los mercados de deuda, el riesgo de mercado de los activos se mantiene en niveles contenidos (véase gráfico 15), aunque podría incrementarse especialmente en los plazos más largos de la curva si ocurre algún *shock* inesperado. En este escenario, aquellos sectores o agentes que presenten mayores niveles de endeudamiento pueden ser más vulnerables. Por ello, aunque las primas de riesgo de la deuda corporativa *high yield*, la deuda subordinada e incluso la deuda pública con peor *rating* muestran valores reducidos, es importante seguir analizando su riesgo.

Zona euro



EE. UU.



Fuente: Refinitiv.

El segmento de criptoactivos sigue experimentando notables caídas de precios y elevada volatilidad. El segmento sufre una sustancial corrección de precios desde finales de 2025, y las dos principales criptomonedas por capitalización, Bitcoin y Ethereum, acumulan caídas del 52 % y el 67 % desde los máximos de 2025, respectivamente. Además, se percibe un cierto aumento de su conexión con el sistema financiero tradicional a través de las exposiciones directas de las entidades financieras a criptoactivos, el crecimiento de instrumentos financieros tradicionales con exposición a criptoactivos, la existencia de inversores comunes en ambos tipos de activos y el aumento de la correlación entre los mercados de criptoactivos y otros segmentos financieros, en particular los mercados de renta variable. A pesar de esto, el ecosistema de criptoactivos no constituye, por el momento, un riesgo relevante en términos de estabilidad financiera, pero sí precisa de seguimiento.

2.4 Liquidez y apalancamiento de las instituciones de inversión colectiva

Los indicadores de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión continúan sin mostrar vulnerabilidades reseñables para la estabilidad financiera. Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias a finales de 2025, a pesar de observarse unos niveles ligeramente inferiores a los de ejercicios anteriores²³. Así, la ratio de activos considerados muy líquidos (HQLA nivel 1) se situó en el 20,7 %, para el total de fondos²⁴ a finales del 2025 (25,8 % en diciembre de 2024). Las tipologías de fondos con los niveles más bajos son las SICAV y los fondos de renta variable, mientras que los fondos monetarios y de renta fija tenían valores más elevados. Por su parte, la ratio HQLA nivel 2 fue del 56,7 %, tres p. p. menos que un año antes, situándose entre el 48,9 % de las SICAV y el 65,7 % de los fondos monetarios. En términos

²³ Para ello se calcula la ratio conocida como HQLA (*high quality liquid assets*), que incorpora información tanto sobre el tipo de activo como de sus calificaciones crediticias. Utilizando esta metodología, se han realizado dos cálculos del nivel de liquidez: uno más restringido (nivel 1), que incluye los valores considerados completamente líquidos, y otro algo más flexible, que incluye, además de los primeros, porcentajes variables de activos con un nivel de liquidez medio o alto. Cabe mencionar que, para el nivel 2 de liquidez, se ha cuantificado también la liquidez de las IIC en las que invierten los fondos españoles.

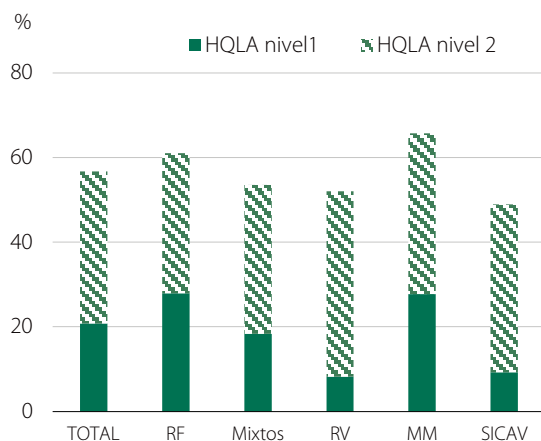
²⁴ Se incluyen fondos de inversión y SICAV.

individuales, se observa que a cierre del año pasado había muy pocos fondos con un nivel de activos líquidos (HQLA nivel 2) inferior al 20 %, concretamente un 1,5 % en términos patrimoniales²⁵.

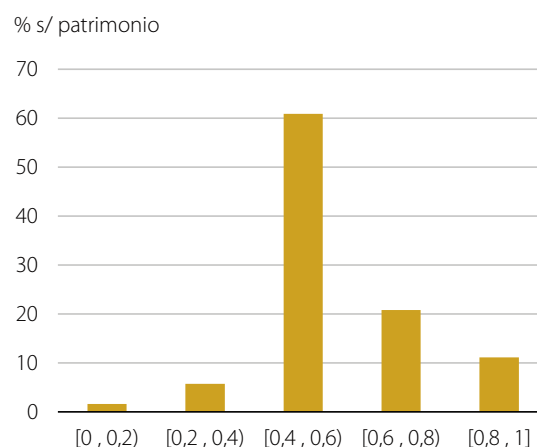
Condiciones de liquidez de los fondos de inversión y SICAV españoles (HQLA)

GRÁFICO 16

Por tipología



Distribución individual



Fuente: CNMV, Refinitiv Eikon, Refinitiv Lipper y Bloomberg.

El nivel de apalancamiento de las IIC²⁶ a finales de 2025 continuaba mostrando unos niveles reducidos y muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación. En términos de apalancamiento sintético (a través de instrumentos derivados), la exposición bruta²⁷ al riesgo de mercado de los fondos de inversión²⁸ suponía el 14,6 % de su patrimonio, un porcentaje muy similar al de 2024 (14,4 %). La exposición neta²⁹, por su parte, alcanzaba tan solo el 7,1 %³⁰, por lo que siguen sin observarse vulnerabilidades relevantes en ninguno de los riesgos que puede generar la operativa con derivados, pues se sitúa muy por debajo del máximo permitido (100 % del patrimonio).

Las últimas pruebas de resistencia de la CNMV de finales de 2025 no identifican problemas generales de liquidez de los fondos de inversión en un escenario adverso. Este ejercicio evalúa el

²⁵ De estos vehículos, se han analizado las carteras de los de mayor tamaño (5 fondos con patrimonio superior a 400 millones, que suponen más del 60 % de estos fondos): de ellos, 3 fondos invertían casi todo su patrimonio en una única IIC de la que no se ha podido obtener información (por lo que se asume que es totalmente ilíquida), mientras que 2 de ellos invertían mayoritariamente en deuda privada *high yield*.

²⁶ Se puede hablar tanto de apalancamiento financiero (endeudamiento) como de sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar para resolver dificultades transitorias de liquidez, y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos. El nivel máximo de apalancamiento permitido en este último caso es del 100 % del patrimonio.

²⁷ El cálculo de la exposición bruta se realiza utilizándose la metodología propuesta por IOSCO (IOSCO Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds, diciembre de 2019). De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, permitiendo realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones. No incluye la estimación de apalancamiento a través de la inversión en otras IIC. Si esta última se incluyera, la exposición bruta aumentaría hasta el 22,9 %.

²⁸ Se incluyen también las SICAV.

²⁹ La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, y neutralizando así toda aquella operativa que se realiza con la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado.

³⁰ Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA: ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS (CESR/10-788). Estos fondos suponían el 95,3 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 15,6 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

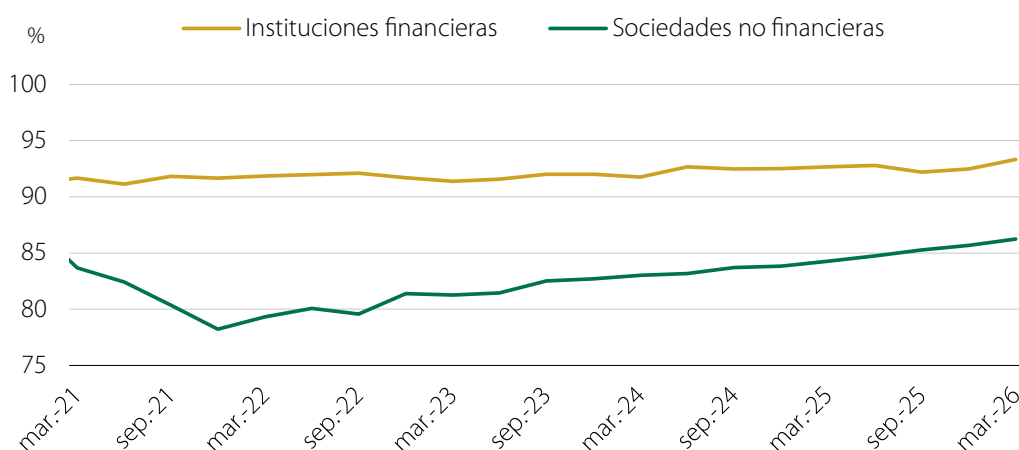
grado de fortaleza de estas instituciones ante un *shock* teórico de liquidez derivado de un aumento repentino y significativo en el nivel de los reembolsos³¹. Para ello, se plantean varios escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre los reembolsos de las distintas categorías de fondos. El último análisis, con datos de diciembre de 2025, sigue mostrando la resistencia del sector a los escenarios planteados, ya que solo en el escenario de perturbaciones más extremo³² se identifican 12 fondos cuya ratio de liquidez estimada es inferior al volumen potencial de reembolsos. No obstante, en la mayor parte de estos casos, la ratio de liquidez es reducida porque se trata de vehículos que invierten mayoritariamente en otras IIC, cuyas carteras se desconocen (esto hace que el nivel de liquidez, calculado mediante la ratio HQLA, sea cercana a cero).

