



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 16 Octubre 2020**



# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 16 Octubre 2020**

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.

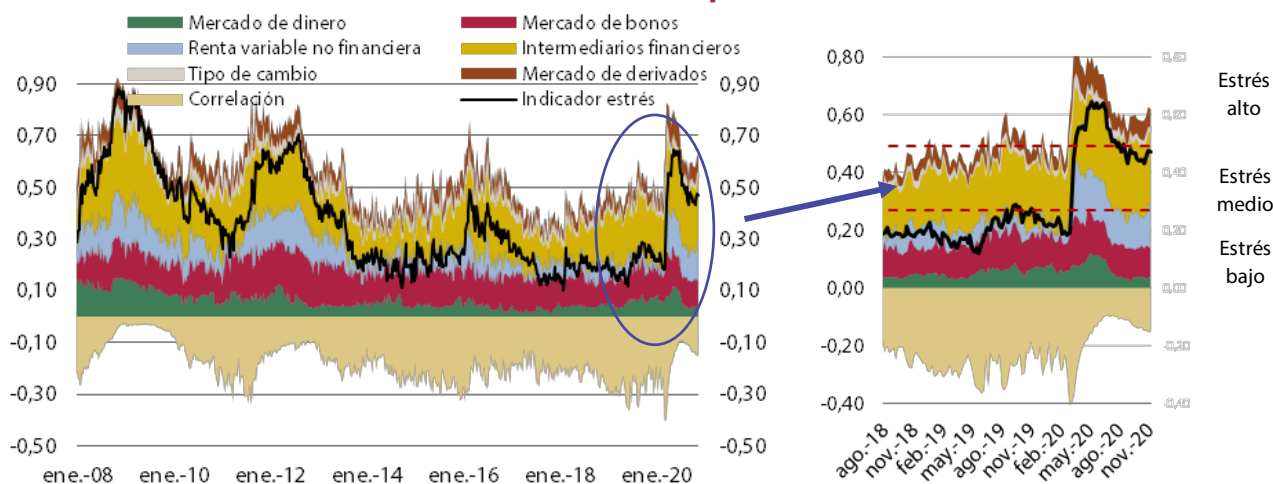
ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Resumen

- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad en agosto el nivel de estrés de los mercados financieros españoles se ha reducido levemente, pues estos han mostrado algo más de estabilidad con respecto a los momentos más turbulentos de la crisis. En particular, el indicador de estrés se situaba a principios de noviembre<sup>1</sup> en 0,47, dentro del área de estrés medio, por debajo del máximo alcanzado en mayo (0,65), pero todavía cerca del umbral que separa el riesgo medio del alto. La incertidumbre presente sigue siendo muy elevada, pues cada día se conocen informaciones de distinto signo: por una parte, son desconocidos aún los efectos negativos de la segunda ola de contagios de coronavirus en Europa y, por otra, aparecen noticias esperanzadoras en cuanto al desarrollo de nuevas vacunas. Esta situación puede dar lugar a nuevos episodios de turbulencias que impidan un descenso más acusado del estrés en el mercado. Los segmentos del sistema financiero que siguen mostrando el mayor nivel de estrés son el de intermediarios financieros (bancos) y el de renta variable no financiera, todo ello en un entorno de correlación muy elevada en el sistema.

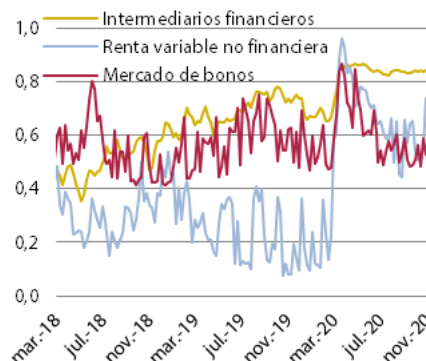
### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles



### Indicador de estrés total



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



Fuente: CNMV.

Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

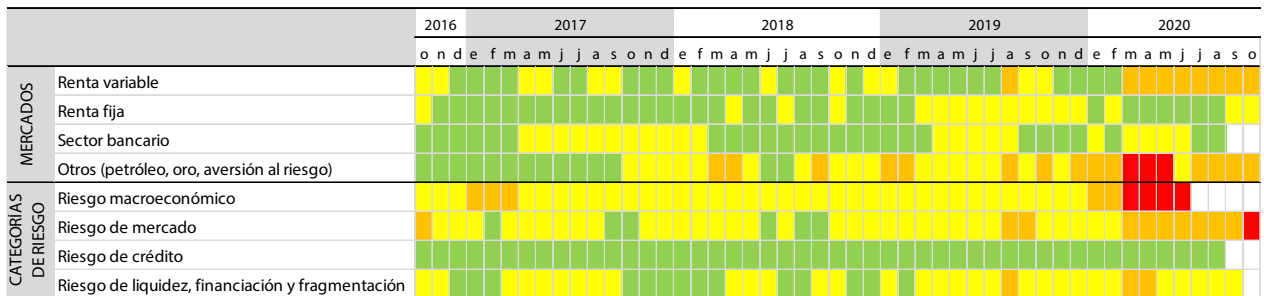
<sup>1</sup> La fecha de cierre de esta nota es el 31 de octubre, excepto para el indicador de estrés, que alcanza el 6 de noviembre, y otras informaciones relevantes.

- ✓ La situación macroeconómica en España se ha deteriorado con mucha intensidad desde el inicio de la crisis, tal y como ponen de manifiesto los indicadores de actividad y empleo más relevantes. De hecho, el riesgo macroeconómico adquirió el tono más elevado en el mapa de color desde marzo (véase gráfico 2) como consecuencia no solo del rápido deterioro del PIB y del empleo, sino también de las principales magnitudes fiscales. A pesar de que el PIB experimentó un crecimiento del 16,7 % en el tercer trimestre con respecto al anterior, la tasa de variación anual continúa siendo muy negativa (-8,7 %) e inferior a los registros de la zona euro (-4,3 %). Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones y organismos para la actividad española —que están sujetos a un grado de incertidumbre muy elevado— sitúan la caída del PIB este año en tasas próximas o superiores al 12 % (8 % aproximadamente para la zona euro), mientras que el año que viene se podrían registrar avances de entre un 4 % y un 7 %. Cabe señalar que, de confirmarse la disponibilidad de una vacuna de alta eficacia en los próximos meses, la recuperación podría ser algo más intensa y rápida de lo previsto. A medio plazo, dos vulnerabilidades relevantes son el previsible y significativo aumento de la tasa de paro y el nivel de deuda pública, que este año podría superar el 120 % del PIB.
- ✓ El deterioro de la actividad económica nacional ha seguido teniendo su reflejo en las cotizaciones bursátiles entre julio y octubre, periodo en el que la tendencia general del mercado español ha sido bajista y ha mostrado un comportamiento relativo peor que el de otros índices europeos. La situación parece haberse revertido en los primeros días de noviembre cuando el resultado del proceso electoral de EE. UU. y el conocimiento de la alta efectividad de una vacuna en su fase final de desarrollo se tradujeron en ganancias significativas para las bolsas, que en el caso español fueron de las más altas entre los índices europeos (15,6 % hasta el 9 de noviembre). El repunte reciente es más intenso en las compañías y los sectores más afectados por la crisis en meses anteriores, como el turismo y la hostelería, que se beneficiarían en mayor medida de una recuperación económica adelantada. Con todo, en el conjunto del año el Ibex 35 acumula un descenso del 21,9 %, muy por encima del registrado por otros índices europeos, que oscilan entre el 1 % y el 12 %. En los mercados de renta fija no se observan novedades significativas desde la última nota, manteniéndose las rentabilidades de la mayoría de los activos y las primas de riesgo en niveles reducidos como consecuencia, fundamentalmente, de las abultadas compras de activos del Banco Central Europeo (BCE). También juegan un papel importante las estrategias de *búsqueda de calidad* (*search for quality*), en los activos de deuda pública, y de *búsqueda de rentabilidad* (*search for yield*), en los activos de deuda corporativa.
- ✓ Los riesgos de carácter financiero más relevantes que se siguen identificando están relacionados con el riesgo de mercado en determinadas categorías de activos, como la deuda corporativa de alto riesgo (*high yield*) o la deuda subordinada, cuyas primas de riesgo podrían experimentar un aumento en el actual contexto de deterioro de la actividad. En este caso no solo sería relevante el riesgo de mercado de estos activos, sino también su riesgo de crédito y de liquidez. En cuanto al riesgo de crédito de los emisores no se observa, por el momento, un deterioro sustancial de este, si se atiende a la evolución de sus calificaciones crediticias. Sin embargo, la severidad y la duración de la crisis económica, junto con la finalización en los próximos meses de la mayoría de las medidas de soporte adoptadas por el Gobierno podrían incidir negativamente en la evolución de los negocios de numerosas compañías, lo que hace precisa una evaluación continua de este riesgo.
- ✓ Las fuentes de riesgo que pueden acabar teniendo relevancia en términos de estabilidad financiera han progresado de forma diferente a lo largo de los últimos meses, aunque siguen siendo numerosas e importantes. Aquellas que tienen que ver con el aumento de

