



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 19 Julio 2021**



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 19 Julio 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](http://www.cnmv.es)

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

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

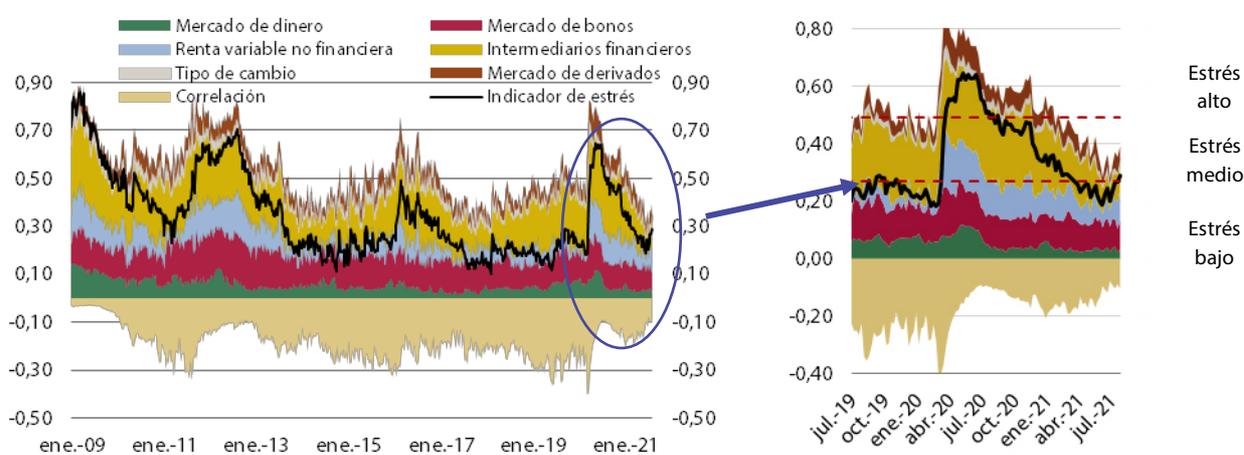
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad financiera<sup>1</sup> el **indicador de estrés de los mercados financieros españoles** se ha mantenido en la zona de riesgo bajo<sup>2</sup>, si bien ha mostrado ciertos vaivenes asociados a pequeños rebotes en algunos indicadores de volatilidad. Estos rebotes han situado el indicador cerca del umbral que separa el riesgo bajo del medio (0,27), sobrepasándolo al final del periodo considerado. Así, desde finales de abril hasta finales de julio, el indicador ha oscilado entre 0,19 y 0,29. Lo más destacable es el descenso del estrés observado en el segmento de intermediarios financieros, sobre todo por la recuperación de las cotizaciones de los bancos. El estrés de este segmento ha pasado de valores cercanos a 0,50 a 0,28, por lo que los segmentos que muestran ahora los mayores niveles de estrés son el de renta variable no financiera (0,53) y el de renta fija (0,51). El grado de correlación del sistema continúa en niveles muy elevados, similares a los de julio de 2020.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

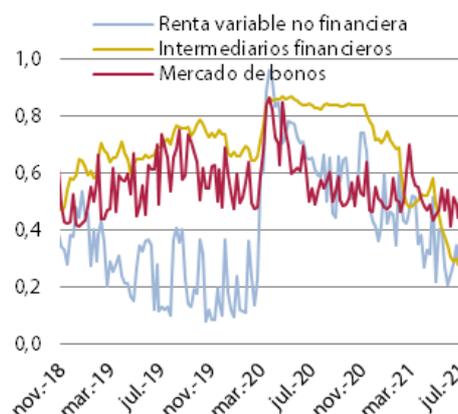
GRÁFICO 1



#### 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](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

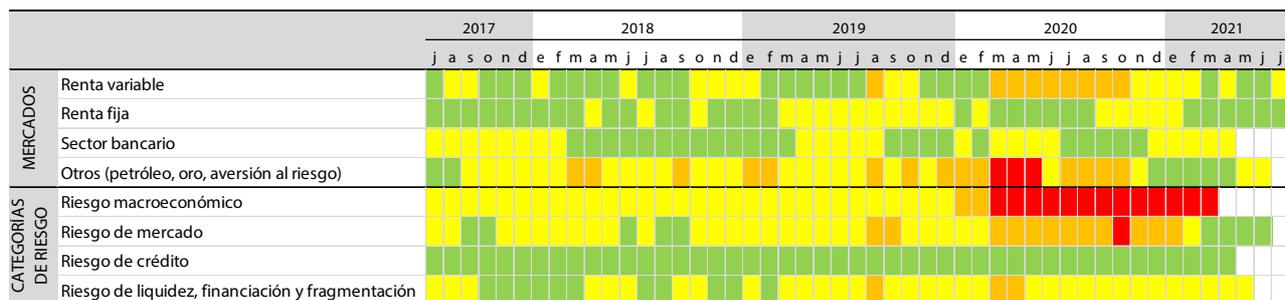
<sup>1</sup> El 31 de mayo ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/NotaEstabilidad/Nota\\_estab\\_ABR\\_21.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/NotaEstabilidad/Nota_estab_ABR_21.pdf)).

<sup>2</sup> La fecha de cierre de la nota es el 15 de julio, excepto para el indicador de estrés, que alcanza el 23 de julio, y para algunas informaciones puntuales.

- ✓ Los **mercados financieros nacionales de renta variable** prolongaron la tendencia al alza de las cotizaciones durante buena parte del segundo trimestre del año hasta mediados de junio, cuando el temor a la expansión de las nuevas variantes del virus y la posibilidad de establecimiento de restricciones adicionales a la movilidad en algunas regiones europeas dieron lugar a caídas en los precios de las acciones. En este contexto, el Ibex 35 redujo su avance acumulado en el año hasta el 5,6 %, situándose a la cola entre los índices europeos más relevantes. Las condiciones de liquidez del mercado continúan siendo favorables, a pesar del descenso continuo de los volúmenes de contratación, una tendencia que también parece observarse en otras plazas. Los **mercados de renta fija**, en los que el aumento de la inflación y de sus expectativas dieron lugar a incrementos en las rentabilidades a largo plazo en los primeros meses del año, modificaron su rumbo cuando se conoció el cambio de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Este cambio, que introducía una mayor flexibilidad al establecer como objetivo una inflación del 2 % (modificando el criterio de inflación inferior pero cercana al 2 %), alejaba la expectativa de endurecimiento del tono de la política monetaria y permitía nuevos descensos en los tipos de interés. Las primas de riesgo permanecieron estables en el segundo trimestre del año.
- ✓ Los **riesgos de carácter financiero** más relevantes que se identifican en esta nota continúan siendo los de mercado y los de liquidez, sobre todo en determinados activos de renta fija. Los indicadores parciales de riesgo de crédito no revelan, por el momento, un deterioro significativo de este, aunque la erosión del negocio de muchas compañías a lo largo de los últimos meses, así como la finalización progresiva de las medidas de soporte adoptadas por la Administración (avales, moratorias y ayudas directas) hacen necesario una evaluación continua de dicho riesgo. A corto plazo, los desencadenantes más importantes de estos riesgos estarían relacionados con informaciones que pudieran tener una repercusión negativa en el crecimiento económico, mientras que a medio y largo plazo estarían asociados a otro tipo de vulnerabilidades, entre las que destacan los temas de sostenibilidad de la deuda.
- ✓ Dentro de las **fuentes de riesgo más relevantes** en términos de estabilidad financiera continúan destacando aquellas relacionadas con la evolución de la pandemia, que se ve favorecida por el avance del proceso de vacunación y perjudicada por la aparición de nuevas cepas, hechos que repercuten directamente en las expectativas de la actividad económica. Las incertidumbres políticas de carácter internacional continúan reduciéndose de forma paulatina, mientras que se mantienen las de carácter interno. También persisten los riesgos relacionados con la ciberseguridad, cuya importancia ha aumentado más, si cabe, como consecuencia de la intensificación de las actividades no presenciales en el contexto de la pandemia. También cabe mencionar los riesgos financieros en la esfera del cambio climático. Los trabajos más importantes en esta parcela pasan por determinar los riesgos directos derivados del impacto físico de eventos adversos, así como también los riesgos de transición, vinculados a la transformación hacia una economía descarbonizada, identificando para ello a las entidades y los activos que pueden verse más afectados por su exposición bien directa o bien indirectamente a dichos riesgos.

## Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo<sup>1</sup>

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.

<sup>1</sup> Datos hasta el 15 de julio.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- El PIB de la economía española cerró el primer trimestre del año con una contracción del 0,4 % (1 décima por debajo de las previsiones iniciales), lo que sitúa el crecimiento interanual en el -4,2 %, frente al -1,3 % de la zona euro (el PIB de la zona euro retrocedió un 0,3 % trimestral). Este descenso de la actividad en nuestro país tuvo su origen tanto en la evolución de la demanda exterior, con una aportación negativa al crecimiento de 2 puntos porcentuales (p.p.), como de la demanda interna, cuya aportación —también negativa— fue de 2,2 p.p. En cuanto a la demanda interna, el consumo de los hogares fue el que presentó una aportación más negativa, con un retroceso interanual del 3,5 % (y a pesar de la recuperación del 5,9 % respecto al trimestre anterior). En relación con la demanda externa, se produjo una contracción de las exportaciones en términos anuales muy superior a la de las importaciones (10,7 % frente a 5,2 %), aunque, como en el caso del gasto de los hogares, esta evolución es compatible con avances en términos trimestrales: un 5,6 % en las exportaciones y un 4,2 % en las importaciones.

Las previsiones de las principales instituciones para 2021 y 2022 continúan sujetas a un cierto nivel de incertidumbre derivado tanto de la evolución epidemiológica como de la efectividad de las vacunas frente a las nuevas mutaciones del virus. Así, el Banco de España en sus proyecciones macroeconómicas del mes de junio prevé un avance del PIB para este año, en su escenario central, del 6,2 %<sup>3</sup>, tras una ligera revisión al alza de 2 décimas respecto al informe del mes de marzo como consecuencia de un mejor desarrollo epidemiológico y económico<sup>4</sup>. Esta tasa de crecimiento coincide con la previsión realizada por parte de la Comisión Europea en sus proyecciones de principios de julio, tras incrementarla en 3 décimas respecto a la de mayo. De esta forma, España sería la economía que más crecería dentro de la zona euro, con un avance del 4,8 %. Por su parte, en 2022 la actividad se recuperaría, según las dos instituciones citadas, entre un 5,8 % y un 6,3 %.

- En relación con la evolución del mercado de trabajo, los datos de afiliación a la seguridad social mostraron un aumento ligeramente superior a los 200.000 cotizantes (en términos desestacionalizados) durante el mes de junio, hasta alcanzar los 19,5 millones de afiliados. Este crecimiento se debió, esencialmente, a la recuperación de los sectores más afectados por las restricciones: tan solo en el sector servicios, el aumento de cotizantes fue de casi 188.000, un 1,3 % más que a finales de mayo<sup>5</sup>. Este hecho ha tenido su reflejo en las cifras de paro registrado de junio, que han mostrado un descenso de 167.000 personas respecto al mes anterior y de 248.500 respecto a junio de 2020.

