



Nota de estabilidad financiera

N.º 18 Abril 2021

Nota de estabilidad financiera

N.º 18 Abril 2021

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

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

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

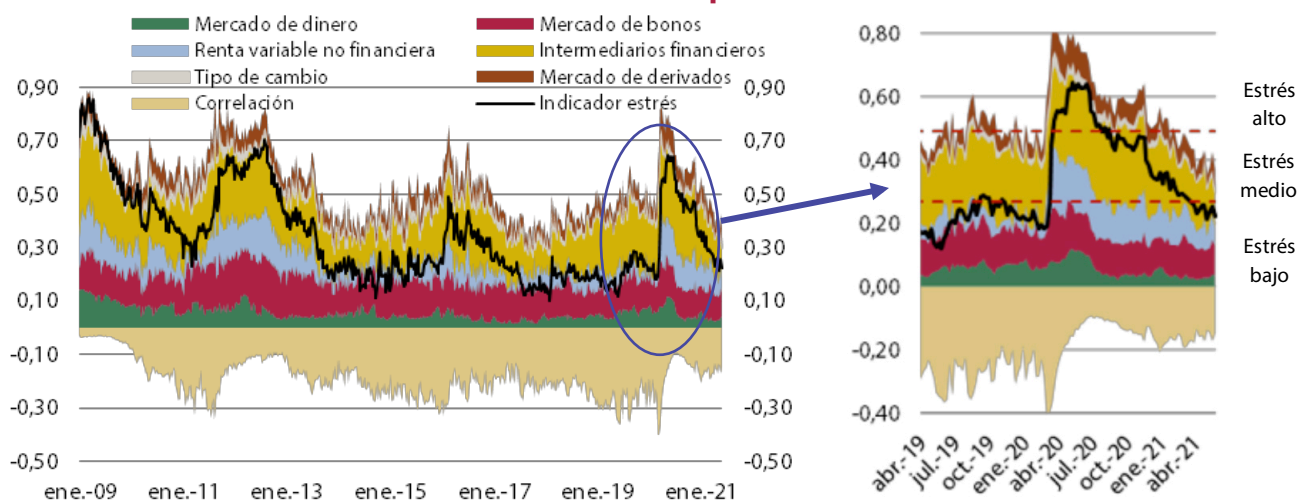
ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resumen

- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad financiera **el indicador de estrés** de los mercados financieros españoles ha seguido descendiendo¹, prolongando una tendencia que se inició en noviembre de 2020 y que ha mostrado pocos altibajos. A finales de mayo el indicador se situaba en 0,23, un nivel que se corresponde con un régimen de estrés bajo (por debajo de 0,27), régimen que alcanzó a mediados de marzo. Al descenso del indicador de estrés, que se sitúa en niveles prepandemia, ha contribuido el comportamiento favorable de todos los distintos tipos de indicadores que lo componen y de todos los segmentos. En relación con los tipos de indicadores, durante las últimas semanas ha destacado la buena evolución de aquellos que tienen que ver con la recuperación de las cotizaciones, con la liquidez y con la volatilidad, aunque este último ha experimentado pequeños rebrotes. Por lo que respecta a los segmentos del sistema, todos han mostrado un descenso notable en su nivel de estrés a lo largo de los últimos meses, correspondiendo los niveles más elevados al de renta fija (0,47) y al de intermediarios financieros (0,38). El grado de correlación del sistema, similar al de febrero, continúa siendo elevado.

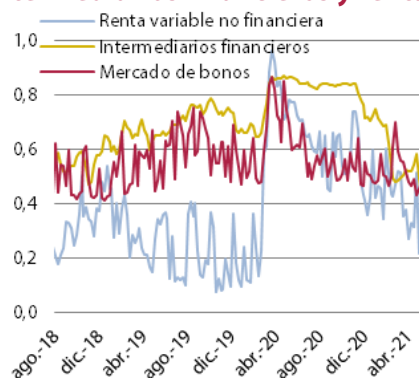
Indicador de estrés de los mercados financieros españoles



Indicador de estrés total



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



Fuente: CNMV.

Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf.

¹ La fecha de cierre de la nota es el 30 de abril, excepto para el indicador de estrés y algunas informaciones puntuales, en las que llega hasta el 21 de mayo.

- ✓ La evolución de los **mercados financieros nacionales en los últimos meses** ha estado marcada por el aumento tanto de las cotizaciones bursátiles como de las rentabilidades de los activos de deuda pública. En los mercados de renta variable, el Ibex 35 presenta un alza del 14 % hasta el 21 de mayo, un comportamiento similar al de los principales índices europeos, gracias a la recuperación del sector bancario y de los valores del sector servicios. Casi todos los sectores presentan ganancias, aunque se observa un comportamiento más débil en aquellos sectores y compañías que habían experimentado una mejor evolución en 2020. La volatilidad y las condiciones de liquidez del mercado continúan siendo satisfactorias, pero los volúmenes de contratación son reducidos. En los mercados de renta fija, el aumento de las rentabilidades, que interrumpe la tendencia a la baja de 2020, responde a ciertos temores relacionados con un posible aumento de la inflación en la zona euro y también a un efecto de contagio derivado del repunte de la rentabilidad de los activos de deuda estadounidenses, donde este riesgo es mucho más relevante. En este contexto, el rendimiento del bono soberano español presenta un aumento de 51 puntos básicos (p.b.) en el año (hasta el 0,56 %) y la prima de riesgo se sitúa en 69 p.b. (63 p.b. a finales de 2020).
- ✓ Los **riesgos de carácter financiero** más destacados que se han identificado en esta nota son los riesgos de mercado y también de liquidez, especialmente en algunos activos de renta fija. Nuevos episodios de volatilidad o un cambio abrupto de las expectativas de crecimiento podrían dar lugar a un aumento generalizado de las primas de riesgo —y, en consecuencia, disminuciones de precios—, que serían negativas tanto para los emisores de los activos como para sus tenedores. Además, cabe destacar las vulnerabilidades financieras que se derivan a medio plazo del incremento del endeudamiento de los agentes durante la crisis, incluido el de las Administraciones públicas.
- ✓ Las **fuentes de riesgo más relevantes** en términos de estabilidad financiera continúan evolucionando de forma dispar: las de origen político en el plano internacional disminuyen; las derivadas del contexto de tipos de interés, así como del aumento de actividades no presenciales, se mantienen, entre las que se encuentran las derivadas de la búsqueda de rentabilidad, con inversiones en activos de elevada volatilidad y en ocasiones no regulados, y, finalmente, otras adquieren una importancia creciente. Entre estas últimas destacan el riesgo macroeconómico, derivado de las dudas sobre la intensidad de la recuperación y los riesgos de ciberseguridad en el nuevo entorno digital, y también los riesgos relacionados con la promoción de la sostenibilidad, que son diversos. Algunos de estos últimos se derivan de las dificultades para valorar estos activos, en un marco de información heterogénea, y también de las vulnerabilidades que se pueden generar ante la fuerte demanda de estos activos, tanto por la posibilidad de que los precios se alejen de los fundamentales como por el riesgo de que se fomente la actividad conocida como *green washing* o blanqueo ecológico.

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo¹

GRÁFICO 2

CATEGORÍAS DE RIESGO	MERCADOS	2017		2018		2019		2020		2021																		
		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		
		Renta variable																										
Renta fija																												
Sector bancario																												
Otros (petróleo, oro, aversión al riesgo)																												
Riesgo macroeconómico																												
Riesgo de mercado																												
Riesgo de crédito																												
Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación																												

Fuente: CNMV. Véase Cambón, M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

¹ Datos hasta el 30 de abril.

Fuentes de riesgo

Entorno macroeconómico

- El PIB de la economía española se contrajo un 10,8 % en el conjunto de 2020, tras un último trimestre en el que el crecimiento fue nulo. Con ello, España se sitúa, dentro de la zona euro (que registró un descenso del 6,8 %), entre las economías más afectadas por la crisis del coronavirus. Ello es debido, sobre todo, al deterioro de actividades muy relevantes para la economía española como, por ejemplo, el turismo o la hostelería, que ha repercutido de forma significativa en un número importante de empresas. Los datos preliminares correspondientes al primer trimestre de 2021 señalan un ligero empeoramiento de la actividad, con una variación del -0,5 % respecto al trimestre anterior (-4,3 % en tasa interanual, véase gráfico 21). Este retroceso en los 3 primeros meses de 2021 fue consecuencia de la contracción de la demanda nacional (-0,9 % trimestral), dentro de la cual destacó el descenso de la inversión (formación bruta de capital) en un 2,2 %.

Las previsiones de las principales instituciones para 2021 y 2022 continúan sujetas a incertidumbre derivada tanto de la aparición de nuevas cepas del virus como de la evolución del proceso de vacunación. Así el Banco de España en sus proyecciones macroeconómicas del mes de marzo prevé que, dependiendo de cómo se desarrolle la vacunación en nuestro país a corto plazo y de los patrones de consumo privado y del turismo derivados de la evolución de la pandemia, el PIB avanzaría este año un 3,2 %, un 6,0 % o un 7,5 % (escenario severo, central y moderado, respectivamente²). Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó a mediados de abril sus pronósticos, con una revisión al alza, en términos generales, de las tasas de crecimiento para 2021 y 2022, como consecuencia de un crecimiento mayor de lo previsto en la segunda mitad de 2020 y de las políticas fiscales adicionales puestas en marcha en algunas grandes economías³. Para España, la revisión para este año ha sido de 0,5 puntos porcentuales (p.p.), por lo que la tasa de crecimiento del PIB se situaría en el 6,4 %, mientras que se mantiene el avance del 4,7 % para 2022. La cifra presentada por el FMI en abril para 2021 supera las previsiones de la Comisión Europea en mayo, que estima un crecimiento del 5,9 % para España. Por el contrario, la cifra presentada por la Comisión Europea para 2022 (6,8 %) es superior a la previsión del FMI.

- Las cifras más recientes del mercado laboral indican que durante el primer trimestre del año se destruyeron 137.500 empleos⁴, con lo que se interrumpe la tendencia de los últimos 2 trimestres de 2020, en los que se crearon 737.100 puestos de trabajo⁵. No obstante, tanto el número de parados como la tasa de paro han mostrado descensos en el primer trimestre, con 65.800 personas menos buscando trabajo y una tasa de paro del 15,98 % (16,13 % a finales del año pasado), debido al trasvase de personas que han pasado de tener la consideración de ocupadas a la de inactivas. En términos interanuales, el número de empleados desciende en 474.500, un 2,4 % del total. Como ya se ha mencionado en otras ocasiones, estas cifras no incluyen a los afectados por expedientes de

² Estas previsiones se han revisado a la baja respecto al informe del mes de diciembre, en el que se preveía una recuperación de entre un 4,2 % y un 8,6 %. Por su parte, en 2022 la actividad se recuperaría entre un 4,6 % y un 5,5 %.

³ Así, dicho organismo estima que la economía a nivel global crecerá un 6 % en este ejercicio (la previsión anterior era del 5,5 %), para crecer en 2022 un 4,4 % (anteriormente un 4,2 %). En el caso de la zona euro, después de haberse producido una importante revisión a la baja en el informe del mes de enero, se prevé una ligera mejora del 0,2 % en el crecimiento tanto para este año como para el siguiente, con la que se alcanzaría el 4,4 % en 2021 y el 3,8 % en 2022.

⁴ Datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

⁵ Esta cifra representa alrededor del 55 % de los empleos que se destruyeron durante el primer semestre de 2020.

regulación temporal de empleo (ERTE⁶), que ascendían a 638.283 a finales de abril⁷. Las previsiones del Banco de España para el cierre de 2021 indican que la tasa de paro se situaría, dependiendo de los distintos escenarios, entre el 15,9 % y el 18,3 %, unos valores inferiores a los del pronóstico realizado en diciembre, que oscilaban entre el 17,1 % y el 20,5 %.