las actividades no presenciales, la generalización del teletrabajo y las relaciones por vía telemática se mantienen en niveles muy elevados, por lo que la mejora de la ciberseguridad es cada vez más importante. Por otra parte, las fuentes de riesgo de carácter político permanecen sin cambios en Europa, destacando el proceso del *brexit* y, en el plano nacional, la fragmentación parlamentaria; mientras que parecen haber mejorado en el exterior, en particular tras el conocimiento del previsible cambio en la Administración estadounidense. Finalmente, cabe señalar la persistencia de los riesgos que se derivan del contexto de tipos de interés reducidos, que se va a prolongar durante bastante tiempo y que, entre otros, fomenta las estrategias de búsqueda de rentabilidad y el endeudamiento de los agentes, al tiempo que perjudica el desarrollo del negocio bancario, si bien mantiene reducidos los costes financieros de los agentes endeudados.

### 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 31 de octubre.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Según el avance ofrecido por el Instituto Nacional de Estadística (INE), durante el tercer trimestre del año el PIB de la economía española creció un 16,7 % respecto al trimestre anterior, cuando la caída fue del 17,8 %. Este notable incremento trimestral, que se produce al comparar con los datos de producción del segundo trimestre, no fue suficiente para mostrar también un aumento de la variación interanual del PIB, que alcanzó el -8,7 %. En la zona euro la variación trimestral e interanual del producto en el tercer trimestre se situó en el 12,7 % y el -4,3 % respectivamente (véase gráfico 21). Los datos trimestrales de actividad en España muestran un importante avance tanto del consumo de los hogares, que fue del 20,7 % (-10,4 % interanual), como de la inversión (formación bruta de capital), que se incrementó un 17,8 % (-12,8 % interanual<sup>2</sup>). Por su parte, se produjo un incremento del gasto público del 1,1 % entre julio y septiembre, lo que supone un aumento del 3,7 % en los últimos 4 trimestres, el mayor avance desde 2009.

Las previsiones de las principales instituciones para 2020 y 2021, que todavía están sujetas a un nivel elevado de incertidumbre derivado de la duración y los efectos del rebrote que se está viviendo desde este otoño, estiman una caída del PIB de entre un 10 % y un 13 %. Así, el Banco de España en sus proyecciones macroeconómicas del mes de septiembre prevé que, dependiendo de cómo evolucione la pandemia y de lo intensos que sean los nuevos brotes epidémicos, el PIB caería este año, dependiendo del escenario que pueda materializarse, entre un 10,5 % y un 12,6 % (en el informe de junio estas proyecciones eran sustancialmente mejores, concretamente del 9,0 % al 11,6 %). En 2021 la actividad se recuperaría entre un 4,1 % y un 7,3 % (7,7 % y 9,1 % en las previsiones del informe anterior).

El Fondo Monetario Internacional (FMI), por su parte, publicó a principios de octubre sus pronósticos tomando como referencia, en su escenario central, una situación ligeramente mejor que en el documento publicado en junio, que complementaba con otros dos escenarios: uno más favorable, en el que se produce una salida más rápida de la crisis, y otro más desfavorable, en el que la contención del virus es más complicada y lenta. En el escenario base, una recuperación superior a la esperada inicialmente en algunas economías dio lugar, en términos generales, a una revisión al alza de las tasas de crecimiento para este año y a la baja para el siguiente. Así, dicho organismo estima que la economía a nivel global retrocederá un 4,4 % este ejercicio (la previsión anterior era del 5,2 %), para crecer en 2021 un 5,2 % (5,4 % en la estimación de junio). En el caso de España —la única economía avanzada para la que no mejoran las estimaciones de 2020—, la previsión continúa siendo del -12,8 %, aunque sí que mejora en 9 décimas la de 2021, con un crecimiento estimado del 7,2 %. Estas cifras están por debajo de las proyecciones para la zona euro durante este año, para la que se espera un retroceso del 8,3 % (tras una revisión al alza de 1,9 puntos porcentuales), pero por encima de las de 2021, con un 5,2 % de crecimiento de la economía europea.

En los primeros días de noviembre, la Comisión Europea publicó unas estimaciones de crecimiento para España del -12,4 % del PIB (-7,8 % para la zona euro), lo que supone un empeoramiento de un punto y medio respecto a lo que preveía hace unos meses y sitúa a

<sup>2</sup> En el segundo trimestre del año, en pleno confinamiento, el consumo de los hogares y la inversión se contrajeron un 20,4 % y un 21,5 % trimestral, respectivamente.



nuestro país como la economía con una mayor contracción. La recuperación prevista para 2021 sería, eso sí, superior a la del resto de economías europeas, con un 5,4 % de crecimiento frente al 4,2 % de media en la zona euro.

- A pesar de la creación de alrededor de 570.000 empleos<sup>3</sup> durante el tercer trimestre de este año, esta cifra ha sido insuficiente para recuperar lo perdido durante los 3 meses anteriores<sup>4</sup> y para evitar que haya aumentado la tasa de paro, que se situaba en el 16,3 % a finales de septiembre (15,3 % en el segundo trimestre). Cabe recordar que la situación en el mercado laboral habría sido peor de no ser por la existencia de la figura del expediente de regulación temporal de empleo (ERTE), que se ha prorrogado hasta el 31 de enero<sup>5</sup>. Así, a finales de septiembre había 728.909 personas afectadas por esta figura, de las que más de 253.000 pertenecían al sector de la hostelería. La cifra, que sigue siendo muy elevada, es sensiblemente inferior a los máximos alcanzados en mayo (3,4 millones de personas). En cuanto a la afiliación a la seguridad social, los registros del mes de octubre mostraron un aumento en el número de afiliados de 113.974, hasta alcanzar prácticamente los 19 millones, siguiendo la tendencia de los últimos 6 meses. Pese a este avance, el número de cotizantes se ha reducido en 439.628 durante el último año (-2,3 %). Las previsiones del Banco de España para el cierre de 2020 indican que la tasa de paro se situaría, dependiendo de los distintos escenarios, entre el 17,1 % y el 18,6 %, lo que mejora ligeramente los pronósticos realizados en junio.
- El indicador de la inflación correspondiente a octubre (dato provisional) refleja un aumento de los precios del 0,5 % durante el mes, lo que adentra aún más la tasa interanual de precios en terreno negativo (-0,9 % frente al -0,5 % y -0,4 % en agosto y septiembre, respectivamente). Los bienes y servicios denominados *grupo especial COVID-19*, que son aquellos que se siguieron consumiendo en la situación de confinamiento<sup>6</sup> y que continúa analizando el INE de forma individualizada, arrojaron los siguientes resultados: los precios de los bienes pertenecientes a este grupo se incrementaron un 0,9 % en el mes de octubre (1,6 % en tasa interanual, 2 décimas menos que en septiembre), mientras que los servicios retrocedieron un 1,6 %, lo que supone un descenso del 3,4 % anual. En una comparativa con la zona euro, los datos correspondientes al mes de septiembre del IPC armonizado reflejan una disminución paulatina del diferencial negativo de España, desde 1 punto porcentual (p.p.) en abril y mayo hasta 0,3 p.p. a finales del tercer trimestre. En relación con la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), los datos muestran un descenso en los últimos 3 meses, después de haberse mantenido en valores muy estables durante la primera mitad del año. Así, entre junio y septiembre la inflación subyacente se redujo del 1,0 % al 0,4 %.
- La información obtenida a través del Ministerio de Hacienda referente a las finanzas del sector público muestra que el déficit registrado hasta agosto había ascendido a 78.104 millones de euros<sup>7</sup>, un 7,07 % del PIB, lo que supone un aumento de

---

<sup>3</sup> Datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

<sup>4</sup> Concretamente, se ha recuperado el 42 % de los empleos perdidos entre abril y junio, periodo en el que se destruyeron más de 1 millón de puestos de trabajo.