2.5 Riesgo de crédito

La evolución de los indicadores financieros y de la calificación crediticia de los emisores españoles se mantiene sin cambios relevantes. Al cierre del semestre, la media de los CDS del subsector financiero se situó en 41 p. b. (frente al máximo de 51 p. b. a finales de marzo), prácticamente en línea con el cierre de 2025, mientras que la del subsector no financiero ascendía a 51 p. b., 3 p. b. por encima de la registrada al cierre del ejercicio anterior (frente al máximo de 65 p. b. a finales de marzo). Las calificaciones crediticias de los emisores privados españoles se mantuvieron estables. En marzo, el 92 % de la deuda privada española se encontraba dentro de la categoría de grado de inversión (véase gráfico 17)³³.

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

GRÁFICO 17



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

Los mercados privados de capitales están recibiendo una atención creciente en el ámbito internacional, pero en España, aunque su crecimiento ha sido rápido partiendo de niveles bajos, el riesgo para la estabilidad financiera es contenido. En los últimos 10 años, el segmento del capital riesgo en España ha experimentado un rápido crecimiento, multiplicando por 6 el patrimonio bajo gestión y por 7 el número de entidades. No obstante, este segmento tiene aún un peso

³¹ Estos ejercicios se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, y siguen una metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo de STRESI) y posteriormente ampliada por la CNMV (Véase el artículo de J. Ojea Ferreiro (2020), «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», *Boletín Trimestral II/2020* de la CNMV).

³² Este escenario es, dependiendo de la vocación, hasta 3 veces más severo que el registrado en la peor semana de marzo de 2020.

³³ La tendencia del sector no financiero se explica, en gran medida, por las compañías industriales y tecnológicas, que suponen alrededor de un 65 % del conjunto.

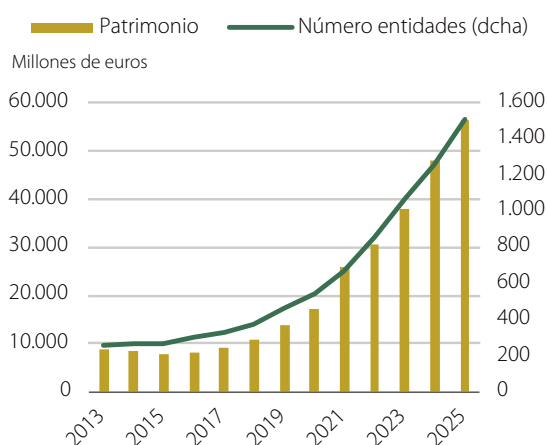
relativamente pequeño, al suponer un 10 % del total de activos bajo gestión de los vehículos de inversión colectiva, tanto abiertos como cerrados, registrados en España.

La concesión directa de préstamos de las entidades de capital riesgo es reducida. En 2025 ascendió a 3.800 millones de euros (7 % del patrimonio de las ECR). La mayor parte de las ECR no tienen actividad en la concesión directa de préstamos, y el número de ECR que dedican más del 50 % de su patrimonio a la concesión directa de préstamos es pequeño (48 vehículos que suponen el 4 % del patrimonio de las ECR). No obstante, la inversión de ECR en otras entidades de capital riesgo supone el 46 % del patrimonio de este segmento (25.900 millones de euros). El porcentaje del patrimonio gestionado por estas ECR de segundo nivel invertido en la concesión directa de préstamos se encuentra actualmente en análisis.

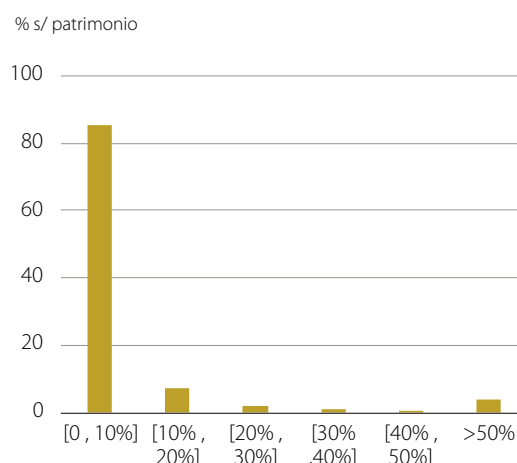
Entidades de capital riesgo españolas

GRÁFICO 18

Patrimonio y número de entidades



Distribución de la concesión de préstamos



Fuente: Refinitiv Eikon, Bloomberg y elaboración propia.

2.6 Riesgo de contagio

El riesgo de contagio siguió siendo una fuente relevante de atención para la estabilidad financiera, ya que permite identificar hasta qué punto las perturbaciones en un segmento del mercado pueden transmitirse a otros. Cuando las relaciones entre activos, mercados o intermediarios financieros se intensifican, aumenta la probabilidad de que episodios de volatilidad o incertidumbre tengan efectos más amplios. Por este motivo, el seguimiento de las distintas medidas de correlación resulta fundamental para evaluar la resistencia del sistema financiero ante posibles perturbaciones.

Durante el primer semestre se observaron cambios en algunas medidas de contagio que apuntan a una mayor sincronización entre determinados activos financieros. En particular, la relación entre los distintos tipos de activos españoles aumentó tras el repunte de la incertidumbre geopolítica internacional y permaneció posteriormente en niveles intermedios. Esta evolución estuvo asociada a un comportamiento más similar entre los mercados de renta variable y renta fija, lo que refleja una mayor interdependencia entre segmentos que anteriormente mostraban una evolución más diferenciada.

Al mismo tiempo, otras medidas de contagio mostraron una evolución más favorable, aunque persistieron algunos focos de vulnerabilidad. La correlación entre los distintos subsectores financieros españoles se redujo y abandonó los niveles más elevados observados en los meses anteriores, lo que sugiere una menor probabilidad de transmisión de tensiones dentro del sector financiero nacional. Sin embargo, continuaron observándose vínculos significativos entre la deuda soberana española y la de las principales economías europeas, mientras que la relación entre los mercados tradicionales y los criptoactivos se mantuvo presente, especialmente en algunos mercados internacionales, evidenciando que los canales de contagio siguen siendo un elemento relevante que monitorizar.

2.7 Riesgo climático

Los riesgos más relevantes en materia de sostenibilidad continúan asociados a la correcta identificación y prevención de los impactos del cambio climático, la necesidad de reforzar la calidad y consistencia de la información ESG y la prevención de prácticas relacionadas con el *greenwashing*. Aunque la incorporación progresiva de estos riesgos en los marcos de gestión ha avanzado de manera notable, aún persisten ciertas vulnerabilidades, especialmente en el caso de la disponibilidad y comparabilidad de los datos, la modelización adecuada de cara a valorar correctamente los impactos de eventos climáticos y su integración en la gestión de las empresas para la toma de decisiones. En este contexto, resulta crucial la monitorización por parte de los supervisores en un entorno en el que los riesgos climáticos adquieren una dimensión cada vez más sistémica.

Los últimos datos disponibles sobre vehículos de inversión relacionados con la sostenibilidad en España muestran incrementos tanto en el ámbito de las IIC como en las emisiones de renta fija. Así, el número de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 del Reglamento SFDR era de 405 y 19 (mar-26), respectivamente, y su patrimonio se situaba por encima de los 188.000 millones de euros (38,6 % del patrimonio total de las IIC). Por otro lado, el importe de las emisiones de deuda con características ASG realizadas por emisores españoles en la primera mitad del año fue de 17.239 millones de euros, por encima de la cifra registrada en 2025 a estas alturas del año (11.310 millones). Se produjeron avances tanto en las emisiones de las AA. PP. como en las de las entidades financieras y las corporativas. Por tipo de deuda, se observó un significativo incremento en las emisiones sostenibles (véase gráfico A33).

En términos de regulación, se han producido cambios que buscan la simplificación del marco normativo, pero manteniendo los objetivos de transparencia y transición sostenible. En el mes de marzo entró en vigor el paquete Ómnibus, formalizado a través de la Directiva (UE) 2026/470, que introduce cambios para reducir la carga administrativa de la CSRD y la CSDDD, que regulan el reporte de sostenibilidad y diligencia debida, respectivamente. La reforma reduce el alcance de las obligaciones, elevando los umbrales de aplicación. De esta manera, se reorienta el enfoque regulatorio hacia la eficiencia y la competitividad, sin perder de vista los objetivos climáticos. A su vez, en el mes de mayo la Comisión Europea lanzó a consulta pública un proyecto de acto delegado para simplificar los estándares, con el objetivo de reducir los costes de cumplimiento de forma significativa.