En cuanto a la afiliación a la seguridad social, los registros del mes de abril mostraron un ligero descenso en el número de afiliados de 9.808 (en términos desestacionalizados), hasta los 19,02 millones, lo que prolonga la tendencia negativa de los 2 meses anteriores, aunque a un ritmo mucho menor⁸. Pese a este retroceso, el número de afiliados a la seguridad social ha aumentado en casi 600.000 desde abril del año pasado, uno de los peores momentos de la crisis del coronavirus.

- El indicador adelantado de la inflación correspondiente al mes de abril refleja un aumento de los precios del 1,2 % durante el mes, lo que hace que la tasa interanual de precios se incremente hasta el 2,2 % (1,3 % en marzo), cifra que no se alcanzaba desde octubre de 2018. Este comportamiento tuvo su origen, especialmente, en la subida del precio de la electricidad y en la estabilización de los precios de los carburantes y combustibles, que registraban importantes bajadas un año antes. De hecho, la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), ha mostrado un descenso paulatino de enero hasta abril: desde el 0,6 % hasta el 0,0 %. La comparativa con la zona euro con los datos correspondientes al IPC armonizado del mes de marzo refleja una disminución notable del diferencial negativo de España, hasta situarse en apenas 1 décima (osciló entre 0,5 p.p. y 1 p.p. en meses anteriores).
- La crisis del COVID-19 también tuvo una gran repercusión en las cuentas de las Administraciones públicas en 2020. El déficit se situó a finales de año en el 11,0 % del PIB⁹, muy por encima del 2,9 % de 2019, debido tanto al fuerte aumento del gasto como al descenso de los ingresos, y el nivel de deuda pública aumentó hasta el 120 % del PIB (95,5 % un año antes). Los datos ofrecidos por el Ministerio de Hacienda referentes a los dos primeros meses de este año muestran que continúa el deterioro de las cuentas: el déficit consolidado de las Administraciones públicas¹⁰ se situaría en el 1,51 % del PIB (1,04 % en febrero de 2020), con un aumento del gasto en todas las Administraciones (Gobierno central, comunidades autónomas y seguridad social¹¹).

De cara al cierre de 2021, las previsiones del Banco de España situarían el déficit público entre el 6,8 % y el 9,1 % del PIB, ubicándose también en esta horquilla los cálculos del FMI (9 % del PIB) y los del Gobierno (8,4 %). En todos los casos, las cifras empeoran entre 7 y 8 décimas las proyecciones realizadas unos meses antes como consecuencia de la rebaja de las estimaciones de crecimiento. Por su parte, la deuda pública se situaría entre el 117 % y el 119,5 % del PIB. A medio plazo se prevé una reducción paulatina del déficit, aunque no sería al menos hasta 2025, según la previsión del Gobierno, cuando se lograría rebajarlo por debajo del 3 % del Pacto de Estabilidad.

⁶ Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), estos trabajadores se consideran ocupados.

⁷ Esta cifra se ha reducido de forma sostenida desde finales de enero, cuando se situaba en más de 900.000.

⁸ El comportamiento en el sector servicios fue el causante de este descenso, con 27.827 afiliados menos (111.000 desde el mes de enero), ya que los sectores primario y secundario mostraron ligeros aumentos en el número de cotizantes.

⁹ El déficit se reduce hasta el 10,1 % si se excluye el importe de la ayuda financiera originada por la reclasificación de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) indicada por Eurostat.

¹⁰ Excluyendo a las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

¹¹ En el caso de las comunidades autónomas se produjo un aumento importante del gasto sociosanitario, mientras que en los fondos de la Seguridad Social el incremento tuvo su origen en las medidas de ámbito laboral adoptadas para combatir los efectos de la crisis del coronavirus, entre las que destacan las ayudas derivadas de los ERTE.

- Las decisiones financieras de los hogares, según los datos de las Cuentas Financieras correspondientes a 2020, también se han visto fuertemente condicionadas por los efectos de la pandemia. La consecuencia más evidente ha sido el aumento de su tasa de ahorro, lo que refleja el denominado *ahorro por motivo de precaución* —que ya se produjo en los años centrales de la crisis financiera de 2008— y también la imposibilidad de adoptar determinadas decisiones de consumo en el contexto de restricciones adoptado. A finales de año, el ahorro de los hogares españoles se situaba en el 14,7 % de la renta bruta disponible, el valor más alto de toda la serie histórica (véase gráfico 29¹²). Este elevado nivel de ahorro de los hogares españoles, aunque inferior al de la media de la zona euro, tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que alcanzó, en términos netos, el 6,9 % del PIB, el valor más elevado desde 2006 (véase gráfico 27). La composición de esta inversión siguió los mismos patrones que en años anteriores: continuó la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue del 2,5 % del PIB, y la inversión de gran parte del ahorro en medios de pago¹³, con unas entradas de recursos que superaron los 100.000 millones de euros, un 9,2 % del PIB. Aunque con valores muy inferiores, los hogares también destinaron parte de su ahorro a la adquisición de participaciones en fondos de inversión (un 0,9 % del PIB).

Los datos disponibles sobre los fondos registrados en la CNMV muestran que, a partir de mediados del segundo trimestre de 2020, las suscripciones netas volvieron a recuperarse de forma progresiva después de los reembolsos relativamente elevados, de unos 5.500 millones de euros (alrededor del 2 % del patrimonio¹⁴) efectuados en los meses más críticos de la pandemia (marzo y abril del año pasado), con unas entradas en términos netos de 621 millones de euros en el conjunto del ejercicio. Por categorías, los fondos que recibieron unas mayores entradas de recursos a lo largo de 2020 fueron los fondos de renta fija, con casi 3.900 millones de euros, los de renta variable internacional y los de renta fija mixta, con unas suscripciones netas superiores a los 2.600 millones de euros en ambos casos. La evolución temporal más favorable se produjo en los fondos de renta fija, al experimentar entradas de recursos superiores a los 5.000 millones de euros entre abril y diciembre. Cabe mencionar que estos movimientos vienen a reforzar la polarización que comenzó a observarse en 2019: una parte de los inversores se decanta por fondos arriesgados en búsqueda de rentabilidad, mientras que otra parte, más aversa al riesgo e influida por la incertidumbre actual, opta por fórmulas consideradas más seguras.

Contexto de tipos de interés reducidos

- La política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) sigue orientada a paliar los efectos de la pandemia en la economía y en el sistema financiero de la zona euro. Con este empeño se aceleró el ritmo de las compras de activos durante el segundo trimestre, que es posible que se revise en el tercero en función de la evolución del escenario económico. En cualquier caso, el BCE señala que las perspectivas de inflación a medio y largo plazo continuarán requiriendo una política monetaria muy acomodaticia para alcanzar su objetivo de un nivel próximo, aunque inferior, al 2 %, por lo que es probable que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles reducidos y que la participación de la autoridad monetaria en los mercados de deuda se mantenga por un periodo prolongado.

¹² Este nivel de ahorro es casi 3 p.p. superior a la cifra alcanzada en los peores momentos de la crisis financiera y está más de 8 p.p. por encima del de 2020.

¹³ Efectivo y depósitos a la vista.

¹⁴ Los reembolsos más elevados se produjeron en la categoría de renta fija, donde las salidas de recursos ascendieron a 2.700 millones tan solo en el mes de marzo.

A pesar del elevado volumen de compras de deuda¹⁵ del BCE, se han observado ligeros repuntes en los tipos de interés¹⁶, que son algo mayores en los plazos más largos por el temor de los inversores a un posible incremento de la inflación, como consecuencia del aumento de la masa monetaria y de los programas de estímulos y también por un cierto efecto de contagio derivado del repunte de las rentabilidades en EE. UU. En esta última economía, en la que la Reserva Federal mantiene también su política orientada a impulsar la recuperación de la actividad, el riesgo de inflación parece más relevante, surgiendo las primeras voces que indican que la institución tendrá que considerar subir los tipos a medio plazo para controlar la inflación y evitar el sobrecalentamiento de la economía.

- En este contexto siguen plenamente vigentes los riesgos ya recogidos en notas anteriores, siendo el más destacado el mantenimiento de las estrategias de búsqueda de rentabilidad, que acentúan la propensión de los inversores a adquirir activos con mayores expectativas de rentabilidad¹⁷, en los que el riesgo es mayor, ante la ausencia de rendimiento y los costes crecientes de mantener posiciones en liquidez o en activos sin riesgo. Este tipo de activos suelen experimentar niveles más elevados de volatilidad (activos de renta variable, de mercados emergentes o criptoactivos) y de riesgo de crédito (tienen peores calificaciones crediticias —deuda subordinada y *high yield*—), y peores condiciones de liquidez (deuda subordinada y *high yield*, y fondos de *private equity* o de activos inmobiliarios). Asimismo, se mantienen las dificultades de las entidades financieras para incrementar su rentabilidad en un contexto de deterioro económico y problemas financieros de las empresas, lo que puede suponer un incentivo cada vez mayor para asumir riesgos más elevados con el fin de obtener un rendimiento adicional. No obstante, se moderan algunas vulnerabilidades por las mayores dificultades y la desaparición de los incentivos para endeudarse de algunos agentes, a la vez que el mantenimiento del reducido coste de financiación de los agentes endeudados favorece el control de la morosidad.

Fuentes de incertidumbre política

- La incertidumbre política en EE. UU. se atenuó considerablemente con el nombramiento de Joe Biden como presidente a principios de año. Además del reto relacionado con la incidencia y propagación del COVID-19 en el país, que se ha reducido de forma notable debido al acelerado ritmo de vacunación llevado a cabo¹⁸, persisten dudas en materia comercial, sobre todo sobre la futura relación con China. Recientemente, la representante comercial de EE. UU. anunció que espera reunirse con las autoridades chinas para evaluar el desempeño de la primera fase del acuerdo alcanzado entre ambas potencias hace más de un año. Sin embargo queda pendiente la negociación de las siguientes fases del acuerdo entre los dos países, así como también determinar la futura relación con la Unión Europea (UE). En este último sentido se ha observado una disminución de las tensiones, pues en marzo se acordó la suspensión temporal durante cuatro meses de los aranceles bilaterales impuestos por las ayudas estatales otorgadas en el pasado a Boeing y a Airbus. También se ha reducido la incertidumbre en relación con la postura de esta Administración respecto del cambio climático, tras la vuelta de EE. UU. al Acuerdo de París y el acercamiento con China en esta materia. Por tanto, persisten algunas fuentes de incertidumbre en el ámbito político, pero el riesgo de que estas se

¹⁵ La deuda pública de la zona euro acumulada por el BCE representa valores cercanos al 30 % del PIB de dicha zona.

¹⁶ El euríbor a 1 año subió hasta el -0,484 % en abril y acumula 4 meses de alzas consecutivas.

¹⁷ Las suscripciones netas en fondos de inversión en el primer trimestre del año fueron de un importe elevado, cercanas a 7.000 millones de euros, y se centraron en mayor medida en categorías de riesgo elevado. Por ejemplo, las suscripciones netas en fondos de renta variable internacional concentraron el 30 % del total.

¹⁸ Se han administrado en torno a 250 millones de vacunas en EE. UU. y se anunció recientemente que el nuevo objetivo del plan de vacunación es que el 70 % de la población adulta estadounidense esté vacunada el 4 de julio.

trasladen a los mercados financieros y generen turbulencias ha disminuido considerablemente.