<sup>5</sup> Los afectados por un ERTE no están incluidos en la tasa de paro, ya que, siguiendo la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se consideran ocupados.

<sup>6</sup> Los bienes pertenecientes a este grupo especial son: alimentación, bebidas, tabaco, limpieza del hogar, comida para animales y cuidado personal. Los servicios, por su parte, son los relacionados con la vivienda (alquiler, suministros...), seguros, comisiones bancarias y servicios funerarios.

<sup>7</sup> Estos datos corresponden al déficit conjunto de la Administración central, las comunidades autónomas y la seguridad social. Por tanto, no incluye el saldo de las corporaciones locales ni tampoco el importe de la ayuda a las instituciones financieras.

aproximadamente 53.000 millones con respecto al mismo periodo de 2019. Este fuerte incremento ha sido consecuencia tanto del descenso de los recursos, sobre todo impositivos, como del aumento del gasto, derivados ambos de la situación económica provocada por la crisis sanitaria<sup>8</sup>. De cara al cierre de 2020, las previsiones del Banco de España situarían el déficit público entre el 10,8 % y el 12,1 % del PIB, lo que empeora alrededor de 1 p.p. los pronósticos de junio, mientras que los cálculos del FMI lo situarían en una cifra mayor, concretamente el 14,1 %, 2 décimas más que en la última estimación. Por su parte, la deuda pública, que en un principio se calculó que podría alcanzar un nivel de entre un 110 % y un 120 % del PIB, en las últimas previsiones del Banco de España se ha elevado ligeramente y, si bien en el escenario más optimista se sitúa todavía en esta horquilla (116,8 %), en el escenario más pesimista la superaría por poco (120,6 %). El FMI, por su parte, estima que se situará en el 123 %.

- En relación con las decisiones financieras de los hogares, los datos de las Cuentas Financieras correspondientes a la primera mitad del año también muestran los importantes efectos de la pandemia para los inversores minoristas. La consecuencia más evidente ha sido el aumento de su tasa de ahorro —que responde al denominado ahorro por motivo de precaución, que ya se produjo en los años centrales de la crisis financiera de 2008—, que se situaba al cierre del mes de junio en el 11,2 % de la renta bruta disponible en datos acumulados de 1 año<sup>9</sup>, frente al 7,9 % del primer trimestre y el 6,3 % de finales de 2019 (véase gráfico 29). Este elevado nivel de ahorro de los hogares españoles, aunque inferior al de la media de la zona euro, tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que alcanzó, en términos netos, el 5,6 % del PIB, la mayor cifra desde 2006 (gráfico 27). Por tipo de activo, se puede observar que prosiguió la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue del 2,2 % del PIB en términos interanuales, así como el elevado volumen de inversión en medios de pago<sup>10</sup>, que se situó en el 6,8 % del PIB, sustancialmente por encima de los porcentajes de años precedentes. Las cifras también muestran que parte de los recursos de los hogares destinados al ahorro se emplearon en la adquisición de acciones y otras participaciones y a fondos de inversión: un 0,3 % y un 0,9 % del PIB, respectivamente.

Los datos de algunos indicadores financieros de los hogares correspondientes al tercer trimestre apuntan a una prolongación de la tendencia observada en la primera mitad del año, aunque con menor intensidad, al menos en lo que se refiere a los depósitos. Así, estos aumentaron durante el trimestre un leve 0,1 %, aunque en términos anuales el crecimiento asciende al 7,2 %, hasta alcanzar los 893.000 millones de euros. Este hecho puede reflejar la combinación de dos fenómenos de efecto contrario: por un lado, el mencionado ahorro de precaución y, por otro, la desinversión de aquellos hogares más vulnerables, que presentan necesidades de liquidez más elevadas.

## Contexto de tipos de interés reducidos

- La política monetaria de la zona euro sigue condicionada por los efectos de la pandemia en la economía; ya obligó al BCE a adoptar medidas en la primera ola y la institución está

<sup>8</sup> Entre enero y septiembre, los ingresos impositivos de la Administración central se redujeron un 14 % en su conjunto, entre los que destaca el descenso de la recaudación procedente del IVA en un 14,3 % y del IRPF en un 21,7 %. Los gastos de Estado, por su parte, se incrementaron en este mismo periodo un 18,5 %, como consecuencia de las transferencias realizadas a la seguridad social y a las comunidades autónomas.

<sup>9</sup> Según los datos del INE, la tasa de ahorro de los hogares alcanzó el 31,1 % de la renta disponible en el segundo trimestre del año coincidiendo con el confinamiento, su valor más elevado de toda la serie histórica y más de 10 puntos porcentuales superior al anterior máximo, del 20,1 %, alcanzado en el año 2009 en la anterior crisis económica.

<sup>10</sup> Efectivo y depósitos a la vista.

preparando una nueva batería de estímulos para hacer frente a la segunda<sup>11</sup>. Así, si en un primer momento las medidas adoptadas por el BCE a través de los programas de compras de activos estuvieron más enfocadas a aliviar las tensiones sobre las primas de riesgo de la deuda soberana de algunas economías de la zona euro y a facilitar los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en una segunda etapa estas se están orientando principalmente a incentivar la frágil e irregular recuperación de la economía europea, que vuelve a debilitarse conforme empieza a sufrir los efectos adversos de la segunda ola de la pandemia y las nuevas medidas restrictivas asociadas a ella.

La autoridad monetaria europea señaló a finales de octubre<sup>12</sup> que su consejo de gobierno recalibrará sus instrumentos en diciembre «para garantizar que las condiciones de financiación sigan siendo favorables para apoyar la recuperación económica», por lo que los mercados esperan nuevos y significativos aumentos del tamaño de su programa de estímulos PEPP. Asimismo, también indicó que todas las herramientas de política monetaria, incluidas las operaciones de financiación a la banca —las denominadas TLTRO-III— son susceptibles de ser potencialmente recalibradas y, por tanto, de extender y mejorar sus condiciones. Por tanto, se mantienen las medidas actuales<sup>13</sup> orientadas a favorecer la financiación y el crecimiento de la economía real, aunque es previsible que se modifiquen para adaptarse al nuevo entorno.

Este nuevo paquete de estímulos se podría diseñar a partir de varias herramientas: ampliación del tamaño del paquete de compras de deuda de emergencia por la pandemia (PEPP) y su posible extensión más allá de junio de 2021; ampliación del tamaño del programa de compras de deuda actual (APP); inyecciones de liquidez a la banca para garantizar el flujo de crédito a la economía real (ampliación del plazo de las condiciones extraordinarias o relajación de las condiciones de colateral para que las entidades puedan solicitar más recursos), y nuevos descensos de los tipos de interés más allá del -0,5 % para incentivar a la banca a conceder crédito<sup>14</sup>.

Las compras de deuda, junto con el resto de las medidas de política monetaria ultraexpansiva del BCE, han permitido que los tipos de interés continúen en niveles muy reducidos en todos los plazos de la curva e, incluso, que se hayan reducido aún más en los plazos más largos. Así, muchos agentes anticipan que la intervención sin precedentes de los bancos centrales por la pandemia llevará a que los tipos continúen en valores negativos durante los próximos años. Por su parte, en EE. UU. la Reserva Federal sigue una política similar orientada a impulsar la recuperación económica y fomentar el empleo<sup>15</sup>, por lo que su presidente se ha mostrado partidario de que los tipos de interés se mantengan sin cambios durante al menos los tres próximos ejercicios.

---

<sup>11</sup> Como afirmó su presidenta a finales de octubre: «El BCE estuvo ahí durante la primera ola del virus y estará ahí durante la segunda».

<sup>12</sup> El BCE informó, tras la reunión de su consejo de gobierno del 28 de octubre, de que en su reunión del próximo 10 de diciembre «recalibrará todos los instrumentos» de política monetaria.

