



# Nota de estabilidad financiera

Nº10 Abril 2019





# **Nota de estabilidad financiera**

**Nº 10 Abril 2019**

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

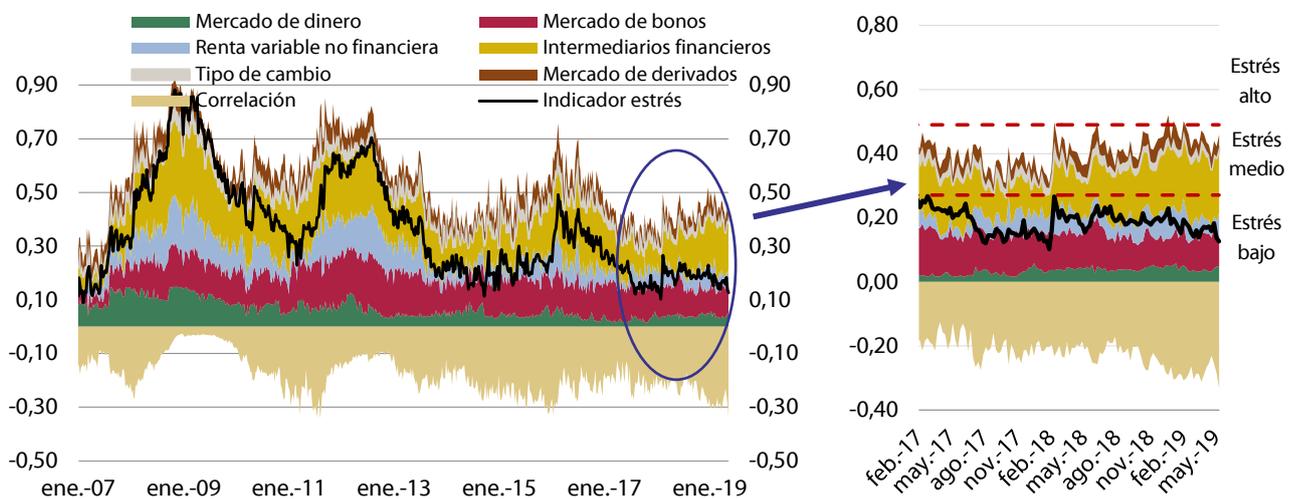
Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

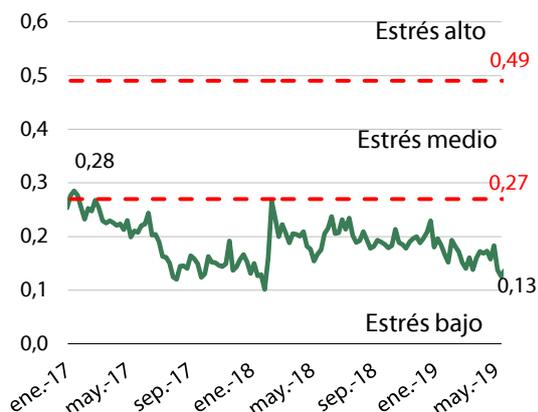
- ✓ El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se ha mantenido por debajo de 0,20 durante los primeros meses del año<sup>1</sup>, y pone así de manifiesto el reducido riesgo sistémico que se detecta actualmente. Este nivel tan bajo del indicador —que en parte se debe a la escasa correlación del nivel de estrés entre los segmentos contemplados— no es incompatible con la detección de niveles de incertidumbre elevados en algunos de dichos segmentos. En particular, destaca el alto nivel del indicador en el conjunto de intermediarios financieros, que se produce por la caída de las cotizaciones de los bancos (la ratio del precio de las acciones sobre su valor contable calculado para el conjunto de las empresas financieras que cotizan en la bolsa española está en 0,75) y también es elevado en el segmento de deuda, debido al deterioro de la liquidez y, de forma puntual, a rebrotes de la volatilidad de sus precios.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

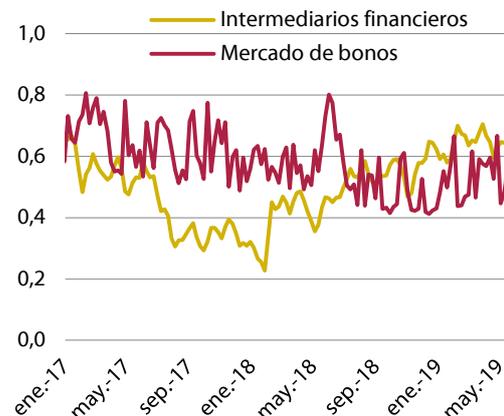
GRÁFICO 1



#### Indicador de estrés total



#### Indicadores de estrés en el segmento de intermediarios financieros y de bonos



Fuente: CNMV.

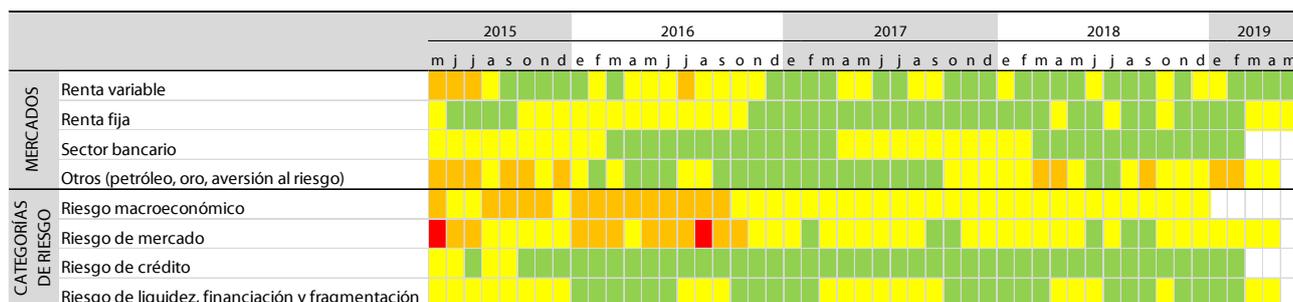
Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016) A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI). Spanish Review of Financial Economics 14 (January (1)), 23-41 o Documento de Trabajo de la CNMV nº 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

<sup>1</sup> La fecha de cierre de la nota es el 10 de mayo.

- ✓ El contexto macroeconómico internacional sigue marcado por una senda de ralentización causada por varios factores, entre los que destacan las restricciones al comercio mundial. En el caso español la desaceleración de la actividad está siendo menos intensa, tal y como lo ponen de manifiesto los indicadores y los pronósticos más recientes. Así, se espera que el PIB de la economía española se incremente un 2,1% este año y un 1,9% el que viene<sup>2</sup>, 8 y 4 décimas más que en la zona euro, respectivamente. En este contexto, el empleo crece a un ritmo significativo, la inflación se mantiene por debajo del 1,5% (y del 1% la tasa subyacente) y las cuentas del sector público mejoran progresivamente —el déficit se situó por debajo del 3% en 2018 (2,48%) permitiendo a España salir del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009—.
- ✓ Los mercados financieros españoles han seguido mostrando un comportamiento relativamente estable desde la publicación de la última *Nota de estabilidad* y tras las turbulencias del tramo final del año pasado, aunque la presencia de varias incertidumbres está impidiendo revalorizaciones más intensas en las cotizaciones bursátiles. Así, el Ibex 35 acumula una revalorización del 6,8% en el año, que es un avance notable pero inferior al de la mayoría de los registros en los mercados de las economías de nuestro entorno, con crecimientos superiores al 10%. En los mercados de deuda, la decisión del BCE de retrasar las subidas de tipos mantiene las rentabilidades de la deuda en niveles bajos (en la deuda pública española son negativas hasta el plazo de 4 años) y permite descensos en las primas de riesgo de crédito (la prima de riesgo soberano se situaba cerca de los 100 p.b. a principios de mayo). Los riesgos de mercado y de liquidez siguen siendo los más relevantes, sobre todo en algunos activos de deuda.
- ✓ Las fuentes de incertidumbre más relevantes sobre el entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional están relacionadas con la prolongación de las restricciones al comercio mundial, que ya han tenido consecuencias negativas sobre la actividad de muchas economías relevantes y, en el ámbito europeo, con la resolución final del *brexit*, sobre el que todavía pesan muchas dudas. En un contexto de clara desaceleración económica, la decisión de los bancos centrales de EE. UU. y de la zona euro de aplazar las subidas de tipos de interés mantiene los incentivos de algunos agentes a endeudarse, a invertir en activos arriesgados (*search for yield*), y prolonga las dificultades del sector bancario para elevar su rentabilidad si bien también reducen las expectativas de incremento en los costes financieros de los agentes más endeudados y, por tanto, las posibilidades de repuntes en los índices de morosidad.

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

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV. Véase artículo del Boletín Trimestral de la CNMV 1T2015. "Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color". Datos hasta el 10 de mayo.

<sup>2</sup> Pronósticos publicados por el FMI en abril (*World Economic Outlook*).

