



Nota de estabilidad financiera

N.º 17 Enero 2021

Nota de estabilidad financiera

N.º 17 Enero 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

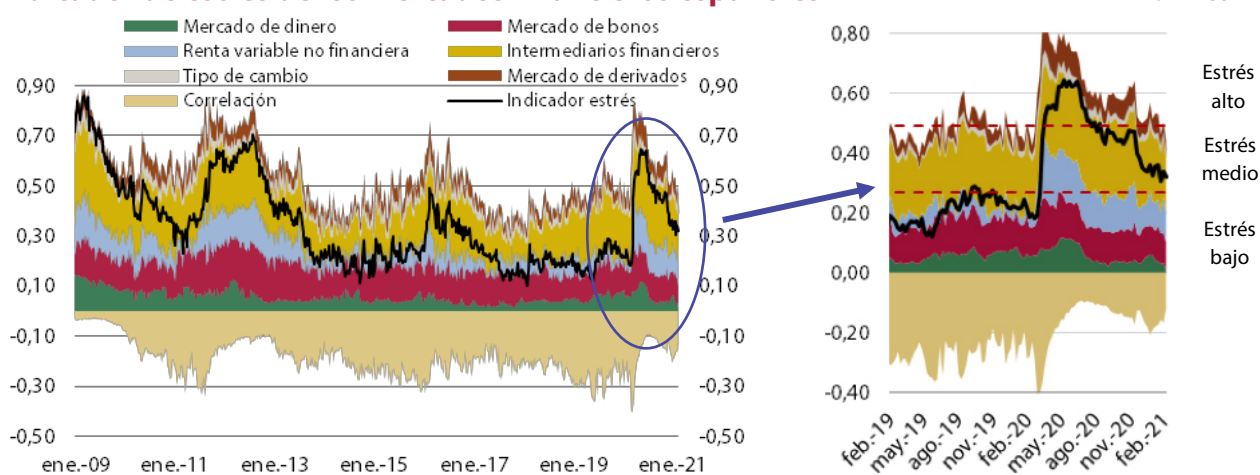
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resumen

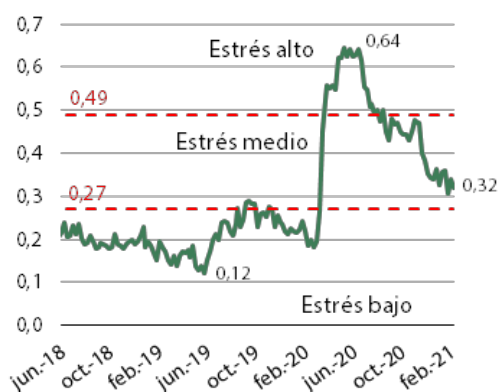
- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad en noviembre el **indicador de estrés** de los mercados financieros españoles ha mostrado una tendencia descendente, al pasar de cifras cercanas a 0,50 a valores algo superiores a 0,30 en los primeros días de febrero¹. Este nivel se sitúa en la región de estrés medio, acercándose al umbral que separa este régimen del de estrés bajo (0,27). Este descenso se ha debido a la disminución registrada en los seis segmentos del sistema financiero considerados. Todos ellos presentan niveles de estrés inferiores a 0,50, excepto el de intermediarios financieros (0,62), que, a pesar de todo, también ha mostrado un comportamiento más favorable en el periodo más reciente gracias a la recuperación de las cotizaciones de las compañías. Los indicadores de volatilidad continúan experimentando ciertos repuntes que afectan al indicador total y la correlación del sistema se mantiene en niveles altos aunque dentro de una leve tendencia a la baja.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

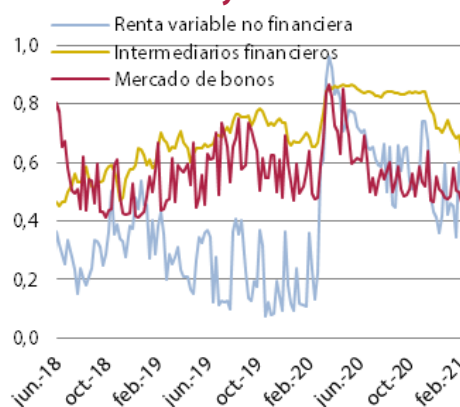
GRÁFICO 1



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 esta nota es el 31 de enero, excepto para el indicador de estrés, que alcanza el 5 de febrero, y otras informaciones relevantes.

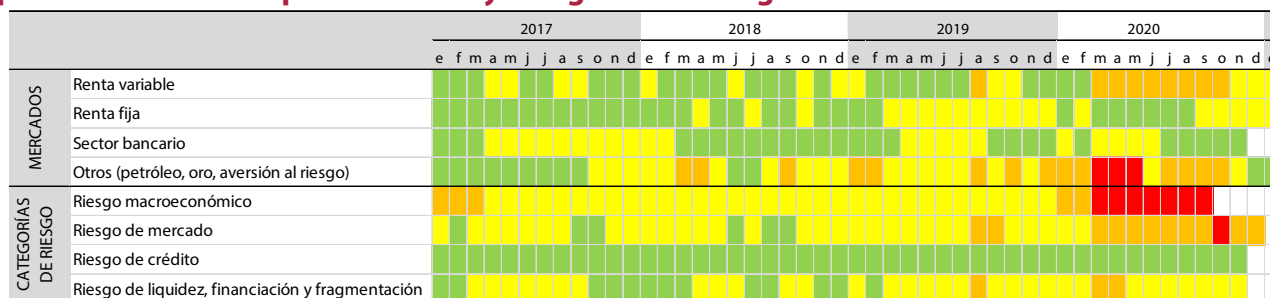
- ✓ La evolución de la **situación macroeconómica en España** continúa mostrando la dureza de la crisis del coronavirus. La tendencia de los diferentes indicadores de actividad, empleo y finanzas públicas sitúan este riesgo como el más elevado dentro del conjunto de riesgos y fuentes de incertidumbre analizados en este informe. Así, el PIB registró una contracción sustancial en 2020 (del 11 %), más intensa que en la zona euro (del 6,8 %), puesto que la composición del producto en España está más orientada a actividades que se están viendo relativamente más afectadas por la crisis. Los datos del mercado laboral arrojan un descenso de 622.600 empleos en 2020, lo que ha elevado la tasa de paro hasta el 16,1 % de la población activa (13,8 % en 2019). La tasa de inflación ha estado buena parte del ejercicio en terreno negativo (-0,5 % en diciembre) y los indicadores relacionados con las finanzas del sector público sugieren que el déficit público podría haber superado el 10 % del PIB el año pasado, mientras que la deuda pública se habría situado por encima del 116 % del PIB. Los indicadores del cuarto trimestre del año pasado apuntaban a una cierta mejora de la actividad y del empleo, pero son previos al desarrollo de la tercera ola de contagios. Por tanto, las previsiones de recuperación económica, que sitúan el avance del PIB este año en un rango que oscila entre el 4,2 % y el 8,6 %, continúan estando sujetas a un grado elevado de incertidumbre pues la evolución de la actividad económica depende no solo del desarrollo de la pandemia a corto plazo, sino también de las medidas que se adopten para su contención, así como de la respuesta de los agentes en este entorno.
- ✓ La evolución de los **mercados financieros nacionales** desde la publicación de la última nota ha mostrado un cierto giro en el caso de la renta variable, en la que han predominado las revalorizaciones. Sin embargo, en el caso de la renta fija se siguen observando los mismos patrones: rentabilidades y primas de riesgo muy reducidas, coherentes con la política monetaria actual. En los mercados de renta variable se produjo un periodo alcista (sobre todo en noviembre), similar al de otras bolsas europeas, asociado a las noticias favorables sobre la eficacia de las vacunas y el inicio del proceso de vacunación, así como a la disminución de algunas incertidumbres de tipo político. En general, la cotización del Ibex 35 (que se redujo un 15,5 % en 2020) muestra un comportamiento relativo menos favorable que el de otros índices de renta variable de nuestro entorno, pues, en parte, su composición es reflejo de la actividad productiva en España y presenta una ponderación superior de los sectores más afectados por la crisis (banca, turismo, ocio, hostelería, transporte, etc.). Con todo, en las sesiones más recientes se han producido aumentos en las cotizaciones de algunas compañías y sectores, que han atenuado las fuertes pérdidas acumuladas desde marzo de 2020. En los mercados de renta fija la mayoría de los activos continúa mostrando rendimientos muy reducidos, en parte por los efectos de los programas de compras del Banco Central Europeo (BCE) —aunque se observa igualmente esta tendencia en aquellos que no son elegibles en estos programas—, también por la desviación de la demanda que implican los programas pero además por la presencia de estrategias de búsqueda de rentabilidad.
- ✓ Los **riesgos de carácter financiero** más relevantes identificados en esta nota están relacionados con el riesgo de mercado en determinadas categorías de activos de renta fija, que podrían experimentar repuntes en sus primas de riesgo (y, por tanto, caídas en su precio) si se materializa algún desencadenante. Este sería el caso, por ejemplo, de un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros que dé lugar a un aumento generalizado de las primas de riesgo o, de forma más específica, de un deterioro en la percepción de riesgo de un emisor o un sector en particular. Este riesgo es relevante no solo desde el punto de vista del emisor, por el consiguiente encarecimiento de su financiación, sino también desde el punto de vista de los inversores con exposición a estos activos, que pueden verse afectados por este riesgo de mercado y también por el riesgo de liquidez que puede traer aparejado. En este contexto, una de las tareas más importantes

de la CNMV consiste en la evaluación continua de la exposición de los fondos de inversión a activos potencialmente menos líquidos y de peor calidad crediticia. Finalmente, la evolución de los indicadores de riesgo de crédito (primas de riesgo y calificaciones crediticias) no apuntan a un deterioro significativo en este ámbito, si bien es preciso ser cautos en esta valoración, puesto que estos indicadores no consideran la evolución de las empresas más pequeñas, que, en general, se están viendo más afectadas por la crisis a la par que no disponen de una evaluación por parte de las agencias de calificación.

- ✓ Las **fuentes de riesgo** que pueden acabar teniendo relevancia en términos de estabilidad financiera en el contexto actual están relacionadas, sobre todo, i) con el aumento de las actividades no presenciales y todo lo que ello conlleva en relación con el riesgo de ciberseguridad y de incremento de actividad por parte de inversores individuales, y ii) con las implicaciones del presente contexto de tipos de interés reducidos, que, aunque también supone la contención de los costes de financiación, prolonga e intensifica las estrategias de búsqueda de rentabilidad y el endeudamiento de los agentes, además de perjudicar el desarrollo de algunos modelos de negocio (banca, seguros, fondos de pensiones o determinadas tipologías de fondos de inversión). Las fuentes de incertidumbre política que provienen del exterior (*brexit* y relevo de la Administración estadounidense) se han atenuado de forma notable, aunque se mantienen las de carácter doméstico. Finalmente, cabe hacer una alusión a la evolución de las criptomonedas, que han experimentado significativas revalorizaciones en los últimos meses, para señalar el hecho de que su evolución no representa, por el momento, un riesgo relevante para la estabilidad financiera, pero podría suscitar preocupaciones relacionadas con la protección del inversor por aspectos (entre otros) como su alto riesgo, su complejidad, su iliquidez y falta de transparencia, o la ausencia de un marco regulatorio.

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo¹

GRÁFICO 2



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 31 de enero.

Fuentes de riesgo

Entorno macroeconómico

- Según el avance facilitado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el último trimestre de 2020 el PIB de la economía española creció un leve 0,4 % respecto al trimestre anterior, lo que sitúa la tasa interanual en diciembre en el -9,1 % (-11,0 % si se calcula la media de los 4 trimestres del año). En la zona euro la variación trimestral e interanual del producto en el cuarto trimestre se situó en el -0,7 % y el -5,1 % respectivamente (véase gráfico 21). Los datos trimestrales de actividad en España muestran que este ligero avance se produjo gracias al consumo de los hogares, que creció un 2,9 % en relación con el trimestre anterior (-8,4 % interanual), y al gasto público, con un aumento del 4,0 % entre octubre y diciembre (7,0 % interanual). En cambio, la inversión (formación bruta de capital), se contrajo en el último trimestre de 2020 un 6,2 % para cerrar el año con un descenso del 14,3 %.