2.8 Riesgos operativos y de ciberseguridad relacionados con la inteligencia artificial

Los modelos de frontera de inteligencia artificial constituyen una fuente sustantiva de vulnerabilidad que pueden suponer un salto cualitativo en la amenaza de los ciberincidentes. Entre 2014 y 2023 se registraron por encima de 14.000 ciberincidentes a nivel mundial³⁴, de los cuales más de 1.200 afectaron de manera directa al sector financiero (9 % del total). Además, este porcentaje ha seguido una tendencia alcista, desde el 6 % al comienzo del periodo hasta el 13 % en 2023. Dentro del propio sistema financiero, la mayor parte de los incidentes se concentran en la banca y los mercados de valores, situándose en cerca del 80 %. A su vez, el fraude digital ha aumentado significativamente en la última década, alcanzando millones de casos anuales.

En una advertencia reciente del ESRB, se subrayan los cambios en la naturaleza del riesgo de ciberseguridad que suponen los modelos de IA frontera (FAIM). Estos sistemas no solo permiten realizar tareas de elevada complejidad, sino que también pueden amplificar riesgos existentes y generar otros nuevos. Destaca principalmente el riesgo cibernético, ya que los modelos más avanzados pueden facilitar la identificación de vulnerabilidades y la automatización de los ataques. Al mismo tiempo, se suma el riesgo de desinformación y fraude, ante la posibilidad de generar contenidos falsos altamente realistas. Por todo ello, resulta de vital importancia que las entidades financieras refuercen sus capacidades defensivas frente a las nuevas amenazas en el corto plazo (véase recuadro 1).

En enero, la Comisión Europea propuso una actualización del marco existente mediante el Cybersecurity Act 2, que supone avances en materia de seguridad en un contexto de elevados riesgos geopolíticos. Uno de los aspectos más relevantes es la incorporación de un marco específico para la seguridad de la cadena de suministro, con el objetivo de regular correctamente los riesgos relacionados con los proveedores externos de servicios tecnológicos. Además, se incluye la posibilidad de calificar a proveedores como de «alto riesgo» cuando se encuentren vinculados a entornos con altas tensiones geopolíticas que puedan repercutir en infraestructuras críticas.

³⁴ T. Khiaonarong y S. Zheng (2026). «The rise of cyber events and digital fraud in the financial sector» (IMF Working Paper No. WP/26/62). *International Monetary Fund*.
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2026/03/27/The-Rise-of-Cyber-Events-and-Digital-Fraud-in-the-Financial-Sector-575067>

El Consejo del ESRB publicó el 7 de julio de 2026 una advertencia y una nota técnica sobre los avances en los Modelos de IA de Frontera (FAIM), cuyas capacidades pueden alterar la naturaleza y magnitud del riesgo cibernético y convertirse en una fuente de riesgo sistémico para el sistema financiero de la UE, coincidiendo con la publicación de una carta remitida por el BCE a los CEO de los bancos en la que se les instaba a reforzar sus planes de contingencia frente a las amenazas de ciberseguridad.

Los FAIM suponen un salto cualitativo en la amenaza que representan los ataques cibernéticos, que pueden ejecutarse mucho más rápido y de manera automática, reduciendo la ventana de respuesta. Hasta ahora, la mayoría de los incidentes cibernéticos en el sector financiero se consideraban eventos aislados que afectaban a entidades concretas. Sin embargo, los FAIM pueden ejecutar de forma autónoma las principales fases de un ciberataque, aumentando significativamente su velocidad, escala y capacidad de coordinación. Esto eleva el riesgo de que un incidente, originado dentro o fuera de la UE, se propague a través de infraestructuras críticas como los sistemas de pagos, liquidación y compensación y CCP, generando efectos sistémicos. Aunque el ESRB reconoce el potencial defensivo de estos modelos, considera que, a corto plazo, incrementan principalmente la capacidad ofensiva y, con ello, los riesgos para la estabilidad financiera, e identifica varios factores que agravan el riesgo, tales como:

- **Reducción de los plazos de reacción entre el descubrimiento de una vulnerabilidad y su explotación.** Los FAIM permiten pasar de procesos que requerían días o semanas con intervención humana experta a actuaciones ejecutadas de forma autónoma en minutos u horas.
- **Incremento del número de vulnerabilidades críticas que pueden ser identificadas y explotadas,** sobresaturando los actuales procesos de gestión de riesgos, basados en evaluar y priorizar individualmente cada vulnerabilidad según su gravedad y probabilidad de explotación, y volviéndolos ineficaces.
- **Mayor exposición a riesgos derivados de proveedores tecnológicos compartidos, servicios externos y componentes de código abierto,** ya que esta dependencia puede revelar carencias estructurales en la capacidad europea de defensa cibernética, afectando a la confianza en el sistema financiero, aumentando los costes de financiación o redirigiendo los flujos de ahorro e inversión.

Asimismo, se identifican varias asimetrías relevantes para el sector financiero que condicionan la respuesta ante esta amenaza:

1. **Asimetría en el acceso a los FAIM.** La lucha por la supremacía tecnológica y la concentración del desarrollo de los modelos de IA más avanzados en Estados Unidos y China, donde es asunto de seguridad nacional a la vez que herramienta de influencia geopolítica, pueden conllevar limitaciones de acceso a terceros y generar dependencias estratégicas para las empresas e instituciones europeas.
2. **Asimetría en el coste de los ataques.** Los FAIM reducen significativamente el coste y la complejidad de ejecutar ciberataques, facilitando su proliferación.
3. **Asimetría en las capacidades entre las entidades financieras.** Las diferencias de recursos, capacidades tecnológicas y disponibilidad de especialistas pueden convertir a entidades menos preparadas en puntos vulnerables que comprometan la estabilidad del conjunto del sistema, mientras que el coste de responder a estos ataques resulte desproporcionadamente elevado para instituciones con menores recursos y capacidades limitadas de acceso a los modelos de última generación.

Ante estos riesgos, el ESRB propone las siguientes medidas:

- **Asegurar las infraestructuras financieras críticas**, para que los sistemas de pagos y liquidación e infraestructuras de mercado permanezcan protegidos frente a las nuevas vulnerabilidades. Para ello, operadores públicos y privados deberán revisar y actualizar sus sistemas, y aumentar la cooperación con las autoridades nacionales y entre países.
- **Reforzar la cooperación supervisora**, especialmente en el marco del Reglamento DORA, incorporando medidas para hacer frente a las nuevas asimetrías derivadas de los FAIM, mejorando la coordinación sectorial y adaptando los mecanismos de evaluación de riesgos al uso de IA avanzada.
- **Fortalecer las capacidades y la autonomía estratégica de la UE**, impulsando el desarrollo de conocimientos especializados y recursos propios en un ámbito considerado crítico para la estabilidad financiera.
- **Reforzar la gobernanza de los riesgos cibernéticos de los FAIM**, asegurándose las autoridades financieras de que los consejos de administración y órganos de gobierno de las entidades financieras asumen plenamente su responsabilidad de gestión, con un compromiso activo de la alta dirección, marcos claros de gobernanza y rendición de cuentas, procedimientos de respuesta rápida ante incidentes e inversiones suficientes para reforzar la protección y resiliencia de la entidad.

El ESRB continuará supervisando la evolución y el uso de los FAIM y evaluará periódicamente su impacto sobre la estabilidad financiera, y en el marco de sus revisiones trimestrales de riesgos, valorará la necesidad de adoptar nuevas medidas dentro de su ámbito de competencias.

2.9 Criptoactivos

La complejidad, volatilidad y riesgo de pérdidas severas de los criptoactivos justifica una monitorización estrecha de este segmento. Estos activos se encuentran altamente sujetos a cambios repentinos derivados de factores como la liquidez, el sentimiento de los inversores, la innovación tecnológica y el entorno macroeconómico y geopolítico, lo que aumenta de manera significativa el riesgo de pérdidas severas. A su vez, el aumento de las interconexiones entre el mercado de criptomonedas y los mercados tradicionales acarrea riesgos para la estabilidad financiera, ya que acrecienta el riesgo de contagio en caso de perturbaciones. En particular, además de la muy elevada correlación entre las criptomonedas, se observa otra muy notable con los mercados de renta variable, especialmente con los índices estadounidenses y de manera particular con el Nasdaq, que reúne a las empresas tecnológicas.

El 30 de junio concluyó el periodo transitorio del Reglamento MiCA. Durante esta fase, las entidades han tenido la oportunidad de adaptarse a los nuevos requerimientos en materia de licencias, transparencia y protección del inversor, entre otros. Con el final de este periodo el día 30 de junio, las normas pasan a ser plenamente exigibles, lo que supone un mayor grado de supervisión y profesionalización del mercado, reduciendo la incertidumbre jurídica y elevando los estándares operativos (véase recuadro 2). De esta manera, se refuerza la confianza de los inversores y se impulsa de manera segura la integración del mercado cripto dentro del sistema financiero.