<sup>13</sup> Estas medidas incluyen los programas de compras de activos PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) y APP (Asset Purchase Programme), el establecimiento de la facilidad marginal de depósito en el -0,50 %, la tercera ronda de financiación a la banca —TLTRO-III (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*)— y su extensión del plazo de 2 a 3 años con un tipo de 50 p.b. por debajo del tipo de interés medio aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigentes entre junio de 2020 y junio de 2021, así como las 7 operaciones de refinanciación a largo plazo a un coste del -0,25 % del programa PELTRO (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*). Así, el BCE adjudicó 174.464 millones de euros a 388 entidades financieras en la quinta subasta de liquidez TLTRO-III celebrada a finales de septiembre, con lo que acumulan alrededor de 1,7 billones de euros adjudicados en el conjunto de las 5 rondas realizadas en el marco del actual programa, además de otros 1.008 millones de euros a primeros de octubre en el marco de la quinta operación de refinanciación a largo plazo del programa PELTRO.

<sup>14</sup> Estos vendrían presumiblemente acompañados de un reajuste en la exención de la penalización al exceso de liquidez que ahora se sitúa en seis veces las reservas mínimas obligatorias.

<sup>15</sup> La Reserva Federal considera como objetivos primordiales ayudar a la recuperación y fomentar el empleo, por lo que su nueva estrategia de política monetaria opta por la flexibilización de la inflación. Aspira a una media del 2 % de inflación como objetivo a largo plazo, por lo que periodos de baja inflación podrán compensarse con otros en los que el indicador se sitúe por encima del 2 %, sin que esto derive en una subida de los tipos de interés.

- En este contexto se mantienen vigentes los riesgos ya recogidos en notas anteriores, aunque se acentúan algunos de ellos: i) mantenimiento de las estrategias de búsqueda de rentabilidad, lo que aumenta la propensión de los inversores a adquirir aquellos activos con mayores expectativas de rentabilidad, ante la ausencia de rendimiento y los costes crecientes de mantener activos sin riesgo, pero en los que se intensifica la volatilidad (mercados o activos con mayor volatilidad en sus rendimientos, como los emergentes o las criptomonedas), el riesgo de crédito, las peores calificaciones crediticias (deuda subordinada y *high yield*) y se reduce la liquidez (fondos de *private equity* o de activos inmobiliarios), y ii) intensificación de las dificultades del sector bancario para elevar su leve rentabilidad en un contexto de deterioro económico y dificultades empresariales crecientes, morosidad y riesgos al alza, lo que supone un incentivo adicional a asumir mayores riesgos para obtener un rendimiento adicional. Sin embargo, se moderan algunas vulnerabilidades por el incremento de las dificultades y la desaparición de los incentivos de algunos agentes para endeudarse en un contexto de recesión económica y mayores restricciones de acceso al crédito, a la vez que el reducido coste de financiación de los agentes endeudados favorece el control de la morosidad.

## Fuentes de incertidumbre política

- Una de las mayores fuentes de incertidumbre política en Europa sigue siendo el *brexit*. Aunque en el momento de su consumación, el pasado 31 de enero, se consiguió evitar una salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) sin acuerdo, por el momento no se ha determinado el marco que regirá la relación entre ambas economías una vez finalice el periodo de transición el 31 de diciembre de 2020. A menos de dos meses para que se produzca esta salida total, las negociaciones entre ambas partes, ya de por sí tensas, se ven perjudicadas de forma adicional por la situación sanitaria y económica actual<sup>16</sup>. De hecho, el primer ministro británico exigía recientemente un cambio fundamental en la posición europea para lograr un acuerdo comercial y admitía estar preparado para una salida sin acuerdo. Desde la UE se defiende seguir trabajando por conseguirlo, pero también se coincide en que no se alcanzará a cualquier precio y que hay serias divergencias entre ambas partes. Existen puntos clave para ambas que dificultan las conversaciones, como el marco de condiciones equitativas (*level-playing field*) que exige la Comisión Europea<sup>17</sup>, los aspectos relativos a la pesca, o la gobernanza del acuerdo y la jurisdicción del Tribunal de Justicia Europeo. Aunque se cuenta con un cierto margen de tiempo para lograr solventar las discrepancias entre ambos territorios, cada vez aumenta más la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido<sup>18</sup>, lo cual podría dar lugar a nuevas turbulencias en los mercados financieros. Sin embargo, los resultados de las recientes elecciones en EE. UU. podrían ser un factor que aumentara los incentivos del Reino Unido para alcanzar un acuerdo.
- A raíz de la crisis del coronavirus, durante meses han surgido tensiones en el seno de la UE con respecto a la forma de afrontar el impacto económico que se estaba generando en los países que conforman la Unión. Finalmente, a mediados de julio los miembros de la

<sup>16</sup> Realmente las negociaciones en torno al futuro tratado deberían concluir aproximadamente en noviembre, pues el acuerdo necesitará ratificarse en el Parlamento.

<sup>17</sup> Con este se pretende garantizar que el Reino Unido no haga competencia desleal a Europa aprobando fiscalidades ventajosas, rebajando estándares medioambientales o flexibilizando ayudas de carácter público que puedan suponer incentivos para cambios de localización de empresas europeas.

<sup>18</sup> De darse una salida sin acuerdo de la UE, el Reino Unido tendría que comerciar con la UE al amparo de las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

UE llegaron a un consenso por el cual establecieron la constitución de un fondo de reactivación económica dotado con 750.000 millones de euros para mitigar los daños causados por el coronavirus<sup>19</sup>. Sin embargo, la recepción de estos fondos por parte de los distintos países no es inmediata (se estima que las primeras ayudas podrían recibirse a mediados de 2021). Se precisa tiempo tanto para que el Parlamento Europeo los apruebe<sup>20</sup> como para el estudio de los proyectos para la obtención de fondos que se presenten<sup>21</sup>. Por el momento, el Gobierno español solo ha solicitado acceder a los subsidios de este fondo y dejará los préstamos para una segunda fase. De cara al futuro no se puede descartar que se produzcan nuevas divergencias entre los socios europeos, sobre todo si fuese necesario adoptar nuevas medidas, aunque este escenario no parece el más probable en la actualidad.

- El pasado 3 de noviembre se celebraron las elecciones presidenciales de EE. UU., en las que resultó ganador el candidato demócrata Joe Biden, tras varios días de recuento. El hecho de que el presidente saliente no haya aceptado formalmente su derrota, iniciando un proceso judicial en el que se duda de la legalidad del proceso, prolonga una situación de alta incertidumbre que puede acabar extendiéndose a otras economías. Mientras tanto, el presidente electo, que no toma posesión del cargo hasta el 20 de enero del próximo año, está dando los primeros pasos para encarar la transición de gobierno, que no se producirá mientras la Administración General de Servicios no certifique al ganador.

El próximo Gobierno estadounidense se enfrenta a varios retos, algunos de los cuales, de resolverse satisfactoriamente, podrían atenuar los riesgos para los mercados financieros:

- En materia sanitaria, el primer reto está relacionado con la contención de la expansión del COVID-19, que afecta EE. UU. con fuerza. Para ello, se ha creado una comisión de expertos con el fin de abordar la crisis sanitaria y se ha anunciado el acceso gratuito a los test y la distribución efectiva de tratamientos y futuras vacunas, todo ello en un contexto de búsqueda de restablecimiento de la relación de EE. UU. con la Organización Mundial de la Salud (OMS).
- En materia comercial, destacan los conflictos con China y con la UE. Respecto a la guerra comercial con China, tras la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre ambas potencias, se prevé que continúe el acercamiento de posturas, con la posibilidad de lograr un acuerdo completo por la senda de un diálogo mayor. Es posible que las tensiones comerciales entre ambas potencias no desaparezcan, pues compiten por dominar las mismas áreas estratégicas, una posibilidad que podría generar turbulencias en los mercados. Respecto al conflicto con la UE por las ayudas estatales otorgadas en el pasado a Boeing y a Airbus, por el que la OMC autorizó tanto a EE. UU. como a la UE a imponer sanciones, cabe recordar que EE. UU. impuso aranceles que afectan a una variedad de exportaciones europeas hace

---

<sup>19</sup> El fondo estará dividido en 390.000 millones de euros en ayudas directas no reembolsables y 360.000 millones de euros en préstamos (con un plazo de devolución máximo hasta finales del año 2058).