Las previsiones de las principales instituciones para 2021 y 2022 están, como en los últimos trimestres, sujetas a un nivel elevado de incertidumbre derivado, por un lado, de la duración y los efectos del rebrote que se está produciendo después de la Navidad y, por otro, del alcance de la vacunación debido a los problemas logísticos y de producción que están aflorando y a su efectividad, como consecuencia de las nuevas variantes que están surgiendo. Así, en estas estimaciones se prevé una recuperación del PIB de entre un 4,2 % y un 8,6 %. El Banco de España en sus proyecciones macroeconómicas del mes de diciembre prevé que, dependiendo de cómo se comporte la pandemia a corto plazo, las medidas para contenerla y la respuesta de los agentes, el PIB avanzaría este año un 4,2 %, un 6,8 % o un 8,6 % (escenario severo, central y moderado, respectivamente). Estas previsiones son sustancialmente peores que las realizadas en el informe del mes de septiembre, en el que se preveía una recuperación de entre un 10,5 % y un 12,6 %. En 2022 la actividad se recuperaría entre un 3,9 % y un 4,8 %.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), por su parte, publicó a finales de enero sus pronósticos tomando como referencia, en su escenario central, una situación en la que la vacuna estará ampliamente disponible en las economías avanzadas y en algunas economías emergentes en el verano de 2021, mientras que lo estará en la mayoría de países a lo largo de 2022. Una leve reducción en los plazos de accesibilidad a la vacuna y una recuperación superior a la prevista en la segunda mitad de 2020 en la mayoría de las economías a nivel mundial dieron lugar, en términos generales, a una revisión al alza de las tasas de crecimiento esperado para 2021. Así, dicho organismo estima que la economía a nivel global crecerá un 5,5 % este ejercicio (la previsión anterior era del 5,2 %) y un 4,2 % en 2022. En el caso concreto de la zona euro, no obstante, se ha producido una revisión a la baja derivada de la magnitud de las reinfecciones y de la posibilidad de nuevos confinamientos. Así, se prevé un crecimiento del 4,2 % para este año, 1 punto porcentual (p.p.) menos que en la estimación del mes de octubre, mientras que para España esta revisión ha sido de 1,3 p.p., por lo que la previsión de crecimiento se quedaría en el 5,9 %. En 2022 nuestro país crecería un 4,7 % frente al 3,6 % de la media de la zona euro.

- El impacto del COVID-19 en el mercado laboral en 2020 supuso la destrucción de 622.600 empleos² a lo largo del año, lo que elevó la tasa de paro hasta el 16,1 % de la población activa al cierre del ejercicio (15,5 % de media anual), frente al 13,8 % de finales de 2019. En el cuarto trimestre, no obstante, la evolución fue positiva, con 167.400 ocupados más que a finales de septiembre, hasta los 19,34 millones, y 3.100 parados menos. De esta forma, la creación de 737.100 empleos en la segunda mitad del año permitió recuperar alrededor del 55 % del empleo perdido en los primeros 6 meses. Como ya se ha mencionado en otras ocasiones, los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) se consideran ocupados³, por lo que las cifras presentadas no incluyen a este colectivo⁴. Así, a finales de 2020 había 755.613 personas afectadas por esta figura, lo que supone una cierta estabilización desde el mes de septiembre. De esta cifra, prácticamente un tercio correspondía a trabajadores del sector de la hostelería, el 30 % del total de los afiliados en este sector. Respecto a los momentos más agudos de la crisis, a finales del mes de abril, el número de empleados acogidos a un ERTE ha descendido en 2,86 millones de personas.

En cuanto a los datos de afiliación a la seguridad social, los registros del mes de diciembre mostraron un ligero aumento en el número de afiliados de 26.432 (en términos desestacionalizados), hasta superar los 19 millones, lo que prolonga la tendencia positiva de los últimos 7 meses, aunque con un ritmo de crecimiento mucho menor. Pese a este avance, el número de cotizantes se redujo en 360.452 a lo largo del año, lo que supone una contracción del 1,9 % respecto al cierre de 2019. Los primeros datos referidos al mes de enero parecen reflejar la interrupción de esta tendencia positiva iniciada en mayo, con una bajada de 218.953 en el número de cotizantes, un 1,1 % menos que a finales de diciembre. 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 17,1 % y el 20,5 %, valores similares a los del pronóstico realizado en septiembre, a excepción de los correspondientes al escenario más severo, que no se contemplaba en el anterior informe.

- El indicador de la inflación correspondiente a diciembre refleja un aumento de los precios del 0,2 % durante el mes, lo que hace que la tasa interanual de precios se incremente, aunque sin abandonar el terreno negativo, hasta el -0,5 % (-0,8 % en octubre y noviembre). Los grupos que más influyeron en este repunte fueron la vivienda (por el aumento del precio de la electricidad) y el transporte. En ambos casos las tasas de variación fueron negativas, pero la magnitud fue inferior. En una comparativa con la zona euro, los datos correspondientes al mes de diciembre del IPC armonizado reflejan la tendencia a la baja del diferencial negativo de España desde el mes de julio (1,1 p.p.), situándose en 0,3 p.p. a finales de año. En relación con la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), los datos muestran un descenso paulatino desde el mes de julio, después de haberse mantenido alrededor del 1 % durante la primera mitad del año, hasta alcanzar el 0,1 % de diciembre. En enero de 2021 los datos preliminares reflejan un aumento mensual del IPC del 0,1 %, que provocó un repunte importante de la tasa interanual hasta el 0,6 % (el mes de enero de 2020 los precios se contrajeron un 1 %). Este comportamiento fue consecuencia, principalmente, del aumento del precio de la electricidad y de los alimentos y bebidas no alcohólicas.

² Datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

³ Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

⁴ Los ERTE se han prorrogado hasta el 31 de mayo de este año.

- La información obtenida del Ministerio de Hacienda en relación con las finanzas del sector público refleja un incremento del déficit registrado hasta noviembre del año pasado de casi 68.000 millones de euros respecto al mismo periodo de 2019, hasta alcanzar los 87.602 millones de euros⁵, lo que supone un 7,82 % del PIB. Este fuerte aumento tuvo su origen tanto en el descenso de los ingresos, especialmente de los recursos impositivos, como en el aumento de los gastos derivados de la emergencia sanitaria⁶. De cara al cierre de 2020 las previsiones del Banco de España sitúan el déficit público entre el 10,3 % y el 10,9 % del PIB, mientras que los cálculos del FMI apuntan a una cifra superior, concretamente del 11,7 %, aunque con una corrección a la baja de 5 décimas con respecto a la última estimación. Por su parte, la deuda pública, que algunas estimaciones previas situaban por encima del 120 % a final de 2020, podría finalmente quedar algo por debajo de este umbral: las últimas previsiones del Banco de España estiman un nivel de entre un 116,1 % y un 117,8 % del PIB (dependiendo del escenario contemplado), mientras que el FMI pronostica un nivel de deuda del 118,2 %, casi 5 p.p. por debajo de lo que había previsto en su informe del mes de octubre. Para 2021 se espera una reducción del déficit, aunque estaría todavía en niveles muy superiores a los de años anteriores, con un valor que se oscilaría entre el 6,7 % y el 8,2 % del PIB según diferentes organismos.
- Las decisiones financieras de los hogares, según los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al tercer trimestre de 2020, también se han visto condicionadas por los efectos de la pandemia. La consecuencia más evidente ha sido el aumento de su tasa de ahorro, especialmente durante el segundo trimestre del año⁷, cuando los efectos y la incertidumbre derivados de las restricciones por el coronavirus eran mayores, lo que refleja el denominado *ahorro por motivo de precaución*, que ya se produjo en los años centrales de la crisis financiera de 2008. Así, a finales de septiembre, el ahorro de los hogares españoles se situaba en el 12,7 % de la renta bruta disponible en datos acumulados de 1 año (11,2 % en el segundo trimestre y 6,3 % a finales de 2019). El ahorro de este tercer trimestre fue inferior al del segundo, como suele ser habitual⁸, pero muy superior al del mismo trimestre del ejercicio anterior, lo que explica el aumento de la tasa acumulada total (véase gráfico 29). Este elevado nivel de ahorro de los hogares españoles, aunque inferior al de la media de la zona euro, se vio reflejado en la adquisición de activos financieros que alcanzó, en términos netos, el 6,6 % del PIB (5,6 % en el segundo trimestre), la mayor cifra desde 2006 (véase gráfico 27). Por clase de activo, se observa que continuó la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue del 2,1 % del PIB (datos acumulados de los últimos 4 trimestres), mientras que se asienta la decisión de invertir gran parte del ahorro en medios de pago⁹, con unas entradas de recursos en los 3 primeros trimestres del año de más de 60.000 millones de euros (98.000 millones en el último año, un 8,5 % del PIB). Las cifras también muestran que otra parte, aunque muy inferior, de los recursos de los hogares destinados al ahorro se emplearon en la adquisición de fondos de inversión, en concreto un 0,9 % del PIB.

⁵ Estos datos corresponden al déficit conjunto de la Administración central, las comunidades autónomas y la seguridad social. Por tanto, no incluye el saldo de las corporaciones locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras. Este último importe, no obstante, es cada vez más reducido y en 2020 se puede considerar muy poco relevante, pues está cerca del millón de euros.

⁶ Entre enero y noviembre, los ingresos de la Administración central se redujeron un 12,7 % en su conjunto, moderando así la caída respecto a meses anteriores (en septiembre el descenso era de un 14 %). Los gastos del Estado, por su parte, se incrementaron en este mismo periodo un 19,2 %, correspondiendo casi el 87 % a gastos derivados de la pandemia materializados a través de transferencias a la seguridad social y a las comunidades autónomas.

⁷ Según los datos del INE, entre los meses de abril y junio los hogares españoles ahorraron el 31,1 % de su renta bruta disponible, el valor más alto de toda la serie histórica.

⁸ De hecho en este trimestre se suele situar en terreno negativo.

⁹ Efectivo y depósitos a la vista.

En el caso de este último activo, los datos disponibles en la CNMV muestran que desde los momentos más críticos de la pandemia (marzo y abril del año pasado) los inversores minoristas han retirado una parte importante de los recursos invertidos en fondos relativamente arriesgados, como los fondos de renta variable (euro e internacional) o los fondos globales —con unos reembolsos de 1.900 millones de euros entre abril y septiembre— para invertir en otros con un riesgo menor, sobre todo en fondos de renta fija. Estos últimos recibieron en conjunto más de 3.500 millones de euros en los 2 trimestres centrales del año. En el tramo final del ejercicio se ha observado un retorno de las suscripciones en los fondos de renta variable, lo que está generando, conjuntamente con la prolongación de la inversión en fondos de renta fija, una polarización hacia categorías puras: o solo de renta fija o solo de renta variable (euro e internacional).

Contexto de tipos de interés reducidos

- La política monetaria de la zona euro continúa condicionada por los efectos de la pandemia en la economía, que han hecho que el BCE adopte sucesivas medidas de estímulos. Estas medidas podrían mantenerse o prolongarse en el futuro próximo mientras la situación sanitaria y económica no mejore. Así, tras una etapa inicial en la primera mitad del año pasado en la que las medidas del BCE estuvieron orientadas a aliviar las tensiones sobre las primas de riesgo de la deuda soberana, así como a facilitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, las posteriores han estado encaminadas a apoyar la recuperación económica, que se ha deteriorado más de lo esperado como consecuencia de las medidas restrictivas para hacer frente a la tercera ola de la pandemia. Todo esto ha implicado el mantenimiento de condiciones muy favorables de financiación. El Consejo de Gobierno del BCE indicó en diciembre que espera que los tipos oficiales continúen en los niveles actuales o inferiores hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel próximo, aunque inferior, al 2 % en su horizonte de proyección. Además incrementó la dotación de su programa de estímulos PEPP¹⁰ (Pandemic Emergency Purchase Programme) y su extensión hasta marzo de 2022 y, como se ha señalado, mejoró las condiciones de financiación a las entidades financieras a través de las TLTRO (operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico) para incentivar la concesión de créditos y apoyar la recuperación económica, dejando la puerta abierta a mejorar sus condiciones si fuese necesario.

El elevado volumen de las compras de deuda soberana efectuadas por la autoridad monetaria¹¹ ha llevado a los tipos de interés a situarse en niveles aún más reducidos para todos los plazos de la curva y a alcanzar sus mínimos históricos, como sucedió, por ejemplo, con el rendimiento del Euribor a 12 meses¹², que cerró enero en el -0,505 %, el nivel más bajo de su historia. Por su parte, en EE. UU., la Reserva Federal, que ha advertido de que la recuperación se modera, sigue una política similar orientada a impulsar el crecimiento de la actividad y la creación de empleo¹³, por lo que es muy posible que sus tipos se mantengan también sin cambios por un periodo de tiempo largo.

- En este contexto siguen plenamente vigentes los riesgos ya recogidos en notas anteriores, algunos de los cuales pueden haberse intensificado en los últimos meses. Destacan, por

¹⁰ Hasta un total de 1,85 billones de euros desde los 750.000 millones de euros iniciales, a los que se habían añadido 600.000 millones de euros el 4 de junio de 2020.

¹¹ La deuda pública de la zona euro acumulada por el BCE representa en torno al 27 % del PIB de la zona euro.