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Durante el primer trimestre de 2019, la actividad en España continuó la senda expansiva iniciada en 2014, al registrar un avance del 0,7% en tasa trimestral y del 2,4% en tasa anual, ambas cifras 1 décima superiores a las de cierre de 2018 (gráfico 21). Estos registros ponen de manifiesto que la economía española no es ajena al momento de desaceleración del crecimiento a escala mundial, pero también que su ralentización es mucho menos intensa que la de otras economías de nuestro entorno. De hecho, las tasas de crecimiento de la zona euro del primer trimestre estuvieron muy por debajo de los datos españoles con incrementos del 1,2% interanual y el 0,4% trimestral. En este contexto, el empleo siguió creciendo a buen ritmo (gráfico 23), concretamente a una tasa del 2,8%, lo que permitió un descenso de la tasa de paro<sup>3</sup> hasta el 14,0% a finales de marzo (15,9% un año antes). Además, los datos preliminares de abril reflejan un incremento de los cotizantes a la Seguridad Social de casi 190 mil personas.
- La inflación, por su parte, ha ido incrementándose desde inicios de año y se ha situado en el 1,3% interanual en marzo, 2 décimas más que en febrero, debido principalmente al alza de los precios del transporte del 3,0%, que reflejan la subida del precio de los carburantes (gráfico 22). La tasa subyacente, en cambio, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), se mantuvo en el 0,7% (0,8% en la zona euro). Los datos preliminares del mes de abril parecen indicar que se mantiene la tasa de inflación interanual en el 1,5%. En cuanto al diferencial de inflación con la zona euro, que se hizo negativo en noviembre del año pasado, se situó en -0,1 p.p. en marzo (-0,3 p.p. en diciembre).
- Los últimos datos referentes a las finanzas del sector público indican que durante 2018 se mantuvo la reducción paulatina del déficit. Así, a cierre de año, el déficit público se situó en el 2,5% del PIB (3,1% en 2017), cumpliendo de esta forma con el objetivo previsto por el gobierno y haciendo salir a España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. Por su parte, la deuda pública se situó a finales de año en el 97,1% del PIB, lo que supone una contracción de un punto porcentual respecto al dato de cierre de 2017. Las cifras preliminares de los primeros meses de este año revelan un ligero deterioro en las cifras de déficit, pero es demasiado pronto para saber si esta tendencia se prolongará el resto del ejercicio. Así, el déficit correspondiente al conjunto de la Administración central, las comunidades autónomas y la Seguridad Social acumulado hasta febrero se situó en el 0,95% del PIB, 0,9 puntos porcentuales más que en el mismo periodo de 2018<sup>4</sup>. Según las previsiones del

<sup>3</sup>Tasa de paro según la EPA.

<sup>4</sup> Esta cifra no incluye el saldo de las Corporaciones Locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras, que en los 2 primeros meses del año ascendió a 29 millones de euros. El análisis por subsectores revela que el deterioro de las cuentas públicas en los primeros meses del año se debió sobre

gobierno en su Plan de Estabilidad 2019-2022, el objetivo de déficit para este año se sitúa en el 2,0% y el de 2020 en el 1,1%. En las últimas proyecciones de la Comisión Europea, no obstante, se estima que el déficit cerrará 2019 en el 2,3%, 3 décimas superior a la previsión del gobierno, mientras que el desfase en 2020 sería de 9 décimas (déficit del 2%).

- De acuerdo con las previsiones del FMI de abril de este año, el crecimiento a nivel global seguirá moderándose en 2019, con un incremento previsto del PIB mundial del 3,3%, tras una corrección a la baja de 2 décimas (3,6% en 2018). Esta ralentización de la actividad es consecuencia tanto de factores que afectan a todas las economías (incertidumbres sobre el acuerdo final del *brexit* o restricciones al comercio mundial —véase apartado “Fuentes de incertidumbre política”—) como de factores de carácter idiosincrático que afectan a economías específicas como, por ejemplo, las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en Italia, el periodo de protestas en Francia (“chalecos amarillos”) o la introducción de los nuevos estándares de emisiones de los automóviles diésel en Alemania).
- En este contexto, las proyecciones para la economía española son relativamente positivas, con un crecimiento esperado del 2,1% en 2019, después de una ligera revisión a la baja de 1 décima, y del 1,9% en 2020<sup>5</sup>. Estas cifras están por encima de la tasa esperada para la zona del euro, que el FMI sitúa en el 1,3% este año y el 1,5% el próximo. A pesar de esperar un comportamiento mejor para la economía española, continúan presentes algunos retos importantes que pueden influir en el crecimiento a medio plazo de nuestra actividad. Entre los más importantes están aquellos derivados del mantenimiento de una tasa de desempleo elevada (España es, por ejemplo, el segundo país de la Unión Europea con mayor paro de larga duración, detrás de Grecia), de la necesidad de afrontar los retos derivados del envejecimiento de la población y de la vulnerabilidad financiera que se deriva del alto endeudamiento, aunque en descenso, de algunos sectores económicos<sup>6</sup> (incluidas las Administraciones públicas). Esta vulnerabilidad sería relevante para aquellos colectivos de menores rentas en un contexto de subidas de tipos de interés, que por ahora no son inminentes, y de ralentización de la actividad. Finalmente, persisten las fuentes de incertidumbre de origen político relacionadas con Cataluña y con el estado de fragmentación parlamentaria.

### Contexto de tipos de interés reducidos

- La confirmación por el BCE a finales de enero de que el crecimiento económico será más débil de lo esperado —en un contexto de inflación contenida— dejó la puerta abierta a nuevas medidas de carácter expansivo por parte de la autoridad monetaria como sucedió a comienzos de marzo cuando anunció el retraso hasta finales de 2019, o

todo al aumento del déficit de la Administración Central, que fue del 1,0% del PIB hasta febrero, un 19,1% superior al de enero-febrero de 2018. En el caso de las Comunidades Autónomas, el déficit se contrajo un 72,4% respecto a febrero de 2018, mientras que en el caso de los Fondos de la Seguridad Social, a pesar de registrar un superávit del 0,06% del PIB, este se redujo prácticamente a la mitad.

<sup>5</sup> Estas previsiones están en línea con las realizadas por otros organismos. Así, por ejemplo, la previsión de la Comisión Europea coincide con la del FMI, mientras que el Banco de España ha estimado que el PIB crecerá un 2,2%.

<sup>6</sup> El endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras alcanzaba el 58,9% y el 93,2% del PIB, respectivamente, a cierre de 2018.

más allá, de la primera subida de tipos así como la puesta en marcha en septiembre de una tercera ronda de liquidez al sector bancario (el TLTRO-III<sup>7</sup>). En este contexto, se aleja en el tiempo cualquier subida de tipos, por lo que parece razonable pensar que la política monetaria mantendrá su tono acomodaticio por un tiempo relativamente prolongado. En esta misma línea, la Reserva Federal, que en septiembre finalizará el proceso de reducción de su balance, ha retrasado el ritmo de ajuste de su política monetaria y ha señalado que *será paciente* a la hora de decidir nuevas alzas de tipos, en un contexto de mayores incertidumbres económicas. Los agentes económicos no esperan subidas de tipos hasta 2020, que en todo caso se verán condicionadas por la evolución económica y los riesgos globales. La evolución de las curvas de tipos de la deuda tanto de la zona euro como de EE. UU. también apuntan en la misma dirección<sup>8</sup>. En este contexto, podrían intensificarse algunos riesgos ya presentes: i) aumento de los incentivos a endeudarse —especialmente para adquirir bienes de consumo— (lo que aumenta el grado de vulnerabilidad financiera en las economías con menores tasas de ahorro), ii) incentivos a adquirir activos de mayor riesgos en búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) y iii) dificultades del sector bancario para incrementar sus márgenes.

- En cuanto a las decisiones de los hogares, la información de las Cuentas Financieras pone de manifiesto que realizaron una inversión neta positiva en activos financieros del 1,9% del PIB en 2018 (1,7% en 2017). Además, continuó la tendencia iniciada en 2013: se produjo una desinversión en depósitos a plazo e instrumentos de deuda debido a su rentabilidad reducida, aunque con cifras menores que en años precedentes (un 3,0% del PIB frente al 6,3% de 2017), y una inversión positiva en activos más líquidos<sup>9</sup> (4,6% del PIB) y en fondos de inversión (0,8% del PIB). Es importante señalar, no obstante, que en el último trimestre del año las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros hicieron revertir parcialmente esta tendencia y la industria de fondos de inversión experimentó salidas de recursos por un importe de 4.900 millones de euros. Los mayores reembolsos netos se produjeron en las categorías de renta fija, con 3.900 millones (5.900 millones acumulados a lo largo de 2018) y de renta variable mixta, con 1.900 millones (a pesar de que en el año acumularon suscripciones netas positivas por valor de 600 millones). Por el contrario, los fondos globales continuaron registrando entradas de recursos en el cuarto trimestre (215 millones de euros), aunque muy inferiores a las de trimestres anteriores. También experimentaron suscripciones netas positivas los fondos garantizados de renta fija, de 450 millones de euros en 3 meses, hecho que no sucedía desde 2013, cuando su patrimonio comenzó a descender llegando a contraerse casi un 90%.
- En el ámbito de los fondos de inversión, los análisis más recientes en el contexto de los trabajos sobre la evolución de la intermediación financiera no bancaria en España (IFNB) ponen de manifiesto que estas instituciones son las más relevantes en términos

<sup>7</sup> Las subastas de liquidez tendrán carácter trimestral y vencimiento de dos años, comenzando en septiembre y se extenderán hasta marzo de 2021.