<sup>20</sup> El 10 de noviembre el Parlamento Europeo y el Consejo llegaron a un acuerdo sobre el presupuesto de la Unión Europea hasta 2027 y así el desbloqueo del fondo de recuperación. Se prevé que en las semanas siguientes se vote y apruebe en la sesión plenaria del Parlamento. Posteriormente ha de aprobarse en los Estados miembros.

<sup>21</sup> Estas ayudas directas también estarán sometidas a diversos mecanismos de control. Se prevé la aprobación de los planes nacionales de ayuda por mayoría cualificada (en todo caso, sin derecho de veto). La Comisión Europea evaluará la autorización del desembolso y pedirá la opinión previa del Comité Económico y Financiero, que podría plantear objeciones y estas elevarse al Consejo Europeo. Además, si excepcionalmente algún Estado miembro considerase que se están produciendo desviaciones de los objetivos a los que deben destinarse los fondos, se podría pedir al presidente del Consejo Europeo que se tratase el asunto.

aproximadamente un año y que la respuesta de la UE —tras el reciente fallo de la OMC— fue anunciar a principios de noviembre la imposición inmediata de tasas a productos estadounidenses por valor de 3.300 millones de euros (unos 4.000 millones de dólares). Las expectativas sobre este conflicto también son positivas, a la vista de las declaraciones recientes del comisario de Comercio de la Comisión Europea, que apuntan a la existencia de un cierto contacto informal con el equipo de transición del Gobierno estadounidense.

- En materia de cambio climático, cabe recordar que EE. UU. abandonó formalmente el pasado 4 de noviembre el Acuerdo de París, que busca reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. El presidente electo ya ha mostrado su intención de regresar a este pacto el primer día de su mandato. Sin embargo, el camino para elaborar los planes que pretendan cumplir los objetivos de recorte de emisiones a los que se comprometa puede experimentar ciertas dificultades, pues hasta enero no se conocerá la mayoría del Senado y, en consecuencia, el respaldo a estos proyectos.
- En el plano nacional, los principales riesgos políticos están relacionados con la coordinación entre las diferentes administraciones en materia de gestión de la crisis sanitaria, así como con la fragmentación parlamentaria, que puede dificultar la consecución de acuerdos. La nueva declaración del estado de alarma en el país pretende dar una respuesta común a la gestión de esta nueva ola de contagios. El aumento de la incidencia del virus a nivel nacional ha dado lugar a restricciones similares a las que se han observado en otros países europeos, que están afectando a la movilidad de los habitantes en la mayoría de las localidades e incluyen toques de queda y limitaciones en el horario de cierre de la hostelería, entre otras medidas. El impacto de las nuevas limitaciones es incierto, pero puede retrasar la recuperación de algunos negocios y sectores y mantener la incertidumbre en los mercados financieros en niveles altos.

## Otras fuentes de incertidumbre

- Durante este último año y como consecuencia de la pandemia del COVID-19, el aumento de actividades no presenciales a nivel mundial, la generalización del teletrabajo y las relaciones por vía telemática han incrementado sustancialmente el riesgo de ciberataques. El repentino traslado del trabajo en oficinas a trabajo en remoto puede haber afectado la capacidad de las empresas y de los reguladores para gestionar y supervisar los riesgos y, aunque los fraudes y estafas *online* no son nuevos, el entorno actual facilita su proliferación. Por tanto, en este contexto, la ciberseguridad se convierte en un aspecto fundamental para evitar este riesgo operacional<sup>22</sup>. Su materialización podría alterar el funcionamiento de empresas y trasladarse a distintos sectores y servicios e, incluso, podría afectar a la estabilidad financiera, de verse menoscabada la confianza en los mercados como consecuencia de ciberdelitos dirigidos a, por ejemplo, inversores o intermediarios financieros. El desarrollo normal de las actividades empresariales y la continuidad de los negocios en un sistema cada vez más interconectado dependen de una prevención eficaz de este riesgo que evite, fundamentalmente, la pérdida de datos confidenciales o las caídas en los sistemas de información.

---

<sup>22</sup> Según el estudio «Ciberseguridad y gestión del riesgo ciber en España», elaborado por Aon en junio, tras la declaración del estado de alarma en marzo, la contratación de pólizas de ciberriesgo registró un incremento del 41 %.

- La segunda ola de coronavirus está obligando a que muchos países vuelvan a aplicar medidas de aislamiento, en algunos casos similares a las adoptadas en marzo para frenar la propagación del virus<sup>23</sup>. El aumento elevado del número de casos nuevos y fallecimientos diarios, así como el temor al colapso de los hospitales, lleva consigo el mantenimiento de la incertidumbre en niveles altos, lo que puede originar nuevos episodios de turbulencias en los mercados. Aunque el reciente anuncio realizado por la compañía Pfizer, en relación con el avance de su vacuna en desarrollo y su acuerdo con la UE para proporcionar 300 millones de dosis en el futuro<sup>24</sup>, parece iniciar una nueva fase en la lucha contra el virus, sigue siendo incierto el momento concreto en el cual las vacunas estarán disponibles. El riesgo de una extensión temporal o un endurecimiento de las medidas de aislamiento continúa siendo alto y podría deteriorar de forma adicional la economía mundial, que aún se está recuperando de la primera oleada del virus.

---

<sup>23</sup> Entre las medidas principales se encuentran: el confinamiento de ciudades, los toques de queda, la paralización de actividades y la limitación a la circulación de los individuos.

<sup>24</sup> De ellas España recibiría 20 millones, que servirían para vacunar a 10 millones de personas (es necesaria la administración de 2 dosis).

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: rojo

- Los principales mercados internacionales de renta variable, que habían sufrido fuertes caídas hasta abril como consecuencia del brusco descenso de la actividad económica y del cierre de la actividad en muchas regiones para hacer frente a la pandemia, finalizaron la primera mitad del año con retrocesos moderados, tras una recuperación parcial que les permitió compensar en algunos casos una cuota significativa de las pérdidas acumuladas. No obstante, las alzas en los mercados se fueron diluyendo con posterioridad a medida que tanto el FMI como los principales bancos centrales y organismos económicos internacionales vaticinaban una contracción más intensa y una recuperación más débil de lo esperado, que se hacían patentes conforme avanzaba el tercer trimestre y se confirmaba la propagación de una segunda ola de la pandemia.

Los datos negativos de esta segunda ola de contagios obligaron a gobiernos y autoridades locales a retirar algunas de las medidas de reapertura adoptadas en los últimos meses, lo que dio lugar a nuevas dificultades económicas y enfrió las expectativas de recuperación, reflejándose en pérdidas en gran parte de los mercados de valores europeos en el tercer trimestre. Esta situación se hizo más evidente en octubre, cuando numerosas autoridades se vieron en la necesidad de anunciar nuevas restricciones de diversa naturaleza. En los primeros días de noviembre los mercados mostraron un giro radical con revalorizaciones significativas<sup>25</sup> tras los buenos datos de la evolución económica de EE. UU. y los primeros resultados de sus elecciones<sup>26</sup>, a los que se unió el optimismo de los inversores tras el anuncio de la farmacéutica Pfizer sobre la efectividad sobre su vacuna contra el virus (que se espera contribuya en los próximos meses a reducir las restricciones a la movilidad y acelere la esperada recuperación económica).

- En este contexto, como se ha comentado con anterioridad, los principales índices bursátiles presentaron una evolución desigual en el tercer trimestre<sup>27</sup>, descensos en octubre<sup>28</sup> y fuertes alzas en noviembre. Estas últimas permitieron a los índices europeos recuperar parte de las pérdidas acumuladas en el año.

Todos los índices estadounidenses presentaron una revalorización significativa en el tercer trimestre, que se extendió al cuarto, lo que llevó a que todos ellos alcanzasen nuevos máximos históricos. Así, el índice Dow Jones, con mayor peso de compañías de la economía tradicional, industriales y financieras, consiguió compensar las pérdidas que registraba y acumula una revalorización en el año del 2,2 %. El índice S&P 500<sup>29</sup>, de carácter más general, presenta un avance del 9,9 % en el ejercicio, pues a la buena evolución de sus compañías de carácter más tecnológico se han unido ahora los valores más cíclicos y que serían los más favorecidos en un escenario de recuperación. Asimismo,

<sup>25</sup> Los mercados presentan alzas destacadas en el cuarto trimestre (con datos hasta el 9 de noviembre), que son más significativas en los índices europeos, con revalorizaciones entre el 11,1 % del Ibex 35 y el francés Cac 40 y el 2,6 % del alemán Dax 30.