- Con el acuerdo alcanzado en diciembre entre la UE y el Reino Unido, una de las principales fuentes de incertidumbre que se atisbaba en el plano europeo, la posibilidad de un *brexit* duro, se vio significativamente reducida. En lo que respecta a las infraestructuras de los mercados, se observó un proceso de reorganización en relación con los centros de negociación antes de que finalizase 2020, por el que entidades británicas abrieron centros y desplazaron una parte de los volúmenes hacia países de la UE. Por el momento, la actividad en los mercados se ha desarrollado con normalidad, no identificándose riesgos en términos de estabilidad financiera. Las fuentes de incertidumbre más importantes se observan en el ámbito general del funcionamiento del nuevo Acuerdo de Comercio y Cooperación entre ambas economías, puesto que existen aún ciertas desavenencias, la más reciente relativa a las restricciones pesqueras.
- En el plano nacional, siguen destacando los riesgos relativos a la coordinación y gestión de la crisis sanitaria. El pasado 9 de mayo finalizó el estado de alarma que había entrado en vigor en octubre de 2020, lo que aumenta la incertidumbre en torno a las restricciones que cada comunidad autónoma puede imponer a los ciudadanos y, en muchos casos, la efectividad de estas quedará en manos de los tribunales pertinentes. Por tanto, la concreción y duración de nuevas medidas es incierta, así como el impacto económico que estas puedan tener. A esta situación se le añade la elevada fragmentación parlamentaria actual, que podría generar tensiones y dificultar la consecución de acuerdos.

Otras fuentes de incertidumbre

- El proceso gradual de vacunación de la población contra el coronavirus ha supuesto una mejora de las perspectivas de la economía mundial. No obstante, sigue existiendo incertidumbre sobre cuánto se prolongará el periodo de crisis, puesto que continúan apareciendo nuevas cepas del virus y el proceso de vacunación es irregular entre las diferentes jurisdicciones y también en el tiempo. Por tanto, aún no se pueden descartar nuevas restricciones y medidas de aislamiento sobre la población¹⁹, que podrían dar lugar a episodios de turbulencias en algunos ámbitos y modificar las expectativas de una mayor recuperación económica y sanitaria a corto y medio plazo.
- En el contexto actual, en el que las actividades no presenciales, sobre todo el teletrabajo y las relaciones por vía telemática, se han generalizado a nivel mundial, la ciberseguridad continúa siendo uno de los riesgos más importantes a los que se enfrentan los organismos y las empresas. En un entorno cada vez más interconectado, en el que la mayoría de empresas dependen completamente de los sistemas digitales, el contagio de unas a otras debido a cualquier tipo de brecha de seguridad podría ser relativamente fácil. Si este lograra afectar a un número de agentes suficientes, podría incluso producirse una pérdida de confianza generalizada en el sistema que afectase a los mercados financieros y sus infraestructuras y, por ende, a la estabilidad financiera. La importancia de dedicar recursos a la ciberseguridad es cada vez más elevada, pues limitar y gestionar este riesgo operativo es una cuestión vital para empresas, usuarios y supervisores. A este respecto, cabe mencionar el Reglamento sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero

¹⁹ Con el fin de avanzar en el proceso de vacunación a nivel mundial, determinados países han presentado propuestas a la Organización Mundial del Comercio (OMC) para tratar de lograr el levantamiento temporal de la protección de la propiedad intelectual de las patentes de vacunas contra el COVID-19. Recientemente, el Gobierno de EE. UU. comunicó su apoyo a esta propuesta a la OMC. Teóricamente, con esta medida se permitiría que los países en vías de desarrollo pudieran fabricar sus propias vacunas. Tras esto, la UE anunció que debatiría sobre cómo la liberalización de las patentes de las vacunas podría ayudar a responder a la crisis sanitaria de forma efectiva. No obstante, las expectativas sobre la eficacia de esta propuesta se han visto atenuadas por el hecho de que, aun con el levantamiento de la propiedad intelectual, la fabricación de vacunas es un proceso complejo y costoso, y además no todas las vacunas están fabricadas en estos países, por lo que esta medida podría recaer solamente sobre algunas de ellas.

—en trámites de aprobación a nivel europeo—, también conocido como DORA (*Digital Operational Resilience Act*). Esta regulación supondrá el establecimiento de un marco común de obligaciones, principios y requerimientos en materia de ciberseguridad: todas las entidades financieras estarán sujetas a un conjunto de normas para mitigar y gestionar los riesgos de seguridad de las redes y sistemas informáticos.

- En relación con los riesgos asociados a la sostenibilidad, hay que señalar que los efectos del cambio climático sobre las economías y los mercados financieros pueden implicar elevados costes directos²⁰ y de transición²¹, si bien su cuantía dependerá en buena parte de las medidas que se puedan adoptar con carácter preventivo para paliarlos. En la actualidad los mercados financieros están orientando rápidamente su interés e inversiones hacia activos que cumplan criterios de sostenibilidad²² (ESG) como consecuencia de la fuerte demanda de los inversores, si bien parecen existir ciertas dificultades para evaluar correctamente²³ los riesgos asociados al cambio climático debido a una información incompleta y heterogénea sobre ellos.

Los mercados de activos verdes y sostenibles presentan un elevado crecimiento y numerosas empresas y gobiernos preparan emisiones de bonos verdes²⁴, al tiempo que un mayor número de gestores de activos están incorporando nuevos activos que cumplen con los criterios de sostenibilidad a sus carteras y las agencias de *rating* los incluyen en sus análisis. En este proceso de transición, como consecuencia del fuerte aumento de la demanda por parte de los inversores de activos sostenibles —que a veces puede exceder la oferta— y de la falta de un marco normativo completo homogéneo, existe la posibilidad de que se produzcan distorsiones en el proceso de formación de precios y la valoración que se les asigne sea inadecuada²⁵, lo que podría dar lugar a correcciones bruscas de precios en el futuro, así como a fenómenos de *green washing*²⁶ con activos que realmente no cumplen los criterios ESG establecidos.

En el caso de las entidades financieras, el riesgo es mayor para aquellas que concentran en su balance un porcentaje significativo de préstamos a empresas intensivas en emisiones de carbono, puesto que estas deberán realizar una importante transición en los próximos años si quieren mantenerse operativas. Es posible, por tanto, que las entidades financieras tengan que asumir pérdidas como consecuencia del riesgo de crédito asociado al proceso de transición de sus prestatarios, así como rebajas en su calificación crediticia, lo que elevaría sus costes de financiación²⁷.

Por otro lado, las inversiones asociadas a la adaptación al cambio climático ofrecen oportunidades desde el punto de vista del empleo e incentivos de productividad asociados a las nuevas tecnologías, en paralelo con un desarrollo y crecimiento superiores de los mercados financieros que incorporan progresivamente activos ligados a la sostenibilidad.

²⁰ Los costes directos del cambio climático ya se han puesto de manifiesto en los últimos años como consecuencia de los eventos asociados a este. Dichos costes han mostrado una tendencia creciente como consecuencia de las pérdidas relacionadas con las catástrofes ligadas a eventos meteorológicos e hidrológicos (las aseguradoras estiman que más del 80 % de las pérdidas relacionadas con catástrofes corresponden ya a eventos climáticos).

²¹ En forma de costes de mitigación y adaptación a una economía baja en carbono.

²² Conforme a criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés).

²³ El mecanismo de formación de precios de las emisiones de carbono no permite valorar correctamente las externalidades negativas asociadas al clima.

²⁴ Las estimaciones del tamaño del mercado de bonos verdes señalan que apenas representan el 5 % del mercado global de bonos.

²⁵ Es posible que se puedan generar burbujas en algunas clases de estos activos ante la estrechez actual de la oferta.

²⁶ *Green washing* es fenómeno por el cual una entidad trata de hacer parecer como sostenibles sus productos o actividades cuando en realidad no lo son con el objetivo de atraer el interés de los potenciales inversores o clientes.

²⁷ Véase el trabajo publicado en marzo de 2021 por el BCE (The ECB Blog) en esta materia: «Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test (europa.eu)».

Categorías de riesgo

Riesgo de mercado: amarillo

- Los mercados internacionales de renta variable, que habían finalizado 2020 recuperándose en algunas plazas de todas las pérdidas acumuladas en el año gracias al anuncio a partir de noviembre de la efectividad de las vacunas, comenzaron 2021 con nuevos avances, con la vista puesta en la recuperación económica y los efectos beneficiosos de los programas de vacunación y la llegada de nuevas dosis. En este contexto, los avances se fueron ralentizando en la mayoría de los mercados a partir de marzo, aunque todavía se extendieron a abril, como consecuencia de los retrasos en el calendario de vacunación en Europa, el temor a los rebrotes en algunas regiones y el ritmo de recuperación, todavía lento, de la economía europea. Asimismo, en el mercado empiezan a surgir las primeras voces que señalan que tanto la Reserva Federal como el BCE podrían plantear un cambio de estrategia en la última parte del año reduciendo el tamaño de sus estímulos conforme la recuperación se vaya afianzando.
- Todos los índices bursátiles internacionales presentaron en el primer trimestre avances importantes²⁸, que en la mayoría de los casos se consolidaron en abril, con un comportamiento similar para los mercados de Europa y de EE. UU., siendo este algo más débil en el caso de los mercados asiáticos.

Todos los índices estadounidenses volvieron a obtener ganancias, que permitieron cerrar abril en máximos históricos al amparo de una recuperación económica notable en el primer trimestre del año²⁹ y un intenso programa de estímulos fiscales³⁰. No obstante, al contrario de lo que sucedió en 2020, los mayores avances correspondieron a los índices de carácter más general, en lugar de al tecnológico Nasdaq. El índice Dow Jones, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional, de las industriales y de las financieras, avanza un 10,7 % en lo que va de año, mientras que el índice de carácter más general S&P 500 lo hace un 11,3 %. Por su parte, aunque las grandes compañías tecnológicas siguen beneficiándose de los cambios en los hábitos de consumo, trabajo y ocio adoptados por la sociedad tras la pandemia, el índice tecnológico Nasdaq avanza un 8,3 % —tras haberse revalorizado un 43,6 % en 2020—, lo que supone una cierta ralentización relacionada con las expectativas de crecimiento de algunas compañías³¹ una vez que la situación se normalice³².

En el caso de los mercados europeos todos los índices presentaron ganancias³³, que les permitieron en algunos casos recuperar casi todas las pérdidas acumuladas durante el ejercicio 2020. La recuperación de los mercados europeos se apoya en la mejora de la actividad industrial y en la expectativa de que la reactivación económica se consolidará en el segundo semestre del año conforme se extienda el programa de vacunación a un

²⁸ Los índices estadounidenses acumularon alzas en el primer trimestre de entre un 2,8 % y un 7,8 %, que se extendieron en abril hasta oscilar entre el 8,3 % del Nasdaq y el 11,3 % del S&P 500; por su parte, los índices europeos presentaban avances hasta marzo de entre un 3,9 % y un 10,9 %, que se extendían en abril desde el 7,9 % del británico FT 100 hasta el 12,9 % del francés Cac 40. Asimismo, el japonés Nikkei 225 avanzó hasta abril un 5 %.

²⁹ El PIB estadounidense creció en el primer trimestre de 2021 un 6,4 % en tasa anual y la Reserva Federal señala que podría hacerlo hasta un 7 % en 2021.

³⁰ El Senado de EE. UU. aprobó en marzo el tercer paquete de rescate desde que empezó la pandemia, consistente en un plan de estímulos por valor de 1,9 billones de dólares, que incluye nuevos pagos directos de 1.400 dólares a los contribuyentes, además de fondos para los gobiernos locales y regionales, así como ayudas para diversos sectores como las aerolíneas.