La autorización de proveedores de servicios de criptoactivos bajo MiCA en España

RECUADRO 2

MiCA establece un régimen único de autorización en la Unión Europea para los proveedores de servicios de criptoactivos y les permite operar en todo el mercado europeo mediante el pasaporte comunitario. El Reglamento exige que las entidades acrediten requisitos de gobierno corporativo, organización interna, control de riesgos, protección de los clientes y solidez financiera antes de obtener autorización. Además, prevé un periodo transitorio para facilitar la adaptación de las entidades que ya desarrollaban actividades relacionadas con criptoactivos bajo los marcos nacionales preexistentes. En España, dicho periodo transitorio finalizó el 30 de junio de 2026, de modo que, a partir de esa fecha, la prestación de servicios de criptoactivos quedó sujeta, con carácter general, a la obtención de una autorización conforme al nuevo marco europeo.

El proceso de autorización en España ha registrado una elevada actividad, pero también un importante porcentaje de expedientes que no han llegado a culminar con éxito. A julio de 2026 se habían recibido 77 solicitudes, de las cuales 14 fueron inadmitidas y 24 fueron desistidas, de modo que se han tramitado 39. Actualmente, han recibido autorización 20 entidades (14 proveedores especializados de servicios de criptoactivos y 6 entidades de crédito) para prestar determinados servicios relacionados con estos activos. 16 solicitudes siguen en trámite y 3 han sido denegadas. Estas cifras reflejan el fuerte interés del sector por adaptarse al marco regulatorio europeo, así como el carácter exigente del procedimiento de autorización y la importancia de que las entidades presenten modelos de negocio, estructuras de control y recursos adecuados.

Las entidades autorizadas presentan una gran diversidad en términos de tamaño, estructura societaria y grado de especialización. El conjunto de entidades autorizadas incluye tanto operadores de dimensiones relativamente reducidas, centrados en actividades específicas, como entidades con proyectos de mayor alcance y una oferta de servicios más amplia. Esta heterogeneidad es consistente con la naturaleza del mercado de criptoactivos, en el que conviven modelos de negocio muy distintos y distintos grados de complejidad operativa.

La mayoría de los proveedores autorizados tienen origen nacional, aunque también existe una presencia significativa de grupos internacionales. Junto a empresas desarrolladas en España, se observan entidades integradas en grupos con presencia en otros países europeos o en terceros Estados. Asimismo, algunas entidades cuentan con la participación de inversores institucionales o grupos empresariales de larga trayectoria en sectores financieros, tecnológicos o de servicios. Esta combinación de operadores nacionales e internacionales sugiere una progresiva consolidación del sector y una creciente integración del mercado español en el ecosistema europeo de criptoactivos.

La custodia y el intercambio de criptoactivos constituyen los servicios más frecuentemente autorizados. Entre las actividades autorizadas destacan la custodia y administración de criptoactivos por cuenta de clientes, el canje de criptoactivos por fondos y el canje entre distintos criptoactivos. También son relativamente frecuentes los servicios de ejecución, recepción y transmisión de órdenes. En cambio, un número menor de entidades ha obtenido autorización para actividades más especializadas, como la colocación de criptoactivos, la gestión de carteras o la prestación de servicios de transferencia. En consecuencia, se observa una combinación de entidades con modelos de negocio especializados y otras que ofrecen una gama más amplia de servicios.

Las autorizaciones abarcan distintos tipos de criptoactivos, aunque una parte relevante de las entidades cuenta con habilitaciones amplias. Algunas entidades están autorizadas para operar sobre todas las categorías de criptoactivos contempladas por MiCA, mientras que otras limitan su actividad a determinadas clases de activos, especialmente las fichas de dinero electrónico y otros criptoactivos distintos de las fichas referenciadas a activos. Esta diversidad refleja tanto las diferentes estrategias comerciales de las entidades como la flexibilidad del marco regulatorio para acomodar distintos modelos de negocio.

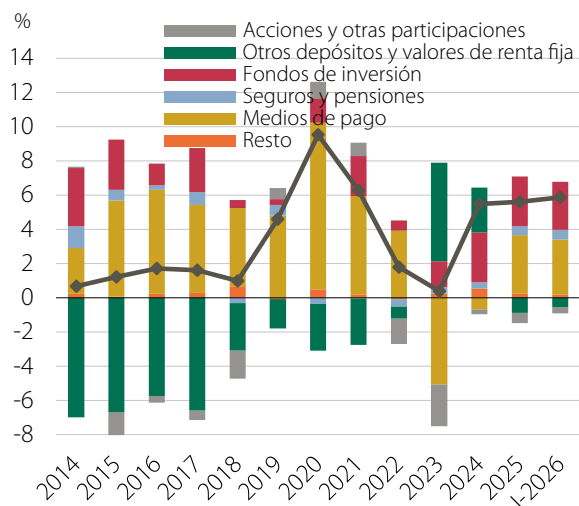
La incorporación de entidades de crédito al nuevo régimen constituye una de las tendencias más relevantes observadas hasta el momento. La autorización de varios bancos para prestar servicios relacionados con criptoactivos pone de manifiesto el creciente interés del sector financiero tradicional por este mercado y anticipa una mayor convergencia entre las actividades financieras reguladas y los servicios asociados a los criptoactivos. En este sentido, el proceso de autorización desarrollado en España ofrece una primera evidencia del avance hacia un entorno en el que proveedores especializados y entidades financieras tradicionales operarán bajo un marco regulatorio común y armonizado a escala europea.

Anexos

Anexo I. Gráficos

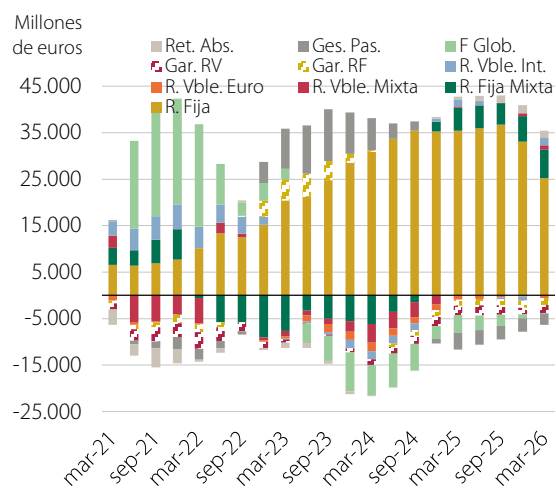
Inversores

Gráfico A1: Hogares: adquisición neta de activos financieros (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A2: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico A3: Hogares: ahorro (% renta disp.)

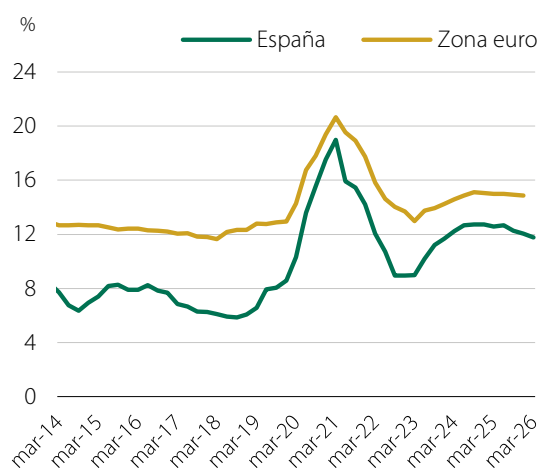
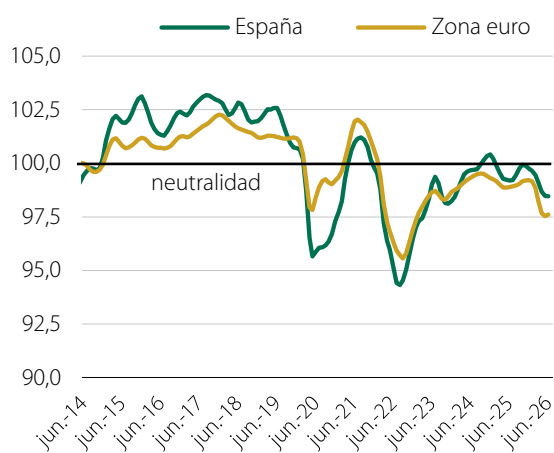


Gráfico A4: Índice de confianza consumidor



Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

Gráfico A5: PIB (var. interanual)

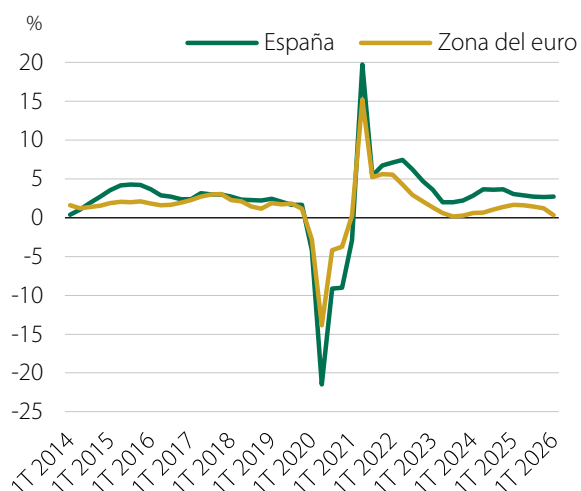


Gráfico A6: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)