¹² El rendimiento del Euribor a 12 meses alcanzó por primera vez valores negativos en febrero de 2016.

¹³ La Reserva Federal mantiene sus tipos de interés entre el 0 % y el 0,25 %, así como sus compras mensuales de 120.000 millones de dólares en activos. Además, su presidente, Jerome Powell, se ha mostrado partidario de que los tipos se mantengan sin cambios durante, al menos, 3 ejercicios.

una parte, los riesgos asociados al mantenimiento de las estrategias de búsqueda de rentabilidad, que acentúan la propensión de los inversores a invertir en activos con mayores expectativas de rentabilidad ante la ausencia de rendimiento y los costes crecientes de mantener posiciones en liquidez y activos sin riesgo, con o sin consideración del incremento de riesgo que dichas estrategias llevan aparejadas. Estos activos, en general, muestran niveles altos de volatilidad (activos de renta variable, de mercados emergentes o criptomonedas) y de riesgo de crédito (tienen peores calificaciones crediticias —deuda subordinada y *high yield*—), y son menos líquidos (deuda subordinada y *high yield*, fondos de *private equity* o de activos inmobiliarios). Por otra parte se intensifican las dificultades del sector bancario y financiero para elevar su escasa rentabilidad en un contexto de deterioro económico y de dificultades empresariales crecientes, morosidad y riesgos al alza. Este escenario puede determinar la asunción de mayores riesgos por parte de algunas entidades. Finalmente, cabe tener en cuenta las vulnerabilidades financieras de los agentes o sectores que presentan un endeudamiento más elevado, en algunos casos agravado durante la crisis. En cambio, se moderan otros factores de riesgo debido a la disminución de los incentivos para endeudarse en un contexto de recesión económica y mayores limitaciones de acceso al crédito, a la vez que el reducido coste de financiación de los agentes endeudados favorece el control de la morosidad.

- En el ámbito de la búsqueda de activos que pueden ofrecer una rentabilidad más elevada (y un riesgo mayor) cabe señalar el fuerte aumento de la visibilidad de las criptomonedas como alternativa de inversión que se observa en los últimos meses. Estos activos, que muestran tasas muy elevadas de volatilidad, han registrado en algunos casos niveles máximos en sus cotizaciones y se han visto acompañados de un aumento significativo de la publicidad para atraer inversores. En el caso del *bitcoin*, su precio se multiplicó por 4 en 2020 y su rango de cotización fue de casi el 600 %¹⁴. Por el momento no se identifican riesgos relevantes para la estabilidad financiera derivados de la evolución de las criptomonedas, pero hay que tener en cuenta los riesgos que estas llevan asociados en cuanto a su consideración como producto de inversión. Así lo pone de manifiesto el comunicado publicado el 8 de febrero por la CNMV y el Banco de España¹⁵.

Fuentes de incertidumbre política

- Dos de las incertidumbres de carácter político más relevantes en el ámbito internacional, descritas en notas anteriores, se han reducido a lo largo de los últimos meses. En cambio han aparecido algunas nuevas. Las primeras hacen referencia al cambio de la Administración estadounidense y al resultado final del *brexit*.
- En EE. UU. la incertidumbre política se redujo tras las elecciones presidenciales con el nombramiento de Joe Biden como presidente a mediados de enero, pero se mantiene la polarización política en el país, que generó tensión en las primeras semanas del año. El rumbo de algunas de las futuras políticas económicas y comerciales de la actual Administración podría ser una fuente de incertidumbre en los mercados ya que, pese a haber mostrado signos de un cierto retorno al multilateralismo con la vuelta al Acuerdo de París y la cancelación de la salida de EE. UU. de la Organización Mundial de la Salud, recientemente se ha firmado un decreto presidencial para reforzar la Ley de Compra de

¹⁴ En enero de 2021 prosiguió la volatilidad de esta criptomoneda, con un aumento de su precio superior al 40 % en apenas las 8 primeras sesiones, para caer con fuerza casi un 25 % en las siguientes 14.

¹⁵ <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={e14ce903-5161-4316-a480-eb1916b85084}>

Productos Estadounidenses (*Buy American Act*), que parece extender el carácter proteccionista de los últimos años.

Por otra parte, siguen existiendo dudas sobre cómo será la futura relación del nuevo Gobierno estadounidense con China en materia comercial. Tras la firma de la primera fase del acuerdo comercial hace un año, siguen pendientes las negociaciones de las siguientes fases, que podrían aliviar la tensión entre ambas potencias y evitar nuevas turbulencias en los mercados. Asimismo, también queda por definir la futura relación comercial que EE.UU. mantendrá con la Unión Europea (UE) y, si cabe, la posibilidad de un acercamiento de posturas que reduzca los aranceles bilaterales por el conflicto entre ambas economías que se desencadenó por las ayudas estatales otorgadas en el pasado a Boeing y Airbus.

- En relación con el *brexít*, una de las fuentes de incertidumbre más importantes de los últimos años en el plano europeo, el acuerdo alcanzado a finales de diciembre entre la UE y el Reino Unido, logró evitar el riesgo principal, un *brexít* duro, y, por tanto, desactivar una potencial amenaza para la estabilidad financiera. A este respecto y en lo relativo a la evolución de las infraestructuras de los mercados, en los últimos meses del año se pudo observar un proceso de reorganización en relación con los centros de negociación de la UE para preparar la salida efectiva del Reino Unido. Varias entidades británicas abrieron centros de negociación en diferentes localizaciones de la UE (sobre todo en Holanda y Francia) y desplazaron una parte sustancial de la negociación hacia ellos sin complicaciones. De esta forma, por el momento, el final del periodo de transición no ha ocasionado un impacto negativo en los mercados financieros, aunque deben monitorizarse los efectos en un periodo más prolongado. Queda por ver, en un ámbito más general, cómo repercute en ambas economías el funcionamiento efectivo del nuevo Acuerdo de Comercio y Cooperación.
- En el plano nacional, la coordinación y gestión de la crisis sanitaria por parte de las diferentes Administraciones involucradas sigue considerándose una posible fuente de incertidumbre política. El proceso de vacunación, que perdió cierta intensidad debido a la reducción en el suministro de vacunas por parte de las farmacéuticas, deteriora las expectativas de alcanzar a corto plazo la inmunidad de grupo. La dureza de la tercera ola de COVID-19 en España está llevando aparejadas restricciones a la movilidad de los habitantes, toques de queda y limitaciones en el horario de cierre de muchas actividades y sectores en prácticamente la totalidad de las localidades medidas cuya duración es incierta. En tanto en cuanto que estas se extienden en el tiempo se produce un impacto en términos económicos y se prolonga la incertidumbre en los mercados financieros.

Otras fuentes de incertidumbre de naturaleza política en el plano nacional siguen estando asociadas a la elevada fragmentación parlamentaria actual, que puede dificultar la adopción de determinados acuerdos, y a los resultados de las elecciones en Cataluña.

Otras fuentes de incertidumbre

- Después de más de un año desde la aparición de los primeros casos de COVID-19, la pandemia sigue causando numerosos contagios y fallecimientos diarios a nivel mundial, por lo que se prolonga la imposición de medidas de aislamiento sobre la población y de otras restricciones, que amenazan el escenario de recuperación económica y pueden dar

lugar a nuevos episodios de turbulencias en los mercados. Aunque recientemente comenzó el proceso de vacunación de la población gracias al desarrollo de varias vacunas, siguen estando presentes determinados riesgos, como la aparición de nuevas cepas del virus y su posible resistencia a las vacunas ya desarrolladas, o el retraso en el proceso de vacunación por diferentes motivos (por ejemplo, ineficiencias que deriven en retrasos en el suministro o en la vacunación en sí). Una ralentización del proceso de vacunación lleva consigo el mantenimiento de la incertidumbre y podría empeorar las perspectivas de mejora de la economía mundial para este año¹⁶.

En la UE, en particular, se está materializando parcialmente el riesgo de demora en la vacunación debido a los retrasos y las disminuciones de las vacunas comprometidas¹⁷. Inicialmente se anunciaron retrasos en la entrega de las dosis de vacunas pactadas por parte de algunas farmacéuticas (Pfizer y AstraZeneca) y, con posterioridad, estos pasaron a ser significativas reducciones de suministros. La UE, que anticipó los pagos de estas dosis (Pfizer), está tratando de que las farmacéuticas cumplan con los suministros previstos en los contratos, y no se descarta el inicio de procesos judiciales por parte de algunos países miembros, como parece indicar la reciente acusación implícita por parte de la presidenta de la Comisión, señalando que las farmacéuticas exageraron las posibilidades de producción y distribución de sus vacunas. Estos acontecimientos generan incertidumbre en diversos ámbitos y hacen peligrar las expectativas de una recuperación sanitaria y económica rápida.

- La ciberseguridad es uno de los riesgos más importantes a los que se enfrentan organismos y empresas. En el contexto actual, marcado por la pandemia de COVID-19, se observa una creciente digitalización de servicios, un aumento de actividades no presenciales a nivel mundial y una generalización del teletrabajo y de las relaciones por vía telemática. Por ello, en este entorno, la protección ante ciberataques, fraudes y estafas *online*, o la potencial acción coordinada a través de redes sociales, se afianzan como una necesidad fundamental para preservar el funcionamiento normal de las empresas. Una fuga de datos confidenciales, una caída de los sistemas informáticos o cualquier ciberdelito que materialice este riesgo operacional podrían afectar a una empresa y trasladarse rápidamente a distintos sectores y servicios. En un sistema cada vez más interconectado, podría incluso comprometer la estabilidad financiera, de producirse una pérdida de confianza generalizada en los mercados financieros, sus intermediarios y sus infraestructuras. La prevención y la gestión eficaz de este riesgo, agravado por las circunstancias actuales, se convierten en un aspecto esencial para todo tipo de instituciones y empresas, que continúan elevando su prioridad e importancia¹⁸.

¹⁶ El FMI prevé que en 2021 el crecimiento mundial sea del 5,5 %. No obstante, esta previsión está sujeta a gran incertidumbre y depende en gran medida de cómo evolucione la pandemia global.

¹⁷ Hasta la fecha en la UE hay autorizadas tres vacunas: la de Pfizer-BioNTech, la de Moderna y la de Oxford-AstraZeneca.

¹⁸ Según el informe «Risk in focus 2021», publicado por el Instituto de Auditores Internos de España, el riesgo más importante para 2021 es la ciberseguridad y protección de datos. En este informe, elaborado a partir de una encuesta a 579 directores de auditoría interna de empresas europeas, este riesgo encabezaba la lista de riesgos a considerar en el 79 % de los casos.

Categorías de riesgo

Riesgo de mercado: naranja

- Los mercados internacionales de renta variable evolucionaron positivamente en la última parte de 2020, recuperándose en varias plazas de todas las pérdidas acumuladas en el año gracias a los anuncios realizados desde comienzos de noviembre sobre la efectividad de varias vacunas. Estos anuncios vinieron acompañados de una importante revalorización en las principales bolsas internacionales, con las expectativas puestas en el levantamiento progresivo de las restricciones a la movilidad y en la aceleración de la esperada recuperación económica. Este escenario optimista se fue diluyendo parcialmente en diciembre, pues la irrupción de la tercera ola del virus obligó a algunas regiones europeas a establecer confinamientos más estrictos, lo que deterioró de nuevo las expectativas de recuperación económica, a lo que se añadió la amenaza de una resolución final del *brexit* sin acuerdo hasta casi el último momento del año.

2021 comenzó con suaves alzas que se volvieron a transformar en pérdidas conforme se acrecentaba la tercera ola del coronavirus, con restricciones adicionales y confinamientos y, en consecuencia, deterioro de la actividad.

- Todos los índices bursátiles internacionales más relevantes presentaron revalorizaciones destacadas en el cuarto trimestre¹⁹, que fueron más significativas en aquellos índices europeos que acumulaban mayores pérdidas en el año, como los de España, Francia e Italia. A pesar de ello, la evolución en el conjunto de 2020 fue desigual, con avances notables en los índices estadounidenses y, en menor medida, en los japoneses y en el alemán Dax 30, frente a los retrocesos del resto de los principales índices europeos, entre los que, a pesar de la recuperación del último trimestre, destacaron las pérdidas del español Ibx 35 y el británico FT 100.