³¹ Las acciones de las grandes compañías de EE. UU. —conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google)— presentaron un comportamiento mixto en lo que va de año, con avances del 19 %, el 6,5 % y el 34,3 % para Facebook, Amazon y Google, respectivamente, y retrocesos del 1,7 % y el 5 % para Apple y Netflix, respectivamente.

³² Hasta el 21 de mayo los índices estadounidenses se revalorizaban un 11,8 % el Dow Jones, un 10,6 % el S&P 500 y un 4,5 % el Nasdaq.

³³ Todos los índices europeos se revalorizaron en el primer trimestre: un 10,3 % el europeo Eurostoxx 50, un 9,4 % el alemán Dax 30, un 9,3 % el francés Cac 30, un 10,9 % el italiano Mib 30 y un 6,3 % el español Ibex 35. Estos avances se extendieron a todos ellos en abril, hasta acumular revalorizaciones de un 11,9 %, un 10,3 %, un 12,9 %, un 8,6 %, un 3 % y un 9,2 %, respectivamente.

porcentaje significativo de la población europea a partir del verano. Los avances se situaron entre el 7,9 % del índice británico FT 100 y el 12,9 % del francés Cac 40, con las compañías más cíclicas, como las industriales, y las de la economía tradicional liderando la recuperación³⁴.

- En España, el Ibex ha avanzado un 9,2 % hasta abril³⁵, presentando un comportamiento similar al de los principales índices europeos gracias a la recuperación del sector bancario y de los valores del sector servicios. Casi todos los sectores presentan ganancias, aunque se observa un comportamiento más débil en aquellos sectores y compañías que habían presentado una mejor evolución en 2020, una tendencia que podría atribuirse a la rotación de las carteras de los inversores desde valores defensivos hacia valores cíclicos y de crecimiento, que se ven más beneficiados por un escenario de recuperación. La intensidad de los avances ha sido heterogénea entre sociedades y sectores en función de las perspectivas de cada uno de ellos, correspondiendo las mayores alzas a las compañías de servicios financieros —principalmente a los bancos—; a las empresas de servicios de consumo, entre las que destacó el buen comportamiento de la aerolínea IAG y de las compañías de ocio, turismo y hostelería³⁶, y a las empresas productoras de materias primas o dedicadas a la ingeniería, así como a la principal compañía del sector petrolero (Repsol), que se vio favorecida por la recuperación de los precios del petróleo³⁷. Por otro lado, el comportamiento más débil correspondió a las sociedades del sector energético y las eléctricas, lo que puede deberse a la mayor preferencia por valores de compañías de energías renovables y empresas de mayor crecimiento.
- El avance de las cotizaciones en los primeros meses del año, que vino acompañado por una recuperación algo más intensa del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyera desde 17,9³⁸ a mediados de enero hasta 17,4 en abril —su media histórica es 13,6— (véase gráfico 4). Es previsible que el valor de este indicador se vaya ajustando en los próximos meses, conforme las estimaciones de beneficios incorporen el impacto positivo de los avances de las campañas de vacunación y la recuperación progresiva de la actividad de las empresas.
- Los mercados internacionales de deuda, en los que los tipos de interés habían disminuido progresivamente durante la mayor parte del año 2020 al amparo de las políticas ultraexpansivas de los bancos centrales, hasta situarse en muchas de las economías de la zona euro en mínimos históricos en el mes de diciembre, iniciaron el año con ligeras alzas para toda la curva, que se concentraron en mayor medida en los plazos más largos. Aunque se mantienen los voluminosos programas de compras del BCE, tanto de deuda pública³⁹ como privada en los mercados secundarios⁴⁰ y a pesar de que el BCE señaló en marzo su compromiso⁴¹ de incrementar sus compras en el segundo trimestre del año, las alzas tienen su origen en los temores de los agentes económicos a un posible aumento de

³⁴ Hasta el 21 de mayo las revalorizaciones de las bolsas europeas oscilaban entre el 8,6 % del británico FT 100 y el 15 % del francés Cac 40.

³⁵ La revalorización del Ibex 35 hasta el 21 de mayo se eleva hasta el 14 %.

³⁶ Las principales compañías ligadas al sector aéreo y turístico acumulan importantes avances en el año: IAG (29 %), Meliá (19 %), NH Hotel Group (15 %) y Aena (1 %).

³⁷ El precio del petróleo finalizó abril en 67,25 dólares por barril, con lo que acumula una revalorización del 29,8 % en lo que va de año.

³⁸ En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 retrocedió hasta 22,3 veces, mientras que la del europeo Eurostoxx 50 creció hasta 18 veces, manteniéndose ambas en zona de máximos desde los años 2000 y 2002, respectivamente.

³⁹ El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba a finales de abril activos por importe de más de 2,98 billones de euros, que incluían deuda pública (2,39 billones), deuda corporativa (271.000 millones), cédulas hipotecarias (289.400 millones) y titulizaciones (28.400 millones). A este importe hay que añadir los 1,017 billones de euros que acumulaba en la misma fecha el programa de compras de emergencia por la pandemia (el denominado PEPP). Las compras con datos a finales de marzo se distribuían entre deuda pública (893.800 millones), pagarés (12.700 millones), bonos corporativos (27.000 millones) y cédulas hipotecarias (4.000 millones).

⁴⁰ Una parte de las compras también tiene lugar en los mercados primarios, siendo más significativa en el caso de las compras de bonos y pagarés corporativos, que representaban a finales de marzo de 2021 el 38,19 % y el 91,78 % de las compras totales de estos activos, respectivamente.

⁴¹ El BCE reiteró en abril que mantendrá el ritmo de compras del programa PEPP al menos durante el segundo trimestre del año a un ritmo *significativamente superior* al del trimestre anterior e indicó que en su reunión de junio reevaluará el escenario.

la inflación en la zona euro, así como también en un cierto efecto de contagio derivado del repunte de las rentabilidades de los activos de deuda estadounidenses. En la zona euro esta expectativa responde al crecimiento de la masa monetaria que ha tenido lugar en los últimos años, al impacto de los paquetes de expansión del gasto público y a la posibilidad de que el BCE considere reducir el tamaño de sus compras en la última parte del año, conforme los programas de vacunación avancen y se afiance la recuperación económica. Con todo, las previsiones del BCE apuntan a un incremento transitorio de la inflación este ejercicio, que tendería a disiparse a lo largo de 2022⁴².

- En este contexto, los rendimientos de la deuda pública de la mayoría de las economías europeas finalizaron abril alejándose de sus mínimos históricos de finales de 2020 y con valores positivos de los tipos a 10 años, manteniendo únicamente valores negativos en Alemania y Holanda. Los repuntes en lo que va de año oscilan entre los 34 p.b. de Italia y los 52 p.b. de Bélgica, situándose en el caso de España en 43 p.b. En concreto, en Austria, Bélgica, Finlandia, Francia e Irlanda se alcanzan valores cercanos a cero o ligeramente positivos; en España⁴³ y Portugal se sitúan en torno al medio punto porcentual, mientras que en Italia y Grecia se mantienen cercanos al 1 %⁴⁴.
- En el caso de los rendimientos de la deuda corporativa, también se observan ligeros avances en algunos tramos de la curva⁴⁵, que fueron algo más destacados en el caso de aquellas emisiones con peor calificación crediticia. A pesar de ello, sus rendimientos se mantienen también en niveles reducidos como consecuencia del fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), que ha disminuido de modo significativo el rendimiento y las primas de riesgo de aquellas emisiones con peor *rating* o mayor grado de subordinación, debido al escaso rendimiento de los activos sin riesgo.
- Aunque es previsible el mantenimiento de los tipos en niveles reducidos por un plazo relativamente largo, el riesgo de mercado de los activos de deuda continúa siendo muy elevado, exacerbándose en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y de la deuda subordinada, que no cuentan con el apoyo directo de las compras del BCE y su liquidez suele ser más baja. El contexto actual de deterioro de la actividad económica podría haber debilitado la estructura financiera de algunas compañías, por lo que un escenario de endurecimiento de las condiciones financieras se podría traducir en repuntes en las primas de riesgo exigidas a estos tipos de activos. Así, cualquier incremento en los tipos afectaría en particular a las compañías con mayores dificultades financieras y mayor apalancamiento, que podrían encontrarse con problemas para obtener financiación a un coste razonable, pero también podrían llegar a extenderse a las economías más vulnerables y con mayores desequilibrios fiscales, que han elevado fuertemente sus niveles de endeudamiento para hacer frente al incremento del gasto público derivado de la pandemia.

En el ámbito de las entidades bajo la supervisión de la CNMV, el riesgo de un eventual repunte de las primas de riesgo y, por tanto, de una caída de los precios de los activos es especialmente importante en algunos fondos de inversión —sobre todo en los de renta fija—, que, en ocasiones, pueden estar expuestos a activos poco líquidos⁴⁶, complejos y

⁴² De acuerdo con los últimos pronósticos del BCE la inflación se incrementará desde el 0,3 % en 2020 hasta una media del 1,5 % en 2021, mostrando un máximo del 2,0 % en el cuarto trimestre del año y un descenso posterior hasta el 1,2 % en 2022 y el 1,4 % en 2023.

⁴³ Los tipos a 10 años se situaban a finales de abril en 0,482 %, su nivel más alto desde principios de julio de 2020.

⁴⁴ Con datos hasta el 21 de mayo, los aumentos de las rentabilidades oscilaban entre los 52 p.b. de Italia y los 61 p.b. de Bélgica. Únicamente el rendimiento del bono soberano alemán permanecía en terreno negativo, situándose el del bono español en el 0,56 %.

⁴⁵ La deuda corporativa presenta mayor dispersión en sus rendimientos dependiendo del tipo de activo (deuda sénior o subordinada), de su calificación crediticia y de su condición de formar parte o no del rango de activos elegibles para las compras del BCE.

⁴⁶ Las abundantes compras de deuda corporativa y de algunos tipos de deuda emitida por las entidades financieras tanto en el mercado primario como el secundario por parte del BCE podrían estar afectando a la liquidez de aquellas emisiones con volúmenes más reducidos o cuya propiedad esté concentrada en un número limitado de inversores.

con calificaciones crediticias por debajo del grado de inversión. Además, el riesgo de mercado se incrementa de manera significativa con la exposición a activos con duraciones largas, cuyos precios son muy sensibles a cambios adversos en los rendimientos que se les exigen⁴⁷.

Riesgo de crédito: verde

- A pesar de contar con el apoyo del BCE, las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado han presentado un comportamiento mixto durante los últimos meses, con ligeras alzas para las primeras y descensos para las segundas, que se ven favorecidas por las perspectivas de recuperación paulatina de la actividad económica. La prima de riesgo soberano, que había ido descendiendo progresivamente durante gran parte del ejercicio anterior, ha detenido su tendencia a la baja en un contexto en el que se descuenta una cierta ralentización de las compras del banco central en la segunda mitad del año y en el que aumentan las vulnerabilidades financieras de aquellas economías con déficits públicos más abultados y mayores niveles de deuda. El valor de la prima de riesgo —medido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España⁴⁸ y Alemania— finalizó abril en 68 p.b., 5 p.b. por encima del valor con el que inició el año (véase gráfico 11).
- Las primas de riesgo de los subsectores de la economía mantuvieron una evolución descendente, concentrándose los mayores descensos en las entidades financieras. En el caso de estas últimas, aunque persisten algunas incertidumbres que afectan al desarrollo de su negocio⁴⁹, el nuevo descenso de las primas de riesgo tiene su origen tanto en el mantenimiento de las medidas de apoyo por parte del BCE⁵⁰ como en la mejora de las perspectivas de recuperación económica, que permitirán una mayor generación de ingresos en el sector, a la vez que contribuirá a atenuar el previsible deterioro de la morosidad. Por su parte, las primas de riesgo de las sociedades no financieras se redujeron más levemente, puesto que, aunque también se benefician del efecto positivo de los programas de compras⁵¹ del BCE, acusan el deterioro de sus negocios por la crisis y las incertidumbres sobre su evolución futura. Así, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de abril en 64 p.b., por debajo de los 78 p.b. en los que inició el año, y la media de los CDS de las sociedades no financieras lo hacía en 56 p.b., apenas 3 p.b. por debajo.
- La información sobre las calificaciones crediticias de la deuda de los emisores españoles correspondiente al primer trimestre de 2021 revela que sigue sin producirse un deterioro reseñable de la calidad crediticia de estos⁵². Durante los primeros meses de la crisis sanitaria estas calificaciones sufrieron leves deterioros, que tendieron a estabilizarse con posterioridad, y aunque se observan algunas rebajas en los *ratings* de ciertos emisores,

⁴⁷ Así, por ejemplo, una variación al alza de 50 p.b. en la rentabilidad exigida a un bono a 10 años implica un descenso en su precio superior al 4,5 %.