En cuanto a las personas afectadas por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE)<sup>6</sup>, el número de trabajadores acogidos a esta figura ascendía a 447.800 al cierre del segundo trimestre del año, lo que supone 44.692 personas menos que 1 mes antes. Así, el descenso acumulado desde el máximo de la tercera ola de la pandemia (principios de febrero) ha sido de 530.000 trabajadores. Por otra parte, las previsiones del Banco de España para el cierre de 2021 indican que la tasa de paro se situaría, en su escenario

---

<sup>3</sup> En los escenarios favorable y adverso, el crecimiento de la economía española se situaría en el 6,8 % y el 4,2 %, respectivamente.

<sup>4</sup> En este sentido cabe recordar que estas previsiones se realizaron con anterioridad al repunte de contagios que está produciéndose desde finales de junio, que ha desembocado en una quinta ola de la epidemia.

<sup>5</sup> Dentro del sector servicios, el subsector de la hostelería observó un incremento del 11,6 % en el número de afiliados.

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

central, en valores muy similares a los de 2020: 15,6 % frente a 15,5 % del año pasado. Esta cifra podría oscilar entre el 15,2 % y el 16,2 %, dependiendo del escenario contemplado, unos valores notablemente inferiores a los pronosticados en el mes de marzo, que se situaban entre el 15,9 % y el 18,3 %.

- El indicador de la inflación correspondiente a junio refleja un aumento de los precios del 0,5 % durante el mes, lo que hace que la tasa de variación interanual se mantenga en el 2,7 %, después de haber aumentado de forma sostenida desde febrero, cuando se situaba en el 0 %. Los grupos que más han influido en el incremento de la tasa anual han sido el de la vivienda, con un aumento del 10,9 % como consecuencia del incremento del precio de la electricidad, y el de la alimentación y las bebidas no alcohólicas. De hecho, la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), ha mostrado un comportamiento bastante estable en los últimos meses, con un ligero incremento desde el 0 % hasta el 0,2 % entre abril y junio. En una comparativa con la zona euro, los datos correspondientes al IPC armonizado (IPCA) reflejan un cambio de signo en el diferencial, que venía siendo negativo desde finales de 2018. Así, a finales del segundo trimestre el IPCA español era del 2,5 %, 6 décimas superior al de la zona euro (en marzo estaba 1 décima por debajo).
- Los datos correspondientes a las finanzas del sector público ofrecidos por el Ministerio de Hacienda reflejan que en los 4 primeros meses de 2021 el déficit consolidado de las Administraciones públicas<sup>7</sup> se situaría en el 1,81 % del PIB, por debajo del 2,55 % de abril de 2020, momento en el que ya se habían producido los primeros gastos extraordinarios derivados de la crisis del COVID-19. Por subsectores, tanto en el Gobierno central como en los fondos de la seguridad social se produjo un descenso del déficit en relación con el mismo mes del año pasado<sup>8</sup>, mientras que las comunidades autónomas experimentaron un incremento de este desde el 0,05 % hasta el 0,26 % del PIB<sup>9</sup>. Por su parte, el nivel de deuda pública aumentó a lo largo del primer trimestre de 2021 en más de 5 p.p., hasta el 125,2 % del PIB, y en 26 p.p. si lo comparamos con la cifra de marzo de 2020. Los datos más recientes reflejan que entre abril y mayo el nivel de deuda pública se habría incrementado en un 0,7 %, hasta los 1,40 billones de euros<sup>10</sup>.

De cara al cierre de 2021, las previsiones del Banco de España sitúan el déficit público entre el 7,8 % y el 8,9 %, lo que supone un aumento de alrededor de 5 décimas en relación con los pronósticos realizados en marzo. Este hecho es consecuencia, en gran medida, del previsible incremento del gasto público derivado tanto de la prórroga de los ERTE aprobada en mayo como de las futuras ayudas directas a empresas con problemas de viabilidad que se aprobaron en el mes de marzo. Por lo que respecta a la deuda pública, esta se estima en una cifra muy similar a la de 2020 (entre el 119 % y el 123 %), por lo que no se reduciría como se pronosticaba en informes anteriores.

- Las decisiones financieras de los hogares, según los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al primer trimestre del año, continúan reflejando un aumento de la tasa de ahorro, aunque a un ritmo mucho menor que en los meses centrales del ejercicio pasado, en los que, además de producirse un ahorro por un motivo de precaución ya

<sup>7</sup> Excluyendo las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

<sup>8</sup> En el Gobierno central el déficit pasó del 1,8 % en abril de 2020 al 1,38 % el mismo mes de este año, mientras que en los fondos de la seguridad social estas cifras fueron del 0,7 % y del 0,17 %, respectivamente.

<sup>9</sup> Este incremento del déficit de las comunidades autónomas fue consecuencia de un aumento del 4,2 % de los gastos frente a unos ingresos que permanecieron prácticamente estables. Entre los gastos, cabe destacar el crecimiento de la remuneración de los asalariados en un 8,3 % debido, sobre todo, al mayor número de efectivos en sanidad y educación.

<sup>10</sup> Este nivel supone el 126 % del PIB (acumulado entre marzo de 2020 y marzo de 2021).

observado en la crisis de 2008, existió, en muchos casos, la imposibilidad de materializar algunas decisiones de consumo por las restricciones a la actividad y a la movilidad. De esta forma, a finales de marzo, el ahorro de los hogares españoles se situaba en el 15,5 % de la renta bruta disponible, 8 p.p. superior al de finales de 2020 (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, como en los trimestres precedentes, en la adquisición de activos financieros, que alcanzó, en términos netos, el 7,4 % del PIB, una cifra que no se observaba desde el periodo expansivo de principios de la década de 2000 (véase gráfico 27). En cuanto a la composición de esta inversión, los patrones fueron los mismos que en periodos anteriores: los hogares continuaron desinvertiendo en depósitos a plazo y valores de renta fija (2,8 % del PIB) e invirtieron gran parte del ahorro en medios de pago<sup>11</sup>, con unas entradas de recursos de más de 15.000 millones de euros en 3 meses (103.000 millones en 1 año, un 9,3 % del PIB). En este primer trimestre, los hogares también destinaron parte de su ahorro a la adquisición de participaciones en fondos de inversión, cuya inversión fue superior al 3 % del PIB en términos netos (0,9 % del PIB en los 4 últimos trimestres, hasta el primero de 2021).

Los datos estadísticos disponibles sobre los fondos de inversión indican que los inversores siguieron decantándose por esta modalidad de ahorro de forma importante. En el primer trimestre de 2021, como ya se ha mencionado, los inversores realizaron unas suscripciones netas en tan solo 3 meses de más de 7.000 millones de euros. Por categorías, los fondos que recibieron unas mayores entradas de recursos entre enero y marzo continuaron siendo, como en el conjunto de 2020, los fondos de renta fija mixta y los de renta variable internacional, con unas suscripciones netas de 4.800 y 2.000 millones de euros, respectivamente. En cambio, los fondos de retorno absoluto, que llevan experimentando reembolsos desde 2018, mantuvieron la misma tendencia que en el primer trimestre del año, con unas salidas netas de recursos por encima de los 2.300 millones de euros. Con estos movimientos sigue reforzándose la polarización iniciada en 2019, con una parte de los inversores que se decanta por fondos arriesgados en búsqueda de rentabilidad y otra parte, con mayor grado de aversión al riesgo, que opta por fórmulas más seguras debido al nivel de incertidumbre que todavía permanece.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- El BCE dio un paso más en el mantenimiento de la política monetaria expansiva y en el apoyo a la recuperación económica de la zona euro, en un momento en el que surgen nuevas dudas por el avance de las nuevas variantes del virus. Así, al incremento del ritmo de sus compras durante el segundo trimestre, hasta alcanzar 80.000 millones de euros mensuales, se unió su decisión histórica de principios de julio, por la cual se da margen para aplicar una política expansiva aunque la inflación supere temporalmente el objetivo del 2 %. La autoridad monetaria pone así fin a su estrategia de política monetaria, vigente desde 2003, por la cual establecía como objetivo que la inflación se situara cerca pero por debajo del 2 %, para pasar a un compromiso del 2 % a medio plazo de carácter simétrico, en el que ni las desviaciones a la baja ni al alza son deseables. Este nuevo contexto permitirá al BCE mantener en el tiempo su política monetaria acomodaticia con menores restricciones. Con ello el BCE gana flexibilidad, retrasándose la retirada de los estímulos monetarios.

---

<sup>11</sup> Efectivo y depósitos a la vista.

Durante el segundo trimestre, aunque los tipos de interés se mantuvieron estables en la mayor parte de los tramos de la curva y solo experimentaron leves aumentos en los plazos más largos, por el temor a que el repunte de la inflación pudiese obligar al BCE a reducir a medio plazo la intensidad de los estímulos, el cambio de estrategia del BCE permitió que los tipos se relajasen de nuevo<sup>12</sup> y se situasen en valores similares o incluso inferiores en algunos plazos a los que presentaban a mediados de abril.

Por su parte, en EE. UU. se suceden las voces que apuntan a un posible aumento de los tipos a medio plazo por parte de la Reserva Federal para controlar la inflación<sup>13</sup> y evitar el sobrecalentamiento de la economía, que muestra señales de una intensa recuperación. Sin embargo, la autoridad monetaria confía en que el alza de precios sea transitoria y considera que todavía es pronto para comenzar a retirar estímulos, principalmente en un contexto en el que los niveles de empleo del país continúan muy por debajo de los valores previos a la pandemia y las consecuencias de la crisis a escala mundial aún podrían representar riesgos para la economía estadounidense.

- En este escenario, siguen vigentes los riesgos ya recogidos en notas anteriores, aunque se acentúa el riesgo de mantenimiento de las estrategias de búsqueda de rentabilidad. Así, ante la ausencia de rendimiento y con los costes crecientes por mantener posiciones en liquidez y activos sin riesgo, persiste (o incluso puede intensificarse) la propensión de los inversores a invertir en activos con mayores expectativas de rentabilidad<sup>14</sup> —y, en consecuencia, con un incremento de los niveles de riesgo—. Este tipo de activos suelen llevar asociados unos niveles más elevados de volatilidad (activos de renta variable, de mercados emergentes o criptodivisas) y de riesgo de crédito (cuentan con peores calificaciones crediticias —deuda subordinada y *high yield*—), y suelen ser menos líquidos (deuda subordinada y *high yield*, o fondos de *private equity* o de activos inmobiliarios). Por otro lado, las perspectivas de extensión en el tiempo de los bajos tipos de interés mantienen las dificultades del sector bancario y financiero para elevar su rentabilidad, a lo que se unen los efectos del deterioro económico y los problemas empresariales provocados por la pandemia, lo que provocará previsiblemente incrementos en la tasa de morosidad. Con todo, los bajos niveles de tipos de interés también tienen efectos positivos sobre estas entidades, pues reducen los costes de financiación de sus clientes —favoreciendo el control de la morosidad—, lo que se acentúa en un contexto de recuperación económica.

## Fuentes de incertidumbre política

- En EE. UU. se observa una disminución considerable de las incertidumbres políticas que rodeaban al país conforme ha ido avanzando el año. Los desafíos en cuanto a la expansión y el contagio del COVID-19 siguen siendo evidentes y, aunque la incidencia del virus se ha reducido debido a la vacunación de la población, preocupan las nuevas variantes de rápida propagación y el rechazo de parte de la población a recibir la vacuna<sup>15</sup>. Con respecto a la relación entre EE. UU. y China, persisten dudas sobre su desarrollo futuro, pues a las tensiones comerciales, aún sin solventar por completo, se añaden las tensiones

<sup>12</sup> El Euribor a 1 año disminuyó en junio hasta el -0,484 %, desde el -0,481 % del mes anterior.