Todos los índices estadounidenses presentaron ganancias en el conjunto de 2020, que fueron más abultadas en el caso del tecnológico Nasdaq y que llevaron a que todos ellos cerrasen el ejercicio en máximos históricos. El índice Dow Jones, con mayor peso de compañías de la economía tradicional, industriales y financieras, mostró una revalorización del 7,2 % en el año, que se incrementó hasta el 16,3 % en el caso del índice de carácter más general S&P 500, gracias a la contribución de las compañías de carácter más tecnológico que cada vez ganan más peso en dicho índice²⁰. A pesar de las expectativas de una política fiscal expansiva por parte de la nueva Administración estadounidense, ambos índices terminaron enero con ligeros descensos del 2 % y el 1,1 %, respectivamente, por el temor a los efectos de la tercera ola en la recuperación económica. Por su parte, el tecnológico Nasdaq siguió mostrando una evolución positiva en enero (1,4 %), tras haberse revalorizado un 43,6 % en el último ejercicio, pues las grandes compañías tecnológicas²¹ siguen beneficiándose de las nuevas formas de consumo, trabajo y ocio adoptadas tras la pandemia. De cara a los próximos meses no es descabellado

¹⁹ Los índices estadounidenses acumularon alzas entre octubre y diciembre que oscilaron entre el 10,2 % del Dow Jones y el 15,4 % del Nasdaq, mientras que los índices europeos presentaban avances en el mismo periodo que se situaron entre el 7,5 % del alemán Dax 30 y el 20,2 % del español Ibx 35. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el italiano Mib 30 avanzaron un 11,2 %, un 15,6 % y un 16,9 %, respectivamente, mientras que el japonés Nikkei 225 lo hizo un 18,4 %.

²⁰ El sector tecnológico representaba a finales de diciembre el 27,6 % de la capitalización del índice, siendo las compañías con mayor peso en orden descendente: Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Facebook y Alphabet (Google).

²¹ Las acciones de las grandes compañías tecnológicas de EE. UU. —conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google)— acumularon una revalorización en el ejercicio 2020 del 33 %, el 81 %, el 76 %, el 67 % y el 31 %, respectivamente, que se extendió al 4,3 % en enero de 2021 en el caso de Google. Por su parte, Facebook, Apple, Amazon y Netflix presentaron retrocesos del 5,4 %, el 0,6 %, el 1,6 % y el 1,5 %, respectivamente, en este último periodo.

esperar una cierta ralentización en el ritmo de revalorización de estas compañías si el interés de los inversores se orienta, en mayor medida, hacia las empresas relacionadas con las energías renovables, siguiendo el cambio de orientación de la política energética de la nueva Administración.

Como se ha indicado anteriormente, y a pesar de la recuperación más intensa del cuarto trimestre, los mercados de valores europeos finalizaron 2020 con pérdidas²² (salvo el alemán Dax 30) que oscilaron entre el 5,1 % del Eurostoxx 50 y el 15,5 % del Ibex 35. Estas economías habían sufrido en mayor medida los efectos económicos de la pandemia por las restricciones a la movilidad. En enero las caídas se extendieron a todos los mercados, con retrocesos entre el 2 % y el 3,9 %, por el temor a que la tercera ola y el retraso en las vacunas acaben demorando la esperada recuperación. Además, los mercados europeos volvieron a acusar su mayor dependencia de las compañías de la economía tradicional en sus índices, que, en general, son menos flexibles y más vulnerables a un contexto de mayores caídas esperadas en el PIB y de restricciones a la movilidad que las sociedades de carácter más tecnológico.

- En España, el Ibex 35 finalizó 2020 con una caída del 15,5 %, la más intensa de entre los grandes índices internacionales, que situó el valor del índice (en torno a los 8.100 puntos) en niveles similares a los del año 2016. En enero, siguiendo la tendencia de otros mercados europeos, registró un retroceso del 3,9 % por los temores a un retraso de la recuperación económica en una economía muy dependiente del sector servicios. El peor comportamiento del índice español frente a sus homólogos europeos en 2020 podría atribuirse a varios factores, todos ellos relacionados con el modelo productivo de este país, orientado a actividades especialmente afectadas por la crisis, y su reflejo en los índices de renta variable: i) por una parte, el índice español se ha visto afectado por el fuerte deterioro de la economía española, que en 2020 presentó el mayor retroceso de entre las grandes economías de nuestro entorno; ii) por otra parte, la mayor dependencia de la economía española del sector servicios, cuya actividad se ha visto muy condicionada por la segunda y tercera ola de contagios, ha obligado a las autoridades regionales a adoptar numerosas restricciones y medidas de cierre que están afectando negativamente al crecimiento económico y retrasarán la recuperación más allá de lo inicialmente esperado; iii) finalmente, la diferente composición de los índices españoles frente a sus homólogos europeos, que responde a esta composición distinta de la producción, con mayor concentración de los sectores financieros y de servicios de consumo como el ocio y el turismo, impide una evolución más positiva del índice general, puesto que son sectores más sensibles a los efectos de los rebrotes y en los que se espera que la recuperación sea más lenta. Otras economías con mayor presencia de compañías tecnológicas y de sectores en crecimiento, así como de empresas industriales de carácter cíclico, muestran una evolución algo más favorable, pues estas compañías son las primeras en adelantar las perspectivas de recuperación.
- La mayoría de los índices sectoriales españoles presentó una evolución negativa en 2020, aunque se observaron algunas diferencias derivadas del impacto heterogéneo de la crisis en sus negocios y de sus perspectivas de recuperación. Casi todos los sectores acumularon pérdidas significativas en el año, destacando el de servicios de consumo (-36,7 %) —al que pertenecen las empresas de ocio, hostelería, turismo y transporte aéreo²³, cuya actividad se ha visto afectada de forma muy intensa por la crisis— y el sector bancario

²² Con la excepción del alemán Dax 30, que se revalorizó un 3,5 %, todos los principales índices europeos retrocedieron en 2020: un 5,1 % el europeo Eurostoxx 50, un 7,1 % el francés Cac 30, un 5,4 % el italiano Mib 30 y un 15,5 % el español Ibex 35. Estas pérdidas se prolongaron en enero de 2021, retrocediendo un 2,1 %, un 2 %, un 2,7 %, un 3 % y un 3,9 %, respectivamente.

²³ Las principales compañías ligadas al sector aéreo y turístico acumularon importantes caídas en el año: IAG (75 %), Meliá (27 %), NH Hotel Group (27 %) y Aena (17 %).

(-27,5 %), que acusó la intensificación del tono de política monetaria ultraexpansivo del BCE para combatir la crisis, unido al temor a un incremento de la morosidad, la caída de la actividad comercial y las restricciones²⁴ al reparto de dividendos. Asimismo, el sector de la tecnología y las telecomunicaciones también presentó caídas destacadas (-21,9 %) por sus vínculos con el sector turístico, en el primer caso, y la madurez de los negocios de las operadoras tradicionales, en el segundo. Únicamente destacó el comportamiento positivo del sector de la energía (5 %) —donde destacó Iberdrola—, gracias al progreso de las compañías eléctricas y de las energías renovables, que compensó la importante caída de las empresas petrolíferas, afectadas por el descenso de los precios del crudo²⁵. Fue destacable la evolución de las empresas de pequeña capitalización que, como en ejercicios anteriores, volvieron a presentar una evolución más favorable que las grandes compañías durante todo el año y finalizaron con una revalorización del 18,9 %. El mes de enero de 2021 se ha saldado con retrocesos en las cotizaciones de todos los sectores, que han vuelto a ser más intensas en el de servicios de consumo y empresas asociadas, así como en el textil por el impacto de las nuevas restricciones sobre su actividad.

- El avance de las cotizaciones entre octubre y enero unido a la menor volatilidad de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses permitieron que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 aumentase desde 16,4²⁶ a mediados de octubre hasta 17,9 en enero²⁷ —su media histórica es 13,5— (véase gráfico 4). El valor de esta ratio, que ha estado sujeto a importantes ajustes durante todo el ejercicio 2020, puede seguir mostrando una cierta variabilidad en los próximos meses, hasta que las estimaciones de beneficios recojan de modo más preciso el impacto de las sucesivas olas de contagio en el desarrollo de los negocios.
- Los mercados internacionales de deuda mantuvieron en el tramo final de 2020 la misma tendencia que en meses anteriores, marcada por un contexto de tipos de interés ultrarreducidos como consecuencia de las excepcionales medidas de relajación monetaria adoptadas por el BCE, que incluyen voluminosos programas de compras tanto de deuda pública²⁸ como privada en los mercados²⁹ secundarios³⁰. En este entorno, los tipos de interés de la deuda pública española cerraron el ejercicio en mínimos históricos, observándose incluso —transitoriamente— tipos negativos hasta el plazo de 10 años, mientras que en el caso de la deuda corporativa lo hacían hasta el plazo de 5 años³¹. Esta

²⁴ El BCE estableció en los primeros momentos de la crisis restricciones sobre el reparto de dividendos a las entidades financieras, que relajó parcialmente a finales de año. En diciembre de 2020 la autoridad monetaria emitió una nueva recomendación solicitando a las entidades de crédito que se abstuvieran de repartir dividendos o que los limitasen hasta el 30 de septiembre de 2021. En caso de decidir este reparto, los dividendos se mantendrán por debajo del 15 % del beneficio acumulado de los ejercicios de 2019 y 2020 y no sobrepasarán los 20 p.b. de la ratio de CET1. Además, reiteró su expectativa supervisora de que las entidades de crédito sean muy moderadas en relación con el pago de la remuneración variable.

²⁵ El precio del petróleo retrocedió un 21,5 % en 2020, manteniéndose en niveles muy bajos durante la mayor parte del año (en promedio en torno a 40 dólares por barril), aunque comenzó a recuperarse en el último trimestre del ejercicio.

²⁶ En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 y del europeo Eurostoxx 50 creció hasta 22,6 y 17,8 veces, en zona de máximos desde los años 2000 y 2002, respectivamente.

²⁷ La ratio PER alcanzó un valor de 18,2 veces en diciembre, su valor más alto desde el año 2002.

²⁸ El BCE acumulaba en su balance a finales de 2020 en torno al 30 % de la deuda pública de las 4 mayores economías de la zona euro, frente al 19 % de diciembre de 2019.

²⁹ El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba a finales de enero activos por importe de casi 2,93 billones de euros, que incluían deuda pública (2,35 billones de euros), deuda corporativa (255.300 millones de euros), cédulas hipotecarias (287.600 millones de euros) y titulaciones (28.600 millones de euros). A este importe hay que añadir los 806.756 millones de euros que acumulaba en la misma fecha el programa de compras de emergencia por la pandemia (el denominado PEPP), que incluían deuda pública (764.700 millones de euros), pagarés (16.600 millones de euros), bonos corporativos (22.300 millones de euros) y cédulas hipotecarias (3.100 millones de euros).

³⁰ 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 enero de 2021 el 40,74 % y el 88,27 %, respectivamente, de las compras totales.

³¹ A pesar de ello, se observan alzas en los tipos a corto en las emisiones de pagarés de las empresas con peores calificaciones crediticias, que reflejan, en parte, las dificultades de estas para acceder a la financiación del mercado.

evolución respondió, en parte, a los anuncios efectuados por el BCE en su reunión de diciembre sobre sus medidas expansivas con el objetivo de apoyar la recuperación económica y facilitar el acceso al crédito (véase epígrafe «Contexto de tipos de interés reducidos»). Cabe señalar a este respecto que en las primeras semanas de 2021 se ha observado un cierto descenso del tamaño de las compras de deuda corporativa por parte del BCE en beneficio de la deuda pública.

- Los rendimientos de la deuda pública de la mayoría de las economías europeas cerraron 2020 en torno a sus mínimos históricos, situándose en valores negativos hasta el plazo de 10 años en la mayor parte de ellas, circunstancia que se mantuvo en enero, si bien se observaron leves repuntes de entre 3 y 13 puntos básicos (p.b.). En concreto, se situaban en terreno negativo en Alemania, Holanda, Finlandia, Austria, Bélgica, Francia e Irlanda; en valores cercanos a cero en España y Portugal, y por encima del 0,5 % en Italia y Grecia. Todas las economías europeas presentaron descensos en el conjunto del ejercicio, que oscilaron entre los 38 p.b. de Portugal y Alemania y los 90 p.b. de Italia, aunque en promedio se situaron en torno a los 50 p.b. Por otro lado, el volumen de deuda pública española en la cartera del BCE rondaba los 385.000³² millones de euros a finales de enero.
- En el caso de los rendimientos de la deuda corporativa, se observa una mayor dispersión dependiendo del tipo activo, de su *rating* y de su condición de formar parte o no del rango de activos elegibles para las compras del BCE. No obstante, las inversiones relacionadas con las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) han dado lugar a alzas significativas en los precios y caídas en el rendimiento de aquellas emisiones con peor calificación crediticia o mayor grado de subordinación, ante la ausencia de rendimiento de los activos sin riesgo.
- Aunque es previsible la extensión en el tiempo de unos tipos de interés de la deuda muy reducidos debido a las compras del BCE, la valoración del riesgo de mercado de los activos de deuda se mantiene en niveles muy elevados, especialmente en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y de la deuda subordinada. Esta última no cuenta con el apoyo directo de las compras del BCE y su liquidez suele ser más escasa, por lo que en el actual contexto de caída de la actividad económica podrían producirse repuntes significativos en las primas de riesgo exigidas a estos activos. Las alzas de tipos afectarían en mayor medida a las compañías con mayores problemas y más endeudamiento, pero también podrían extenderse a las economías más vulnerables en términos financieros, cuyos niveles de deuda han aumentado de forma notable para hacer frente al incremento del gasto derivado de la pandemia.