⁴⁸ El BCE adquiere deuda pública española a través de sus programas de compras de activos PSPP y PEPP, acumulando un saldo superior a 401.000 millones de euros, en torno al 40 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo.

⁴⁹ Las más relevantes son el mantenimiento del margen de intereses reducido como consecuencia del contexto de tipos de interés muy bajos, así como el previsible deterioro de la tasa de morosidad.

⁵⁰ Incluyen tanto programas específicos de compras de activos emitidos por los bancos como diferentes operaciones de financiación en condiciones favorables. El BCE, a través de sus programas de compras específicos de títulos emitidos por las entidades financieras como las cédulas hipotecarias (CBPP3) y las titulizaciones (ABSPP), acumulaba hasta finales de abril compras por importe de 289.414 y 28.443 millones de euros, respectivamente, de los cuales más del 36 % y del 58 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba a finales de marzo cédulas hipotecarias por 4.055 millones de euros, adquiridos al amparo del programa PEPP. En relación con las operaciones de financiación en condiciones favorables destacan las diferentes rondas de financiación a largo plazo (TLTRO-III) y las operaciones de refinanciación de emergencia a largo plazo frente a la pandemia (PELTRO).

⁵¹ El BCE, a través de su programa específico de compras de deuda corporativa (CSPP), que se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior), acumulaba hasta finales de abril compras por importe de 271.075 millones de euros, de los cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario. Además, a finales de marzo acumulaba bonos corporativos y pagarés por importe de 27.058 y 12.766 millones de euros, respectivamente, adquiridos en el marco del programa PEPP.

⁵² Además de las revisiones en las calificaciones de las emisiones de deuda que se comentan en el cuerpo principal, cabe señalar que pocas compañías (entre ellas, OHL y Codere) han experimentado un recorte en sus calificaciones crediticias en 2021 y otras (Enagás y Energy) en su perspectiva.

estas continúan sin ser generalizadas. La mayor parte de la deuda española sigue siendo de alta calidad, al pertenecer al grupo de grado de inversión —*investment grade*— (un 96,4 % del saldo total en circulación, del cual una gran parte corresponde a emisiones de las diferentes Administraciones públicas). La proporción de deuda que, teniendo grado de inversión, se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield*⁵³ continúa siendo reducida, pero ha aumentado ligeramente con respecto a trimestres anteriores. En marzo del pasado ejercicio esta representaba el 3,2 % del total de la deuda viva y, posteriormente, en junio se incrementó hasta el 4,4 %, valor en el que se mantuvo hasta diciembre. En el primer trimestre de 2021 este grupo de deuda representaba el 5,2 % de la deuda total, un aumento que se explica por el empeoramiento de la calificación crediticia de algunas emisiones de sociedades no financieras, aunque también se registraron nuevas emisiones calificadas con este *rating* y mejoras en la calidad crediticia de determinadas emisiones de instituciones financieras. Por su parte, la deuda *high yield* representa un 3,6 % del total en circulación, prácticamente la misma proporción que en 2020 (en torno al 3,5 %).

Aun así, hay que tener en cuenta algunas observaciones sobre el nivel de riesgo de crédito de los emisores españoles: i) el reducido nivel de las primas de riesgo se explica en gran medida por los efectos de los programas de compras del BCE, que presionan a la baja el tamaño de las primas de todos los emisores de la zona euro que son objeto de estas compras; ii) las primas de riesgo de aquellos emisores *high yield* no incluidos en los programas anteriores se ven favorecidas a la baja de forma indirecta, como consecuencia del efecto de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores ante la ausencia de alternativas rentables sin apenas riesgo; iii) las calificaciones y las primas de riesgo analizadas corresponden en su mayoría a compañías de tamaño grande y mediano que, o bien se han visto menos afectadas por la crisis actual, o bien disponen de una mayor fortaleza financiera para afrontarla. Por otro lado, las medidas adoptadas por las autoridades como los avales públicos, las moratorias o las ayudas directas han evitado hasta ahora un incremento considerable de las insolvencias de empresas, pero es probable que los problemas financieros de muchas de ellas se agraven en un futuro próximo conforme la vigencia de las medidas vaya finalizando. En este sentido, se identifica un riesgo de crédito creciente en los próximos meses que puede conllevar procesos de reestructuración financiera, especialmente en aquellas compañías de menor tamaño o pertenecientes a los sectores más afectados por la pandemia.

- La evolución de la financiación a los sectores no financieros⁵⁴ de la economía mantuvo su expansión en su conjunto debido a que el menor ritmo de expansión de la financiación a las empresas se vio compensado por una menor ralentización del crédito a los hogares, pese a lo cual acumula un año entero de retrocesos. En este último caso, su valor retrocedió un 0,5 % en marzo (-0,6 % a principios de año), debido a la menor ralentización del crédito destinado a la compra de vivienda (desde el -1,1 % de diciembre hasta el -0,6 % de marzo), que fue suficiente para compensar la caída del crédito al consumo (desde el 0,6 % de diciembre hasta el -0,1 % de marzo, su mayor caída desde el año 2015). En el caso de las sociedades no financieras, la financiación total mostró importes elevados en términos agregados, aunque se observó una cierta ralentización en su crecimiento (desde el 6,1 % de diciembre al 5,6 % de marzo), que se explica por un crecimiento menor del crédito a las empresas (5,6 % en marzo, su menor ritmo de crecimiento desde septiembre). Esta evolución es coherente con los últimos datos disponibles de la Encuesta de Préstamos Bancarios, que señala que las entidades están endureciendo los criterios de concesión de crédito a las empresas de menor tamaño. El

⁵³ Nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's.

⁵⁴ Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

resto de las modalidades de financiación a las sociedades no financieras aceleraron sus tasas de variación: la financiación vía emisiones de deuda aumentó un 11,9 % (su tasa más elevada desde febrero de 2020) y los préstamos exteriores lo hicieron un 2,5 % en marzo (2,2 % en diciembre).

Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV hasta abril sumaron 28.444 millones de euros, un 14,7 % menos que en el mismo periodo de 2020; entre ellas destacaron 2 emisiones de bonos de la SAREB por importe de 9.470 millones de euros y 1 emisión de cédulas de internacionalización por importe de 823 millones de euros. También fue notable la expansión de las emisiones de bonos de titulización, que se ven favorecidas por el uso de este instrumento como colateral en las operaciones de financiación del BCE, mientras que destacó el retroceso de las emisiones de cédulas hipotecarias, que están limitadas por el saldo vivo de préstamos hipotecarios⁵⁵. Asimismo, las emisiones de las compañías españolas en el exterior crecieron un 14 % anual en el primer trimestre, hasta alcanzar 31.200 millones de euros, con lo que volvieron a superar las emisiones registradas en la CNMV⁵⁶. Por otro lado, en los mercados de renta variable tuvo lugar la salida a bolsa, mediante un proceso de *listing*, de la compañía aseguradora Línea Directa y, mediante una oferta pública de suscripción (OPS), de la empresa de energías renovables Grupo Ecoener⁵⁷, y el mercado espera operaciones similares de compañías del mismo sector como Opdenenergy durante el ejercicio 2021.
- La necesidad de financiación de la economía española alcanzó 1.400 millones de euros en febrero⁵⁸, frente a la capacidad de financiación de 1.800 millones de euros registrada en el mismo periodo de 2020. El fuerte deterioro del saldo del turismo y del saldo de rentas primaria y secundaria ha llevado a la economía española a registrar necesidad de financiación en este mes, aunque en términos acumulados de 12 meses muestra una capacidad de financiación de 9.200 millones de euros, muy por debajo de los 31.400 millones alcanzados hasta el mismo mes de 2020. Por otro lado, las salidas de capital⁵⁹ fueron de 7.800 millones de euros en febrero, mientras que el saldo neto de la cuenta financiera en términos acumulados de 12 meses fue de 110.000 millones.
- Los depósitos de las familias crecieron un 7,1 % interanual en marzo hasta situarse en 923.042 millones de euros, su valor más elevado de la serie histórica, mientras que los de las empresas no financieras lo hicieron un 10,9 % y llegaron a 291.215 millones, también muy cerca de sus máximos históricos⁶⁰. Tanto los hogares —cuyos depósitos han crecido en todos los meses del último año salvo en agosto— como las empresas continúan acumulando liquidez en depósitos (entre ambos, 110.564 millones más entre finales de febrero de 2020 y marzo de 2021), sobre todo para poder hacer frente a las necesidades extraordinarias que pudieran surgir en un futuro próximo⁶¹ caracterizado por una menor actividad económica, mayor desempleo y una elevada incertidumbre sobre sus rentas

⁵⁵ El saldo vivo de préstamos hipotecarios se situó en marzo en 511.578 millones de euros, un nivel similar al de cierre del ejercicio 2020, en el que mantuvo una tendencia decreciente.

⁵⁶ En 2020 las emisiones registradas en la CNMV superaron a las emisiones registradas en el exterior, por lo que se invirtió la tendencia observada en el ejercicio 2019.

⁵⁷ Línea Directa y Grupo Ecoener salieron a cotización los días 29 de abril y 4 de mayo, respectivamente.

⁵⁸ Según datos del Avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

⁵⁹ Los datos reflejan la cuenta financiera excluyendo al Banco de España.

⁶⁰ Los depósitos de las empresas no financieras alcanzaron su máximo histórico en septiembre de 2020, cuando se situaron en 296.290 millones de euros, unos niveles similares a los alcanzados en diciembre del mismo año.

⁶¹ Una parte del aumento del ahorro de los hogares está relacionada con la imposibilidad de tomar algunas decisiones de consumo en los momentos más duros de la pandemia como consecuencia de las restricciones impuestas.

futuras⁶², a lo que se une también la ausencia de alternativas rentables de inversión con escaso riesgo.