<sup>13</sup> La inflación en EE. UU. alcanzó en junio el 5,4 % interanual.

<sup>14</sup> Los datos de suscripciones netas de fondos de inversión del primer trimestre del año, descritos con anterioridad, así como las informaciones preliminares del segundo trimestre (fuertemente afectadas por los procesos de fusiones entre fondos) revelan esta preferencia destacada de los inversores por activos con mayores expectativas de rentabilidad.

<sup>15</sup> Según datos del Centro para el Control y la Prevención de Enfermedades, la cifra de adultos vacunados con al menos 1 dosis se sitúa en el 68,3 %, muy cerca del objetivo del 70 % que el presidente Biden quería lograr para el día 4 de julio.

políticas derivadas del origen de la pandemia, lo cual podría deteriorar la relación entre ambas potencias<sup>16</sup>. Por otra parte, las tensiones comerciales existentes entre EE. UU. y Europa se han reducido notablemente pues, tras un primer acercamiento de posturas en marzo que dio lugar a la suspensión por cuatro meses de los aranceles bilaterales impuestos por la disputa por los subsidios a Airbus y Boeing, se logró llegar a mediados de junio a un acuerdo que solucionaba este conflicto por un periodo de tiempo superior. Tras casi 17 años de litigios, ambas partes acordaron suspender los aranceles mencionados (por un valor de 11.500 millones de dólares) durante un periodo de 5 años. Además la UE y EE. UU. anunciaron que colaborarían para tratar conjuntamente las prácticas anticompetitivas de terceros que pudieran perjudicar al sector de grandes aeronaves civiles. Por tanto, aunque siguen existiendo diversas fuentes de incertidumbre, se ha reducido notablemente el riesgo de que estas acaben dando lugar a turbulencias en los mercados financieros.

- En el plano europeo destaca la disminución de las incertidumbres a raíz del acuerdo alcanzado en diciembre del año pasado entre la UE y el Reino Unido, por el cual se reducían considerablemente las posibilidades de un *brexit* duro y se evitaba una de las mayores fuentes de riesgo en Europa en los últimos años. Hasta ahora, y en términos de estabilidad financiera, la actividad en los mercados se ha desarrollado con normalidad tras el proceso de reorganización en relación con los centros de negociación, por el cual varias entidades británicas abrieron centros y trasladaron parte de los volúmenes de negociación hacia países de la UE. En la actualidad, las principales incertidumbres al respecto están relacionadas con el funcionamiento del Acuerdo de Comercio y Cooperación entre ambas partes, la más reciente relativa a los controles fronterizos entre el Reino Unido e Irlanda del Norte.
- En el plano nacional continúan presentes los riesgos relativos a la gestión de la crisis sanitaria. Pese al buen ritmo del proceso de vacunación, los contagios diarios y la incidencia del virus aumentan con rapidez, probablemente debido a la disminución de las medidas restrictivas, el comienzo del verano y los desplazamientos que ello conlleva. Todo esto añade inestabilidad a la situación actual y no se descarta la posibilidad de que se retomen nuevas restricciones que pudieran generar un impacto económico negativo. Además, se mantiene la elevada fragmentación parlamentaria que, como se suele indicar en estas notas, puede dar lugar a tensiones y dificultar la consecución de acuerdos.

## Cambio climático y ámbito ESG

- Los riesgos climáticos llevan asociados importantes costes tanto directos como de transición, por lo que su tamaño depende en gran parte de las medidas adoptadas con carácter preventivo para paliarlos. En relación con los riesgos físicos, en las últimas semanas múltiples zonas del planeta han sufrido gravemente por la creciente severidad y frecuencia de inundaciones, oleadas de calor y sequías. Respecto a los riesgos de transición cabe señalar que estos también continúan ganando en relevancia tanto en las decisiones económicas de los agentes como en las políticas adoptadas para mitigar sus efectos en la economía y también en los mercados financieros. A pesar de las dificultades que persisten para evaluar correctamente los riesgos climáticos y medioambientales, se sigue progresando intensamente. El 14 de julio la Comisión Europea adoptó una serie

---

<sup>16</sup> Tras la primera fase del acuerdo comercial entre China y EE. UU. hace más de un año, sigue pendiente la negociación de las siguientes fases. En los últimos meses, los representantes comerciales de ambos países han mantenido conversaciones sobre este tema en las que intercambiaron preocupaciones comunes y coincidieron en la necesidad de mantener el contacto bilateral entre China y EE. UU.

de propuestas legislativas encaminadas a asegurar la consecución de la neutralidad de carbono para 2050 y una reducción neta de las emisiones de efecto de invernadero de al menos un 55 % en menos de 10 años. El paquete incluye la revisión y expansión de la cobertura del mercado de emisiones de carbono.

Frente a los anuncios casi diarios de nuevas medidas de políticas de reducción de emisiones de carbono (por ejemplo, el fin del motor de combustión en Europa en 2035) y con un precio del carbono en Europa en niveles más elevados en los últimos meses, los inversores incrementan su interés por descarbonizar sus carteras a la vez que aumentan su exposición hacia los activos verdes y los activos que cumplen con criterios de sostenibilidad (ESG, por sus siglas en inglés). Los mercados de activos verdes y sostenibles cuentan con favorables perspectivas de crecimiento. Numerosas empresas y gobiernos emiten de forma creciente bonos verdes y sostenibles<sup>17</sup>, a la vez que más gestores de activos y agencias de *rating* están incorporando nuevos activos a sus carteras y análisis, respectivamente, que cumplan con los criterios de sostenibilidad<sup>18</sup>. En este proceso de transición, la creciente demanda de activos verdes o medioambientalmente sostenibles por parte de los inversores puede exceder su oferta actual, lo que acentúa el riesgo de que se produzcan distorsiones en el proceso de formación de precios. En un extremo, ello, junto con las dificultades de valoración asignadas a la falta de homogeneidad, podría dar lugar a correcciones bruscas de precios, así como a fenómenos de *green washing* (o blanqueo ecológico) con activos *a priori* considerados sostenibles pero que realmente no lo son. En este sentido, es destacable la publicación de la Taxonomía climática de la UE en abril, que establece un lenguaje común y oficial sobre las actividades realmente sostenibles y que eliminará la heterogeneidad en el mercado y reducirá el riesgo de *green washing*; y la propuesta realizada a principios de julio por la Comisión Europea sobre un reglamento para establecer un Estándar de Bonos Verdes de la UE —basado en la taxonomía de la UE—, que establece las condiciones para que las emisiones puedan ser consideradas sostenibles, con el objetivo último de evitar el riesgo de blanqueo y ayudar a movilizar la financiación necesaria para la lucha contra el cambio climático y el deterioro medioambiental, favoreciendo así el liderazgo de la UE en finanzas verdes. También destacan otras iniciativas internacionales como las de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) cuya *task force* sobre sostenibilidad (de la que es vicepresidente el presidente de la CNMV, Rodrigo Buenaventura) dedica sus esfuerzos, entre otros, a promover la implantación de un estándar internacional en la materia y a los *ratings* de sostenibilidad<sup>19</sup>.

Desde el punto de vista de las entidades financieras, existe el riesgo derivado del mantenimiento en su balance de un porcentaje significativo de pasivos y préstamos a empresas cuya actividad sea intensiva en carbono y, por lo tanto, sujetas a los riesgos de transición, así como a sectores o actividades sujetos a riesgos físicos. Aunque las entidades financieras españolas comienzan a reorientar sus balances creciendo en operaciones de financiación sostenible, todavía distan de haber desarrollado un plan detallado de descarbonización. En el ámbito europeo (BCE y Autoridad Bancaria Europea —EBA—) se están tomando medidas para limitar los riesgos en esta parcela como la sobreexposición a activos varados. Algunas entidades financieras podrían tener que asumir pérdidas como

---

<sup>17</sup> El 28 de julio el Gobierno español anunció que en septiembre comenzará el primer programa de emisión de bonos verdes soberanos, que se destinará a la financiación de una amplia variedad de programas medioambientales.

<sup>18</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo 5 del *Global Financial Stability Report* (GFSR) del FMI correspondiente a octubre del año pasado. [Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery \(imf.org\)](#) o el informe *Global Sustainable Investment Review 2020*.

<sup>19</sup> La *task force* de IOSCO sobre sostenibilidad tiene tres subgrupos dedicados, respectivamente, a: i) el análisis de la información ESG necesaria para los inversores; ii) la información facilitada por los gestores de fondos y al *green washing*, y iii) a los *ratings* ESG.

consecuencia del riesgo de crédito asociado a la transición al cambio climático de aquellos prestatarios que no hayan evaluado correctamente los riesgos vinculados a dicho cambio, mientras que los prestatarios podrían experimentar rebajas en su calificación crediticia, lo que podría elevar sus costes de financiación.

Por otra parte, cabe señalar que la necesaria transformación de la economía para reducir las emisiones y alcanzar el objetivo en cuanto a neutralidad de carbono ofrece importantes oportunidades de crecimiento y de generación de empleo, así como incentivos de productividad asociados al uso de nuevas tecnologías (*green fintech*). Asimismo, supone un impulso para el desarrollo de los mercados financieros, al ofrecer nuevas posibilidades de inversión en activos ligados a la sostenibilidad. Y, por último, facilita que las empresas mejoren sus vínculos con los clientes, la sociedad y los distintos grupos de interés, lo que en última instancia debe mejorar su percepción del riesgo y, por tanto, sus calificaciones crediticias, y reducir sus costes de financiación.

### Otras fuentes de incertidumbre

- La ciberseguridad continúa siendo uno de los riesgos más preocupantes para organismos y empresas, especialmente para las entidades financieras. A raíz de una digitalización cada vez mayor, se ha acrecentado su exposición con la normalización de las actividades no presenciales como el teletrabajo y las relaciones telemáticas. Los posibles ciberataques que puede sufrir una determinada institución podrían llegar a afectar a distintas infraestructuras críticas y a los mercados financieros, de producirse un contagio extensivo entre distintos agentes. Al estar en un entorno cada vez más interconectado, en el que los sistemas digitales son vitales para la mayoría de entidades financieras, esta brecha de seguridad podría incluso provocar una pérdida de confianza generalizada en el sistema y, en consecuencia, ser una fuente de inestabilidad financiera. Por este motivo la inversión en ciberseguridad y la dedicación continua de recursos para gestionar este riesgo son fundamentales para empresas, usuarios y supervisores<sup>20</sup>. A nivel europeo se están desarrollando diferentes normativas al respecto y destaca el Reglamento sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero, en trámites de aprobación, también conocido como DORA (*Digital Operational Resilience Act*). Su objetivo principal es establecer un marco común de obligaciones, principios y requerimientos en materia de ciberseguridad, de manera que todas las entidades financieras estén sujetas a un conjunto de normas homogéneas para mitigar y gestionar los riesgos de seguridad de las redes y sistemas informáticos.