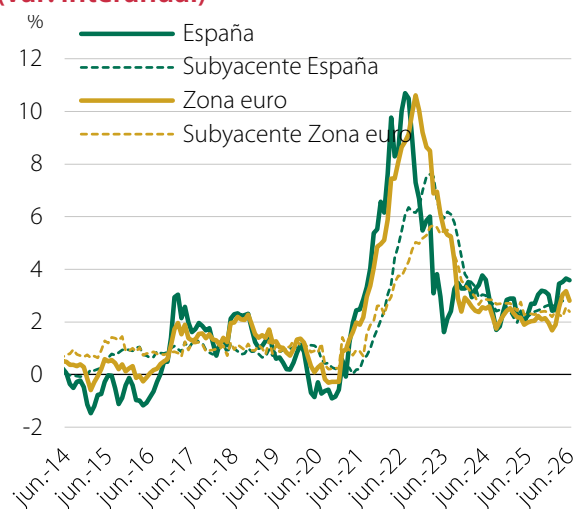


Gráfico A7: Empleo (var. interanual)

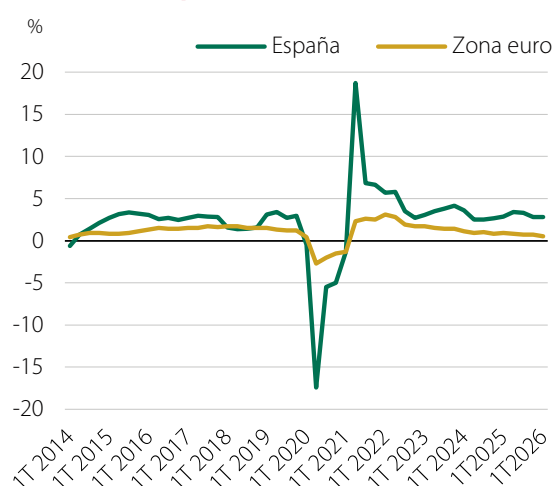
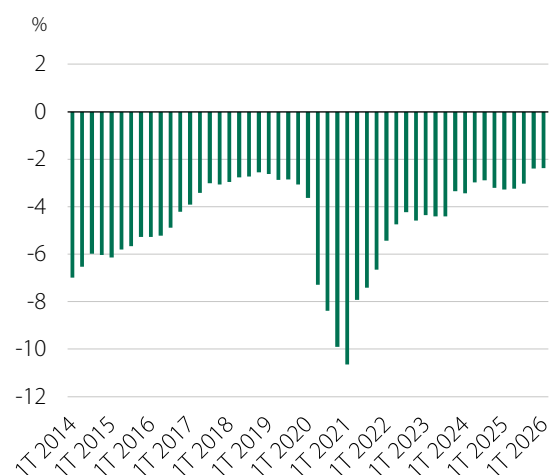


Gráfico A8: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A9: Tipos de cambio

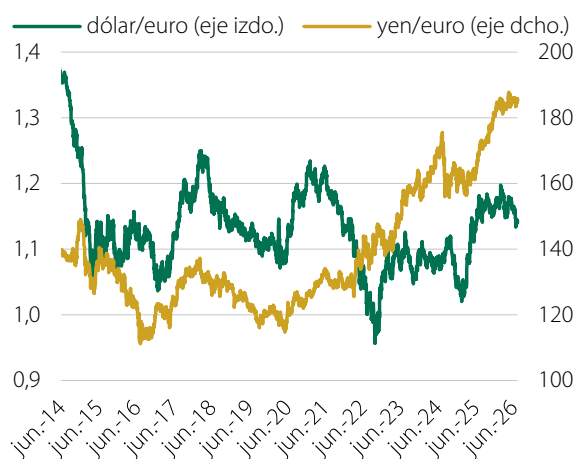
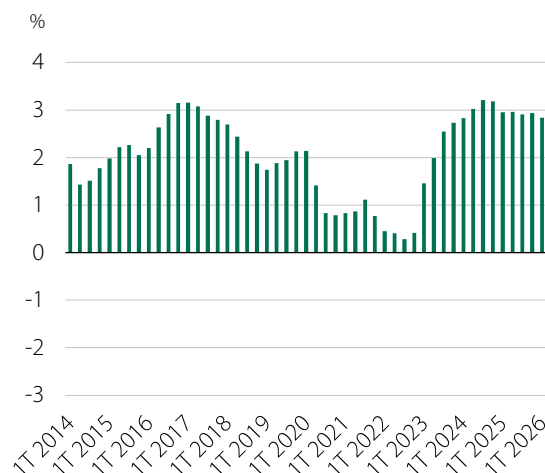


Gráfico A10: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Riesgo de mercado: nivel naranja

Gráfico A11: Cotizaciones bursátiles

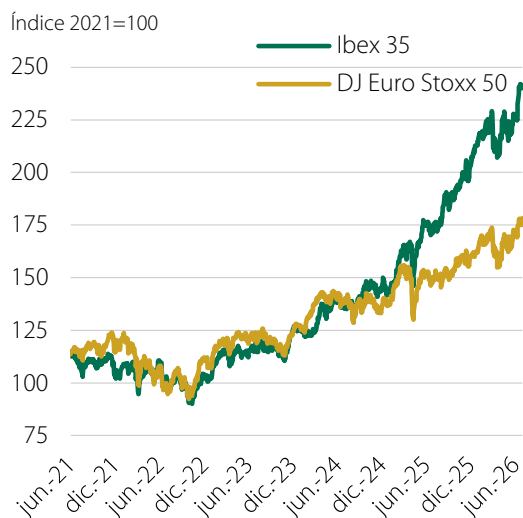
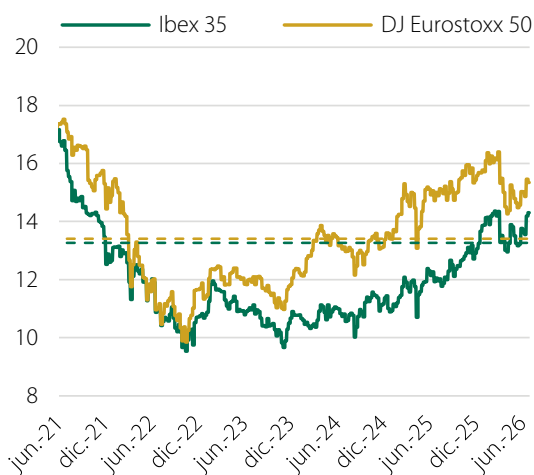


Gráfico A12: Ratio precio-beneficios (PER)



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

Gráfico A13: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

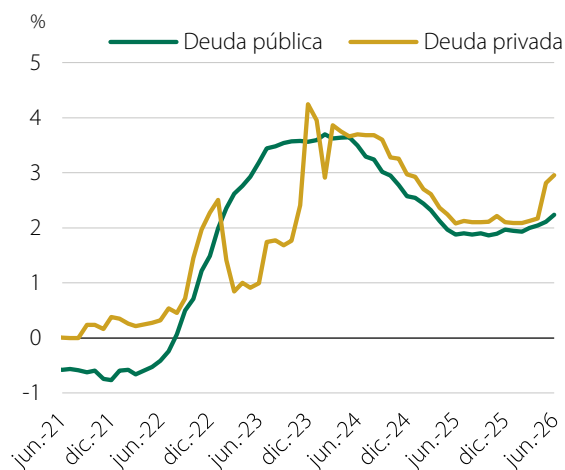


Gráfico A14: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

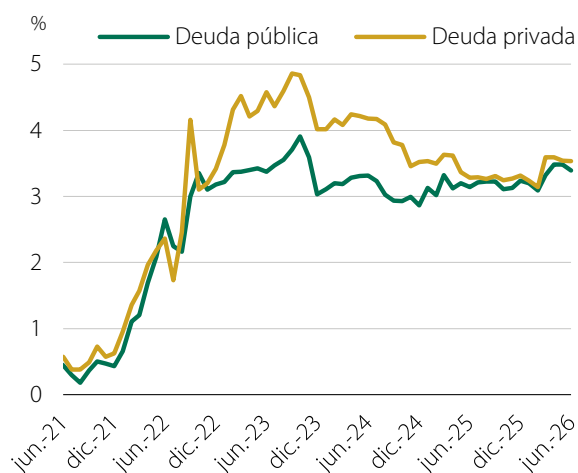
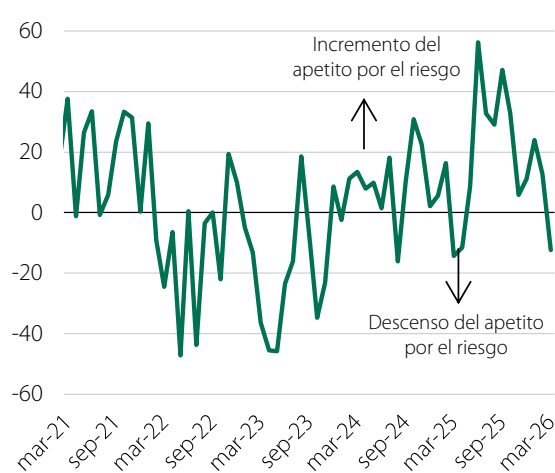