- En los 4 primeros meses del año la contratación media del mercado continuo⁶³ se situó en 1.455 millones de euros, un 22,6 % menos que en el mismo periodo de 2020 y también por debajo del promedio de este (1.648 millones de euros). El retroceso en la contratación se mantuvo a lo largo del trimestre en un contexto de volatilidad moderada. El descenso de la contratación en el mercado continuo puede atribuirse en parte al descenso de la volatilidad, que desincentiva algunas modalidades de contratación como la negociación algorítmica o de alta frecuencia, así como al incremento de la competencia por parte de otros mercados y centros de negociación competidores.
- La fragmentación del mercado alcanzó un nuevo máximo histórico en el primer trimestre en un contexto de volatilidad moderada⁶⁴, representando la negociación de acciones españolas en centros distintos al mercado de origen el 48,4 % de la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit* más *dark*). Los datos preliminares de abril muestran una reversión parcial de esta tendencia, acompañada de un retroceso de la contratación. Estos centros de negociación muestran desde hace tiempo una tendencia levemente creciente en su cuota de mercado debido al elevado nivel de competencia que ejercen, una tendencia que se acentúa en momentos de mayor volatilidad y que también podría acrecentarse con la introducción en enero del Impuesto sobre las Transacciones Financieras, cuyo efecto es aún incierto. Por otra parte, la contratación de acciones españolas realizada por medio de internalizadores sistemáticos —y, por tanto, fuera del ámbito de los centros de negociación— presentó un retroceso importante hasta situarse por debajo del 7,5 % de la negociación total⁶⁵ en lo que va de año, lo que representa en torno a la mitad, en términos relativos, de lo que habitualmente se negociaba bajo esta modalidad y que se había mantenido relativamente estable en torno al 15 % del total durante 2020.
- El indicador de liquidez del Ibx 35 (medido mediante el diferencial de precios *bid-ask*), que había mejorado progresivamente desde el segundo semestre de 2020, siguió presentando progresos adicionales, aunque todavía muestra valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis. Los avances del indicador de liquidez se ven favorecidos por el descenso de los niveles de volatilidad, pero siguen lastrados por la caída de los volúmenes negociados. En el caso del bono soberano, su *spread* se mantuvo relativamente estable⁶⁶ durante todo el periodo gracias a las compras del BCE, que favorecen la liquidez del mercado. Aunque la horquilla es muy reducida en términos absolutos (inferior a 1 p.b.) y ha disminuido en términos relativos, esta sigue siendo relevante en el entorno actual de tipos tan reducidos (véase gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de España y de la zona euro presentaron una evolución mixta, disminuyendo en los préstamos de cuantía inferior a 1 millón de euros y aumentando en los de importes superiores. El diferencial de los primeros volvió a presentar valores negativos en marzo (-2 p.b., desde los 0 p.b. de diciembre), mientras que el de los segundos aumentó hasta 15 p.b. (7 p.b. en diciembre), con lo que se sitúan en su nivel más alto de los últimos 6 meses. Por otro lado,

⁶² Según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), la tasa de ahorro de los hogares españoles se situaba en el 19 % de su renta disponible en el cuarto trimestre de 2020. Véase más información en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

⁶³ En el primer trimestre del año alcanzó 1.465 millones de euros, el volumen más bajo para ese trimestre de los últimos años, lo que representa una caída interanual del 26,5 %.

⁶⁴ Esta tendencia y su máximo histórico se han producido en un contexto de moderación paulatina de la volatilidad, lo que desincentiva las operaciones de negociación algorítmica y de alta frecuencia, que, en su mayoría, tienen lugar en centros de negociación distintos del mercado de origen.

⁶⁵ Negociación total definida en este contexto como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y de la realizada por internalizadores sistemáticos.

⁶⁶ El *spread* se mantiene en términos absolutos, aunque es menor en términos relativos gracias al incremento de los tipos. Aun así, está condicionado por los costes de transacción de los agentes, que siguen siendo muy relevantes en un entorno de tipos en niveles reducidos.

la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre del año muestra que se ha vuelto a producir una ligera contracción de la oferta crediticia en casi todos los segmentos, tanto en España como en Europa, debido al incremento de los riesgos percibidos por las entidades financieras, en un contexto de incertidumbre sobre la situación económica y la solvencia de algunos prestatarios. En paralelo, también se ha producido un nuevo descenso de la demanda de crédito, más significativo en España. Por otro lado, las entidades habrían endurecido los criterios de concesión de préstamos en todos los segmentos de financiación a las empresas y a los hogares en la rama de consumo, mientras que los habrían relajado en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda. Asimismo, en Europa se habría producido un endurecimiento de los criterios de concesión que habría afectado tanto a grandes empresas como a pymes, mientras que en España solo habría sido relevante en el caso de las últimas. Además, las entidades financieras señalaron que las medidas de política monetaria expansiva adoptadas por el BCE habrían favorecido una relajación de las condiciones aplicadas a los nuevos créditos y un incremento de los volúmenes de crédito concedido.

Riesgo de contagio: naranja

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles sigue disminuyendo progresivamente desde los máximos registrados en marzo del pasado año (cuando la mediana de estas correlaciones llegó a alcanzar 0,75), aunque se mantiene en niveles superiores a los que se observaban antes del comienzo de la pandemia. Este valor ha caído hasta situarse a finales de abril en 0,23, unos niveles inferiores a los registrados a finales de enero (0,32) y a los valores medios del conjunto de 2020 (0,42). Los valores mínimos de estas correlaciones también han disminuido con respecto a principios de año y se sitúan en niveles cercanos a los registrados antes del comienzo de la crisis de COVID-19 (-0,41 a finales de abril), al igual que los valores máximos, que en enero se encontraban cercanos a 0,60 y a finales de abril habían disminuido hasta 0,53. El mantenimiento de la tendencia actual de disminución es fruto de un ligero descenso de la incertidumbre asociada a la crisis sanitaria, que se ha plasmado en una caída importante de la correlación entre algunos sectores de renta variable (con cotizaciones al alza, como el financiero) y los de deuda pública (con rendimientos al alza y precios a la baja). También ha sido importante la disminución de la correlación entre algunos sectores de renta variable cuyas cotizaciones han evolucionado de forma dispar (por ejemplo, entre el sector financiero y las empresas de *utilities*). Cabe señalar que unos mayores niveles de correlación aumentan las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activos y dificultan la diversificación de las carteras.
- Con respecto a los movimientos de los activos de deuda pública europeos, se observa un incremento de la correlación entre el rendimiento de estos activos desde finales de enero, que continúa así en niveles altos. En particular, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países europeos más sólidos en términos financieros (*core*), que había disminuido las primeras semanas del año hasta 0,71, aumentó y se mantiene estable desde mediados de febrero en torno a 0,97. Este incremento está especialmente impulsado por el crecimiento de la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los bonos alemán y holandés. De la misma forma, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos también registró un repunte con respecto a finales de enero (véase gráfico 32). Así, este indicador pasó de 0,77 a 0,87 al cierre de abril, aunque con ciertos altibajos debido a la evolución del indicador de correlación parcial entre el bono español y el griego.

Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

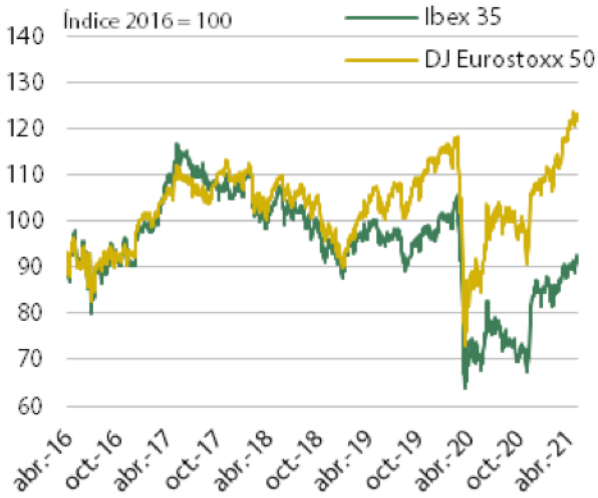


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

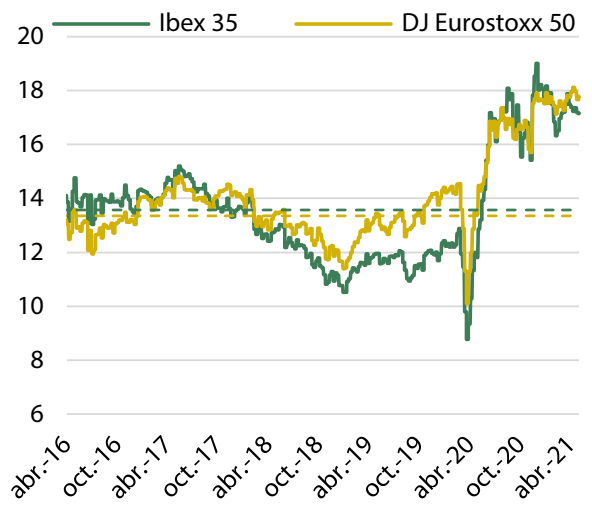


Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

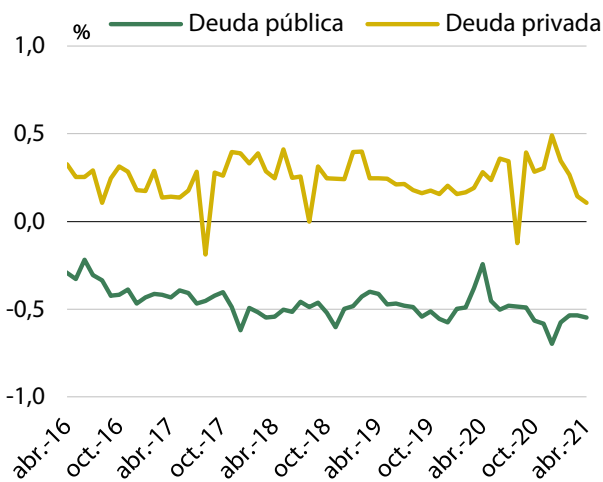


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

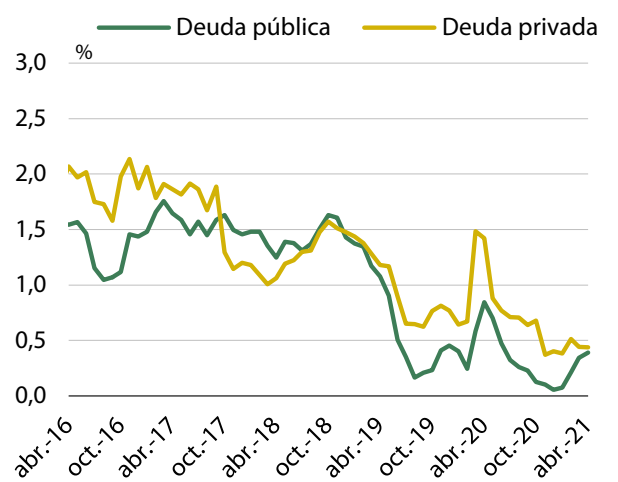


Gráfico 7: Precio del petróleo

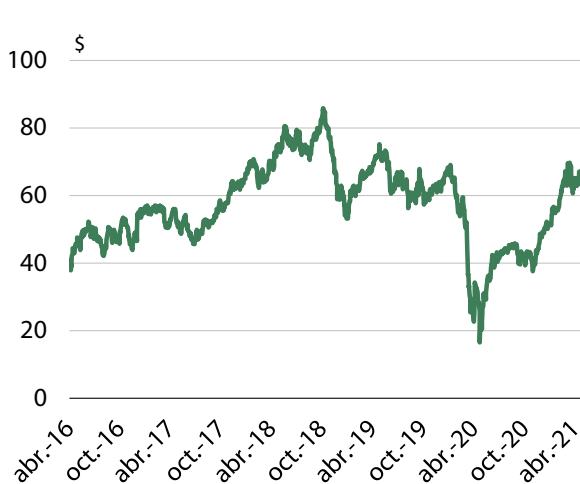
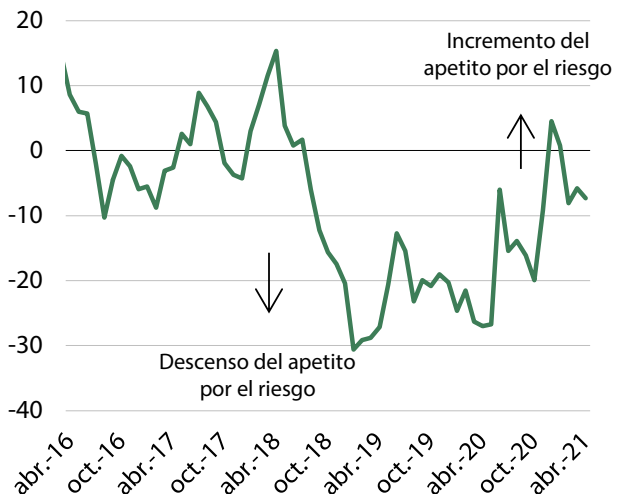


Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico 9: Financiación sector no financiero

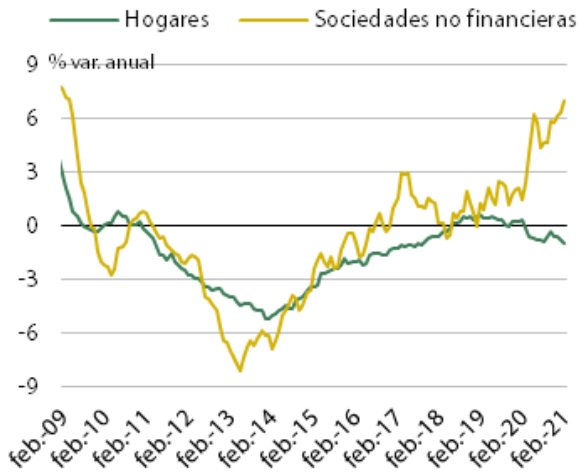


Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro

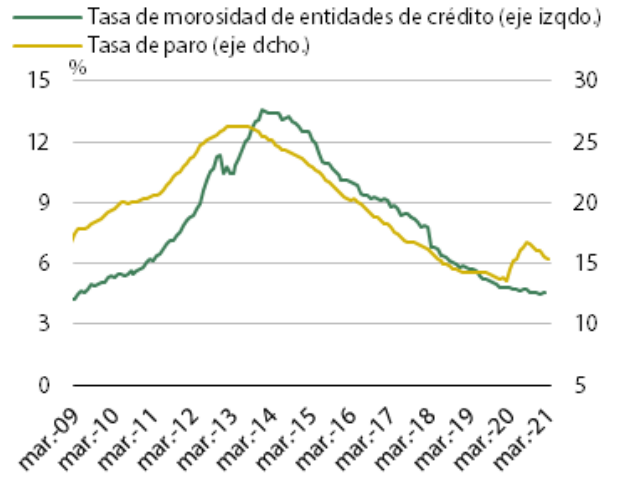


Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

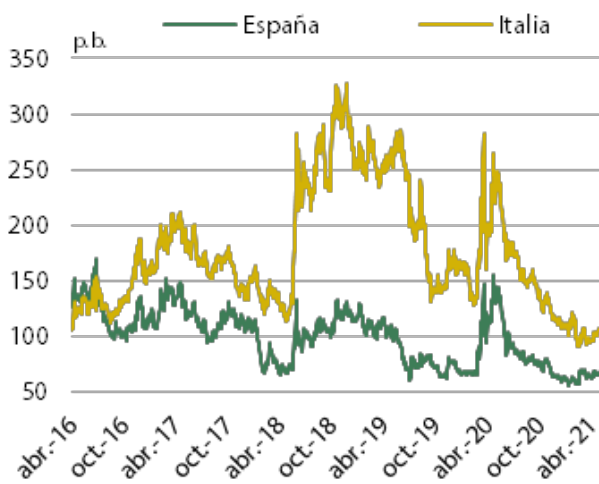


Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

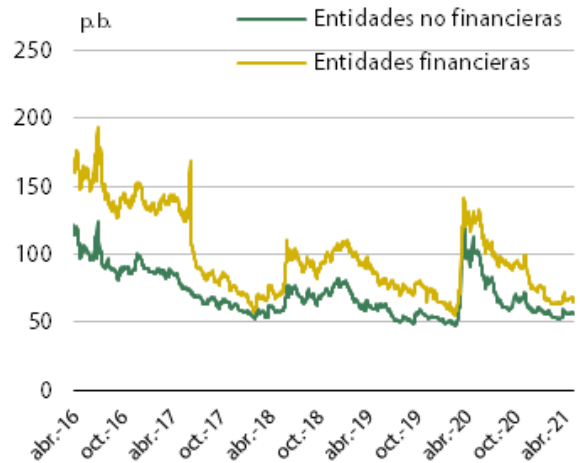


Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)

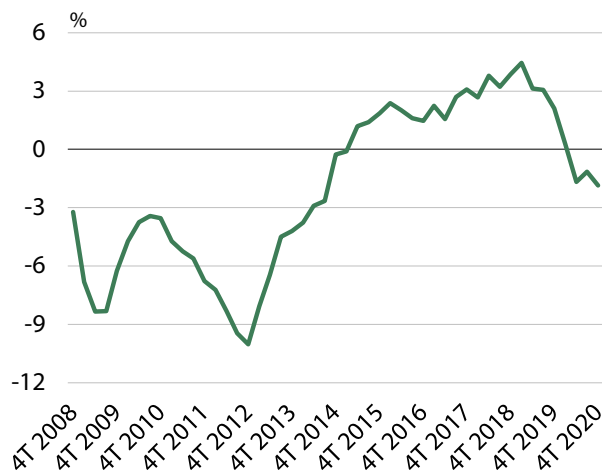
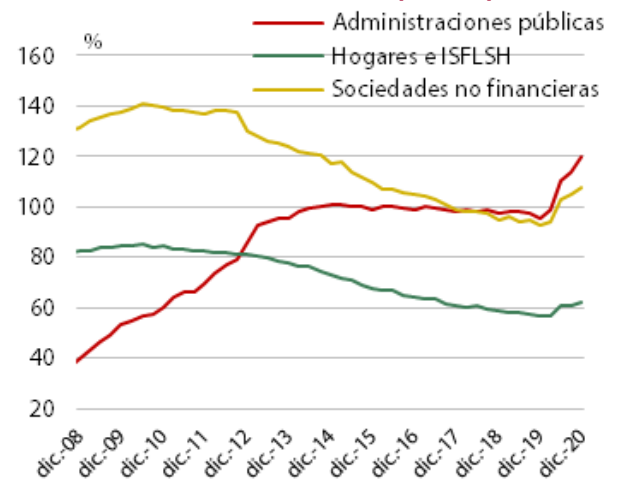
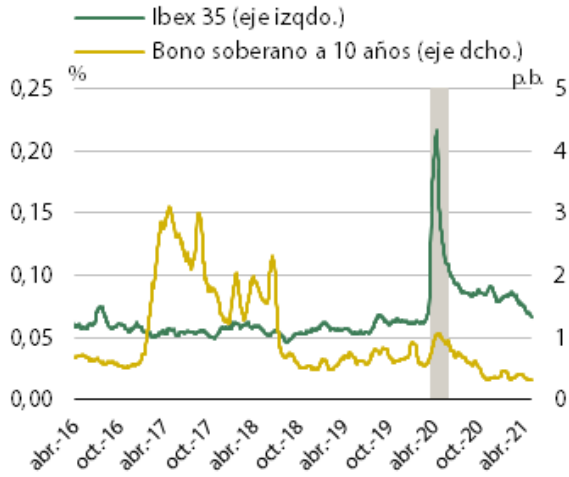


Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

Gráfico 15: Liquidez (spread bid-ask)



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

Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1 mes)

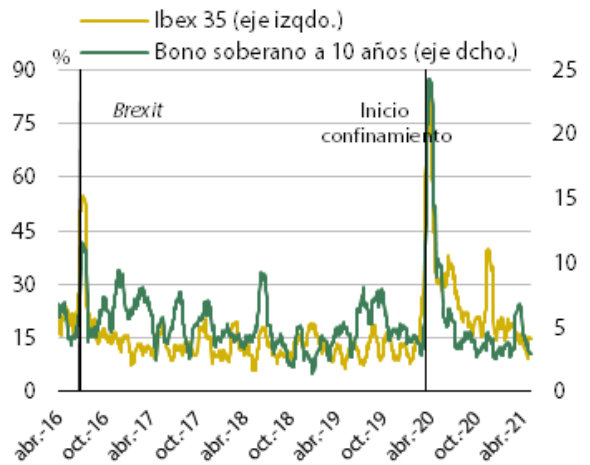


Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)

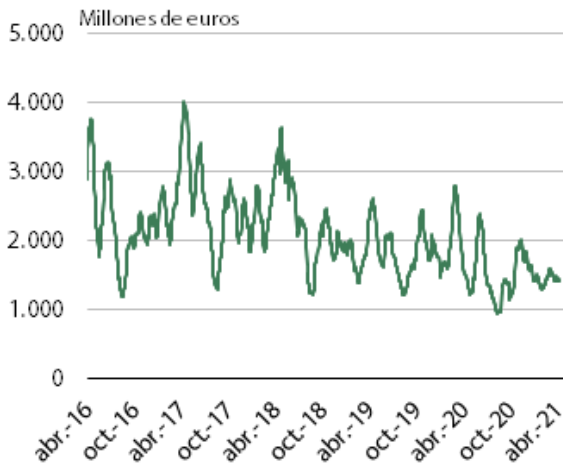


Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)



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

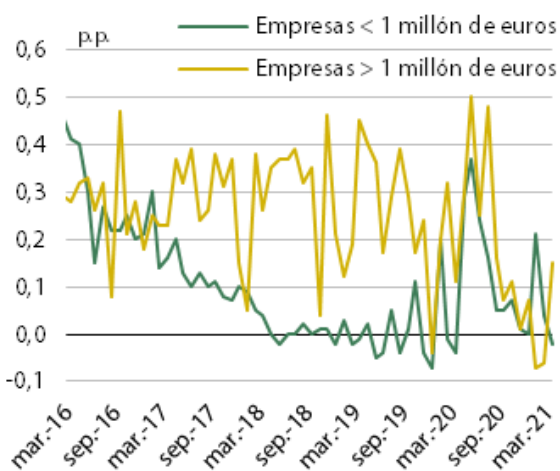
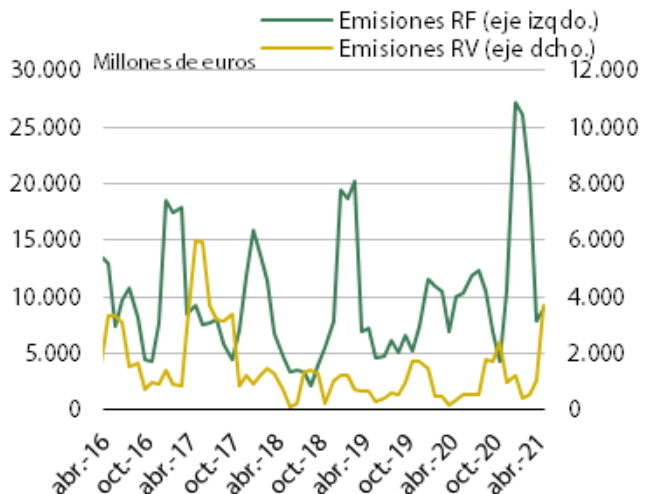


Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)



Riesgo macroeconómico: nivel rojo

Gráfico 21: PIB (var. interanual)

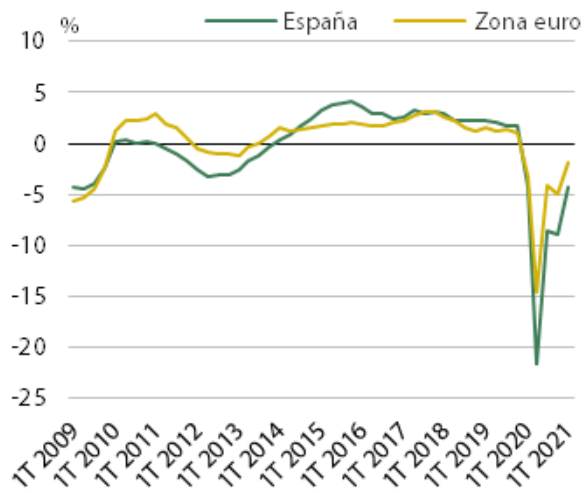


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)