---

<sup>20</sup> España se sitúa en el cuarto puesto (junto con Corea y Singapur) del Índice Global de Ciberseguridad de 2020 elaborado por la Unión Internacional de Telecomunicaciones (dependiente de las Naciones Unidas), que clasifica a los países más ciberseguros en función de su actuación durante el año anterior. La mejora con respecto a 2015, cuando se publicó el primer índice de este tipo, es evidente pues ese año el país obtuvo el puesto número 30.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: verde

- Los avances en los programas de vacunación tanto en EE. UU. como en Europa, así como la reapertura progresiva de sus economías y la aceleración de su ritmo de recuperación, especialmente en EE. UU.<sup>21</sup>, facilitaron que los mercados internacionales de valores prolongasen las alzas en el segundo trimestre del año, lo que permitió a la mayoría de los grandes mercados recuperar las pérdidas acumuladas en el ejercicio anterior. Aun así, los avances se fueron ralentizando a partir del mes de junio, tónica que se mantuvo en la primera mitad de julio. En un primer momento, esta ralentización estuvo asociada al temor a que las elevadas tasas de inflación pudiesen provocar un endurecimiento prematuro de la política monetaria, circunstancia que fue negada tanto por los responsables del BCE como de la Reserva Federal, que abogaron por un mantenimiento en el tiempo de los estímulos. Con posterioridad, la evolución de las cotizaciones estuvo condicionada por los temores a los efectos que puedan tener las nuevas variantes del virus en algunas regiones europeas, sobre todo en ciertos sectores como el turístico y otros sectores de servicios, lo que podría ralentizar el ritmo de recuperación de algunas economías.
- La mayoría de los índices bursátiles internacionales mostró avances notables en el segundo trimestre<sup>22</sup>, que en su mayoría continuaron en julio, con incrementos más intensos en el caso de EE. UU. y algo más débiles en los mercados europeos e incluso descensos en Japón. Entre los europeos volvió a destacar el comportamiento más débil de los índices españoles, cuya evolución fue más discreta y se sitúa a la cola de los grandes índices europeos en términos de rentabilidad.

Todos los índices estadounidenses presentaron de nuevo una revalorización algo más intensa en el segundo trimestre, que se extendió hasta mediados de julio, cuando alcanzaron nuevos máximos históricos<sup>23</sup>. Aunque *a priori* la normalización de la actividad y la relajación de las medidas de distancia social invitan a pensar que las compañías de carácter tecnológico<sup>24</sup> podrían ralentizar su crecimiento, estas siguen beneficiándose de los cambios en los hábitos de consumo y ocio adoptados por la sociedad tras la pandemia, lo que permite que tanto el índice tecnológico Nasdaq como el S&P 500<sup>25</sup>, de carácter más general aunque con un peso creciente<sup>26</sup> de este tipo de compañías, avancen en el año un 12,8 % y un 16,1 %, respectivamente. Por su parte, el índice Dow Jones, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional, industriales y financieras, también avanzó de

<sup>21</sup> La economía de EE. UU. creció un 6,4 % interanual en el primer trimestre de 2021 apoyada por la recuperación del consumo y el plan de estímulos fiscales de 1,9 billones de dólares del Gobierno.

<sup>22</sup> Los índices estadounidenses acumularon alzas en el segundo trimestre que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,5 % del Nasdaq, y que se extendieron en la primera quincena de julio con avances adicionales de entre el 0,3 % y el 1,5 %. Por su parte, los índices europeos presentaban avances en el segundo trimestre que oscilaban entre el 1,8 % del italiano Mib 30 y el 7,3 % del francés Cac 40, que revirtieron en julio (con la excepción del alemán Dax 30), cuando presentaron nuevos retrocesos de entre el 0,2 % del europeo Eurostoxx 50 y el 3,3 % del Ibex 35.

<sup>23</sup> La economía de EE. UU. sigue beneficiándose del tercer paquete de rescate —aprobado en marzo— desde que empezó la pandemia y que incluye un plan de estímulos fiscales valorado en 1,9 billones de dólares.

<sup>24</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU., conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google), acumulan una revalorización en el segundo trimestre del 18,1 %, el 12,1 %, el 11,2 %, el 1,3 % y el 18,4 %, que se amplía hasta el 17 %, el 21,6 %, el 17,4 %, el 4,1 % y el 23,2 % en julio, respectivamente. En lo que va de año las ganancias acumuladas alcanzan el 26,1 %, el 11,9 %, el 11,5 %, el 0,4 % y el 44,9 %, respectivamente.

<sup>25</sup> Los índices Nasdaq y S&P 500 se revalorizaron en 2020 un 43,6 % y un 16,3 %, respectivamente.

<sup>26</sup> El peso de las compañías tecnológicas representa el 26,2 % de la capitalización de este índice, su mayor proporción de la historia. De las 10 primeras compañías por ponderación de este índice, 8 son tecnológicas y suponen casi el 25 % del total.

forma considerable en el mismo periodo, un 14,3 %, gracias al efecto positivo de la recuperación económica<sup>27</sup>.

En el caso de los principales mercados de valores europeos, la mayoría de los índices presentó alzas notables<sup>28</sup> en el segundo trimestre, continuando con la tendencia creciente de los dos últimos trimestres, si bien en casi todos ellos se observaron ligeras caídas en la primera mitad de julio. Las ganancias de los mercados europeos en lo que va de año son similares a las de los mercados estadounidenses, aunque el ciclo económico va más retrasado en Europa, pues las expectativas de recuperación se están incorporando con una cierta demora. Asimismo, en todos los mercados las compañías de carácter cíclico —como las de materias primas, industriales y de los sectores de consumo— y los bancos presentan un comportamiento relativo mejor, puesto que se ven más favorecidas por las perspectivas de recuperación y de generación de valor.

- En España, el Ibex retrocedió un 0,6 % entre abril y julio, lo que reduce las ganancias acumuladas en el año hasta el 5,6 % (entre la mitad y un tercio de las acumuladas por los principales índices bursátiles de la zona euro). Así, los mercados habían presentado alzas notables hasta junio, cuando se produjo un descenso del 3,6 %. Esta situación se agravó en la primera mitad de julio cuando las cotizaciones descendieron un 3,3 % adicional, tras extenderse las restricciones establecidas por las diferentes regiones europeas a los viajes a los principales centros turísticos del país. Por sectores, los mayores retrocesos en el último trimestre se concentran en el sector turístico y en el de servicios en general, pero también destacan las caídas del sector energético, que acusa todos los cambios regulatorios, que pueden incrementar los costes para el sector. Asimismo, también han destacado las caídas del sector de bienes de consumo —por los temores a que nuevas restricciones puedan repercutir negativamente en la demanda de estos bienes—, el de la tecnología —por su alta dependencia del sector turístico (Amadeus)—, el de bienes de equipo —por la ralentización de la inversión— y el de las energías renovables —donde se han producido ajustes en las perspectivas de crecimiento—. Asimismo, en el lado positivo, se mantiene el buen comportamiento de los bancos, las inmobiliarias, las compañías de materias primas y el sector de las telecomunicaciones.
- El avance de las cotizaciones en el trimestre, junto con un incremento algo más intenso de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitieron que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyese desde 17,4<sup>29</sup> a mediados de abril hasta 16,6 en julio, su nivel más bajo en el último año —su media histórica es 13,6— (véase gráfico 4).
- Los mercados internacionales de deuda, en los que los tipos habían aumentado en los plazos más largos de la curva durante el primer trimestre del año debido al aumento de la inflación<sup>30</sup> y de sus expectativas<sup>31</sup>, mantuvieron la vista puesta en la evolución de los

---

<sup>27</sup> El PIB estadounidense creció en el primer trimestre de 2021 un 6,4 % en tasa anual y tanto la Reserva Federal como el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) señalan que podría crecer un 7 % o más en 2021.

<sup>28</sup> Todos los índices europeos se revalorizaron en el segundo trimestre: un 3,7 % el europeo Eurostoxx 50, un 3,5 % el alemán Dax 30, un 7,3 % el francés Cac 30, un 1,8 % el italiano Mib 30 y un 2,8 % el español Ibex 35. Salvo en el caso del alemán Dax 30, que avanzó de nuevo un 0,6 % adicional en julio, todos presentaron retrocesos en los primeros 15 días de julio, acumulando unas ganancias en lo que va de año del 14,2 %, el 13,9 %, el 17 %, el 11,9 % y el 5,6 %, respectivamente.

<sup>29</sup> En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 retrocedió hasta 21,6 veces, mientras que la del europeo Eurostoxx 50 lo hizo hasta 16,8 veces.

<sup>30</sup> La inflación en EE. UU. se situó en junio en el 5,4 % interanual, su tasa más elevada desde el verano de 2008. Por su parte, en la zona euro, la inflación de Alemania alcanzó ese mismo mes el 2,4 % interanual, por debajo del 2,5 % de mayo, cuando registró su nivel más alto desde 2011; mientras que en España se mantuvo en el 2,7 % interanual, su valor más elevado desde 2017.

precios<sup>32</sup> durante el segundo trimestre por si sus incrementos pudieran implicar un endurecimiento prematuro de la política monetaria. Así, los mensajes de la presidenta del BCE, señalando que la autoridad monetaria seguirá comprando deuda<sup>33</sup> a un ritmo «significativamente más elevado» que el de los primeros meses del año para apoyar la recuperación económica, permitieron que las alzas de tipos se ralentizaran en un primer momento. Con posterioridad, el anuncio a comienzos de julio de un cambio en la estrategia del BCE relajando el objetivo de inflación se tradujo en nuevos descensos de tipos para toda la curva, que fueron más intensos en los plazos más largos ante las perspectivas de que su política monetaria seguiría siendo acomodaticia por un periodo de tiempo prolongado. Por su parte, la Reserva Federal mantuvo sus compras de deuda por importe de 120.000 millones de dólares al mes e indicó que la economía tendría que hacer un «progreso sustancial adicional» para reducir su extraordinario apoyo monetario y que existen todavía incertidumbres que podrían afectar a la recuperación a nivel mundial.

- En este contexto, los tipos de la deuda pública española, al igual que los de las principales economías europeas<sup>34</sup>, presentaban a mediados de julio leves descensos para los plazos más largos de la curva, situándose los tipos a 10 años por debajo de los niveles en los que finalizaron el primer trimestre. Así, los rendimientos de la deuda pública a 10 años se mantenían en valores negativos en Alemania, Holanda, Austria, Finlandia y Bélgica; en valores próximos a cero en Francia e Irlanda, y en España y Portugal en torno al 0,3 %, mientras que en Italia y Grecia se situaban en valores cercanos al 0,7 %.
- En el caso de los rendimientos de la deuda corporativa también se observan ligeros descensos de tipos en la mayor parte de los tramos de la curva<sup>35</sup>, aunque se concentran sobre todo en los tramos más cortos. Aunque sus rendimientos presentan mayor dispersión en función de su *rating* y su grado de subordinación, permanecen también en niveles reducidos como consecuencia del fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), que presiona su rentabilidad a la baja ante la ausencia de rendimiento de los activos sin riesgo.
- Aunque el cambio de estrategia del BCE sobre la inflación hace prever que los tipos de interés en la zona euro seguirán en niveles muy reducidos por un plazo temporal muy largo, el riesgo de mercado de los activos de deuda continúa siendo elevado, intensificándose en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y de la deuda subordinada debido a que su liquidez suele ser más reducida y no cuenta con el apoyo directo de los programas de compras del BCE. Asimismo, los efectos de la pandemia podrían haber debilitado de modo significativo la estructura financiera de algunas compañías, por lo que el comportamiento de las primas que se les exigen dependerá en gran medida de la evolución de la recuperación económica y de sus propios negocios. En este contexto, aquellas empresas que tengan más dificultades para recuperarse, así como un mayor apalancamiento y otras vulnerabilidades financieras

---

<sup>31</sup> El aumento de las expectativas de inflación se produce como consecuencia del fuerte crecimiento experimentado por la masa monetaria en los últimos años y del impacto de los programas de expansión del gasto público. Los principales bancos centrales (Reserva Federal, BCE, Banco de Inglaterra y Banco de Japón, entre otros) han mantenido cuantiosos programas de estímulos monetarios en los últimos años.