<sup>8</sup> Los activos de deuda a medio y largo de la zona euro han presentado descensos en el año de entre 5 y 40 p.b. (e incluso superiores para algunos países) y de entre 5 y 20 p.b. en el caso de los EE. UU.

<sup>9</sup> Efectivo y depósitos a la vista.

cuantitativos (82,5% de la IFNB) y que los riesgos más relevantes que se observan son los de crédito y, de forma creciente, de liquidez<sup>10</sup>.

- En materia de inversores y en el ámbito de las novedades introducidas por la normativa MiFID II/MiFIR en el área de la protección al inversor, cabe señalar el ejercicio desde 2018 de los poderes de intervención por parte de ESMA a nivel de la Unión Europea. Las medidas adoptadas, que implicaron la prohibición desde el 2 de julio de 2018 de la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a inversores minoristas e impusieron restricciones a partir del 1 de agosto de 2018 a la comercialización, distribución y venta de contratos financieros por diferencias (CFD), también cuando estos se dirijan a inversores minoristas, siguen vigentes tras haber sido prorrogadas en varias ocasiones. Una vez que esta vigencia decaiga<sup>11</sup> las autoridades nacionales, como es el caso de la CNMV, tienen ya previstas medidas similares cuya duración, a diferencia de las medidas europeas, puede ser indefinida.
- Las incertidumbres que afectan al sector bancario se mantienen e incluso algunas de ellas se incrementan en un contexto de riesgos económicos al alza. A la dificultad de ampliar sus márgenes, lastrados por la extensión en el tiempo de los bajos tipos de interés<sup>12</sup>, se añaden nuevos riesgos de carácter legal como consecuencia de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el IRPH y de la posibilidad de nuevos requerimientos de capital —que lastran aún más su rentabilidad—, a la vez que permanecen latentes otros como el mantenimiento de un volumen elevado de activos improductivos y su exposición a mercados emergentes con dificultades, así como a carteras de deuda soberana sometidas a un grado notable de incertidumbre. La solvencia del sector es favorable, pero los reguladores inciden en que es preciso reforzar su capital, a la vez que alertan de la necesidad de continuar con su consolidación mediante fusiones para mejorar su eficiencia. Los mayores riesgos a los que se enfrenta el sector son la ralentización de la actividad económica —que podría afectar negativamente a su negocio y su tasa de morosidad— así como aquellos de carácter legal y los relacionados con la creciente competencia de nuevos operadores que hacen un uso intensivo de las nuevas tecnologías (*fintech* e *insurtech*).

### Fuentes de incertidumbre política

- Una de las mayores fuentes de incertidumbre en el ámbito político tiene que ver con la evolución de las tensiones en las relaciones comerciales entre EE. UU. y China, que resurgieron en mayo, cuando la administración estadounidense aumentó los aranceles del 10% al 25% en productos importados desde China valorados en 200 mil millones de dólares y anunció su intención de gravar el resto de las importaciones chinas, valoradas en 300 mil millones de dólares. El gobierno de la economía asiática, por su parte, reaccionó anunciando la imposición de aranceles de entre el 5% y el 25% a productos

<sup>10</sup> Véase el artículo “Intermediación financiera no bancaria en España” elaborado por Anna Isperto y publicado en el boletín trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2019.

<sup>11</sup> Las medidas sobre CFD entraron en vigor el 1 de mayo de 2019 por un período de 3 meses y las medidas sobre opciones binarias lo hicieron el 2 de abril de 2019 por otros 3 meses.

<sup>12</sup> El BCE está estudiando la posibilidad de suavizar los costes que pagan los bancos por el exceso de liquidez depositado en el banco central, pero de momento no ha adoptado ninguna decisión al respecto.

importados desde EE. UU. valorados en 60 mil millones de dólares; una imposición que entrará en vigor en junio. Las restricciones a los intercambios comerciales adoptadas en los últimos meses (así como su anuncio, en la medida en que puede modificar las expectativas de los agentes) ya han tenido un impacto negativo en las exportaciones de muchas grandes economías exportadoras y, en consecuencia, en la evolución de su actividad económica. Como se ha mencionado en un epígrafe anterior, estas tensiones han originado significativas revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento durante el último semestre y, a la vista de los últimos acontecimientos, las incertidumbres están lejos de disiparse, por lo que pueden continuar los efectos adversos en variables macroeconómicas clave como la inversión y, además, generar turbulencias en los mercados financieros.

- En Europa, el *brexit* continúa siendo uno de los principales riesgos políticos para el entorno económico y financiero. Tras la petición por parte del Reino Unido de una prórroga del plazo previsto para su salida de la UE, el Consejo Europeo acordó en abril un aplazamiento de la aplicación del artículo 50 hasta final de octubre de 2019. La forma en la que se produzca dicha salida aún está sujeta a un elevado nivel de incertidumbre, sin que se pueda descartar un *brexit* sin acuerdo. Ante esta incertidumbre, en los últimos meses se han ido tomando una serie de medidas por parte de diferentes instituciones y en relación con diferentes ámbitos financieros. Estas medidas persiguen facilitar el tránsito hacia la nueva situación derivada de la consideración del Reino Unido como un tercer estado sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea. En materia de valores cabe destacar la decisión de la Autoridad Europea de Valores (ESMA por sus siglas en inglés) de reconocer a las entidades británicas de contrapartida central (CCP) y la entidad depositaria central de valores (CSD) como CCP y CSD de terceros países<sup>13</sup>. Este reconocimiento tendría lugar en el caso de que se produjera un *brexit* sin acuerdo. En España también se publicó en los primeros días de marzo un Real Decreto<sup>14</sup> por el que se adoptan medidas de contingencia de carácter temporal que entrarían en vigor si se llegara a un *brexit* sin acuerdo.
- Otro riesgo para la estabilidad financiera en Europa gira en torno a las políticas fiscales adoptadas en Italia. Según la previsión de la Comisión Europea publicada en mayo, el déficit público italiano aumentará en los próximos dos años (hasta el 3,5% del PIB en 2020), con el consiguiente incremento del nivel de su deuda pública. Un aumento de las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la economía italiana podría generar tensiones en los mercados de renta fija y propagarse sobre las economías europeas más vulnerables en términos financieros.
- En el plano nacional, la fragmentación parlamentaria, que se mantiene tras el resultado de las elecciones generales celebradas el 28 de abril, junto con las tensiones políticas existentes en Cataluña continúan siendo fuentes de incertidumbre relevantes.

<sup>13</sup> En España, la CNMV ha abierto en su página web una nueva sección denominada "Después del *brexit*: cuestiones relacionadas con el sector financiero", en la que se recoge información que puede ser útil para los participantes en el mercado y los inversores.

<sup>14</sup> Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea.

- Por último, y con carácter más general, existen riesgos relacionados con las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, con las vulnerabilidades macroeconómicas en las economías emergentes en las que algunas empresas españolas desarrollan parte de su actividad y con la posibilidad de ciberataques a infraestructuras financieras que, entre otros, podrían tener un impacto negativo en los mercados financieros, tanto a nivel nacional como global.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- Los mercados internacionales de renta variable, que habían finalizado 2018 con caídas significativas como consecuencia de la presencia de varias incertidumbres de tipo económico y político, comenzaron 2019 con ganancias notables gracias al descenso transitorio de la tensión comercial entre EE. UU. y China, el buen comportamiento de la economía estadounidense y las perspectivas de que el BCE mantendría en el tiempo su política monetaria acomodaticia<sup>15</sup> y que la Reserva Federal<sup>16</sup> no haría más ajustes de momento en la suya. Así, los mercados de renta variable obtuvieron ganancias significativas hasta abril que permitieron a muchos de ellos recuperar gran parte de las pérdidas del ejercicio anterior. Sin embargo, en mayo se registraron nuevos retrocesos<sup>17</sup> por el temor a las consecuencias de una nueva escalada de la tensión comercial entre EE. UU. y China.
- A pesar de las caídas de mayo, todos los principales índices bursátiles internacionales presentan rendimientos positivos en el año, que son más significativos en el caso de EE. UU. y de algunos mercados europeos. En el caso de los mercados estadounidenses solo con los avances de enero se compensaron todas las caídas del ejercicio anterior, pero continuaron revalorizándose hasta llegar a situarse a finales de abril en zona de máximos históricos, destacando el índice tecnológico Nasdaq respecto del que muchos inversores siguen alertando de una valoración excesiva de algunas compañías tecnológicas<sup>18</sup>. La revalorización acumulada de los índices de renta variable estadounidenses en lo que va de año<sup>19</sup> oscila entre el 11,2% del Dow Jones y el 19,3% del Nasdaq. En Europa los avances fueron similares, aunque insuficientes para compensar las destacadas caídas de algunos mercados en 2018, y oscilaron entre el 12% del Eurostoxx 50 y el 14,2% del Dax alemán. A pesar de la ralentización económica y de los riesgos asociados a un *brexit* aún sin resolver, los valores europeos se han visto favorecidos por sus atractivos precios y la extensión en el tiempo de los bajos tipos de interés, lo que favorece la compra de estos instrumentos.
- En España, el Ibex 35, que había acumulado una revalorización en torno al 12% hasta abril, presentó un comportamiento más discreto que los principales mercados bursátiles europeos acusando, además de las incertidumbres relacionadas con el aumento de la tensión comercial a escala internacional, algunas propias entre las que destacaron aquellas relacionadas con el proceso electoral y, en consecuencia, con el