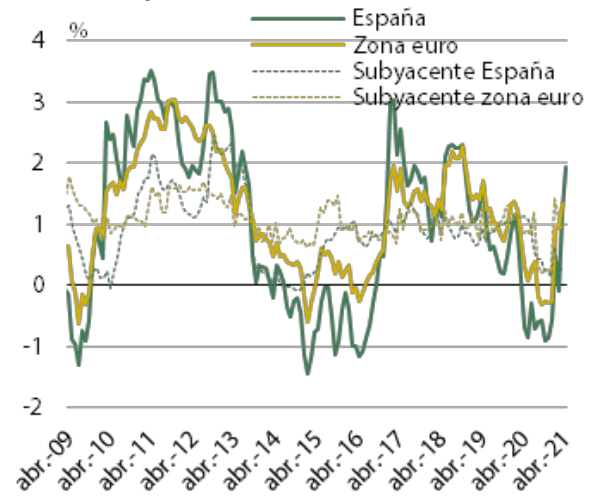


Gráfico 23: Empleo (var. interanual)

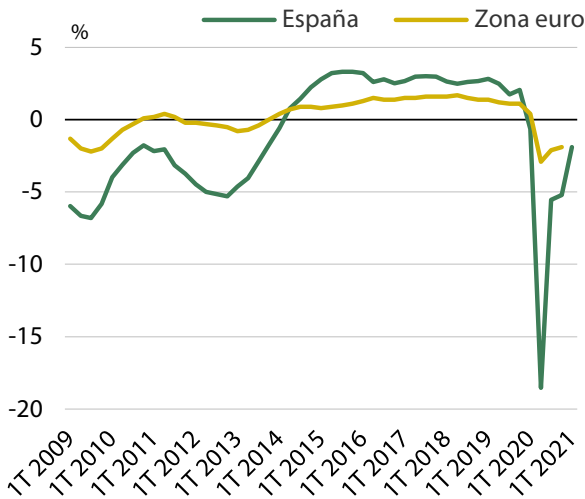
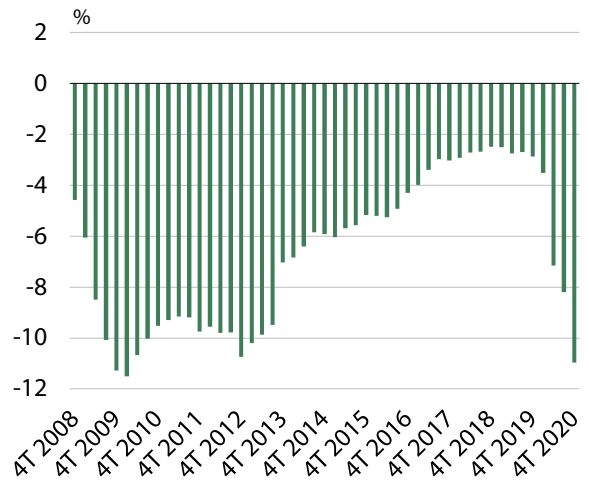


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico 25: Tipos de cambio

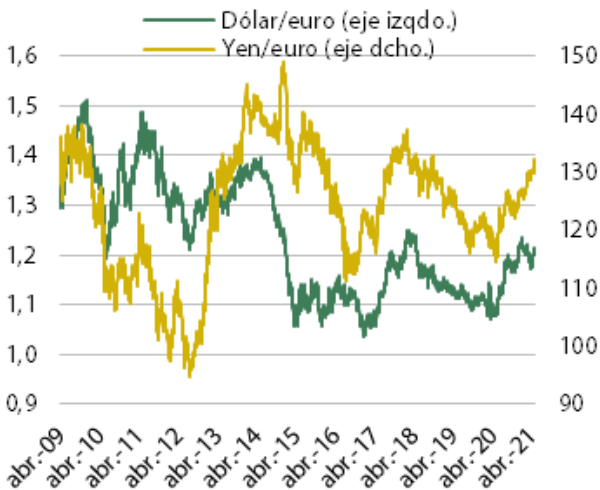
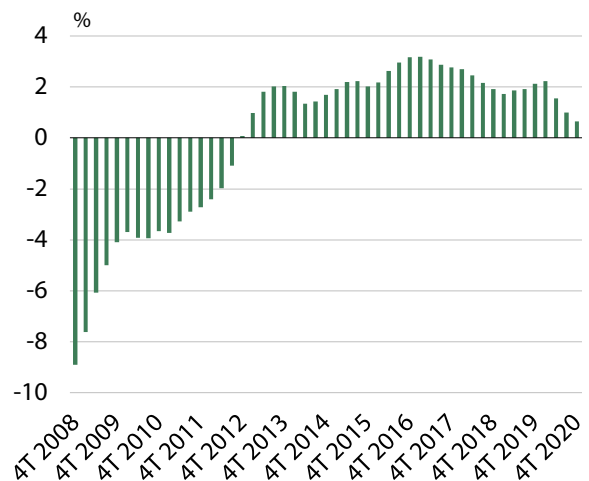
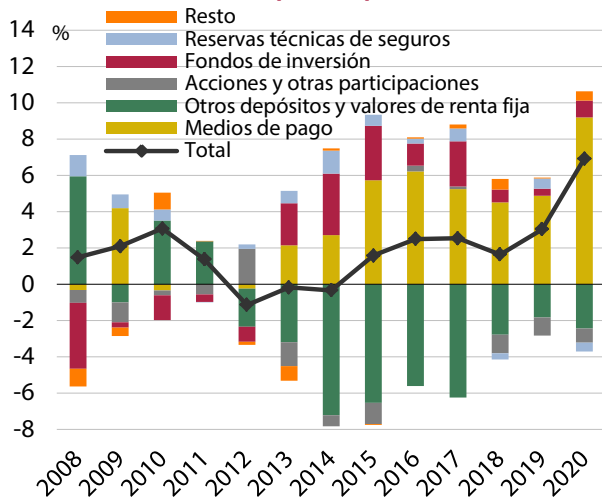


Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Inversores

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



Datos acumulados cuatro trimestres.

Gráfico 29: Hogares: ahorro (% renta disp.)

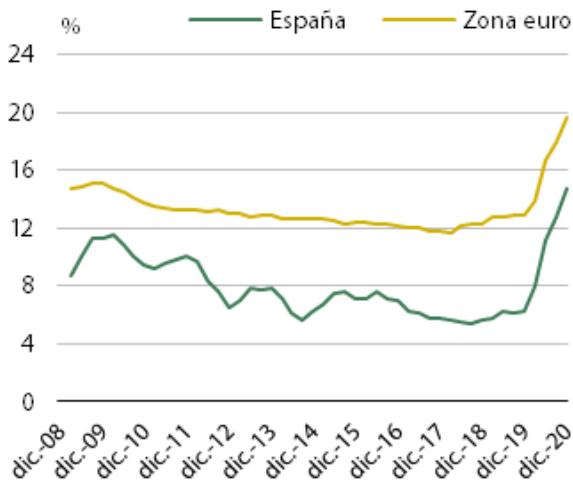
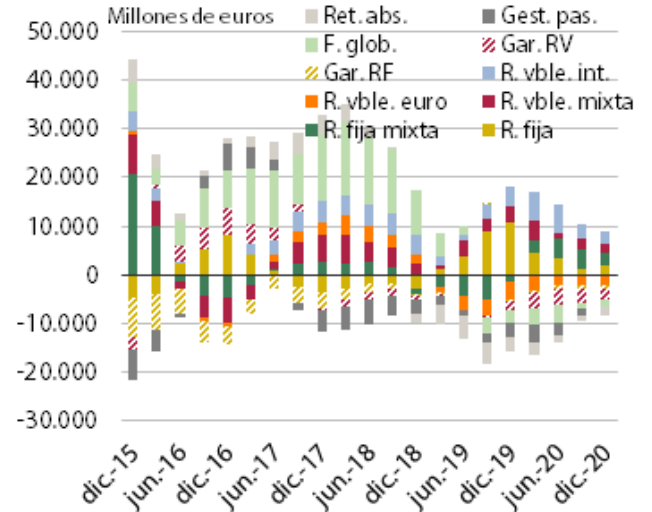
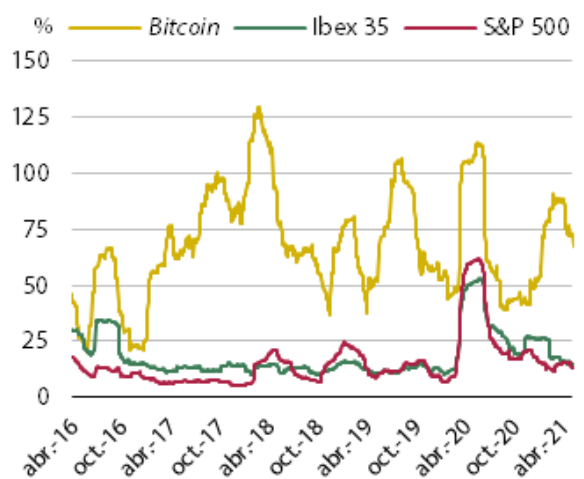


Gráfico 28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin



Riesgo de contagio: nivel naranja

Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos

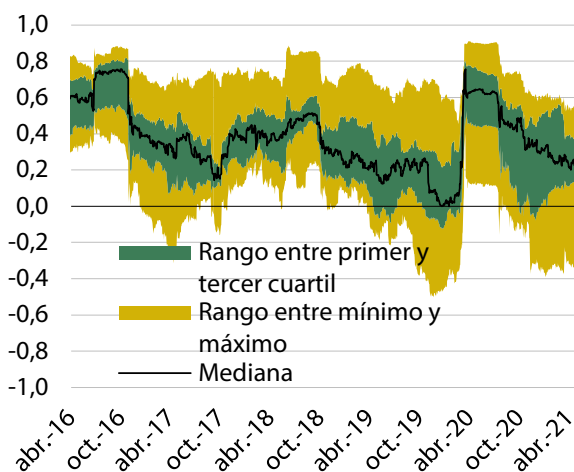
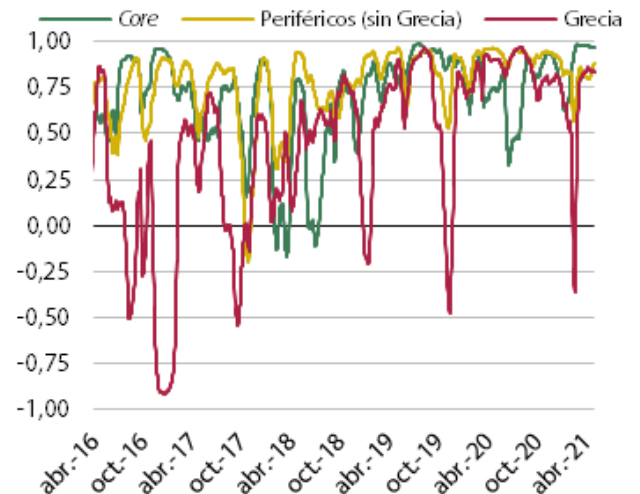


Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



Notas explicativas

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

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 (muy alto o muy bajo) 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 indicadores⁶⁷, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que lo componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que, hasta que este no se publica, el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, véase Cambón,

⁶⁷ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

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

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

- **Correlación entre clases de activos (gráfico 31).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de 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 32).** 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.