Un eventual repunte de las primas de riesgo no solo es relevante en cuanto al endurecimiento de las condiciones de financiación de los emisores afectados, sino también por las pérdidas potenciales que se pueden producir en las carteras de aquellos inversores con exposición a estos activos. Este contexto es especialmente relevante en el caso de algunos participantes de los mercados como los fondos de inversión, sobre todo en aquellos que presentan una exposición mayor a activos poco líquidos³³, complejos y con calificaciones crediticias por debajo del grado de inversión. Además, el riesgo de

³² Este importe refleja las compras de deuda pública adquiridas en el marco del programa Public Sector Purchase Programme (PSPP), que alcanzaban 294.999 millones de euros, y las compras realizadas en el contexto del programa Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), que eran de 89.846 millones a finales de enero de 2021. En total la deuda pública española en manos del BCE representa en torno al 38 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

³³ Las abundantes compras por parte del BCE, tanto en el mercado primario como en el secundario, de deuda corporativa y de algunos tipos de deuda emitida por las entidades financieras podrían estar afectando a la liquidez de aquellas emisiones con volúmenes más reducidos o que estén concentradas en un número limitado de inversores.

mercado aumenta con la exposición a activos con duraciones largas, cuyos precios son más sensibles a cambios adversos en los rendimientos que se les exigen³⁴.

Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo soberano y del sector privado, que se habían tensionado de forma significativa en marzo y abril del año pasado en los momentos de mayores turbulencias en los mercados relacionados con la pandemia, no han dejado de descender desde entonces, condicionadas por la disminución de algunas incertidumbres y por el tono de política monetaria adoptado por el BCE. Esta política se caracteriza por la prolongación en el tiempo de un contexto de tipos de interés ultrarreducidos, que aviva los incentivos para desarrollar estrategias que buscan una mayor rentabilidad y que tienen un efecto compresor sobre las primas de riesgo (de los activos más arriesgados) y por la ejecución de abultados programas de compras de activos que afectan a la deuda soberana, corporativa y financiera. Los descensos de estas primas de riesgo son, no obstante, cada vez menos intensos debido al reducido nivel absoluto de estos indicadores.
- En este contexto, la prima de riesgo de la deuda soberana española evaluada a través de la diferencia de rentabilidades entre el bono soberano español y alemán a 10 años finalizó el mes de enero en 62 p.b., prácticamente el mismo nivel que al cierre de 2020 (63 p.b.), y muy por debajo del máximo alcanzado en abril (156 p.b.). La prima de riesgo soberano estimada utilizando la información del CDS del bono español, cuyo mercado es menos líquido que el del bono subyacente, ha presentado un patrón similar aunque no muestra todavía valores inferiores a los registrados antes de la crisis. Su valor a final de enero era de 43 p.b., igual que a finales de diciembre y muy por debajo de los 167 p.b. alcanzados a mediados de marzo del año pasado. Cabe recordar que el BCE adquiere deuda pública española a través de dos programas de compras de activos (PSPP y PEPP), bajo los cuales acumula un saldo de 384.836 millones de euros, un 38 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo³⁵.
- Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía presentaron una trayectoria similar a la de la prima de riesgo de crédito soberano, observándose en el caso de las entidades financieras un descenso más intenso, que se ha extendido a las primeras semanas de 2021. En ambos subsectores pesan los mismos factores explicativos que en el caso de la deuda soberana, incluidas las medidas del BCE, que no solo afectan a las entidades financieras mediante la adopción de diferentes operaciones de financiación en condiciones ventajosas³⁶, sino también por medio de las compras de deuda de la autoridad monetaria, que abarcan tanto los títulos emitidos por las entidades financieras como algunos emitidos por las no financieras³⁷. Así, la media de los CDS de las compañías financieras se situaba a finales de enero en 66 p.b., por debajo de los 78 p.b. de finales de 2020 y de los 141 p.b. que alcanzaron en marzo, y la media de los CDS de las compañías

³⁴ Así, 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 %.

³⁵ Véase nota a pie de página 33.

³⁶ Destacarían en este grupo las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO) y las operaciones de financiación de emergencia frente a la pandemia (PELTRO).

³⁷ Existen programas específicos de compras de instrumentos emitidos por las entidades financieras, en particular de cédulas hipotecarias (CBPP3) y de titulizaciones (ABSPP), y también de activos de deuda corporativa (CSPP). Además, el programa de compras adoptado en el contexto de la crisis del coronavirus (PEPP) es transversal y puede adquirir tanto títulos emitidos por el sector público como por entidades del sector privado, financieras y no financieras.

no financieras quedaba en 57 p.b. en enero, apenas 2 p.b. por debajo de los registros de diciembre y muy alejada de los 126 p.b. de marzo.

- La información sobre las calificaciones crediticias de la deuda de los emisores españoles correspondiente al cuarto trimestre de 2020 continúa sin apuntar a un riesgo de crédito relevante, al menos para el conjunto de emisores sobre los que se dispone de información. Estas calificaciones, que se habían deteriorado ligeramente en los primeros meses de la crisis, tendieron a estabilizarse con posterioridad y, aunque se observan algunas rebajas en los *ratings* de varios emisores, estas continúan sin ser generalizadas ni tampoco están concentradas en un sector determinado.

Estos datos revelan que la mayor parte de la deuda española continúa siendo de alta calidad, al pertenecer al grupo denominado *grado de inversión* —*investment grade*— (un 96,3 % del saldo total en circulación). La proporción de deuda que, teniendo grado de inversión, se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield* (nivel BBB- para Fitch y S&P, o Baa3 para Moody's) se mantiene estable tras el aumento registrado en junio. Esta deuda, que representaba el 3,2 % del total de la deuda viva en marzo, se incrementó en junio hasta el 4,4 % y continuó en esa proporción hasta diciembre. El importe de esta deuda es bajo y relativamente parecido al del saldo total de deuda *high yield*, que representa un 3,7 % del total en circulación (en torno al 3,5 % durante en el resto del año³⁸).

- A pesar de que el riesgo de crédito de los emisores españoles no muestra una evolución especialmente negativa ni alarmante de acuerdo con los indicadores expuestos (primas de riesgo y calificaciones crediticias), cabe realizar algunas matizaciones que pueden llevar a conclusiones menos optimistas. Por una lado, el nivel bajo de las primas de riesgo se explica en gran parte por las medidas adoptadas por el banco central, que están repercutiendo con fuerza en los mercados de renta fija de todos los países de la zona euro. Por otro lado, tanto las primas de riesgo que se muestran como las calificaciones crediticias corresponden en una proporción importante a compañías de tamaño medio y grande, que pueden verse, en algunos casos y en cierta medida, menos afectadas por la crisis actual. Finalmente, las medidas adoptadas por las autoridades, como las moratorias, los avales públicos o las ayudas directas, han evitado hasta ahora un aumento considerable de las insolvencias de las empresas, que con gran probabilidad crecerán según estas medidas vayan venciendo. Por tanto, se identifica un riesgo de crédito creciente en los próximos meses, que afectará sobre todo a compañías de menor tamaño y pertenecientes a sectores perturbados con mayor intensidad por las medidas restrictivas derivadas de la pandemia.
- La financiación a los sectores no financieros³⁹ de la economía finalizó 2020 con una tasa de crecimiento interanual del 3,2 %, la más alta de todo el ejercicio, lo que se explica por la aceleración de la financiación a las sociedades no financieras y la estabilidad de la contracción de la financiación a los hogares. La financiación a las sociedades no financieras, que crecía a tasas cercanas al 2 % en el primer trimestre del año pasado, se fue intensificando hasta cerrar el ejercicio en el 6,2 %. Esta evolución tuvo su origen en el notable aumento de los créditos, cuya variación anual pasó del -1,1 % en febrero al 8,1 % en diciembre, mientras que la financiación vía valores de deuda acabó creciendo un

³⁸ Para un mayor detalle sobre la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda española entre marzo y junio, véase el artículo Cambón, M.I. y Gordillo, J.A. (2020). «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19», *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 93-121.

³⁹ Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

7,8 %, una cifra elevada pero muy inferior a las tasas cercanas al 15 % registradas en meses anteriores. El crédito a las sociedades no financieras ha mostrado tasas de crecimiento superiores al 7,5 % desde mayo, si bien estas podrían suavizarse en los próximos meses a la vista de los últimos datos disponibles sobre la Encuesta de Préstamos Bancarios, según los cuales las entidades van a seguir endureciendo los criterios de concesión de crédito a las empresas, con independencia de su tamaño y del plazo del crédito. Por su parte, la financiación a los hogares mostró una contracción del 0,6 % en diciembre, recuperándose levemente de los registros más negativos del año observados en mayo (-1,0 %). El descenso de la financiación a los hogares se explica por la contracción del crédito para la adquisición de vivienda (que osciló entre el -0,8 % y el -1,4 % durante todo 2020) y la fuerte desaceleración del resto de créditos, en general destinados al consumo. Estos últimos crecían a una tasa del 0,6 % en diciembre, muy por debajo de los avances registrados a principios de año (4,2 % en febrero).

Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el cuarto trimestre de 2020 se situaron en 54.725 millones de euros, un 56 % más que en el mismo periodo de 2019. Este aumento tuvo su origen en el avance de las emisiones de la SAREB y de los bonos de titulización⁴⁰, estos últimos realizados por las entidades financieras para dotarse de instrumentos que sirven de colateral en sus operaciones de financiación en el BCE. En el conjunto del año las emisiones registradas se situaron en 132.111 millones de euros, un 47 % más que en 2019 y el importe más elevado desde 2016, observándose un crecimiento significativo de las emisiones de bonos de titulización, de los pagarés emitidos por las sociedades no financieras⁴¹ y de ciertos tipos específicos de instrumentos como las cédulas territoriales. Por otro lado, las emisiones de renta fija de las compañías españolas en el exterior disminuyeron un 10,1 % hasta situarse en 90.201 millones de euros, con lo que volvieron a alcanzar un volumen inferior al de las emisiones registradas en España. Los datos preliminares de enero de 2021 indican una ralentización de las emisiones de deuda registradas en la CNMV respecto a meses anteriores, que están más orientadas a la emisión de pagarés y a la renovación de emisiones de cédulas hipotecarias⁴². En los mercados de renta variable solo hubo una salida a bolsa —mediante una oferta pública de suscripción (OPS)— de la empresa de energías renovables Soltec, si bien el mercado espera operaciones similares de compañías del mismo sector para el ejercicio 2021.
- La capacidad de financiación de la economía española se situó en 3.800 millones de euros en noviembre⁴³, una cifra similar a la registrada en el mismo periodo de 2019 (3.700 millones de euros) y la mayor hasta la fecha en 2020. El fuerte deterioro del saldo de turismo, el más bajo en este mes desde el inicio de la serie, se vio compensado por la evolución favorable de los saldos de bienes y otros servicios, así como de la renta primaria y secundaria. En términos acumulados de 12 meses, la capacidad de financiación de la economía española hasta noviembre se situaba en 14.100 millones de euros, menos de

⁴⁰ Las emisiones de bonos de titulización registradas en el cuarto trimestre crecieron un 106 % en términos interanuales y representaron el 55 % de todas las realizadas en el ejercicio 2020.

⁴¹ Las emisiones de pagarés se vieron favorecidas por el programa de avales a las compañías no financieras (establecido por el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo) y que establecía como condición la incorporación de las mismas al mercado de renta fija de AIAF o al MARF.

⁴² Las emisiones de deuda registradas en la CNMV se situaron en 3.927 millones de euros, un 8,2 % más que en enero de 2020, de los cuales más de la mitad correspondió a pagarés a corto plazo.

⁴³ Según datos del avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

la mitad de los 31.800 millones alcanzados hasta el mismo mes de 2019. Por otra parte, las salidas de capital⁴⁴ fueron de 23.400 millones de euros en agosto, si bien en términos acumulados de 12 meses se registró una salida de 84.600 millones de euros.