<sup>32</sup> Los responsables de los principales bancos centrales han señalado que el incremento de la inflación tendrá un carácter transitorio.

<sup>33</sup> El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba a finales de junio activos por importe de más de 3,01 billones de euros, que incluían deuda pública (2,42 billones de euros), deuda corporativa (285.000 millones de euros), cédulas hipotecarias (293.000 millones de euros) y titulizaciones (28.300 millones de euros). A este importe hay que añadir los 1,23 billones de euros que acumulaba en la misma fecha el programa de compras de emergencia por la pandemia (el denominado PEPP). Las compras con datos a finales de mayo se distribuían entre deuda pública (1,06 billones de euros), pagarés (4.600 millones de euros), bonos corporativos (31.000 millones de euros) y cédulas hipotecarias (4.000 millones de euros).

<sup>34</sup> En el caso de EE. UU. los tipos a 10 años han descendido en torno a 45 p.b. entre finales de marzo y mediados de julio.

<sup>35</sup> La deuda corporativa presenta mayor dispersión en sus rendimientos en función del tipo de activo (deuda *senior* o subordinada), su calificación crediticia y de su condición de formar parte o no del rango de activos elegibles para las compras del BCE.

podrían experimentar problemas para obtener financiación a un coste razonable. Una situación parecida podría tener lugar en las economías más vulnerables y con mayores desequilibrios fiscales debido al fuerte recurso al endeudamiento de estas para hacer frente al incremento del gasto público derivado de la pandemia, en un contexto de caídas de ingresos fiscales.

Con base en lo anterior, es preciso recordar el riesgo de caída en los precios de algunos activos como consecuencia de un repunte eventual de sus primas de riesgo, circunstancia que es relevante en ciertas carteras de fondos —especialmente de renta fija— que a veces están expuestas a activos poco líquidos<sup>36</sup>, complejos y con calificaciones crediticias por debajo del grado de inversión.

### Riesgo de crédito: verde

- Las perspectivas de recuperación de la economía española, así como el mantenimiento del apoyo del BCE, permitieron que la prima de riesgo soberano se mantuviese relativamente estable en el trimestre, mientras que las de los emisores españoles del sector privado volvieron a presentar una trayectoria descendente. Así, el valor de la primera —medido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España<sup>37</sup> y Alemania— alcanzó a mediados de julio 64 p.b., situándose en un nivel similar al del final del trimestre anterior y al del inicio del año (véase gráfico 11).
- Las primas de riesgo de los subsectores de la economía siguieron reduciéndose, siendo los descensos algo mayores en el caso de las entidades financieras. Estas últimas se ven favorecidas por la recuperación económica y la expansión de la actividad comercial —lo que atenuaría el crecimiento previsto de la morosidad—, así como por el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables<sup>38</sup> por parte del BCE. Por su parte, las primas de riesgo de las sociedades no financieras se ven claramente beneficiadas por las mejores perspectivas sobre la evolución de sus negocios, así como por el mantenimiento de sus gastos financieros en niveles reducidos<sup>39</sup>. Así, la media de los CDS de los bancos se situaba a mediados de julio en 61 p.b., por debajo de los 67 p.b. en que inició abril, mientras que la media de los CDS de las sociedades no financieras lo hacía en 53 p.b., 5 p.b. menos.
- La información disponible sobre la evolución de las calificaciones crediticias de los emisores españoles no refleja apenas cambios relevantes en el riesgo de crédito. Así, la mayor parte de la deuda española<sup>40</sup> continúa siendo de alta calidad, ya que pertenece al grupo de grado de inversión o *investment grade* (un 96,4 % del saldo total en circulación)

<sup>36</sup> Las abundantes compras de deuda corporativa y de algunos tipos de deuda emitida por las entidades financieras, tanto en el mercado primario como en el secundario, por el BCE podrían estar afectando a la liquidez de aquellas emisiones con volúmenes más escasos o cuya propiedad está concentrada en un número reducido de inversores.

<sup>37</sup> El BCE adquiere deuda pública española a través de sus programas de compras de activos PSPP y PEPP, acumulando un saldo superior a 424.000 millones de euros, más del 40 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo.

<sup>38</sup> Entre ellas, las diferentes rondas de financiación circunscritas a los bancos (TLTRO-III y PELTRO), así como los programas específicos de compras de activos emitidos por entidades financieras. El BCE, a través de estos últimos programas de compras específicos de títulos emitidos por las entidades financieras como las cédulas hipotecarias (CBPP3) y las titulizaciones (ABSPP), acumulaba hasta mediados de julio compras por importe de 293.086 y 28.288 millones de euros, respectivamente, de las cuales más del 36 % y del 54 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE contaba a finales de mayo con cédulas hipotecarias por 4.055 millones de euros adquiridas al amparo del programa PEPP.

<sup>39</sup> A ello contribuye el efecto positivo de los programas de compras del BCE. Así, esta autoridad, a través de su programa específico de compras de deuda corporativa (CSPP), que se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior), acumulaba a mediados de julio compras por importe de 285.374 millones de euros, de las cuales más del 22 % fue adquirido en el mercado primario. Además, a finales de mayo reunía bonos corporativos y pagarés por importe de 31.014 y 4.590 millones de euros, respectivamente, adquiridos en el marco del programa PEPP.

<sup>40</sup> Incluye deuda de las AA. PP.

y, aunque la proporción de deuda que, teniendo grado de inversión, se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield* sigue siendo reducida, ha aumentado ligeramente con respecto a trimestres anteriores (5,2 % de la deuda total en marzo de 2021 frente al 4,4 % en diciembre de 2020).

No obstante, hay que tener en cuenta algunas circunstancias en relación con el nivel de crédito de los emisores españoles: i) los programas de compras del BCE explican en gran medida el reducido tamaño de las primas de riesgo de todos los emisores de la zona euro, incluidos los españoles, que son objeto de estas compras; ii) los emisores *high yield* también ven reducidas indirectamente sus primas de riesgo como consecuencia del efecto búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores ante la ausencia de alternativas rentables sin apenas riesgo; iii) las calificaciones y primas de riesgo analizadas corresponden en su mayoría a compañías de tamaño grande o mediano que, bien se han visto menos afectadas por la crisis actual, o bien disponen de una mayor capacidad financiera para hacerle frente. Por otra parte, las medidas de apoyo a las empresas adoptadas por las autoridades, como los avales públicos, las moratorias o las ayudas directas, han evitado hasta ahora un incremento considerable de los problemas financieros de muchas sociedades, especialmente pymes, pero es probable que estos se agraven en un futuro próximo para muchas de ellas conforme el alcance de las medidas vaya finalizando. En este sentido, se identifica un riesgo de crédito creciente en los próximos meses, que puede obligar a numerosas compañías a llevar a cabo procesos de reestructuración financiera<sup>41</sup>, especialmente a aquellas de menor tamaño o pertenecientes a los sectores más afectados por los efectos de la pandemia.

- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>42</sup> de la economía siguió ralentizándose, pues el crecimiento del crédito a los hogares fue insuficiente para compensar la desaceleración de la financiación a las empresas, que se sitúa en su nivel más bajo desde el estallido de la pandemia. En el primer caso, su valor creció un 0,2 % en mayo, el más alto en el último año, debido tanto a la recuperación del crédito al consumo (desde el -2,6 % de marzo hasta el 3,1 % de mayo) como del crédito destinado a la compra de vivienda (hasta el 0,1 % en mayo, su primera tasa interanual positiva de los últimos años). En el caso de las sociedades no financieras, la financiación total ralentizó su crecimiento hasta el 1,3 %, pues el fuerte crecimiento de la financiación vía activos de deuda (12,5 %) se vio compensado por el menor ritmo de expansión de los préstamos exteriores (desde el 3,5 % de marzo al 2,6 % en mayo) y por la caída del crédito a empresas (desde el 6,6 % de marzo hasta un 2,2 % en mayo, su mayor retroceso desde el primer trimestre de 2019).

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

- A pesar de la abundante liquidez disponible en el mercado, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV han disminuido en la primera mitad de este año, porque los grandes emisores aprovecharon el ejercicio anterior para dotarse de liquidez en buenas condiciones y muchas de las emisiones actuales corresponden a operaciones de refinanciación. En particular, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el segundo trimestre se situaron en 24.638 millones de euros<sup>43</sup>, un 31,3 % menos que las realizadas en el mismo periodo de 2020 (35.880 millones de euros),

<sup>41</sup> Un número creciente de empresas ha solicitado apoyo financiero al Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, cuyo objetivo es aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia empresarial de compañías no financieras afectadas por la pandemia.

<sup>42</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>43</sup> Los datos preliminares correspondientes a la primera quincena del mes de julio recogen que en este periodo se han registrado emisiones por importe de 14.538 millones de euros, concentradas en su mayoría en cédulas territoriales y bonos de titulización.

destacando el volumen emitido de cédulas hipotecarias y territoriales<sup>44</sup>. Asimismo, las emisiones de deuda realizadas en el primer semestre se situaron en 48.176 millones de euros, un 14,9 % menos que en 2020. Por su parte, la actividad emisora de las compañías en el exterior creció un 4,9 % interanual hasta mayo<sup>45</sup> (48.562 millones de euros), representando la emisión de pagarés el 49 % del total. Por otro lado, en los mercados de renta variable tuvo lugar la salida a bolsa mediante un proceso de *listing* de la compañía aseguradora Línea Directa y, mediante una oferta pública de suscripción (OPS) y una oferta pública de venta valores (OPV), de las empresas de energías renovables Grupo Ecoener y Acciona Energía<sup>46</sup>, respectivamente. Se cancelaron las salidas que estaban previstas de la compañía de energías renovables Opdenenergy y de la firma de logística Primafrio.

En el ámbito de los mercados primarios cabe destacar el fuerte crecimiento de las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles que pueden considerarse verdes, sociales o sostenibles. En particular estas emisiones se situaron en 14.754 millones de euros en el primer semestre de 2021, un 50 % más que el volumen emitido en el mismo periodo de 2020<sup>47,48</sup>. Estas emisiones, que incluyen las efectuadas por las AA. PP., se realizan en mayor medida en el exterior: de media entre 2016 y 2021 el 71 % se realiza en mercados foráneos. La mayoría de estos bonos tiene la consideración de bonos verdes y, aunque la emisión de bonos sociales y sostenibles se hace en menor cuantía, la proporción de estos ha aumentado en los últimos años. En el primer semestre de 2021 el 62 % de los bonos emitidos fueron verdes, el 27 % eran sostenibles y el 11 %, bonos sociales. Se observa un número creciente de emisores de este tipo de bonos, siendo más relevantes las entidades del sector privado, que concentran tres cuartas partes de las emisiones<sup>49</sup>. Estas emisiones efectuadas por el sector privado, que representaron cerca del 7 % del total de las emisiones a largo plazo de 2020, podrían alcanzar porcentajes sensiblemente superiores en 2021.

- La capacidad de financiación de la economía española alcanzó 1.000 millones de euros en abril<sup>50</sup>, frente a la necesidad de financiación de 900 millones de euros registrada en el mismo periodo de 2020. Este avance tuvo su origen tanto en la mejora del saldo de bienes y servicios no turísticos, que alcanzó 700 millones de euros, como en la mejora del turismo, cuyo saldo creció hasta 200 millones de euros. Asimismo, en términos acumulados de 12 meses muestra una capacidad de financiación de 12.900 millones de euros (27.800 millones hasta el mismo mes de 2020). Por otra parte, el aumento de activos (netos) que se deriva del saldo de la cuenta financiera —excluyendo el Banco de España— fue de 9.400 millones de euros en abril (50.300 millones en los últimos 12 meses).