<sup>15</sup> El BCE confirmó su intención de “aumentar la acomodación de la política monetaria”, retrasando al menos hasta finales de 2019 o más allá la primera subida de tipos, que vendrá acompañada a partir de septiembre por una nueva ronda de inyecciones de liquidez a los bancos (el tercer TLTRO).

<sup>16</sup> La Reserva Federal mantuvo sus tipos en abril en la horquilla del 2,25%-2,5% como consecuencia del buen comportamiento de la economía de EE. UU. en un contexto de baja inflación. La institución señaló que será paciente a la hora de decidir nuevos movimientos de tipos a la espera de cómo evoluciona la economía, a la vez que confirmó que finalizará en septiembre el proceso de reducción de su balance.

<sup>17</sup> Los índices europeos iniciaron mayo con retrocesos del 2,3% para el Dax alemán, un 4,6% para el francés CaC 40 y el Mib 30 italiano, así como un 4,4% del europeo Eurostoxx 50. Por su parte, índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq cayeron en el mismo periodo un 2,4%, el 2,2% y el 2,2%, respectivamente, mientras que el japonés Nikkei 225 lo hizo un 4,1%.

<sup>18</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE.U.U. conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google) acumulan una revalorización hasta el 10 de mayo del 28%, 25%, 26%, 35% y 11%, respectivamente.

<sup>19</sup> Datos hasta el 10 de mayo.

curso de las futuras políticas económicas. En los primeros días de mayo el Ibex 35 retrocedió un 4,7%, reduciendo su revalorización anual hasta el 6,8%.

- La mayoría de los sectores presenta un comportamiento positivo en el año, destacando los avances de las compañías de los sectores de la construcción, bienes de equipo y de consumo, así como de las compañías eléctricas. Estas últimas mostraron una evolución destacada gracias a las perspectivas de mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos, lo que favorece su carácter defensivo y el mantenimiento de unos costes financieros reducidos. Asimismo, también destacó la evolución positiva de las compañías de pequeña capitalización, que fue mucho más moderada para las compañías de mediana capitalización, puesto que las primeras se ven favorecidas por su mayor dependencia del mercado nacional que presenta un comportamiento más dinámico que los mercados de nuestro entorno. Por su parte, los bancos tuvieron una evolución muy discreta pues su actividad de intermediación sigue viéndose dificultada por una política monetaria muy laxa, en un entorno de desaceleración económica, y están expuestos a algunas incertidumbres regulatorias<sup>20</sup>. Por el contrario, las compañías inmobiliarias presentaron ligeras pérdidas (3,7%) por las perspectivas de una mayor ralentización de la actividad en este sector.
- La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 aumentó desde 10,9 a mediados de enero hasta 11,8<sup>21</sup> en abril (su nivel más alto desde agosto de 2018, pero inferior a su media histórica de 13,5) debido al notable avance de las cotizaciones, acompañando de un contexto de ralentización del crecimiento esperado de los beneficios empresariales para los próximos meses (gráfico 4).
- El cambio de sesgo en la política monetaria y las perspectivas de mantenimiento de los tipos de interés en los niveles actuales a medio plazo ha atenuado levemente el riesgo de mercado relacionado con los activos de deuda, a pesar de lo cual este riesgo sigue siendo elevado, especialmente en la deuda corporativa de mayor riesgo, puesto que un deterioro del entorno económico se podría trasladar con facilidad a un repunte de las primas de riesgo, especialmente de las compañías más apalancadas, pero también de las economías con tasas de endeudamiento más elevadas.
- La deuda pública soberana se benefició del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE, que sigue reinvertiendo a su vencimiento los importes de los activos adquiridos en el marco de sus programas de compra, así como de la relajación de las tensiones en torno a la deuda soberana de algunas economías de la UE. Así, salvo para Italia (donde apenas se ha reducido 5 p.b.), sigue el descenso de la rentabilidad de la deuda soberana de los países de la zona euro, que alcanza desde finales de diciembre 28 p.b. para Alemania y casi 60 p.b. para Portugal (43 p.b. para España). El rendimiento de la deuda alemana vuelve a adoptar valores negativos hasta el plazo de 10 años, mientras que para España se extiende hasta el plazo de 4 años. Por otra parte, el

<sup>20</sup> La banca española afronta el riesgo legal de la sentencia que dictará el Tribunal de Justicia de la Unión Europea sobre el uso del IRPH en algunas hipotecas, que podría tener un impacto en el sector según estimaciones de Goldman Sachs de al menos 7.000 millones de euros.

<sup>21</sup> En el mismo periodo, la ratio PER de los índices bursátiles europeo Eurostoxx 50 y estadounidense S&P 500 avanzó hasta 13,1 y 16,8 veces, respectivamente, sus niveles más altos desde el primer semestre de 2018.

volumen de deuda pública española en la cartera del BCE ascendía a 255.006<sup>22</sup> millones de euros a finales de abril.

- La deuda corporativa también se ha mantenido estable, aunque se ha observado mayor dispersión en los rendimientos. Los tipos a corto experimentan pocos cambios, pero los tipos a largo descienden beneficiados por la laxitud de la política monetaria del BCE y la reinversión de los importes de los vencimientos de activos adquiridos bajo el programa de compras del BCE. Aun así, es necesario tener en cuenta el impacto que un escenario de ralentización del crecimiento económico y de riesgos económicos al alza podría tener sobre la salud financiera de las compañías y, por tanto, sobre las primas de riesgo de crédito de los activos de deuda emitidos por las compañías más endeudadas y vulnerables a un cambio del ciclo económico, especialmente sobre la deuda subordinada y *high yield*.

### Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado han mejorado progresivamente en los primeros meses de este año, tras el periodo de incertidumbre registrado en los mercados financieros en el último tramo de 2018. La prima de riesgo soberano, con leves altibajos, se mantuvo hasta principios de abril en niveles similares a los existentes a comienzo el año (en torno a 117 p.b.) y después disminuyó en consonancia con la evolución positiva de la economía española, la disminución de algunas incertidumbres tras las elecciones generales y la confirmación del tono expansivo de la política monetaria del BCE. Así, su valor –medido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania (gráfico 11) – se situaba cerca de los 100 p.b. en la fecha de cierre de esta nota.
- En el caso de las entidades financieras, el promedio de sus primas de riesgo de crédito ha disminuido desde los 108 p.b. registrados a finales de 2018 hasta los 80 p.b. a principios de mayo. Aunque el escenario de retraso en el alza de tipos perjudica la ampliación del margen de intereses de estas entidades, también puede evitar un incremento de la morosidad en un entorno de ralentización económica. Además de este factor, el anuncio de una tercera ronda de financiación para los bancos, que permitirá a estas entidades el acceso a financiación a largo plazo y bajo coste, y la mejora de la situación de las finanzas públicas italianas<sup>23</sup> son elementos que también han contribuido a la disminución del riesgo de crédito de este sector. En el conjunto de las sociedades no financieras, las primas de riesgo también disminuyeron hasta situarse en torno a los 60 p.b. de media en mayo, puesto que, además de beneficiarse del escenario de abundante liquidez y mantenimiento de los bajos tipos de interés, también siguen beneficiándose de la reinversiones de los vencimientos de los activos adquiridos<sup>24</sup> en el marco de los programas de compras<sup>25</sup>.

<sup>22</sup> Este importe representa el 26,9% del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

<sup>23</sup> Las entidades financieras españolas mantienen una exposición relevante a activos de deuda pública italiana.

<sup>24</sup> El BCE mantenía en cartera a fecha 3 de mayo activos adquiridos bajo el marco del programa de deuda corporativa por importe de 177.718 millones de euros.