- Los depósitos de las familias crecieron un 7,4 % interanual en diciembre, mientras que los de las empresas no financieras lo hicieron un 15 %, hasta situarse en 916.300 y 297.100 millones de euros, respectivamente, los valores más elevados de ambas en términos históricos. Tanto los hogares —cuyos depósitos han crecido todos los meses salvo en agosto— como las empresas han seguido acumulando liquidez en depósitos (entre ambos, 109.700 millones más entre finales de febrero y diciembre) para poder hacer frente a las necesidades extraordinarias que pudieran surgir en un futuro próximo caracterizado por una menor actividad económica y mayor desempleo e incertidumbre sobre sus ingresos futuros⁴⁵, a lo que se une también la ausencia de alternativas rentables de inversión con escaso riesgo.
- La contratación media diaria en el mercado continuo se recuperó ligeramente —como suele ser habitual— en el cuarto trimestre de 2020, hasta situarse en 1.614 millones de euros. Sin embargo, este nivel fue inferior al promedio de todo el ejercicio (1.648 millones de euros) y un 18,4 % menos en tasa de variación interanual⁴⁶. Los datos preliminares de enero de este año indican que la negociación diaria volvió a disminuir de modo significativo hasta situarse en 1.532 millones de euros, un 6 % menos que en el ejercicio anterior y el volumen más bajo en un mes de enero en la última década. En este sentido hay que hacer notar que el 16 de enero entró en vigor el Impuesto sobre las Transacciones Financieras, que grava con un 0,2 % las adquisiciones de 56 valores⁴⁷ cotizados en los mercados de valores españoles.
- La fragmentación de la negociación de acciones españolas, que alcanzó sus máximos históricos en el tercer trimestre de 2020⁴⁸, se moderó ligeramente en el último trimestre del año, representando la negociación de estos valores en centros distintos al mercado de origen el 46,1 % de la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit* más *dark*). La tendencia a la deslocalización parece haber tocado techo en el conjunto de Europa, observándose una tendencia estable e, incluso, una cierta reversión de esta en algunos mercados en los que la cuota de mercado de los centros competidores se ha vuelto a situar por debajo del 40 %⁴⁹. No está claro todavía si el *brexit* incidirá a la baja en la relevancia de los centros competidores, ya que buena parte de los centros de contratación radicados en el Reino Unido están estableciendo filiales en territorio comunitario para poder operar sin restricciones. Por otro lado, la contratación de acciones españolas realizada a través de

⁴⁴ Los datos reflejan la cuenta financiera excluyendo al Banco de España.

⁴⁵ Véanse los últimos datos de ahorro de los hogares recogidos en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

⁴⁶ La contratación media diaria del mercado continuo había alcanzado en el tercer trimestre de 2020 el volumen más bajo de los últimos años, siendo el promedio anual de 2020 (1.648 millones de euros) un 9,4 % inferior al registrado en 2019 (1.820 millones de euros diarios).

⁴⁷ El impuesto grava al 0,2 % las adquisiciones a título oneroso de acciones representativas del capital social de sociedades de nacionalidad española cuyo valor de capitalización bursátil sea, a 1 de diciembre del año anterior a la adquisición, superior a 1.000 millones de euros.

⁴⁸ La contratación en otros centros de negociación y mercados competidores de BME representó en el tercer trimestre de 2020 un 47,9 % del total de la negociación sujeta a reglas de mercado, su máximo histórico, aunque se ha mantenido en valores muy elevados (que tienden a superar el 45 %) durante todo el ejercicio.

⁴⁹ El entorno de baja volatilidad imperante en los mercados en los últimos años desincentivaba las operaciones de alta frecuencia, que habitualmente se realizan sobre todo en los centros de negociación competidores de los mercados regulados. Sin embargo, en 2020 tuvo lugar un incremento significativo de la volatilidad —y, por tanto, de las operaciones de alta frecuencia— sin que se observase en la mayoría de los mercados europeos un aumento de la cuota de mercado de los centros competidores, sino más bien una cierta estabilidad en las cuotas e incluso ligeros descensos.

internalizadores sistemáticos —y, por tanto, no sujeta a reglas de mercado— se ha estabilizado por encima del 15 % de la negociación total⁵⁰ en 2020.

- El indicador de liquidez del Ibx 35 (medido mediante el diferencial de precios *bid-ask*), que se había deteriorado de modo significativo durante la primera parte del año como consecuencia de la elevada volatilidad de los mercados y, en cierta medida, al acusar las restricciones establecidas por la CNMV a la operativa en corto sobre un número elevado de valores, fue mejorando progresivamente desde la última parte del segundo trimestre, aunque aún muestra valores levemente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En el caso del bono soberano, este diferencial mejoró ligeramente⁵¹ durante todo el periodo gracias a la intensidad de las compras del BCE, que favorecen la liquidez del mercado. Aunque la horquilla es muy reducida en términos absolutos (inferior a 1 p.b.), su tamaño parece relevante en términos relativos en el entorno actual de tipos tan reducidos (véase gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas españolas y a las de la zona euro volvieron a reducirse tanto para los préstamos de cuantía inferior a un millón de euros como para los de importes superiores. Los primeros desaparecieron en noviembre (desde los 4 p.b. en septiembre) y los segundos disminuyeron hasta 3 p.b. (7 p.b. en septiembre), situándose en su nivel más bajo de los últimos 9 meses. Por otro lado, la Encuesta de Préstamos Bancarios del cuarto trimestre del año mostró una ligera contracción de la oferta crediticia tanto en España como en la zona euro, que estaría vinculada con un aumento de los riesgos percibidos por las entidades financieras, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas, lo que también se habría reflejado en un descenso de la demanda de préstamos. Por otro lado, las entidades habrían endurecido los criterios de concesión de los préstamos en los segmentos de financiación a empresas y a los hogares para consumo y otros fines⁵².

Riesgo de contagio: naranja

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles ha continuado la senda descendente que mantiene desde que alcanzó en marzo del año pasado sus niveles máximos a causa del brote de coronavirus. No obstante, aunque haya disminuido considerablemente desde entonces, la correlación se encuentra en niveles superiores a los que se observaban en enero de 2020 (véase gráfico 31). Tras los repuntes registrados al comienzo de la pandemia, cuando la mediana de estas correlaciones llegó a 0,75, se observa una caída progresiva hasta situarse a finales de enero en 0,27. Este valor es inferior a la media registrada en el conjunto de 2020 (0,42) y se acerca más al valor medio observado en 2019 (0,19). Los valores mínimos de estas correlaciones también han disminuido con respecto a octubre y se sitúan en niveles cercanos a los registrados antes del comienzo de la pandemia (-0,32 a finales de enero). En cambio, los valores máximos se han mantenido alrededor del 0,60. Un deterioro adicional del escenario económico derivado de las incertidumbres relacionadas con más rebrotes o los

⁵⁰ Negociación total evaluada en este contexto como la suma de la negociación sujeta a reglas de mercado y la realizada a través de internalizadores sistemáticos.

⁵¹ El diferencial sigue siendo destacado en términos relativos, pero está condicionado por los costes de transacción de los agentes, que son muy relevantes en un entorno de tipos en niveles reducidos.

⁵² La información referida a los datos del primer semestre de 2020 muestra diferencias relevantes entre los préstamos con aval y los demás préstamos. Se observa que durante aquel semestre se habrían relajado los criterios de concesión de préstamos con avales públicos a empresas y hogares, produciéndose una contracción de la oferta de los préstamos sin avales. Por su parte, la demanda de préstamos avalados habría crecido de forma importante, mientras que habría descendido la del resto de préstamos.

problemas derivados de la vacunación podrían revertir esta tendencia y dar lugar a nuevos aumentos de la correlación entre activos. En general, unos niveles de correlación más altos dan lugar a un aumento de las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activos y dificultan la obtención de los beneficios derivados de la diversificación de las carteras.

- En cuanto a los movimientos de los activos de deuda pública europeos se observa una disminución de la correlación entre el rendimiento de estos activos en las últimas semanas, aunque los niveles continúan siendo altos. En particular, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países europeos más sólidos en términos financieros (*core*) disminuyó desde valores muy elevados en octubre (0,92) hasta otros algo inferiores a finales de enero (0,71). La tendencia fue algo irregular: en noviembre estos niveles se mantuvieron muy altos, por encima del 0,90, y, posteriormente, descendieron hasta situarse en torno al 0,62 a mediados de enero, impulsados sobre todo por la disminución registrada en los indicadores relacionados con los bonos alemán y holandés. A partir de entonces, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos aumentó hasta situarse en 0,71 a finales del mismo mes. De igual forma, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos también registró un notable descenso desde finales de octubre (véase gráfico 32). Así, este indicador pasó del 0,91 al 0,77 a finales de enero, sobre todo por la disminución de la correlación entre el bono español y el griego, sin el cual este indicador se situaría en el 0,83.

Riesgo de mercado: nivel naranja

Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

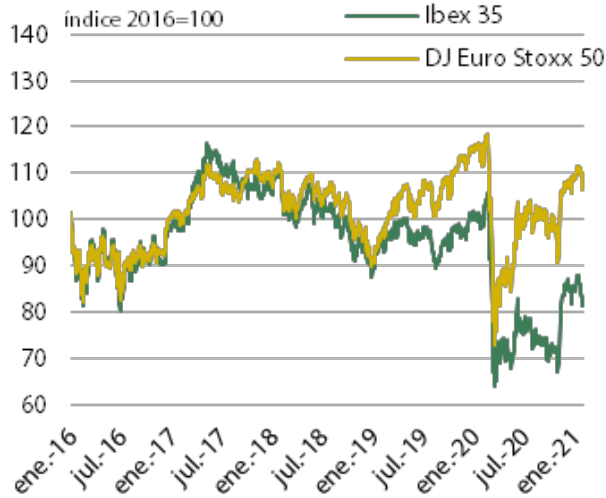
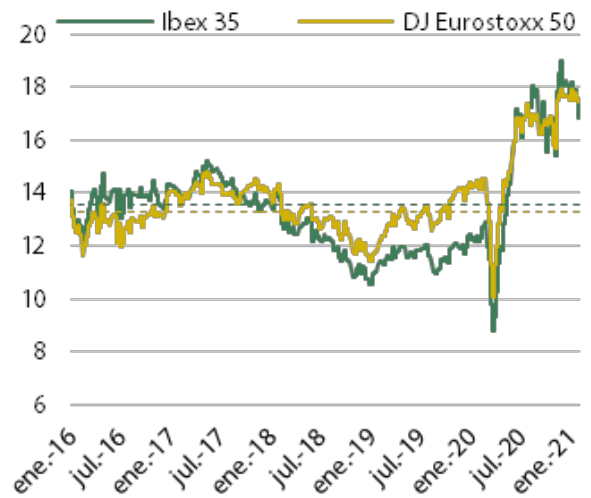


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)



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

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

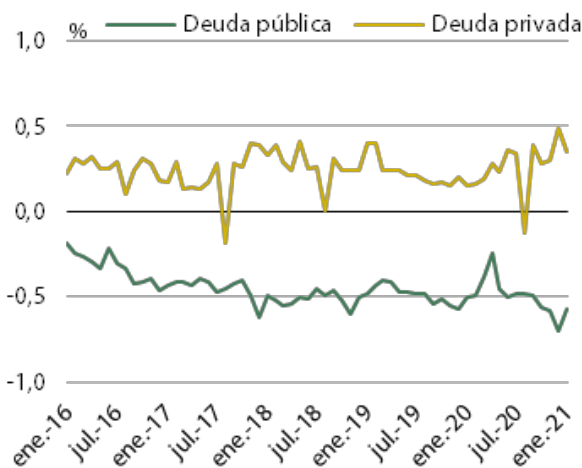


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

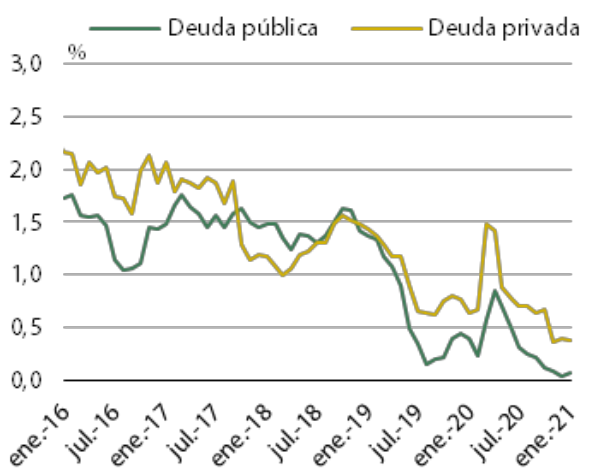
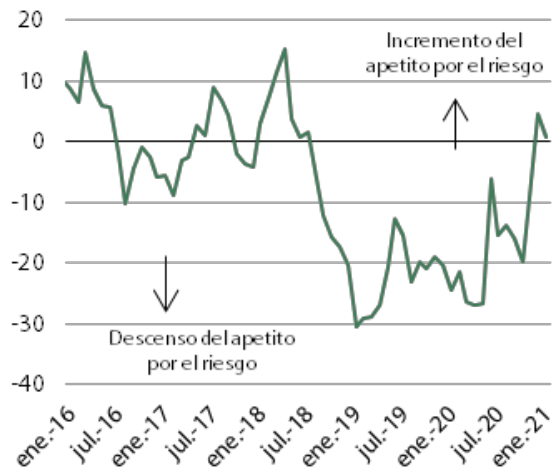