Gráfico A15: Precio del petróleo



Gráfico A16: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico A17: Financiación sector no financiero

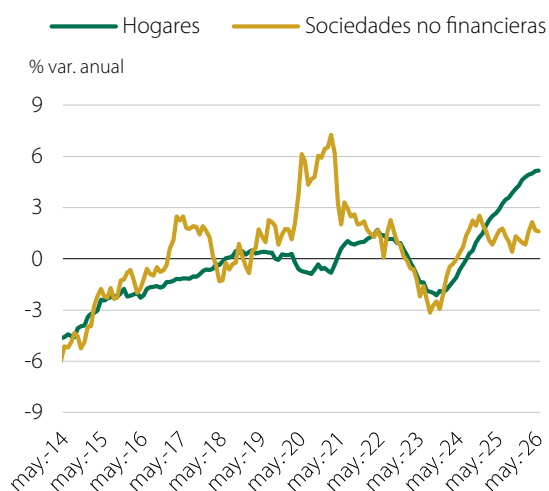


Gráfico A18: Tasa de morosidad y tasa de paro

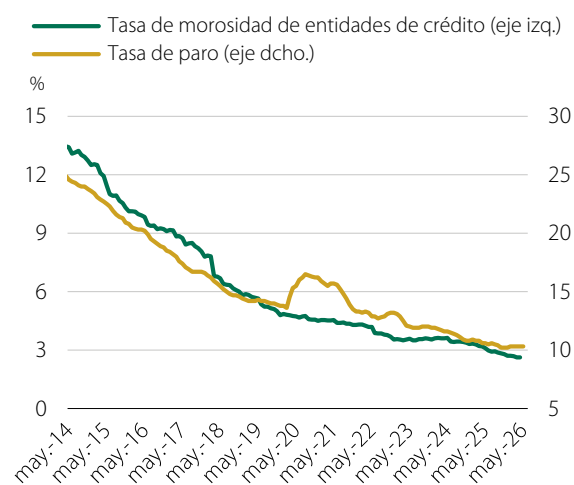


Gráfico A19: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

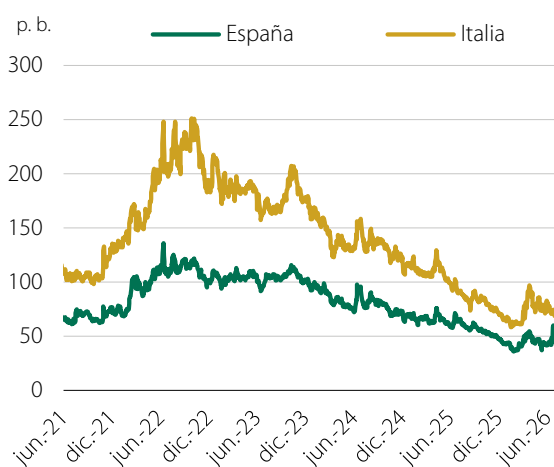


Gráfico A20: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

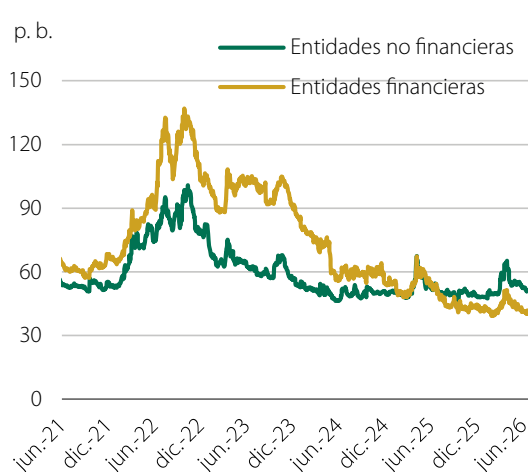


Gráfico A21: Precio vivienda (var. interanual)

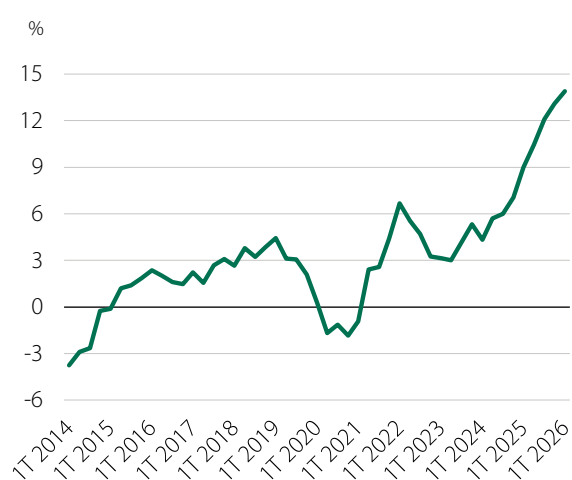
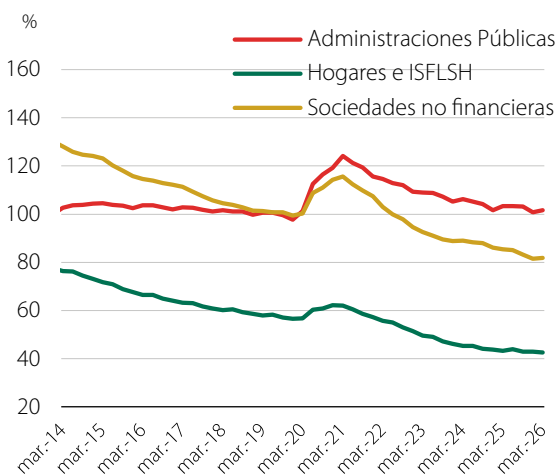


Gráfico A22: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

Gráfico A23: Liquidez deuda (*spread bid-ask*)

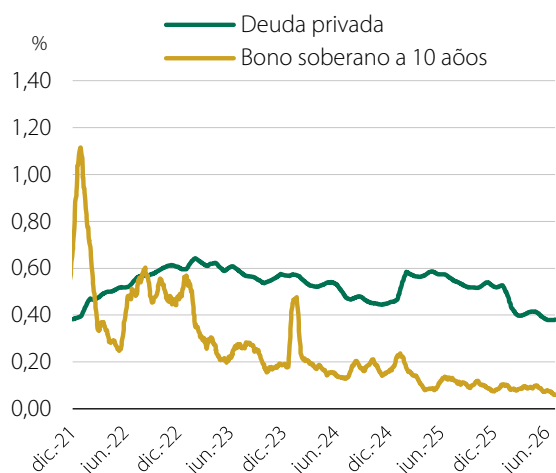


Gráfico A24: Volatilidad (media móvil 1 mes)

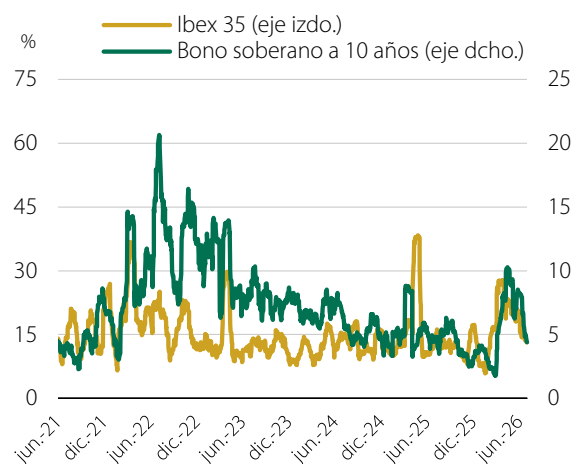


Gráfico A25: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)