<sup>25</sup> El programa de compras del BCE incluía un programa específico de compras de deuda corporativa (denominada CSPP, por sus siglas en inglés), pero también programas específicos para valores emitidos por las entidades financieras como las cédulas hipotecarias y las titulaciones (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente).

- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>26</sup> de la economía sigue mejorando discretamente gracias a la expansión de la financiación a las empresas, que compensa la progresiva ralentización del crédito a los hogares. Este último ha moderado su expansión hasta un 0,2% en marzo en tasa de variación anual (0,5% en enero y febrero), pues la ralentización del crecimiento del crédito al consumo, cuyo avance fue del 3,9% en marzo<sup>27</sup>, no se vio compensada por la menor caída del destinado a la compra de vivienda (-1% en marzo, su ritmo más bajo desde finales de 2011). En el caso de las sociedades no financieras, el saldo de la financiación total siguió aumentando (2,4% en marzo) gracias al aumento de la financiación vía deuda (14,4%), que crece a su tasa más elevada desde el primer semestre de 2017. Las grandes corporaciones no financieras han vuelto a aprovechar el buen momento del mercado y el mantenimiento de los tipos de interés para financiarse a largo plazo. Por su parte, la financiación vía crédito bancario presentó un descenso del 1,5%, aunque en algunos segmentos específicos se observan avances<sup>28</sup>.

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

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV hasta abril se situaron en 26.245 millones de euros, un 13% más que en el mismo periodo de 2018. Destacaron tres emisiones de bonos de la SAREB por un valor superior a 10.200 millones de euros, una emisión de cédulas hipotecarias por importe de 3.000 millones de euros y otra de participaciones preferentes perpetuas contingentemente convertibles de 1.000 millones de euros destinadas a inversores institucionales. Asimismo, destacó la escasez de emisiones de bonos de titulización, al igual que sucedió en el resto de Europa. Esta escasez se entiende en un contexto en el que las entidades adelantaron estas emisiones a la última parte de 2018 debido tanto a la entrada en vigor el 1 de enero de 2019 de la nueva regulación europea sobre titulizaciones, que introduce nuevos requisitos relacionados con este tipo de emisiones<sup>29</sup>, como al anuncio por el BCE de una nueva ronda de financiación a largo plazo a la banca a partir de septiembre (el tercer TLTRO), que contribuirá a cubrir las necesidades de financiación de estas entidades. Por su parte, las emisiones de las compañías españolas en el exterior crecieron un 1,3% en el primer trimestre hasta situarse en 27.585 millones de euros, concentrando las emisiones a largo plazo los avances más significativos (un 14% más). En los mercados de renta variable no hubo ninguna salida a bolsa, aunque diversas compañías se preparan para ello en los próximos meses. Únicamente cabe destacar la ampliación de capital de Cellnex Telecom por un importe cercano a los 1.200 millones de euros.
- En los cuatro primeros meses del año, la contratación media del mercado continuo se situó en 1.873 millones de euros, un 26% menos que hace un año y por debajo,

<sup>26</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>27</sup> Esta tasa es la más baja desde noviembre del año 2016 y se explica parcialmente por el endurecimiento de los criterios de concesión del crédito en parte debido al incremento de la morosidad en este segmento.

<sup>28</sup> Algunas pymes están aprovechando las buenas condiciones financieras y los bajos tipos de interés para financiar sus inversiones o refinanciarse a un coste menor.

<sup>29</sup> Las titulizaciones dejaron de computar como activos líquidos en el ratio de cobertura de liquidez (LCR) de los bancos. Solo las titulizaciones denominadas STS (sencillas, transparentes y estandarizadas) computarán en este ratio, pero el retraso en la definición de sus estándares técnicos ha retrasado su emisión (según AFME la primera emisión en Europa conforme a estos criterios tuvo lugar en marzo).

también, del promedio de 2018 (2.287 millones de euros) y de los registros de los últimos años. La fragmentación de la negociación de acciones españolas, que presenta ciertos altibajos, continuó en el primer trimestre del año: la cuota de mercado de los centros de negociación distintos al mercado de origen alcanzó casi el 45% de la negociación (*lit* más *dark*), su máximo histórico<sup>30</sup>. Sin embargo, los datos preliminares de abril muestran una reversión parcial de esta tendencia. Por otro lado, la CNMV autorizó a comienzos de mayo un nuevo sistema multilateral de negociación (SMN) localizado en España (Dowgate Madrid), especializado en la negociación de deuda pública y productos derivados.

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, pero se observó un aumento de la dispersión del diferencial a pesar de los bajos niveles de volatilidad en el mercado. En el caso del bono soberano, el diferencial de precios bid-ask aumentó durante la mayor parte del periodo, coincidiendo los mayores repuntes con el periodo electoral de abril.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de la zona euro y de España disminuyeron ligeramente para los de cuantía inferior a un millón de euros, hasta situarse en valores negativos en marzo (-2 p.b.) —zona de mínimos desde 2008—, mientras que aumentaron para los préstamos de cuantía superior (hasta 42 p.b. en marzo, 25 p.b. en diciembre), alcanzando su nivel más alto desde el segundo semestre de 2016.

### Riesgo de contagio: amarillo

- Las correlaciones entre las rentabilidades diarias de los diferentes activos de la economía española mostraron cierta estabilidad durante el primer trimestre del año. Sin embargo, en el mes de abril se produjo un descenso generalizado que llevó a la mediana a situarse en torno a 0,15 a principios de mayo, registrando su valor mínimo en más de una década (gráfico 31). Estos niveles de correlación reducidos se pueden explicar, en parte, por las diferencias en la exposición a factores de riesgo entre los activos de renta fija y de renta variable. Por ejemplo, el aplazamiento de la normalización de la política monetaria del BCE ha tenido un efecto alcista en el precio del bono soberano, mientras que podría haber tenido un cierto efecto a la baja en las cotizaciones de las entidades financieras por las dificultades que se plantean para elevar su rentabilidad.
- Por su parte, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la del resto de países de la zona del euro se situó en niveles elevados durante el primer cuatrimestre de 2019, si bien se pudo observar cierta diferencia entre dos grupos de países. Así, mientras que la correlación entre la rentabilidad de la deuda pública española y la de los países core se mantuvo estable desde el inicio del año y se situó en 0,76 a principios de mayo (el mismo valor que el registrado en enero), la correlación con la rentabilidad de la

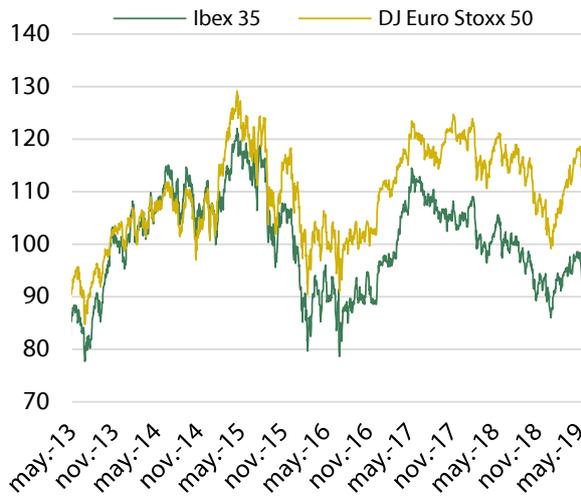
<sup>30</sup> Cabe señalar que los centros de negociación y mercados competidores de BME concentran aproximadamente el 60% de la negociación *dark* y que su cuota de mercado, teniendo en cuenta solo la negociación *lit*, se situó en el 35,9% en el primer trimestre del año.

deuda pública de los países periféricos aumentó desde 0,65 hasta 0,93 entre enero y mayo (gráfico 32).