Gráfico 7: Precio del petróleo



Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico 9: Financiación sector no financiero

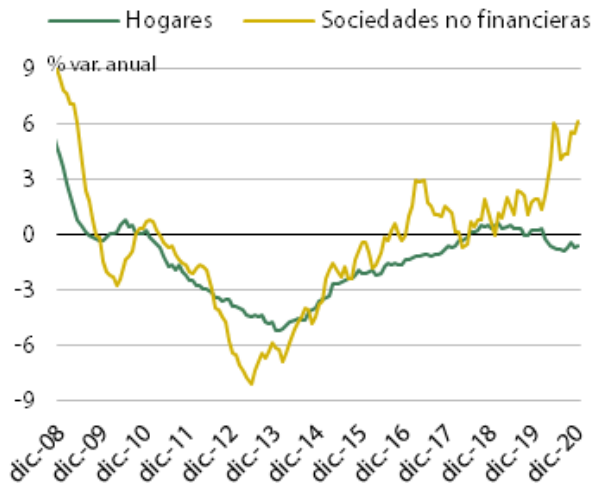


Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro

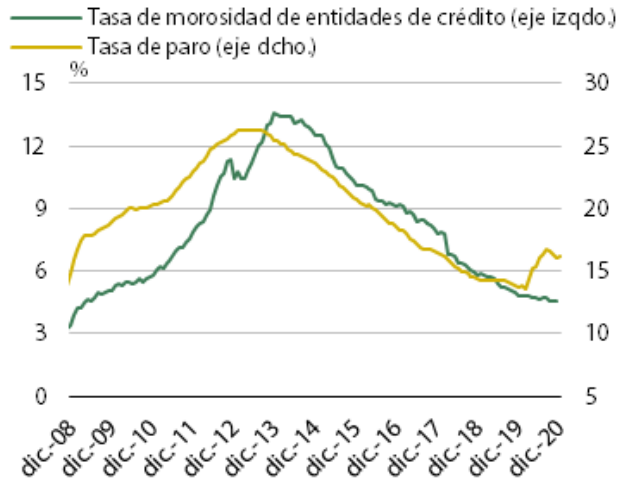


Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

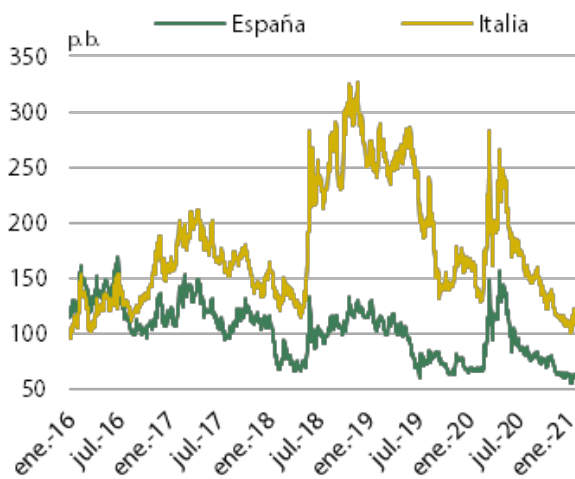


Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

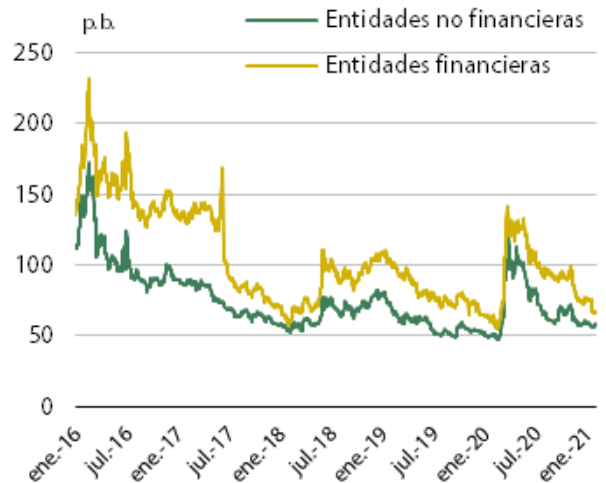


Gráfico 13: Precio vivienda (var. interanual)

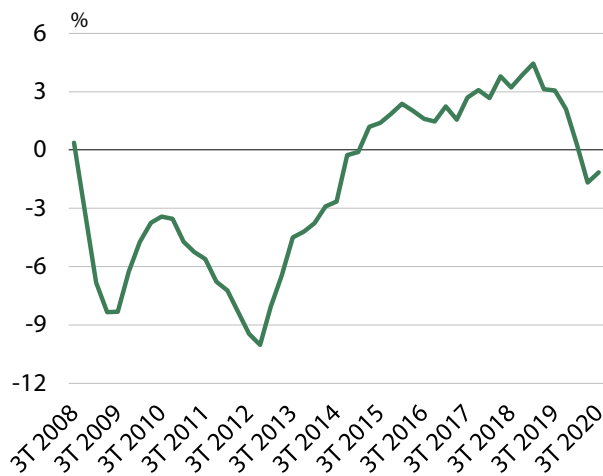
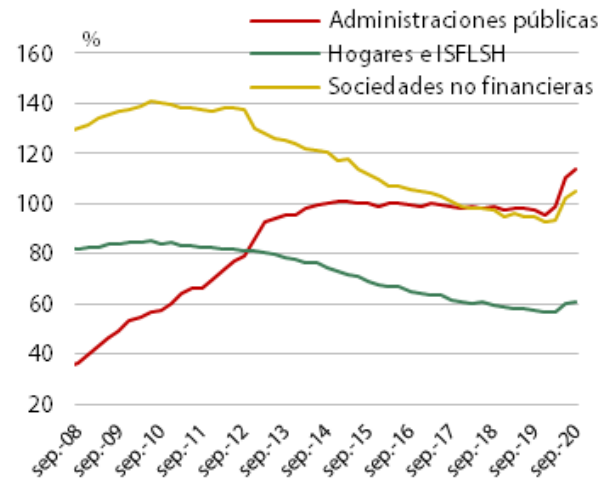
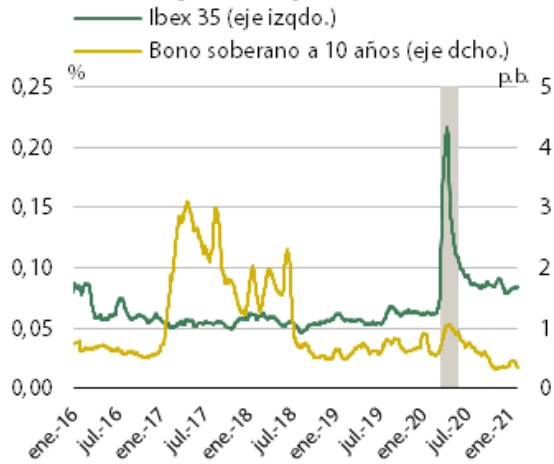


Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



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)

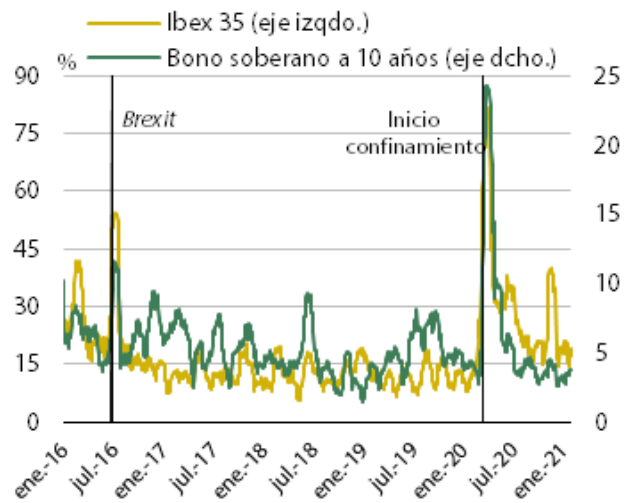


Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)

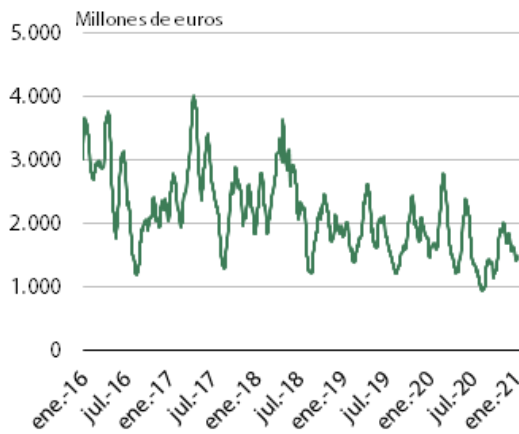


Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)



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

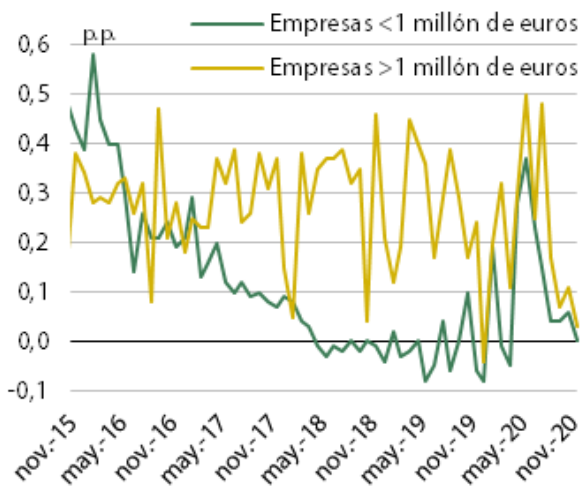
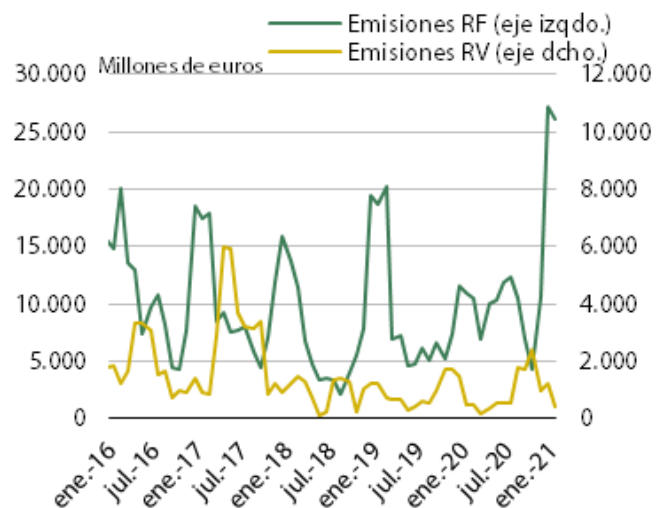


Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)



Riesgo macroeconómico: nivel rojo

Gráfico 21: PIB (var. interanual)

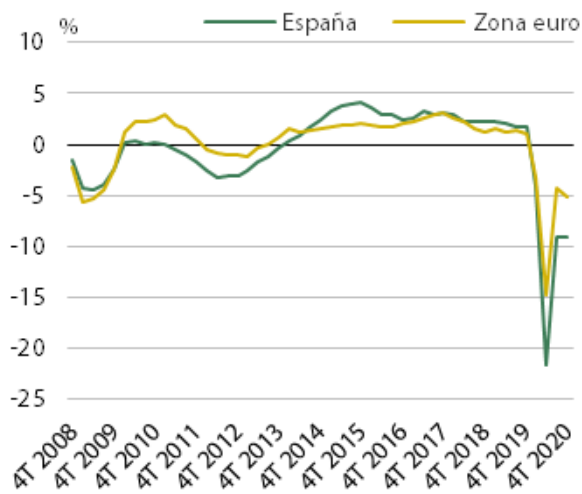


Gráfico 23: Empleo (var. interanual)