<sup>26</sup> Además de los cambios en la gestión de la política comercial o respecto al cambio climático, los mercados descuentan la aprobación de un importante paquete de ayudas fiscales destinado a paliar los efectos de la pandemia en un contexto de cierta limitación para abordar reformas de gran calado por la previsible división en las cámaras legislativas.

<sup>27</sup> Los principales índices bursátiles mundiales presentaron una evolución dispar en el tercer trimestre, con alzas en los índices de EE. UU., Japón y Alemania —que oscilaron entre el 11 % del índice tecnológico estadounidense Nasdaq y el 3,7 % del alemán Dax 30— y descensos en gran parte de los índices europeos —que se situaron entre el 7,1 % del Ibex 35 y el 1,1 % del Eurostoxx 50—.

<sup>28</sup> Las pérdidas se extendieron a lo largo del mes de octubre en todos los mercados europeos, con caídas que oscilaron entre el 9,4 % del Dax 30 y el 3,9 % del Ibex 35.

<sup>29</sup> Este índice alcanzó su máximo histórico el 9 de noviembre en 3.550,5 puntos. Las compañías con mayor peso en el índice a 30 de octubre eran de mayor a menor: Apple, Microsoft, Amazon, Facebook y Alphabet (Google), que representan una capitalización superior al 22 % del índice.



el índice tecnológico Nasdaq eleva su revalorización anual hasta el 30,6 %, tras avanzar más de un 50 % entre abril y noviembre gracias al buen comportamiento de las grandes compañías tecnológicas<sup>30</sup>, que han obtenido unos beneficios mayores de lo esperado tras verse favorecidas por las nuevas formas de consumo, trabajo y ocio adoptadas en el contexto de la crisis. Sin embargo, la evolución a la baja de algunas de las cotizaciones de estas compañías<sup>31</sup> tras el anuncio de la efectividad de la vacuna de Pfizer sugiere que, aunque parte de los nuevos hábitos y conductas de los consumidores persistirán tras la aparición y administración de la vacuna, las perspectivas de crecimiento de estas compañías pueden deteriorarse conforme se relajen las medidas de distanciamiento social.

En Europa, la mayor parte de los mercados de valores presentaron retrocesos en el tercer trimestre y en las primeras semanas del cuarto, que revirtieron de forma extraordinaria en noviembre apoyados por los factores comentados previamente. Las revalorizaciones registradas en noviembre fueron más intensas en los índices<sup>32</sup> de España, Francia e Italia, donde la caída del PIB ha sido mayor. Los avances en los índices europeos en la segunda mitad del año<sup>33</sup> oscilaron entre el 0,3 % del británico FT 100, afectado por las incertidumbres en torno a la resolución del *brexit*, y el 8,1 % del Cac 40 francés. Tras el avance de noviembre, las pérdidas acumuladas en el conjunto del año se reducen al rango que va del 1,2 % del Dax 30 alemán al 21,9 % del español Ibex 35. Los mercados europeos siguen acusando el menor peso de las compañías tecnológicas en sus índices y su mayor dependencia de las compañías de la economía tradicional, más vulnerables en un contexto de mayores caídas esperadas del PIB.

- En España, el Ibex 35, que había acumulado fuertes pérdidas hasta abril y de las que apenas se había recuperado, continuó el tercer trimestre presentando nuevos retrocesos, que se consolidaron en octubre cuando el índice alcanzó su nivel más bajo desde el mes de marzo. En cambio, en noviembre se situó a la cabeza de las revalorizaciones entre los índices europeos<sup>34</sup> y en un solo día mostró el mayor aumento de la última década<sup>35</sup>, ante las perspectivas de una recuperación más rápida de lo inicialmente esperado, que favorecería sobre todo a los sectores más afectados por las medidas de distanciamiento social y con importante peso en la economía española, como el turismo y la hostelería. Su evolución en los últimos meses se ha visto lastrada por las débiles perspectivas para la actividad económica en el próximo ejercicio, que son más desfavorables que en el resto de las grandes economías europeas, a las que se unieron las incertidumbres en torno a la expansión de la segunda ola de la pandemia.

A pesar del buen comportamiento del índice español en noviembre, las pérdidas acumuladas en el año se sitúan en el 21,9 %<sup>36</sup>, manteniéndose por encima de las de los índices europeos de referencia, cuyos retrocesos oscilan entre el 1 % y el 12 %. La diferente composición de los índices españoles frente a sus homólogos europeos —con

---

<sup>30</sup> Las acciones de las grandes compañías tecnológicas de EE. UU. conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google) acumularon una revalorización, entre julio y el 9 de noviembre, del 22 %, el 28 %, el 14 %, el 3 % y el 24 %, respectivamente, que son del 35 %, el 58 %, el 70 %, el 45 % y el 32 % en el conjunto del año.

<sup>31</sup> Algunas compañías tecnológicas como Zoom Video Communications (-17,3 %), Netflix (-8,6 %) y Amazon (-5 %) experimentaron retrocesos en sus cotizaciones tras hacerse públicos datos sobre la efectividad de la vacuna.

<sup>32</sup> Los índices de las bolsas española (Ibex 35), francesa (Cac 40) e italiana (Mib 30) se revalorizaron en torno al 16 % en noviembre (con datos hasta el día 9).

<sup>33</sup> Con datos hasta el 9 de noviembre.

<sup>34</sup> Hasta el 9 de noviembre se revalorizó un 15,6 % (lo mismo que el italiano Mib 30), solo por detrás del índice francés Cac 40, que aumentó un 16,2 %.

<sup>35</sup> El Ibex 35 se revalorizó un 8,57 % en la sesión del 9 de noviembre, su mayor revalorización diaria desde mayo de 2010.

<sup>36</sup> Con datos hasta el 9 de noviembre.

mayor importancia de los sectores financieros y de servicios de consumo como el ocio, la hostelería y el turismo, que han sido más sensibles a los efectos de los rebrotes— ha condicionado una evolución más desfavorable frente a sus rivales europeos. Estos últimos se ven favorecidos por la mayor relevancia de compañías industriales de carácter cíclico, que serían las primeras en beneficiarse de una recuperación. Asimismo, también hay que señalar la importante presencia de compañías españolas en Latinoamérica, una región seriamente afectada por la pandemia.

La fuerte revalorización de la bolsa española en noviembre permitió que la mayor parte de los sectores presentaran una evolución alcista en la segunda mitad del año. La cuantía de las revalorizaciones fue muy heterogénea entre sectores y entre las propias compañías de cada sector en función de la repercusión de una previsible mejora de la situación sanitaria y del impacto económico de esta en sus negocios. Los mayores avances correspondieron a las compañías productoras de materias primas y bienes industriales e ingenieras, así como a las empresas del sector textil (Inditex) y de bienes de consumo. También destacaron los avances de las compañías del sector de servicios de consumo, impulsados por la aerolínea IAG y las empresas del sector turístico y la hostelería<sup>37</sup>, que habían acusado la pérdida de la temporada turística y la caída adicional de su actividad por los rebrotes recientes y que mejoran sus perspectivas de recuperación en el año 2021 al preverse una reducción de las restricciones a la movilidad. Asimismo, hay que señalar la evolución positiva de las compañías de pequeña capitalización (13,7 %), que consiguen mostrar un avance en el conjunto del año gracias a la presencia de algunas empresas del sector de las energías renovables y del farmacéutico.