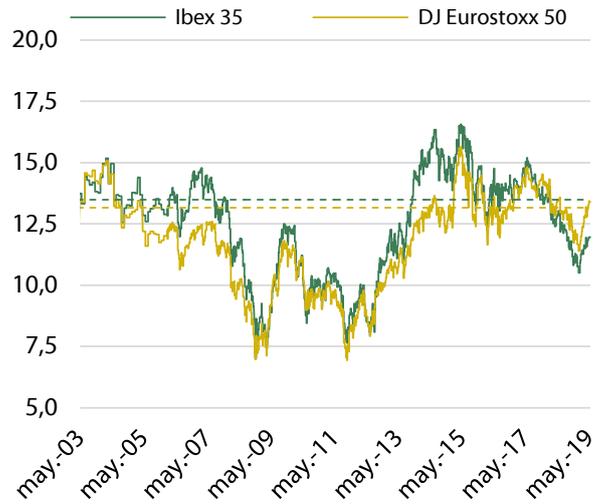
- Los altos niveles generales de correlación se pueden explicar por el descenso que han experimentado los tipos de interés de la deuda pública en todas las economías de la zona del euro, ante la expectativa de que la política monetaria acomodaticia del BCE se alargue más de lo previsto, el entorno de desaceleración económica y la disminución de la incertidumbre en torno a las finanzas públicas en Italia. La diferencia señalada entre la correlación con países centrales y periféricos se debe a que el descenso de tipos de interés ha sido más pronunciado en el segundo grupo de países.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

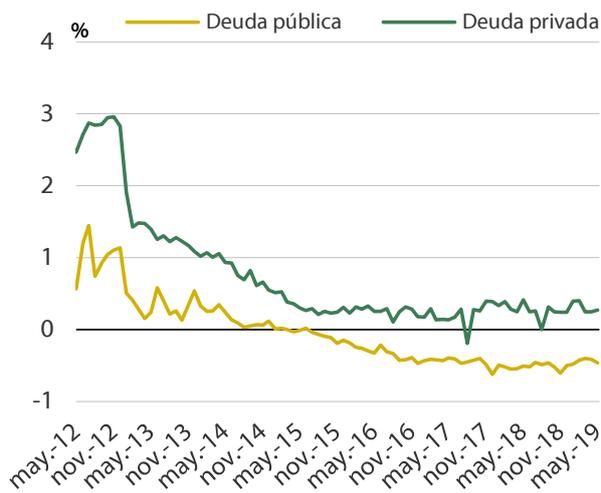
### Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles



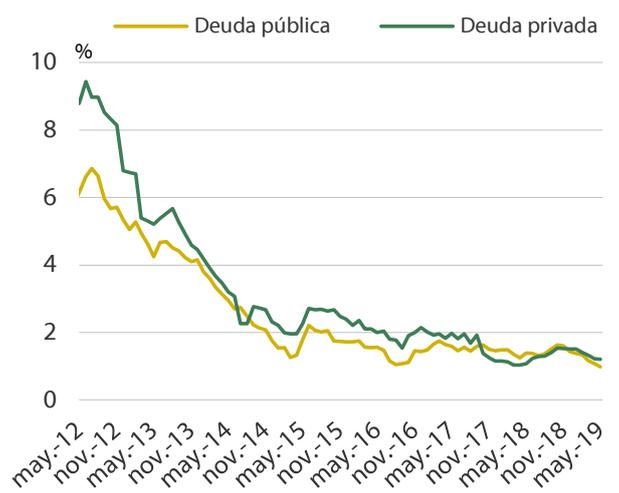
### Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)



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



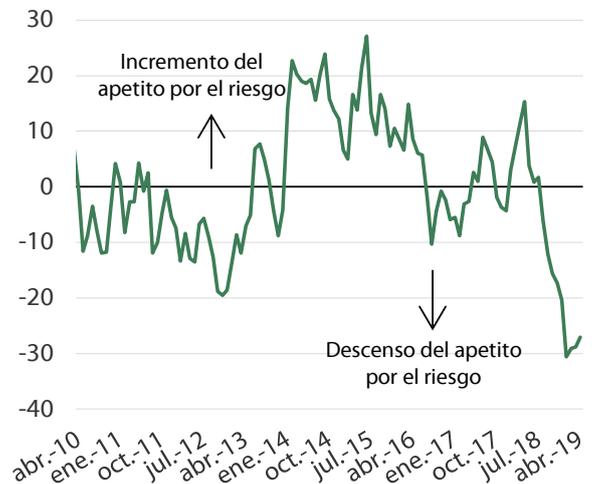
### Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10a)



### Gráfico 7: Precio petróleo

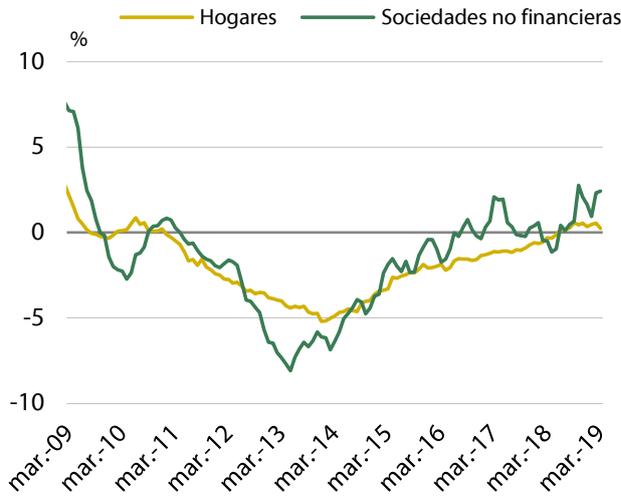


### Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)

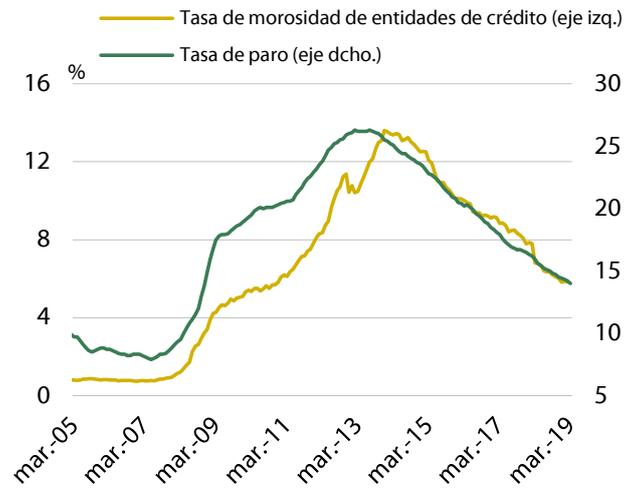


## Riesgo de crédito: nivel verde

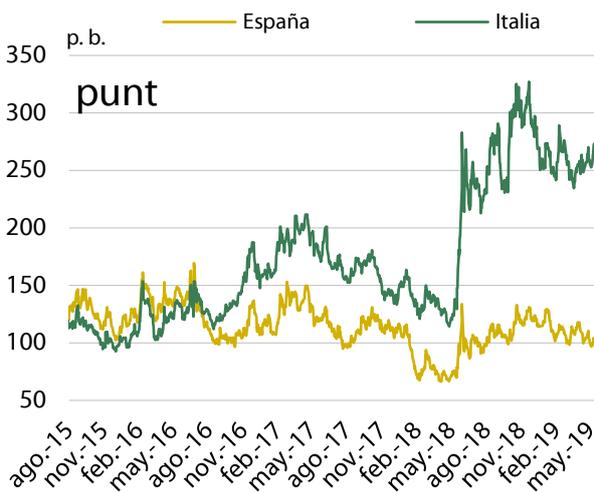
### Gráfico 9: Financiación sector no financiero



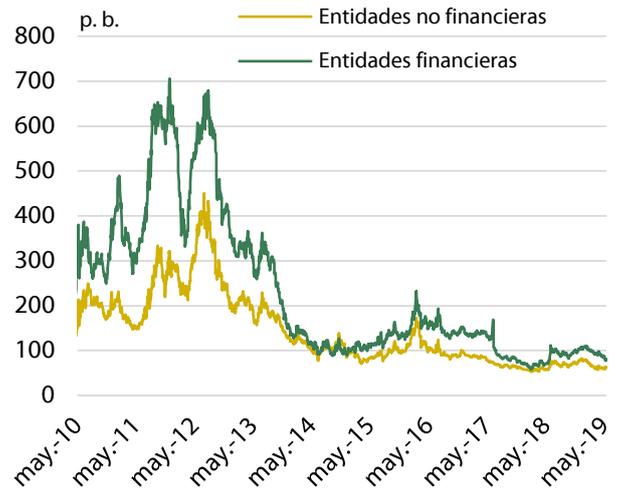
### Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro



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



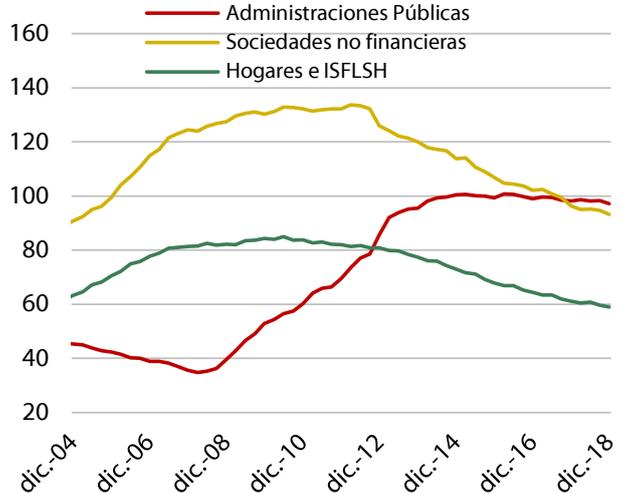
### Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)