---

<sup>44</sup> Las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales representaron más de la mitad de las emisiones registradas en el trimestre.

<sup>45</sup> En 2021 las emisiones registradas en la CNMV superaron las emisiones registradas en el exterior, con lo que se invierte la tendencia observada en el ejercicio 2020.

<sup>46</sup> Línea Directa, Grupo Ecoener y Acciona Energía salieron a cotizar los días 29 de abril, 4 de mayo y 1 de julio, respectivamente.

<sup>47</sup> Fuente de datos: Dealogic. Se consideran bonos verdes aquellos destinados a financiar o refinanciar exclusivamente, en su totalidad o en parte, una combinación de proyectos verdes nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Verdes (GBP). Los bonos sociales están destinados a proyectos sociales nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Sociales (SBP); en cambio, los bonos sostenibles son aquellos dedicados a financiar o refinanciar exclusivamente la combinación de ambos, proyectos verdes y sociales.

<sup>48</sup> La expansión más importante de estas emisiones se observa desde 2018: en 2014 se emitieron 1.744 millones de euros en este tipo de bonos, 3.500 millones en 2016, 6.322 millones en 2018 y 15.103 millones de euros en 2020.

<sup>49</sup> Repartidas en un 46 % para las sociedades no financieras y un 29 % para las instituciones financieras.

<sup>50</sup> Según datos del Avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

- La deuda consolidada de los hogares y las empresas alcanzó el 149,3 % del PIB en el primer trimestre<sup>51</sup>, hasta totalizar 1,66 billones de euros, 3,1 p.p. por encima del nivel de deuda registrada en el mismo periodo de 2020. La deuda de los hogares representó el 62,8 % del PIB, mientras que la de las empresas se situó en el 86,6 %. Asimismo, la riqueza financiera de los hogares aumentó un 5,4 % interanual hasta alcanzar 2,39 billones de euros, el 214,7 % del PIB, mientras que en términos netos se situó en 1,63 billones de euros, el 147 % del PIB y 25,2 p.p. por encima del mismo periodo del año anterior. El aumento se explica tanto por el incremento de los activos financieros netos —consecuencia de la recuperación de los precios de los activos de renta variable— como por el retroceso del PIB.
- La contratación media del mercado continuo se situó en 1.472 millones de euros diarios en el segundo trimestre<sup>52</sup>, un 15,7 % menos que en el mismo periodo de 2020, pero ligeramente por encima de los 1.465 millones del trimestre anterior. La fragmentación de la contratación de acciones españolas, que se encontraba en máximos históricos en el primer trimestre, retrocedió ligeramente, observándose una leve recuperación de la cuota de mercado de Bolsas y Mercados Españoles (BME) (53,7 % de la negociación sometida a reglas de mercado) frente a otros centros de negociación competidores<sup>53</sup>, en un contexto de volatilidad reducida. Asimismo, la contratación de acciones españolas realizada a través de internalizadores sistemáticos retrocedió hasta el entorno del 6 % de la negociación total, frente al casi 8 % del trimestre anterior y muy por debajo del 17 % del mismo trimestre de 2020. Los bajos niveles de contratación en el mercado continuo pueden atribuirse en parte al descenso de la volatilidad, que desincentiva algunas modalidades de contratación como la negociación algorítmica o de alta frecuencia, así como al incremento de la competencia por parte de otros centros de negociación competidores.
- El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del tamaño del *spread bid-ask*), que había ido mejorado progresivamente desde el segundo semestre de 2020, volvió a presentar avances adicionales hasta situarse en valores similares a los existentes antes del inicio de la crisis. Las mejoras del indicador de liquidez se han visto favorecidas por el descenso de los niveles de volatilidad, pero están lastradas en cierta medida por el descenso de los volúmenes negociados. En el caso del bono soberano, su *spread* disminuyó<sup>54</sup> durante la mayor parte del periodo gracias al aumento del tamaño de las compras del BCE, que incrementan la liquidez del mercado. Aunque la horquilla es muy reducida en términos absolutos (inferior a 1 p.b.), se ha mantenido en términos relativos como consecuencia del nivel actual de tipos tan reducidos (véase gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de España y de la zona euro se mantuvieron sin cambios en mayo para los préstamos de cuantía inferior a 1 millón de euros (-2 p.b. en marzo), mientras que para los de valores superiores disminuyó hasta 18 p.b. (22 p.b. en mayo)

<sup>51</sup> Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española publicadas por el Banco de España.

<sup>52</sup> Los datos preliminares de julio muestran que la contratación media diaria de la primera mitad de este mes se situó en 1.213 millones de euros, un 16,2 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior.

<sup>53</sup> La cuota de mercado de los centros de negociación distintos al mercado de origen alcanzó un 48,4 % en el primer trimestre del año, a pesar del contexto de volatilidad relativamente baja.

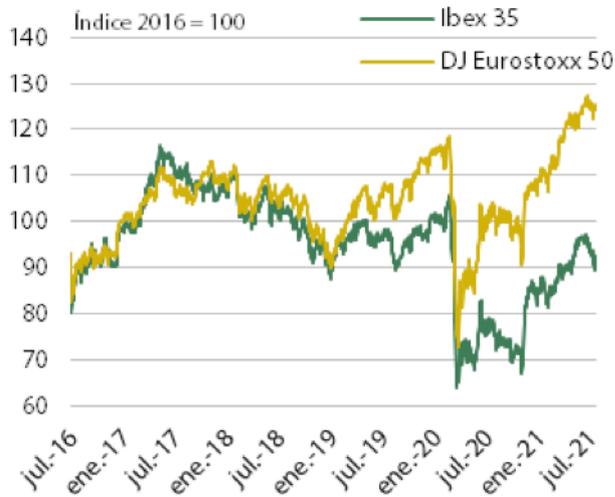
<sup>54</sup> Aunque el *spread* disminuye en términos absolutos, se mantiene en términos relativos debido al descenso de los tipos. De todos modos, sigue condicionado por los costes de transacción de los agentes que siguen siendo muy relevantes en un entorno de tipos en niveles reducidos.

## Riesgo de contagio: naranja

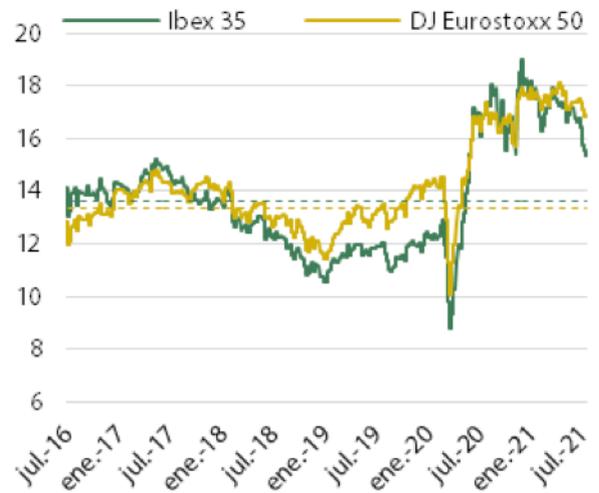
- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles continúa la senda descendente que mantiene desde los máximos registrados en marzo del pasado año (cuando la mediana de estas correlaciones llegó a alcanzar 0,75). Aunque sigue estando en niveles superiores a los que se observaban antes del comienzo de la crisis sanitaria, la mediana ha caído con respecto a finales de abril (0,23) y se situaba a mediados de julio en 0,19, por debajo de los valores medios del conjunto de 2020 (0,42). Los valores mínimos de estas correlaciones se han mantenido en los mismos niveles que en abril (en torno al -0,40), que son cercanos a los observados antes del comienzo de la pandemia. Por otra parte los valores máximos, que habían disminuido hasta abril, mostraron repuntes hasta 0,66 (0,53 a principios de mayo). Aunque continúa la tendencia actual de descenso, principalmente debido a unas menores incertidumbres asociadas a la crisis del COVID-19, la correlación entre los distintos sectores ha sufrido altibajos desde mayo. Así, se registraron repuntes seguidos de caídas entre algunos sectores de renta variable (sobre todo el financiero) y los de deuda pública; por el contrario, se observaron caídas y posteriores incrementos entre la correlación de algunos sectores de renta variable (por ejemplo, entre el sector financiero y las empresas de *utilities*). Cabe señalar que unos menores niveles de correlación reducen las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activos y facilitan la diversificación de las carteras.
- Con respecto a los movimientos de los activos de deuda pública europeos, se registró un ligero descenso de la correlación entre los rendimientos de estos activos desde finales de abril, aunque continúa en niveles altos. La correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países europeos más sólidos en términos financieros (*core*) se mantiene estable en torno a 0,97 desde mediados de febrero, aunque en la primera mitad del mes de julio se observa una leve disminución hasta el 0,94. Esta se debe principalmente a la caída de la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la del bono francés. De igual forma, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos también registró un ligero descenso con respecto a finales de abril (véase gráfico 32). Este indicador mostró ciertos altibajos y pasó de 0,87 a finales de abril a 0,83 a mediados de junio, valor en el que se mantiene actualmente, sobre todo impulsado por la disminución del indicador de correlación parcial entre el bono español y el irlandés.

## Riesgo de mercado: nivel verde

**Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles**

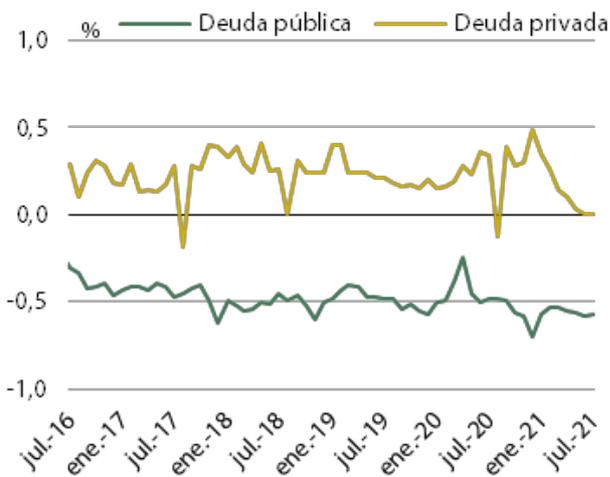


**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**

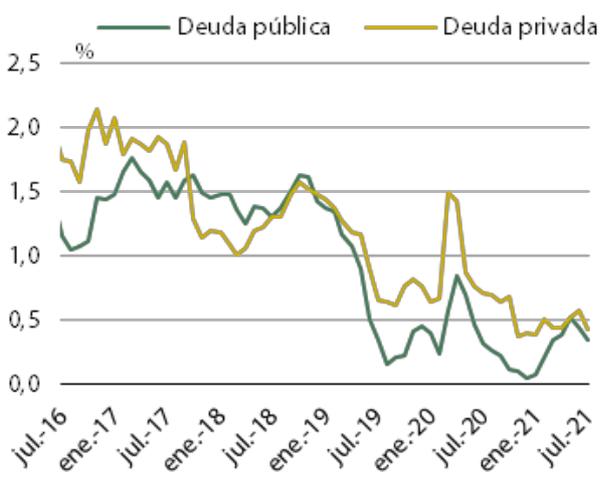


Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

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



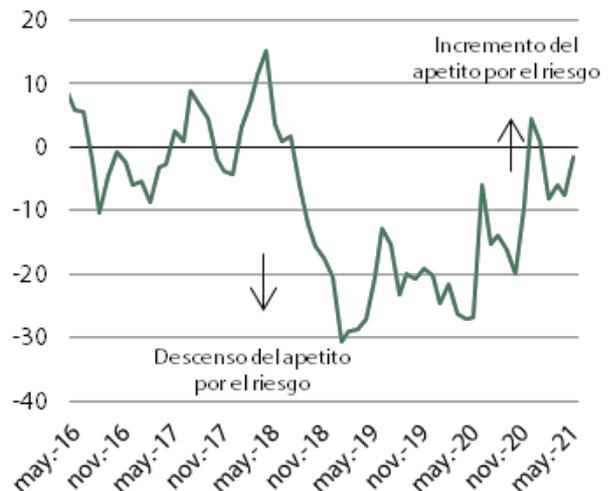
**Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)**