Entre los sectores que presentan retrocesos, destacan el de las telecomunicaciones, cuya principal compañía (Telefónica) sigue sujeta a un entorno de fuerte competencia y a las dificultades de sus negocios en Latinoamérica, y el del petróleo, en el que la mayor compañía petrolífera (Repsol) continúa lastrada por los bajos precios del crudo<sup>38</sup> y la caída de la demanda. Asimismo, a pesar del anuncio de la fusión<sup>39</sup> de Bankia y Caixabank, que impulsó transitoriamente al alza las cotizaciones de los bancos, y de la fuerte subida de noviembre, el sector bancario<sup>40</sup> siguió presentando ligeras pérdidas en la segunda mitad del año<sup>41</sup>, en un contexto de caída de su actividad comercial y márgenes más estrechos (favorecido por la extensión en el tiempo del entorno de tipos negativos) y de morosidad y riesgos al alza. Por otro lado, el hecho de que Telefónica y BBVA dejaran de pertenecer al índice bursátil europeo Eurostoxx 50<sup>42</sup> a finales de septiembre contribuyó al descenso de las cotizaciones de estas compañías y de sus correspondientes índices sectoriales, al llevar aparejada su exclusión de las carteras de muchos inversores internacionales, fondos de inversión y fondos de inversión cotizados (ETF) que replican los principales índices del mercado.

---

<sup>37</sup> Las principales compañías ligadas al sector aéreo y turístico acumularon revalorizaciones en noviembre: IAG (35 %), Meliá (42 %), NH Hotel Group (21 %) y Aena (22 %), que redujeron sensiblemente las pérdidas del conjunto del año hasta el 80 %, el 43 %, el 44 % y el 17 %, respectivamente.

<sup>38</sup> El precio del petróleo se mantuvo en torno a 41 dólares por barril en el tercer trimestre e incluso por debajo de esta cifra en octubre. Los precios de los futuros sobre el petróleo para los próximos meses no anticipan alzas de cuantía significativa.

<sup>39</sup> Bankia y Caixabank anunciaron conversaciones a comienzos de septiembre para una posible fusión, que los consejos de administración de ambas entidades aprobaron en la segunda mitad del mes.

<sup>40</sup> La capitalización de los bancos españoles, que tradicionalmente había sido la mayor en Europa, ha caído hasta situarse en tercer lugar por detrás de los bancos franceses e italianos.

<sup>41</sup> En el acumulado del año el retroceso del sector bancario es del 42,7 %.

<sup>42</sup> Ambas compañías abandonaron el índice, del que formaban parte desde su origen, el 18 de septiembre, junto con Société Générale, Fresenius y Orange.

- El nuevo retroceso de las cotizaciones, junto con una mayor estabilidad de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, hicieron que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 presentara una disminución desde 16,8<sup>43</sup> a mediados de julio hasta 16,4 en octubre<sup>44</sup> —su media histórica es 13,5— (gráfico 4). El valor de esta ratio ha estado sujeto a importantes ajustes a lo largo del año, que se espera continúen en los próximos meses conforme las estimaciones de beneficios recojan de modo más preciso el impacto de la pandemia en los resultados empresariales.
- Los mercados internacionales de deuda, que presentaron descensos destacados en los tipos y en las primas de riesgo de sus activos en el segundo trimestre como consecuencia de las excepcionales medidas de relajación monetaria adoptadas por los bancos centrales<sup>45</sup>, mostraron en el tercer y cuarto trimestres nuevas disminuciones en los tipos de la deuda pública y, en menor medida, en parte de la corporativa, hasta situarse en niveles inferiores a los de principios de año y cerca de sus mínimos históricos. Esta tendencia se explica por la posición que mantienen los bancos centrales y por la tendencia de una parte de los inversores a adquirir activos más seguros. En relación con el primer factor, cabe destacar las sucesivas declaraciones de los miembros de las autoridades monetarias señalando que los tipos se mantendrán en niveles muy reducidos durante un periodo de tiempo largo, junto con las recientes manifestaciones de la presidenta del BCE indicando que la institución recalibrará su política monetaria en diciembre. El segundo factor se explica por la incertidumbre presente en los mercados, que origina un aumento de las compras de deuda que procede, habitualmente, de la desinversión en acciones, un proceso conocido como *huida a la calidad* (*flight to quality*).
- En este contexto, los rendimientos de la deuda pública europea se situaban a principios de noviembre en la mayoría de los casos en valores cercanos a sus mínimos históricos. Por lo que respecta a la deuda a 10 años, los rendimientos alcanzaban valores negativos en Alemania, Holanda, Francia, Bélgica, Austria, Finlandia e Irlanda (en torno al medio punto porcentual en las dos primeras); valores inferiores al 0,25 % en España y Portugal, y únicamente superiores al 0,5 % en Italia y Grecia. Todas las economías europeas acumulaban en el ejercicio unos descensos en el rendimiento de su deuda a largo plazo que oscilan entre los 28 puntos básicos (p.b.) de España y Portugal y los 71 p.b. de Italia<sup>46</sup>. Por otro lado, el volumen de deuda pública española en la cartera del BCE se situaba en torno a 350.000<sup>47</sup> millones de euros a finales de octubre.

En el caso de los rendimientos de la deuda corporativa se observa una importante dispersión en función del tipo activo, el *rating* del emisor y su condición de elegible para las compras en alguno de los programas del BCE. A pesar de que en trimestres anteriores

<sup>43</sup> En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 y del europeo Eurostoxx 50 creció hasta 22,1 y 16,9 veces, en zona de máximos desde los años 2001 y 2002, respectivamente.

<sup>44</sup> La ratio PER alcanzó un valor de 18,1 veces en agosto, el más alto desde el año 2002.

<sup>45</sup> Estas medidas incluyen amplios programas de compras de deuda pública y privada en los mercados secundarios. Así, el BCE acumulaba en su balance a finales del tercer trimestre en torno al 29 % de la deuda pública de las 4 mayores economías de la zona euro frente al 19 % de diciembre de 2019. Además, a finales de octubre el programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) sumaba activos por un importe de casi 2,87 billones de euros, que incluían deuda pública (2,30 billones de euros), deuda corporativa (243.000 millones de euros), cédulas hipotecarias (286.000 millones de euros) y titulizaciones (29.400 millones de euros). A este importe hay que añadir los 565.641 millones de euros que acumulaba a finales de septiembre el programa de compras de emergencia por la pandemia (el denominado PEPP), que incluían deuda pública (510.000 millones de euros), pagarés (32.000 millones de euros), bonos corporativos (20.400 millones de euros) y cédulas hipotecarias (3.100 millones de euros). Una parte de las compras de deuda corporativa también tiene lugar en los mercados primarios, siendo más significativa en el caso de las compras de bonos y pagarés corporativos.

<sup>46</sup> El descenso en promedio es de 40 p.b.

<sup>47</sup> Este importe refleja las compras de deuda pública adquiridas en el marco del programa Public Sector Purchase Programme (PSPP), que alcanzaban 288.271 millones de euros a finales de octubre y las compras realizadas dentro del programa Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), que eran de 61.030 millones a finales de septiembre, por lo que la deuda pública española en manos del BCE representa en torno al 30 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

aquellas emisiones con peor calificación crediticia o mayor rango de subordinación presentaron repuntes significativos en la rentabilidad exigida por los inversores, el proceso de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) ha provocado nuevas alzas en sus precios y caídas en su rendimiento.

- Se sigue identificando un riesgo de mercado elevado en los activos de deuda, especialmente en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación y de la deuda subordinada, puesto que no cuentan con el apoyo directo del BCE y su liquidez suele ser más reducida, por lo que en el actual contexto de deterioro de la actividad económica podrían producirse aumentos en su rentabilidad exigida. Estas alzas de tipos afectarían en mayor medida a las compañías más endeudadas y que podrían tener dificultades para refinanciarse a un coste razonable, pero no es descartable que pudieran llegar a extenderse a las economías más vulnerables y con mayores desequilibrios fiscales, que han elevado adicionalmente sus tasas de endeudamiento para hacer frente a la pandemia. En estas últimas se plantea, por tanto, la necesidad de disminuir los desequilibrios fiscales a medio plazo, una vez que se supere la crisis sanitaria y el BCE emprenda su estrategia de salida y comience a retirar los programas de estímulos. En suma, cabe plantearse los efectos que podría tener un eventual repunte de las primas de riesgo y, por tanto, una caída de los precios de los activos de mayor riesgo en las carteras de los inversores y, en particular, desde el punto de vista de las tareas de supervisión de la CNMV, de ciertos fondos —especialmente de renta fija—, que pudieran tener en su cartera algunos activos de este tipo. También es preciso evaluar las exposiciones a activos con duraciones largas, cuyos precios son más sensibles a cambios en los rendimientos que se les exigen.