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

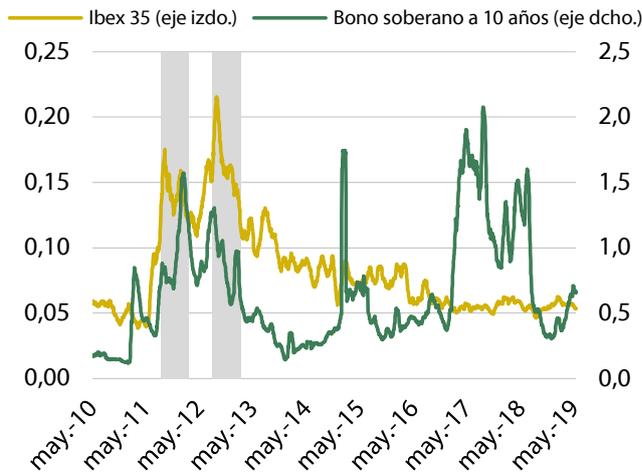


### Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)



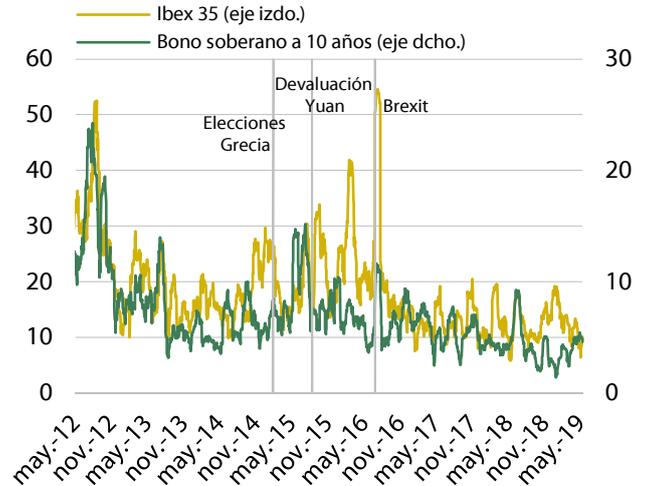
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

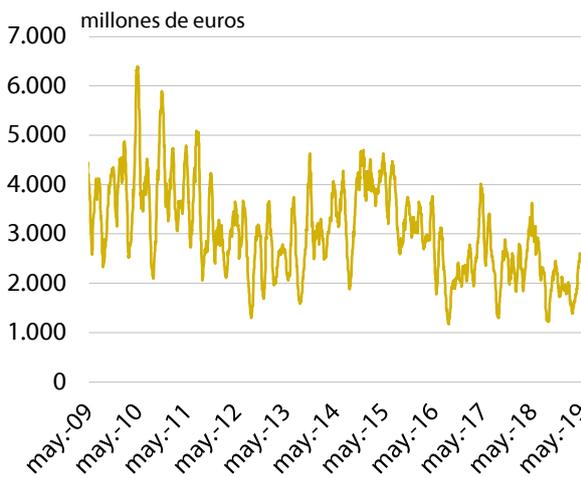


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

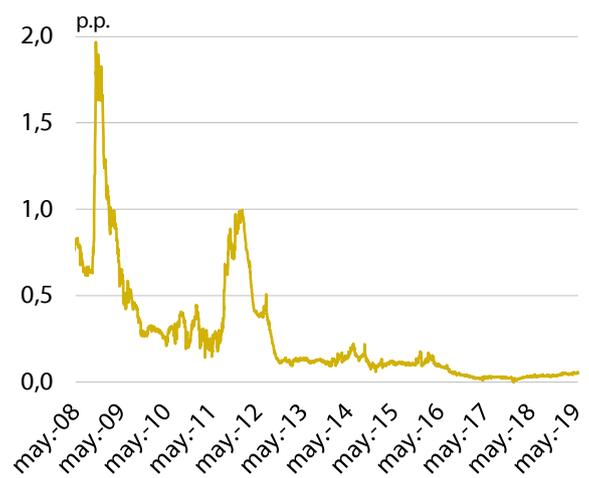
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1m)**



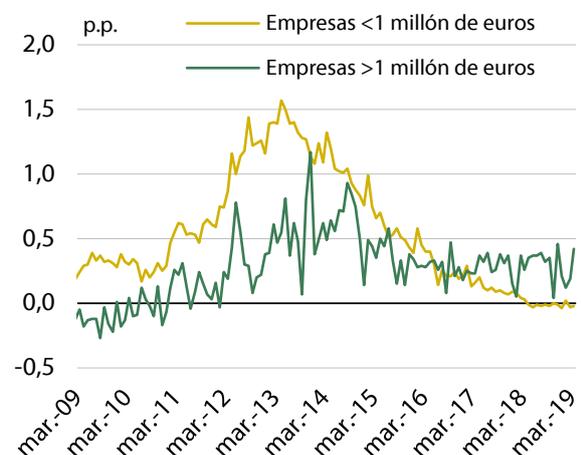
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1m)**



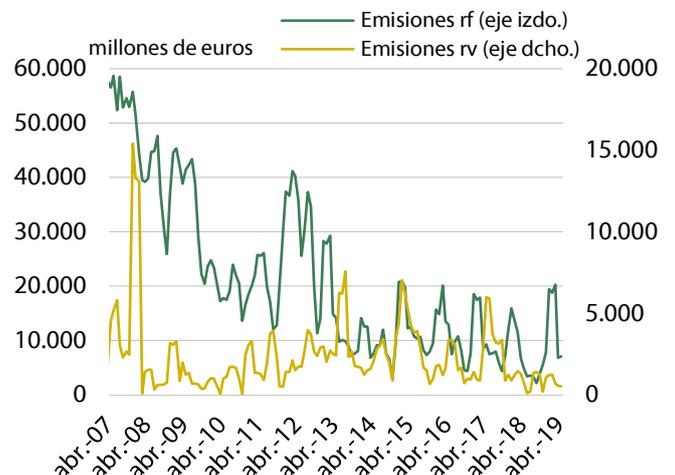
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

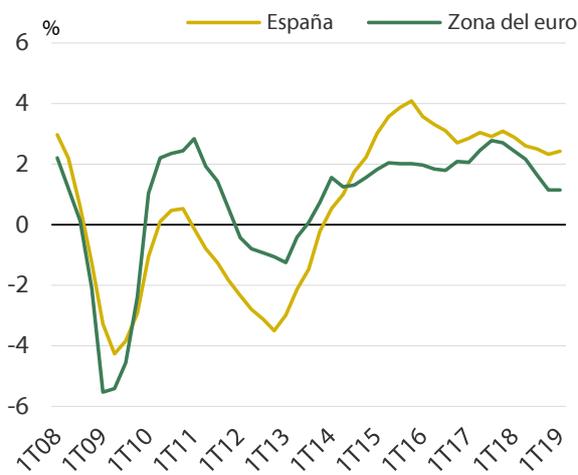


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3m)**

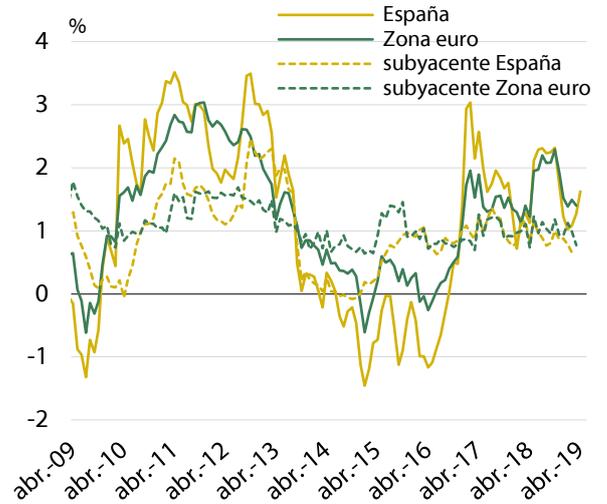


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

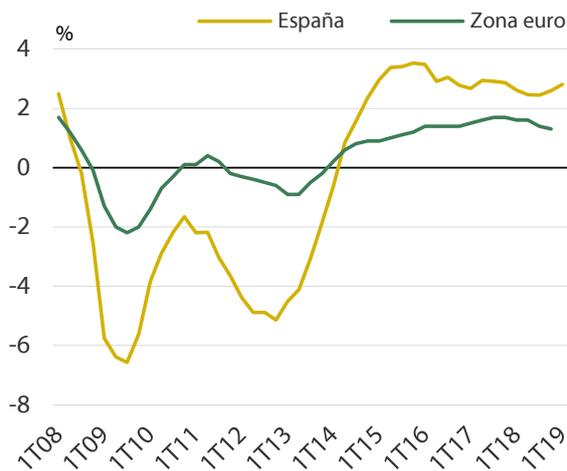
**Gráfico 21: PIB (variación interanual)**