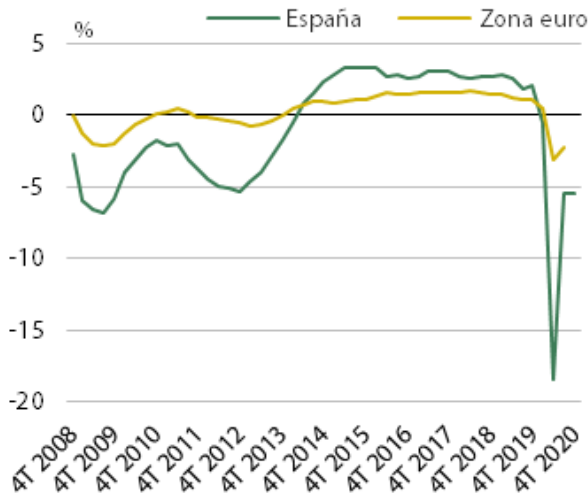


Gráfico 25: Tipos de cambio

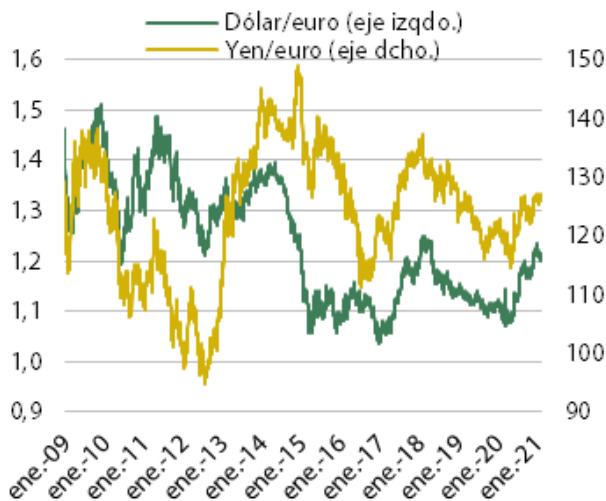


Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)

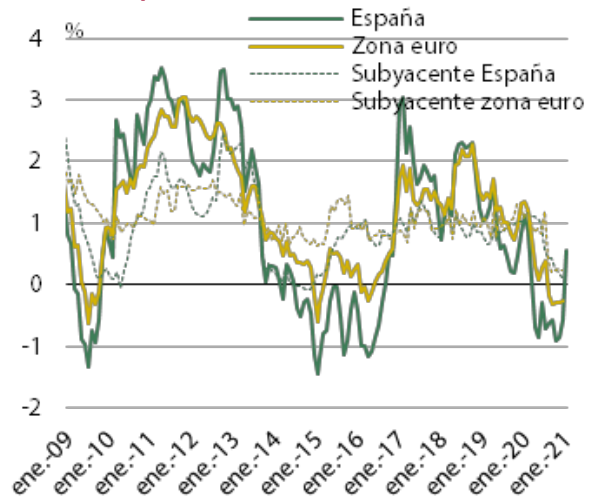
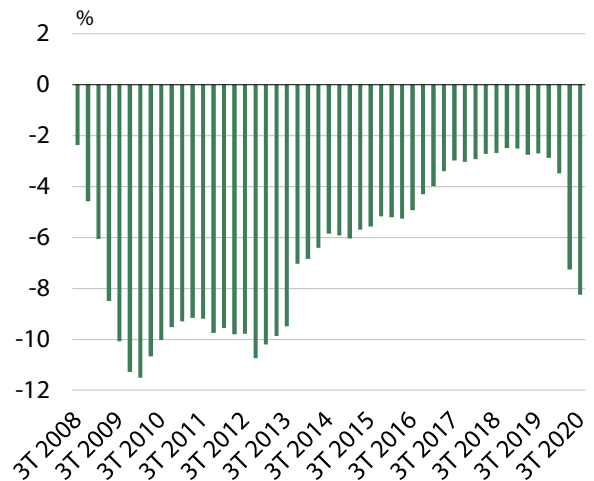
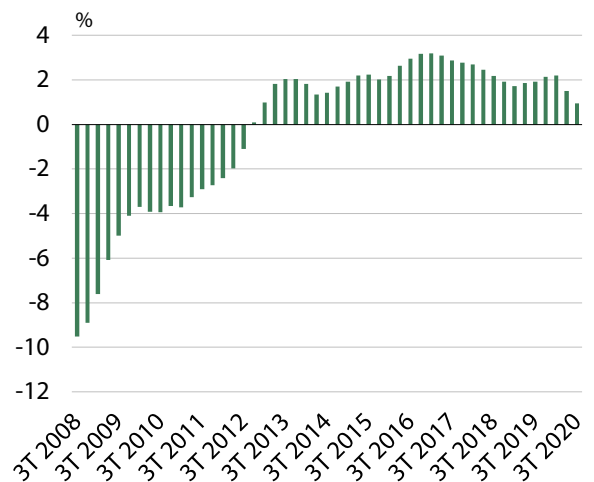


Gráfico 24: Saldo público (% PIB)



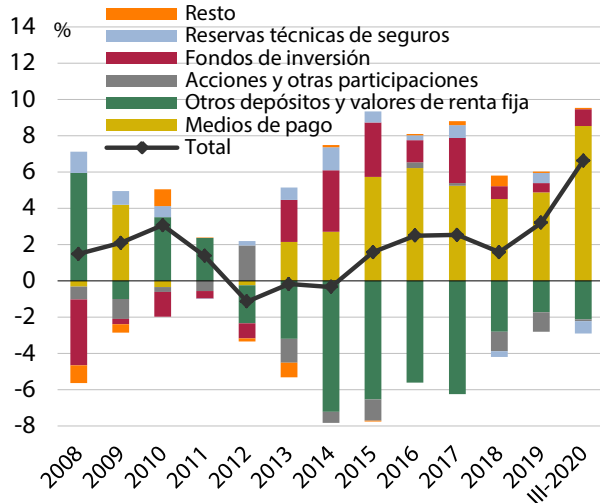
Datos acumulados cuatro trimestres.

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.)

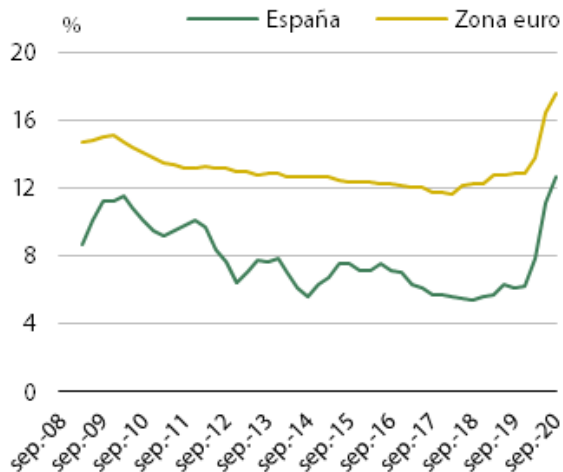
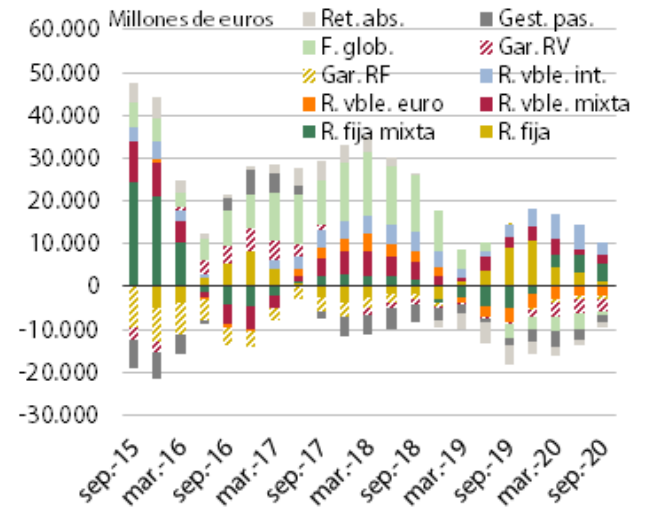
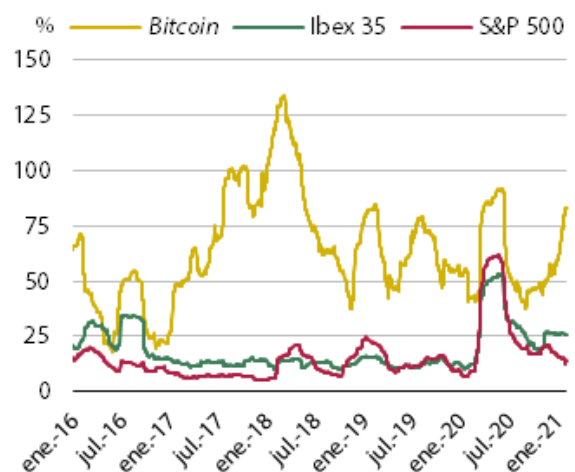


Gráfico 28: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin



Riesgo de contagio: nivel naranja

Gráfico 31: Correlaciones entre clases de activos

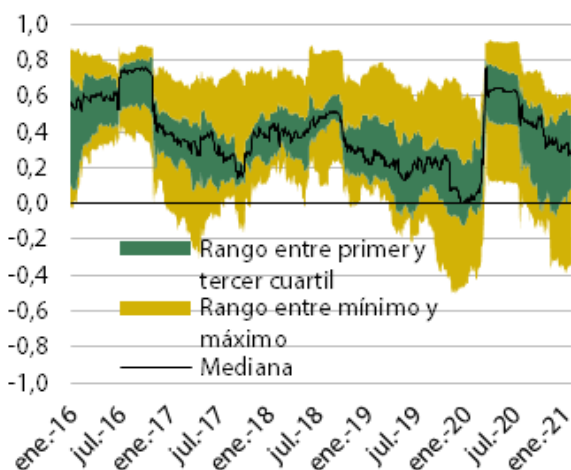
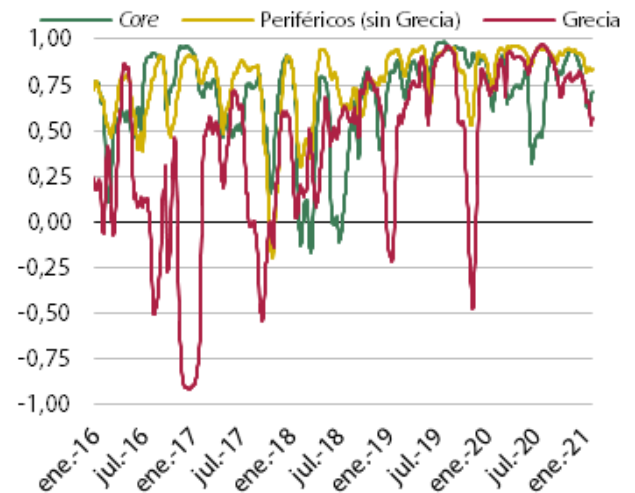


Gráfico 32: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



Mapa de color: categorías de riesgo

INDICADOR	intervalos referencia¹	2015				2016				2017				2018				2019				2020														
		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	j	a	s	o	n
Riesgo macroeconómico																																				
PIB (% var. anual)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Tasa de paro (% población activa)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Inflación (% var. anual IPC)	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Saldo público (% PIB)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Deuda pública (% PIB)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Índice de competitividad	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Índice de sentimiento económico	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Riesgo de mercado																																				
Ibex 35	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Índice Medium Caps	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Índice Small Caps	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Índice FTSE Latibex All-Share	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Ratio PER Ibex 35	p_h_2c	[Color-coded trend]																																		
Tipos de interés a corto plazo deuda pública 3m (%)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Tipo de interés pagarés 3m (%)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Tipos de interés a largo plazo deuda pública 10A (%)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Tipo de interés renta fija privada a largo plazo 10A (%)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Pendiente de la curva 10A-1A (p. b.)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Precio del petróleo (US\$/barril)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Indicador de aversión al riesgo	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Riesgo de crédito																																				
Financiación a hogares (% var. anual)	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p. b.)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
CDS del bono de deuda soberana (p. b.)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
CDS del sector no financiero (p. b.)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
CDS del sector financiero (p. b.)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Ratio crédito sobre depósitos	fijos_2c	[Color-coded trend]																																		
Ratio de morosidad (%)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación																																				
Spread bid-ask Ibex 35 (%)	p_3A_1c	[Color-coded trend]																																		
Volatilidad Ibex 35 (%)	p_3A_1c	[Color-coded trend]																																		
Liquidez deuda pública a largo plazo (%)	p_3A_1c	[Color-coded trend]																																		
Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	p_3A_2c	[Color-coded trend]																																		
Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	p_3A_1c	[Color-coded trend]																																		
Préstamo neto del Eurosistema (mill. euros)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, < 1 millón (%)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, > 1 millón (%)	fijos_1c	[Color-coded trend]																																		
Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	p_3A_1c	[Color-coded trend]																																		
Emissiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c	[Color-coded trend]																																		
Emissiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c	[Color-coded trend]																																		
Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	corr_3m_2c	[Color-coded trend]																																		
con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, IrI)	corr_3m_2c	[Color-coded trend]																																		

1 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 3 meses; iii) p_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de 3 años, una cola (1c) o dos colas (2c), o iv) p_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica. Fuente: CNMV, Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.

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 indicadores⁵³, 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

⁵³ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, 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.

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.