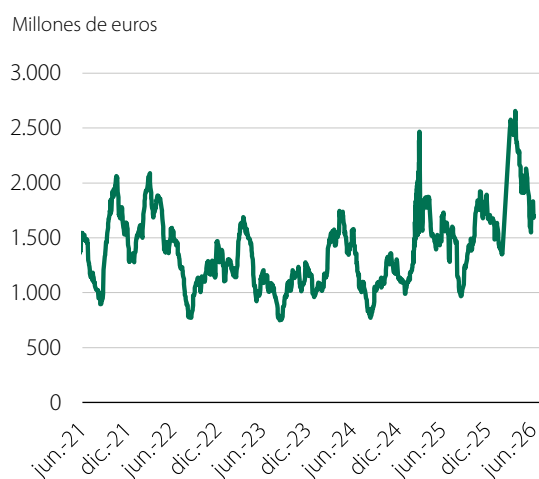


Gráfico A26: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

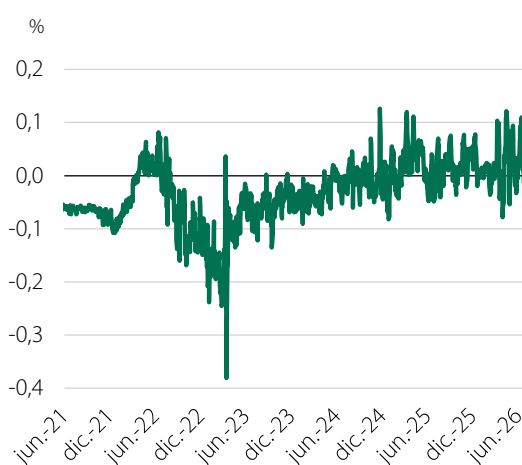


Gráfico A27: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas

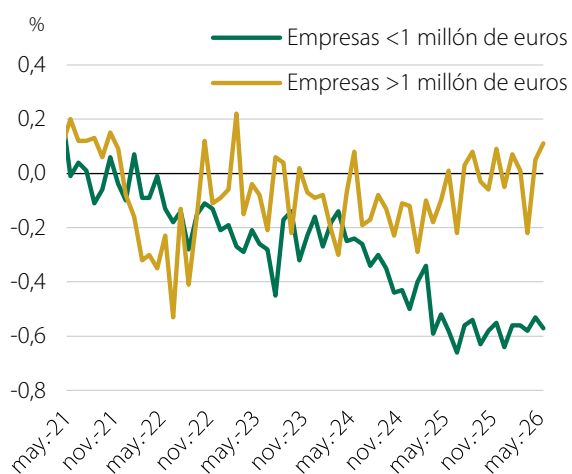
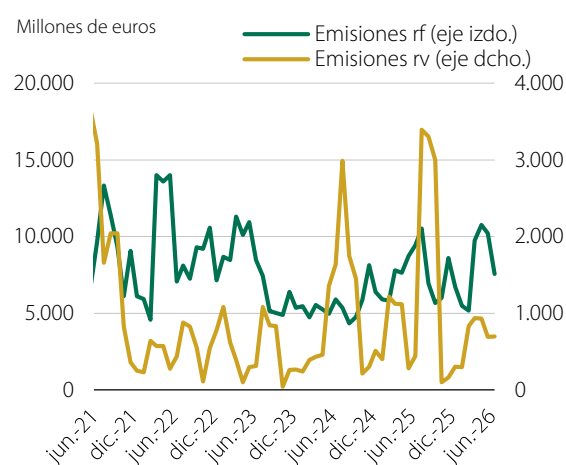


Gráfico A28: Emisiones (media móvil 3 meses)



Riesgo de contagio: nivel naranja

Gráfico A29: Correlaciones entre clases de activos

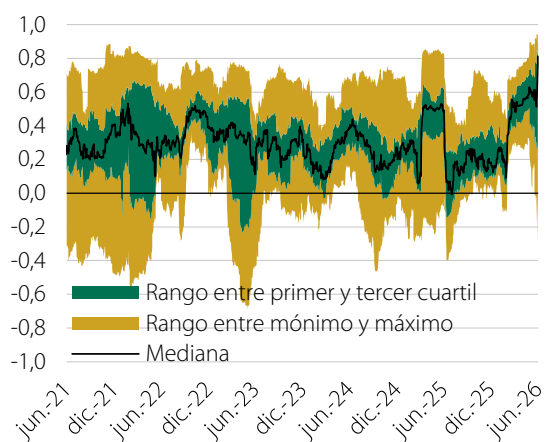
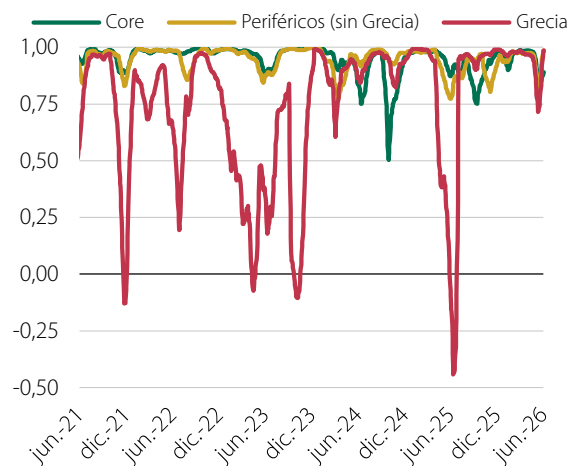
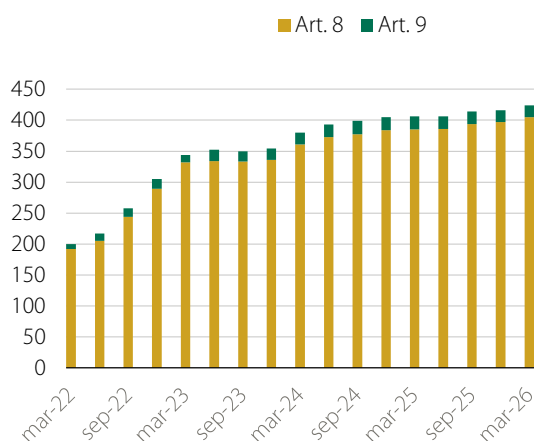


Gráfico A30: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



Finanzas sostenibles

Gráfico A31: IIC artículos 8 y 9 (número)



Según el Reglamento SFDR.

Gráfico A32: IIC artículos 8 y 9 (patrimonio)

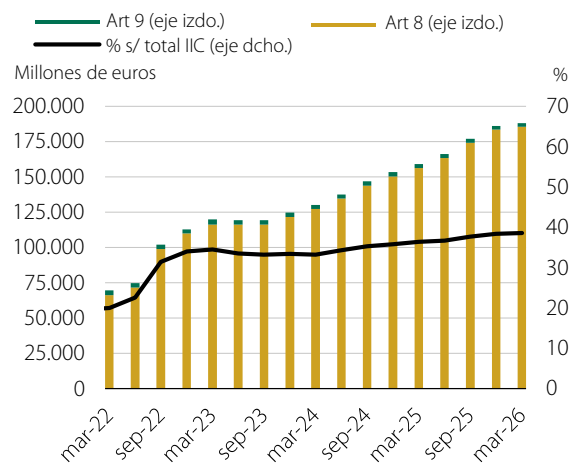


Gráfico A33: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (tipo)

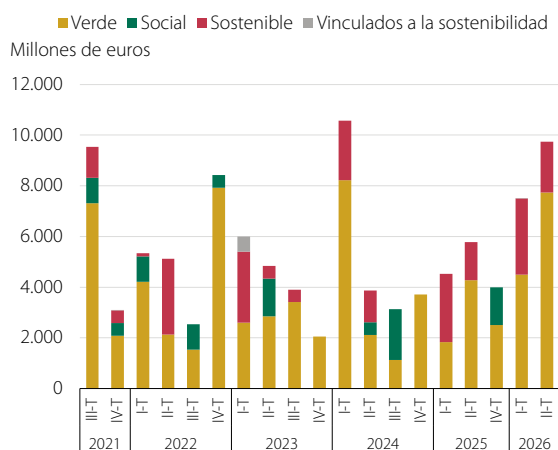


Gráfico A34: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (sector)

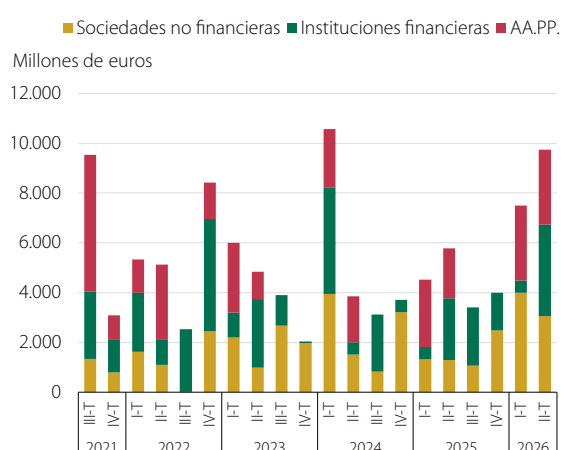
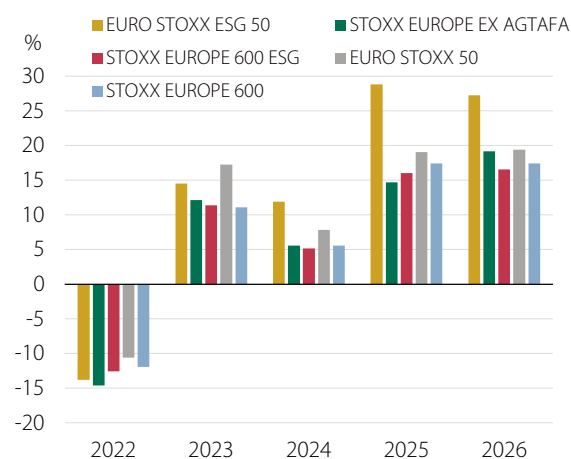


Gráfico A35: Precio carbono (EUR/tn)