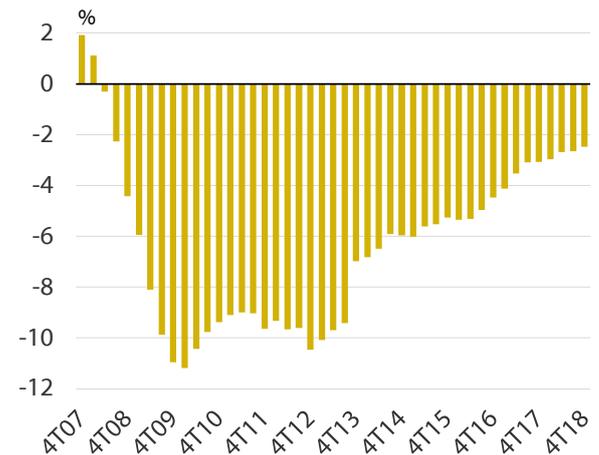
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (variación interanual)**



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

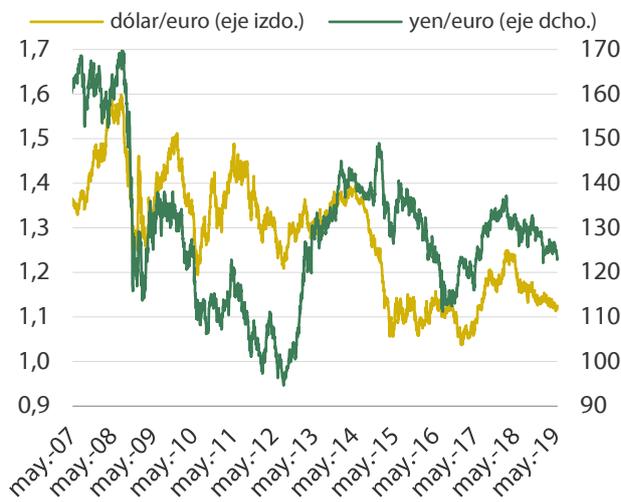


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

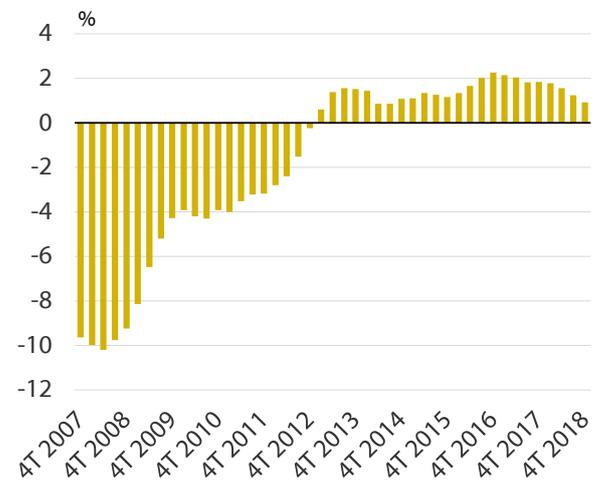


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

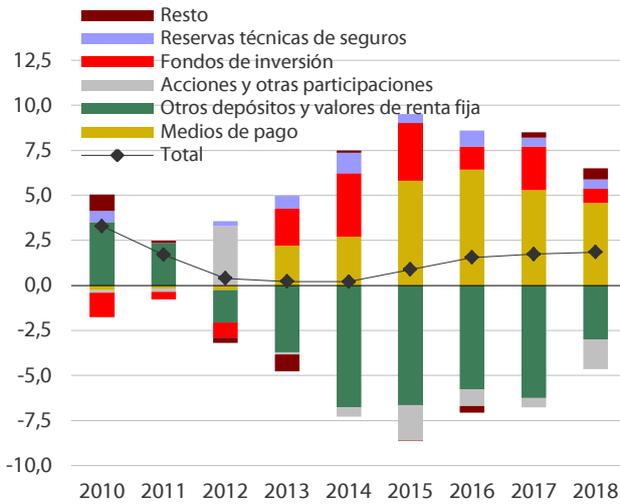


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



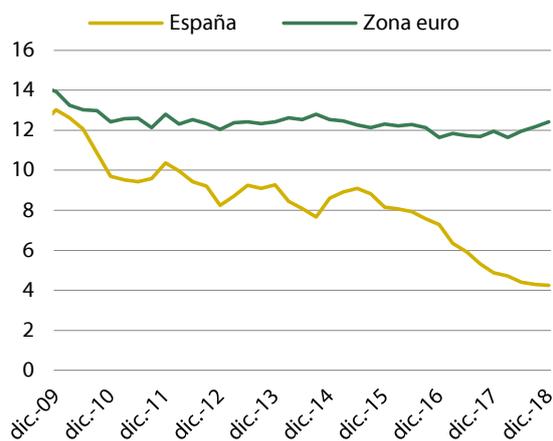
## Inversores

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

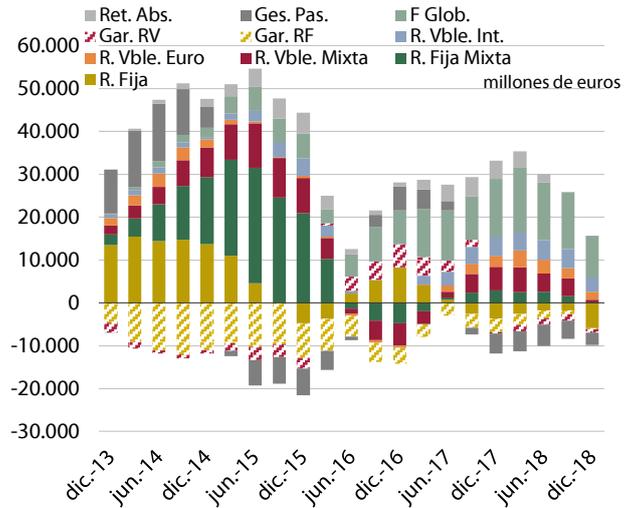


Datos acumulados cuatro trimestres.

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

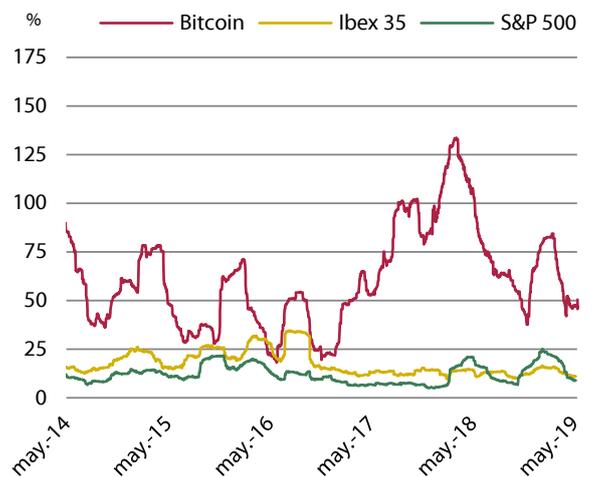


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



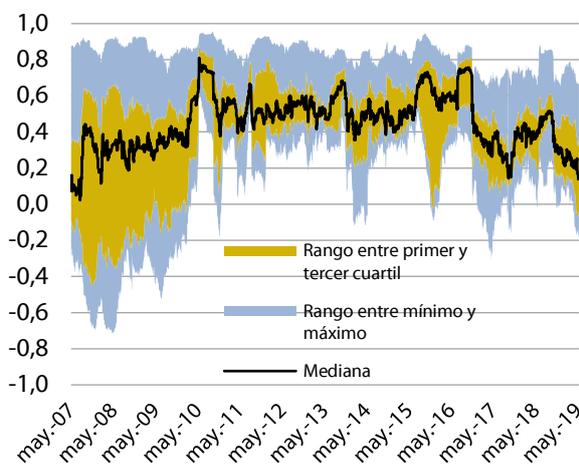
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

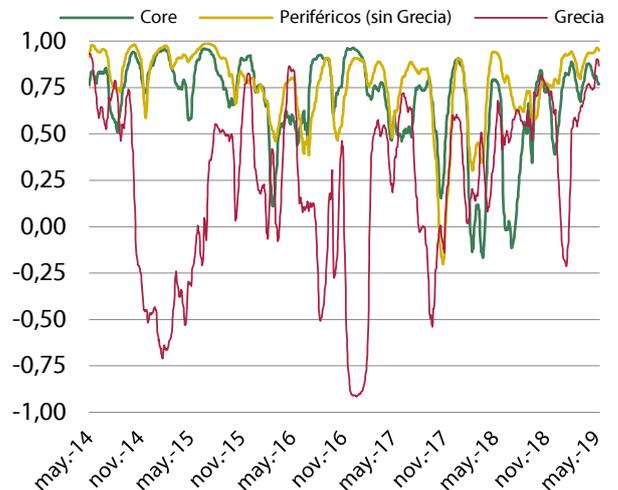


## Riesgo de contagio: nivel amarillo

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



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





## Notas explicativas

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

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final).** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados, y asociar esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el período o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso (véase página 13) incluye 43 indicadores<sup>31</sup>, cinco de los cuales son elaborados por la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada

<sup>31</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

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

**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 seis: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades no financieras y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que en este contexto sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono 10Y ESP y otros europeos (gráfico 32).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de 3 meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Holanda y Bélgica y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.