**Gráfico 7: Precio del petróleo**

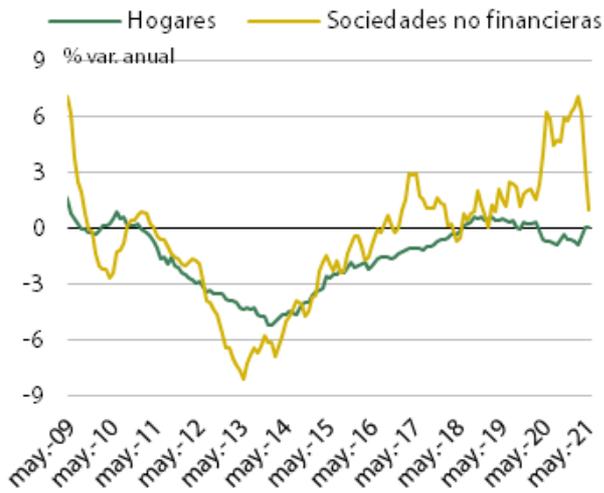


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

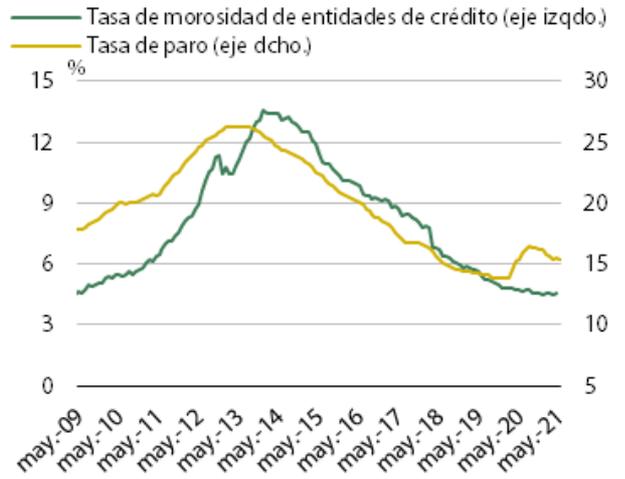


## Riesgo de crédito: nivel verde

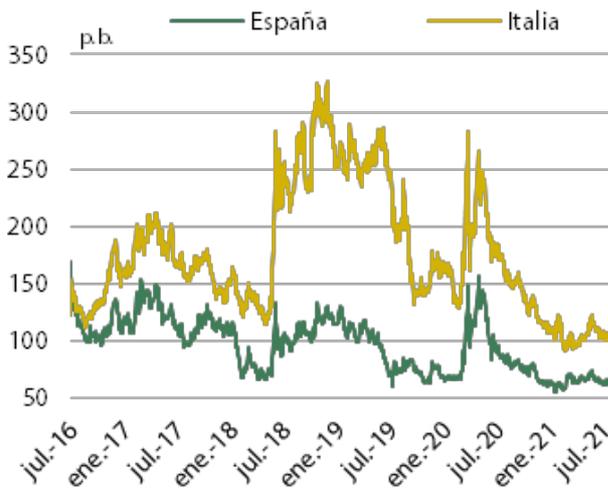
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



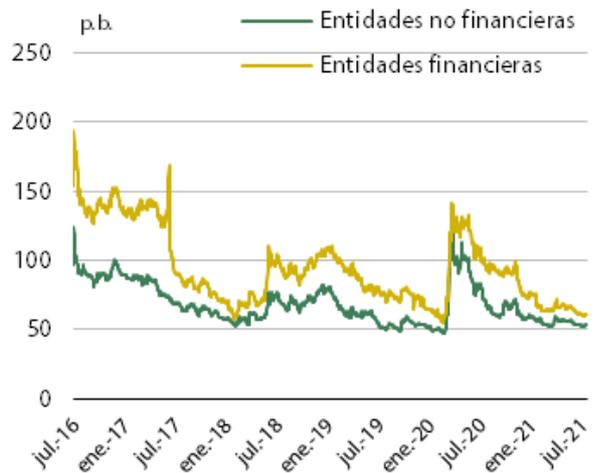
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



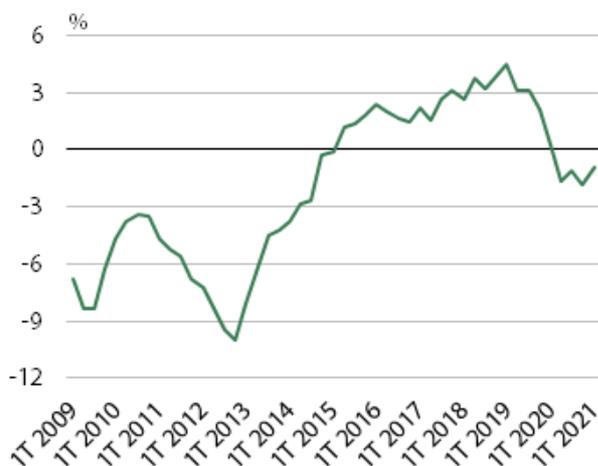
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



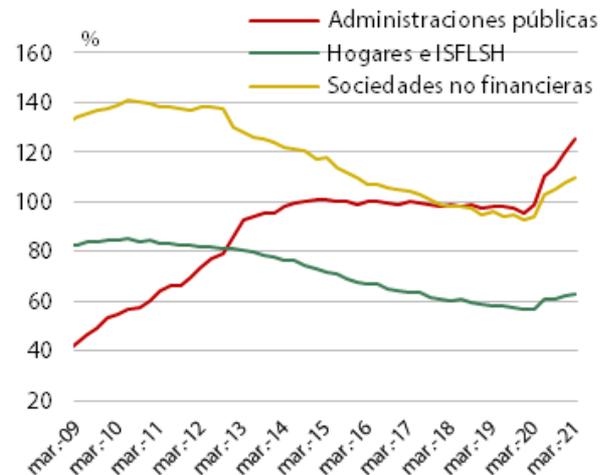
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

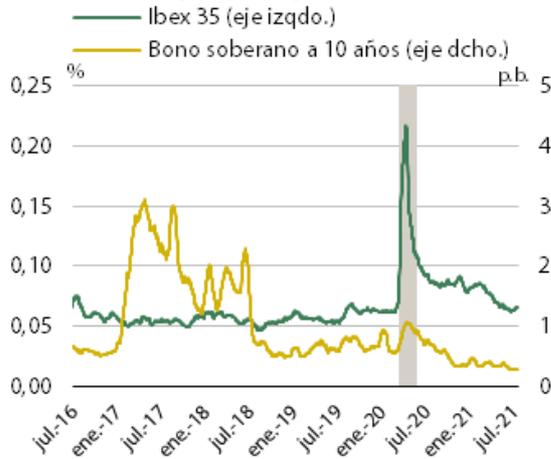


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



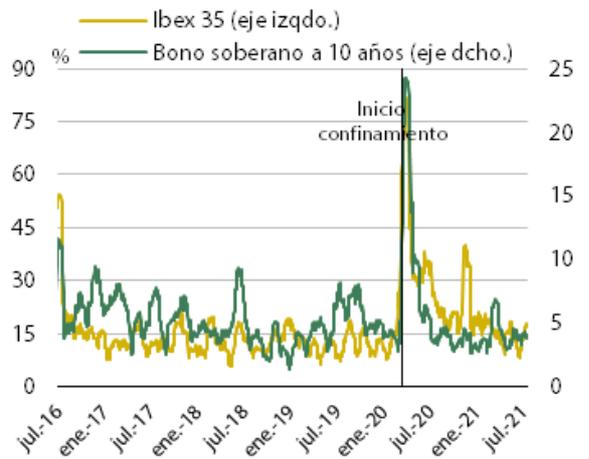
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

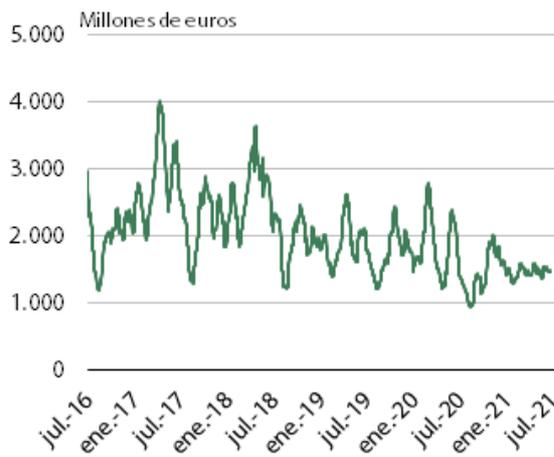


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

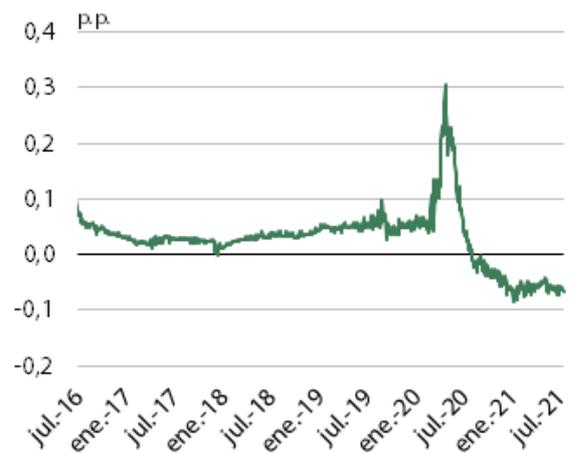
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1 mes)**



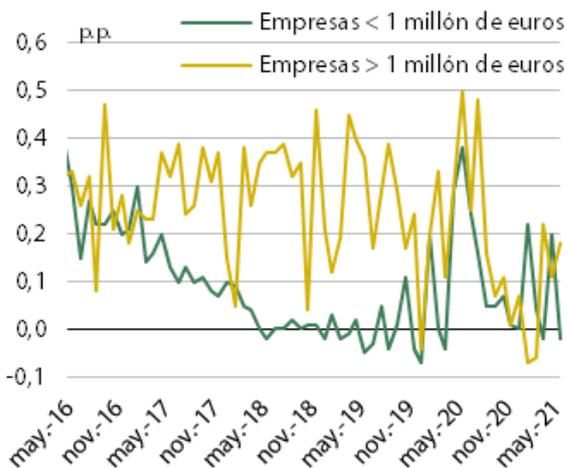
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)**