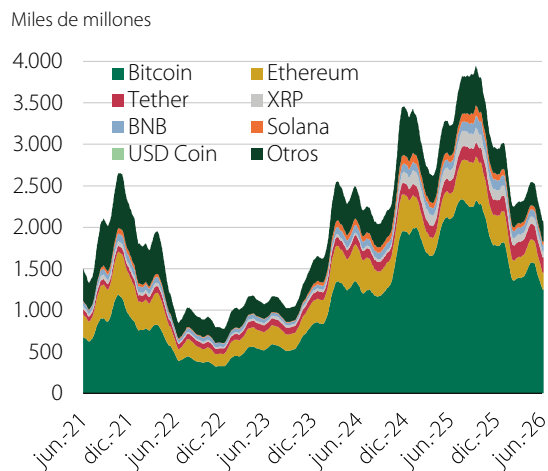


Gráfico A36: Rentabilidad índices de RV europeos ASG



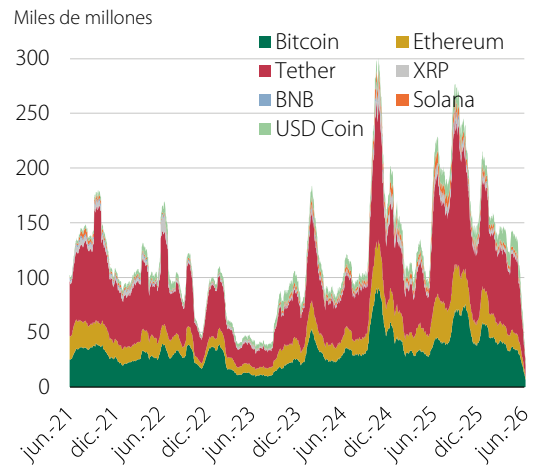
Criptoactivos

Gráfico A37: Capitalización mercado crypto (media móvil 1 mes, \$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Gráfico A38: Negociación crypto (media móvil 1 mes, \$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

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

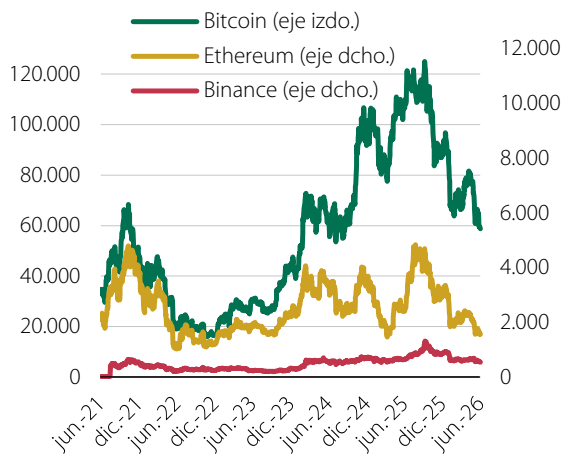


Gráfico A40: Volatilidad del bitcoin

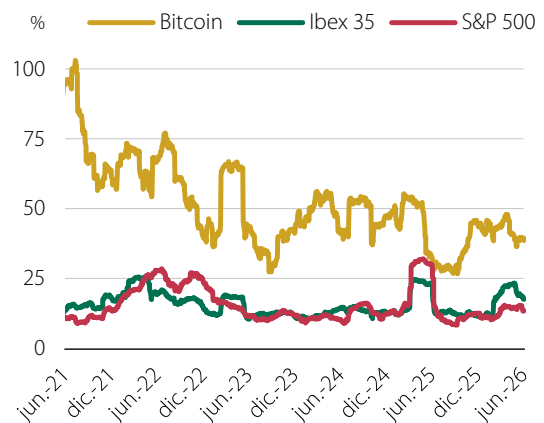
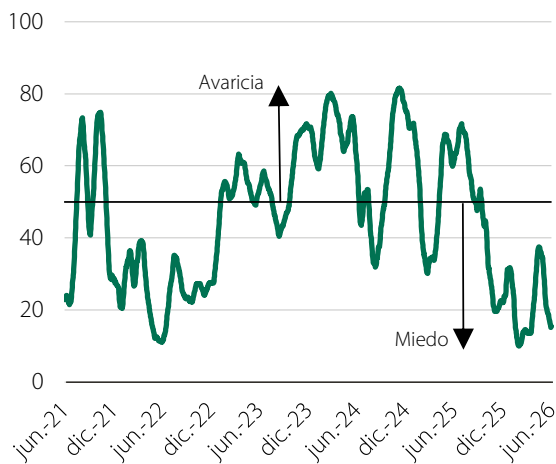


Gráfico A41: Índice de sentimiento sobre crypto *greed and fear* (media móvil 1 mes)



Anexo II. Mapa de color

INDICADOR		intervalos referencial	2020				2021				2022				2023				2024				2025				2026											
			j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j
RIESGO MACRO	Riesgo macroeconómico																																					
	PIB (% var. anual)	figos_1c																																				
	Tasa de paro (% población activa)	figos_1c																																				
	Inflación (% var. anual IPC)	figos_2c																																				
	Saldo público (% PIB)	figos_1c																																				
	Deuda pública (% PIB)	figos_1c																																				
	Índice de competitividad	figos_2c																																				
Índice de sentimiento económico		figos_1c																																				
RIESGO DE MERCADO	Riesgo de mercado																																					
	Ibex 35	p_3A_2c																																				
	Índice Medium Caps	p_3A_2c																																				
	Índice Small Caps	p_3A_2c																																				
	Índice FTSE Latibex All-Share	p_3A_2c																																				
	Ratio PER Ibex 35	p_h_2c																																				
	Tipos de interés a corto plazo deuda pública 3m (%)	p_3A_2c																																				
	Tipo de interés pagarés 3m (%)	p_3A_2c																																				
	Tipos de interés a largo plazo deuda pública 10A (%)	p_3A_2c																																				
	Tipo de interés renta fija privada a largo plazo 10A (%)	p_3A_2c																																				
	Pendiente de la curva 10A-1A (p. b.)	figos_2c																																				
	Precio del petróleo (US\$/barril)	p_3A_2c																																				
	Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	p_3A_2c																																				
Indicador de aversión al riesgo		figos_2c																																				
RIESGO DE CRÉDITO	Riesgo de crédito																																					
	Financiación a hogares (% var. anual)	figos_2c																																				
	Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	figos_2c																																				
	Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	figos_2c																																				
	Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p. b.)	figos_1c																																				
	CDS del bono de deuda soberana (p. b.)	figos_1c																																				
	CDS del sector no financiero (p. b.)	figos_1c																																				
	CDS del sector financiero (p. b.)	figos_1c																																				
	Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	figos_2c																																				
	Ratio crédito sobre depósitos	figos_2c																																				
Ratio de morosidad (%)		figos_1c																																				
RIESGO DE LIQUIDEZ, FINANCIACIÓN Y FRAGMENTACIÓN	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación																																					
	Bid-ask spread Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																				
	Volatilidad Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																				
	Liquidez deuda pública a largo plazo (%)	p_3A_1c																																				
	Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	p_3A_2c																																				
	Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	p_3A_1c																																				
	Préstamo neto del Eurosistema (mill. euros)	figos_1c																																				
	Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, <1 millón (%)	figos_1c																																				
	Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, >1 millón (%)	figos_1c																																				
	Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	p_3A_1c																																				
Emisiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)		p_h_2c																																				
Emisiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)		p_h_2c																																				
RIESGO DE CONTAGIO	Riesgo de contagio																																					
	Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	corr_3m_2c																																				
	Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, Irl)	corr_3m_2c																																				
	Correlación rentabilidad clases de activos financieros	corr_3m_2c																																				
	Correlación sectores financieros	figos_1c																																				
	Correlación rentabilidad Bitcoin con rentabilidad activos europeos (deuda high yield y bols)	corr_3m_2c																																				
Correlación rentabilidad Bitcoin con rentabilidad activos EE.UU. (deuda high yield y bolsas)		corr_3m_2c																																				

Fuente: CNMV, Bloomberg y Refinitiv Datastream. (i) Los intervalos de referencia pueden ser: (i) fijos: límites numéricos determinados, una (1c) o dos colas (2c); (ii) corr_3m: coeficientes de correlación calculados en ventanas de tres meses; (iii) p_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de tres años, una cola (1c) o dos colas (2c) o (iv) p_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica.

Anexo III. Notas explicativas

Fuentes de información:

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

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

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final): Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados y asociar esta posición a un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso incluye 43 indicadores³⁵, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud

³⁵ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que los componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico, el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, véase M.I. Cambón (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

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

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

Inversores

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

Finanzas sostenibles

- **Rentabilidad índices de RV europeos ASG (gráfico A36).** Los índices de renta variable con características ASG son el Eurostoxx 50 ASG y el Eurostoxx Europe Sustainability ex AGTAF. El primero se basa en el índice Eurostoxx 50, a partir del cual se aplican determinados criterios de exclusión y, además, se excluye al 10 % de las compañías con

el peor *rating* ASG y se sustituyen por compañías con *rating* ASG más elevado y del mismo sector. Entre las empresas excluidas se encuentran, por ejemplo, aquellas que no cumplen con los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas (Global Compact Principles), las que presentan controversias con temas de armas o son productoras de tabaco. El segundo índice relacionado con los criterios ASG tiene información de un número variable de compañías de 17 países europeos que excluye de forma explícita aquellas que obtienen ingresos del alcohol (A), el juego (G), el tabaco (T), el armamento (A), las armas de fuego (F) y el entretenimiento para adultos (A).

Criptoactivos

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