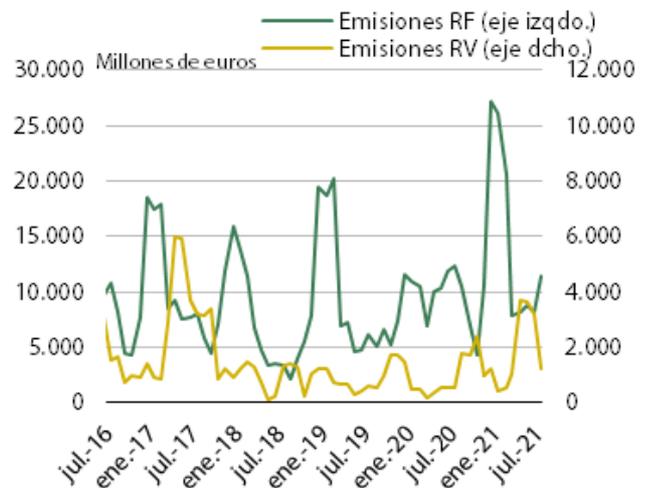
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

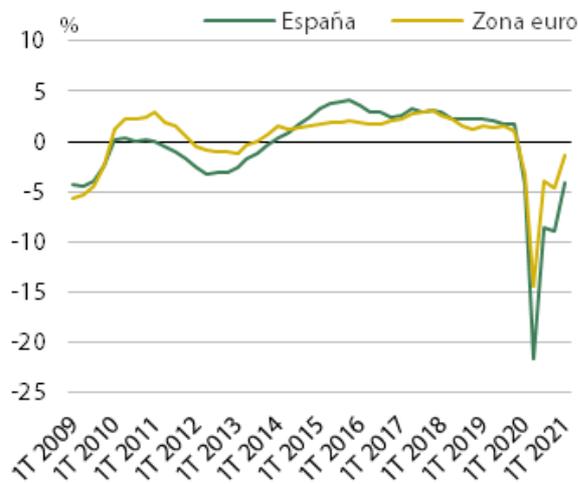


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)**

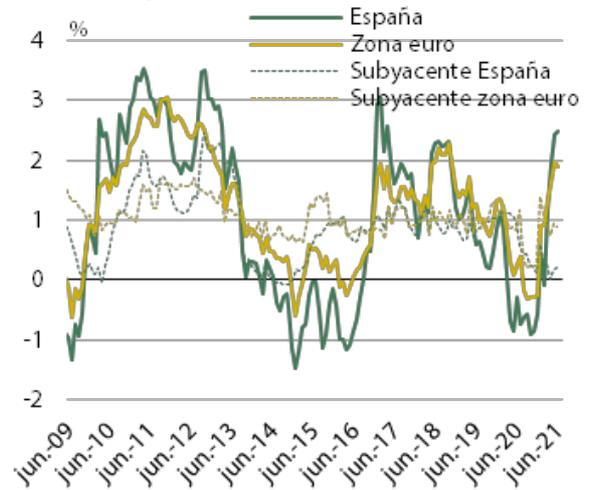


## Riesgo macroeconómico: nivel rojo

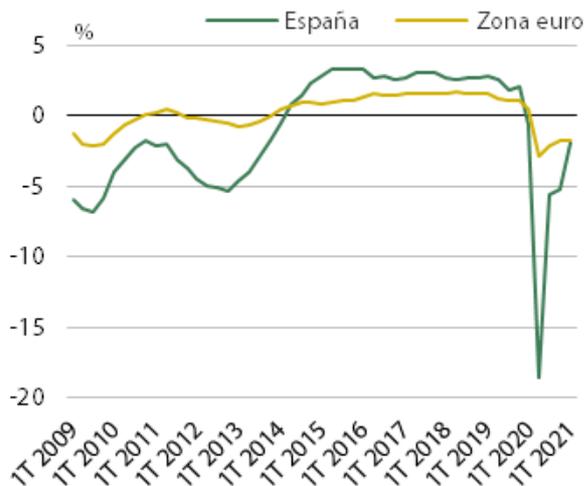
**Gráfico 21: PIB (var. interanual)**



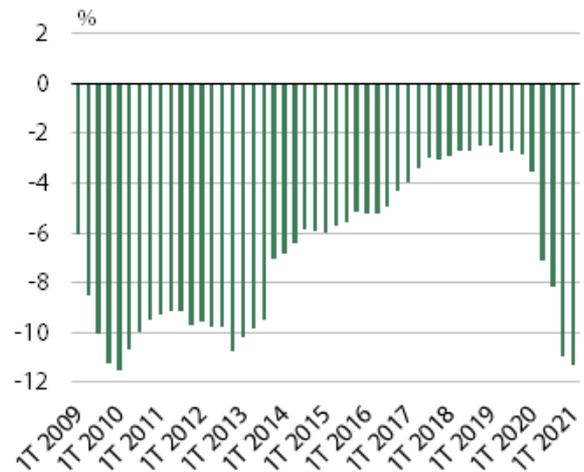
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



**Gráfico 23: Empleo (var. interanual)**



**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

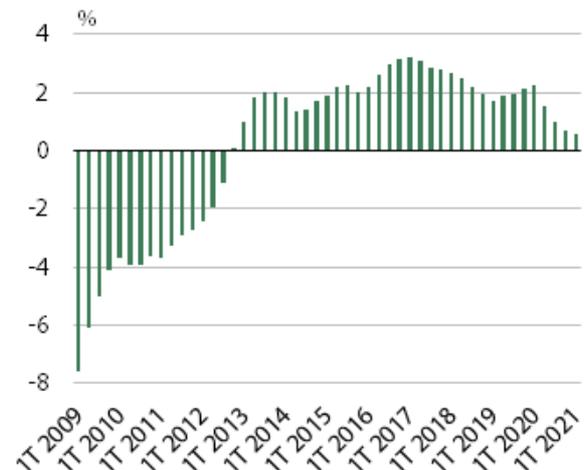


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

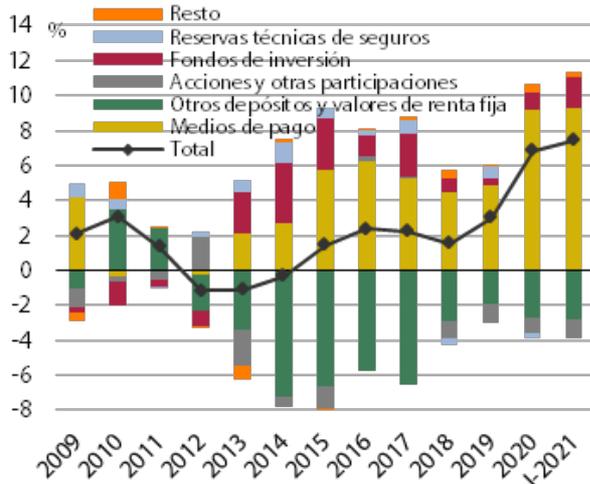


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



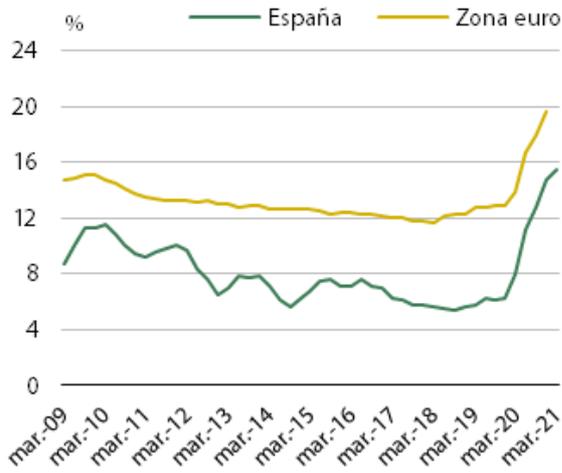
## Inversores

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

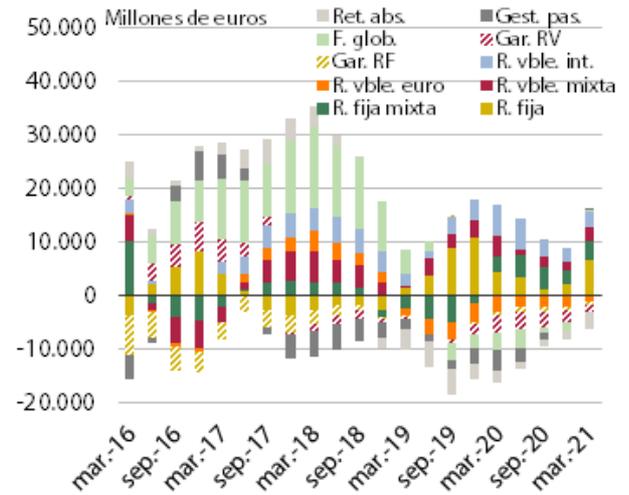


Datos acumulados cuatro trimestres.

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

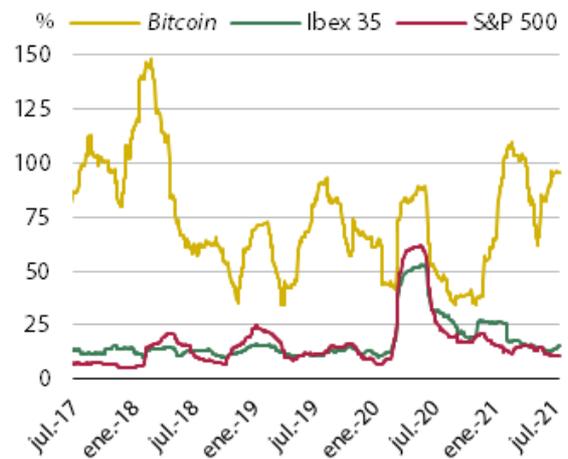


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



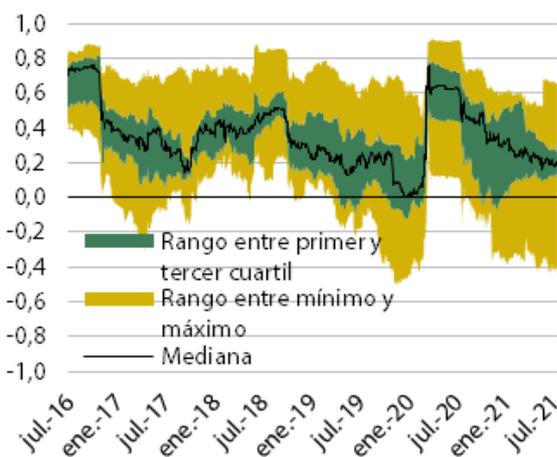
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

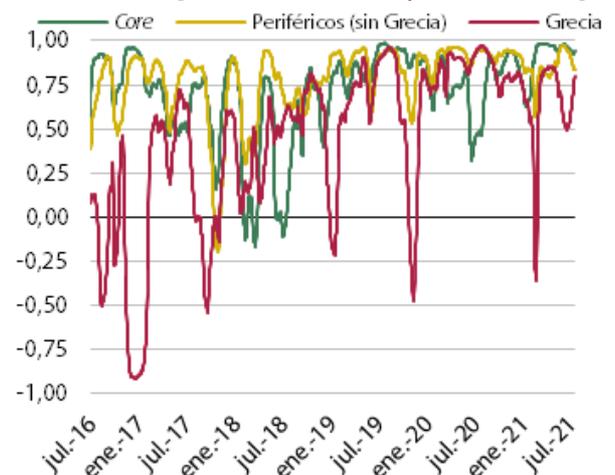


## Riesgo de contagio: nivel naranja

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



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





## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV «Indicadores de estrés de los mercados», disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](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 indicadores<sup>55</sup>, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que lo componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que, hasta que este no se publica, el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el

<sup>55</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

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.