### Riesgo de crédito: verde

- La evolución de las primas de riesgo soberano y del sector privado ha sido muy parecida desde julio, si bien en el caso de las entidades privadas se observó una leve tendencia al alza en octubre. Mientras que la continuidad en los paquetes de estímulo aprobados por el BCE para superar la crisis del COVID-19 ha seguido manteniendo las primas de riesgo en niveles reducidos, las incertidumbres generadas por la segunda ola de la pandemia y el deterioro de las expectativas económicas dieron lugar a un ligero incremento de la prima de riesgo de los emisores españoles del sector privado. En este contexto, la prima de riesgo soberano —evaluada como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania— se situaba al cierre de esta nota en 77 p.b. (87 p.b. en julio), significativamente por debajo de los 156 p.b. que alcanzó a mediados de abril, en los momentos más duros de la pandemia, y tan solo 11 p.b. por encima de los niveles registrados a principios de año (gráfico 11).

Por su parte, la prima de riesgo del sector privado mostró un comportamiento similar al de la deuda pública desde el mes de julio, pero la evolución de la pandemia en octubre, con el establecimiento de confinamientos en numerosos países del entorno europeo, propiciaron un leve incremento de dichas primas de riesgo tanto en el sector financiero como en el no financiero. En el caso de las sociedades financieras, la prima de riesgo aumentó desde 90 p.b. a mediados de octubre hasta 100 p.b. a finales de ese mes (97 p.b. de media en julio). En el sector bancario comienzan a realizarse las primeras fusiones entre entidades<sup>48</sup> en un contexto de márgenes presionados por el escenario de bajos tipos de interés, previsibles incrementos en los niveles de morosidad y la recomendación por parte del supervisor nacional de no repartir dividendos. Como se ha señalado en números

<sup>48</sup> Véase nota al pie n.º 39.

anteriores de esta nota, cabe destacar como elemento positivo las facilidades de obtención de financiación de estas entidades, derivadas de la política monetaria llevada a cabo por el BCE.

En el caso de las sociedades no financieras, la prima de riesgo de crédito experimentó una evolución similar a la de las entidades financieras, situándose en octubre en 72 p.b. (65 p.b. a finales de julio). Estas compañías también se han visto beneficiadas por la ampliación de los programas de compras del BCE<sup>49</sup>.

- La información sobre la evolución de las calificaciones crediticias de las compañías españolas de junio a septiembre revela que sigue sin producirse un deterioro reseñable de la calidad crediticia de los emisores españoles en el contexto de la crisis. La mayor parte de la deuda española sigue siendo de alta calidad, al pertenecer al grupo denominado grado de inversión —*investment grade*— (un 96,5 % del saldo total en circulación) y, además, la proporción de deuda que teniendo grado de inversión se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield* (nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's) se ha estabilizado. Esta deuda, que representaba el 3,2 % del total de la deuda viva en marzo, se incrementó hasta el 4,4 % en junio<sup>50</sup> y se mantuvo en el 4,5 % en el mes de septiembre. Este importe es bajo y relativamente parecido al del saldo total de deuda *high yield*, que representa un 3,5 % del total en circulación (un 3,4 % en junio y un 3,5 % en marzo).
- La financiación a los sectores no financieros<sup>51</sup> de la economía mantuvo la misma evolución que en la primera mitad del año, con una expansión notable de la financiación a las empresas y una caída del crédito a los hogares, que volvió a mostrar valores negativos como consecuencia de los efectos del coronavirus en la economía. En este último caso, la contracción alcanzó el 0,7 % interanual en septiembre, con un descenso del 1,5 % del préstamo destinado a la compra de vivienda y un crecimiento del crédito al consumo, que se ralentizó hasta el 1,7 % (frente al 2,2 % de junio y el 3,9 % de diciembre de 2019). Por su parte, el saldo de financiación total de las sociedades no financieras se incrementó considerablemente (4,4 % en septiembre) debido sobre todo al aumento de la financiación vía préstamos (8,2 %), que refleja la búsqueda de liquidez de muchas empresas para hacer frente a la coyuntura actual y las facilidades otorgadas por el programa de avales públicos a préstamos a sociedades no financieras<sup>52</sup>. Por su parte, la financiación de las compañías mediante la emisión de deuda volvió a expandirse en septiembre (un 4,1 % en tasa interanual), aunque al menor ritmo de todo el año (exceptuando mayo, cuando se produjo una leve contracción del 0,03 %) y muy por debajo de los niveles registrados antes de la crisis (del 15,7 % en febrero de 2020 y del 13,7 % en diciembre de 2019). Finalmente, el saldo de préstamos exteriores experimentó en septiembre un retroceso del 1,2 %, con lo que se consolida una tendencia que se viene repitiendo en los últimos 3 meses y que no sucedía desde mayo de 2016.

---

<sup>49</sup> Este programa de compras (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), que se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior), incluye deuda corporativa. El programa, como se ha comentado previamente, acumulaba a finales de octubre un volumen de compras de 285.000 millones de euros, de los cuales más del 37 % fue adquirido en el mercado primario.

<sup>50</sup> Para un mayor detalle sobre la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda española, véase el artículo «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19», publicado en el *Boletín de la CNMV* correspondiente al tercer trimestre del año 2020.

<sup>51</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>52</sup> A fecha 15 de octubre de 2020, con la Línea de Avales del Estado, aprobada en el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, se habían avalado un total de 842.614 operaciones correspondientes a más de 550.500 compañías. El importe total avalado era de 79.038,7 millones de euros, lo que ha permitido que las empresas hayan recibido 103.999,2 millones de euros de financiación.

## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: amarillo

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV entre julio y octubre se situaron en 27.693 millones de euros, un 7,2 % por encima de las realizadas en el mismo periodo de 2019 (25.840 millones de euros). Destacó la emisión de bonos de titulización y de pagarés, que representaron el 32 % y el 29 % respectivamente de las emisiones totales. Estas últimas se siguen viendo favorecidas por el programa de avales<sup>53</sup> a las compañías no financieras condicionados a la emisión de estos instrumentos y a su incorporación al mercado de renta fija de AIAF o al MARF<sup>54</sup>. Por otro lado, destacaron las emisiones de cédulas territoriales de Bankia, BBVA y Banco Santander por un importe conjunto de 4.400 millones de euros. Asimismo, en lo que llevamos de año las emisiones de deuda se situaron en 84.337 millones de euros, un 38 % más que en el mismo periodo de 2019, lo que refleja la necesidad de captar suficientes recursos financieros para afrontar las incertidumbres y la crisis económica, aprovechando las buenas condiciones del mercado. Por su parte, la actividad emisora de las compañías en el exterior se redujo un 8,3 % interanual hasta septiembre (71.513 millones de euros), representando la emisión de pagarés el 48 % del total. Esta tendencia supone un cambio en la tendencia observada en años anteriores, marcados por el dinamismo de las emisiones foráneas.
- La capacidad de financiación de la economía española se situó en 1.500 millones de euros en agosto<sup>55</sup>, muy por debajo de los 3.800 millones de euros registrados en el mismo periodo de 2019, una disminución que es consecuencia del deterioro del saldo del turismo. En términos acumulados de 12 meses, la capacidad de financiación de la economía española hasta agosto se situaba en 16.900 millones de euros, por debajo de los 30.300 millones alcanzados hasta el mismo mes de 2019. Por otra parte, las entradas de capital<sup>56</sup> fueron de 800 millones de euros en agosto, aunque en términos acumulados de 12 meses se registró una salida de 54.200 millones de euros.
- Los depósitos de las familias crecieron un 7,2 % interanual en mayo, mientras que los de las empresas no financieras lo hicieron un 14,1 %, hasta situarse en 893.000 y 296.400 millones de euros, respectivamente, los valores más elevados de las series históricas. Tanto los hogares como las empresas han seguido acumulando liquidez en depósitos (entre ambos, 85.700 millones más entre finales de febrero y septiembre) para hacer frente a las necesidades que pudieran surgir en un contexto de recesión económica y una elevada incertidumbre sobre sus ingresos futuros<sup>57</sup>, así como también por la ausencia de alternativas rentables de inversión con escaso riesgo.
- La contratación media del mercado continuo se situó en 1.248 millones diarios en el tercer trimestre (un volumen que se mantuvo en octubre<sup>58</sup>), un 18 % menos que en el mismo trimestre de 2019 y el volumen más bajo de los últimos años. La fragmentación de la contratación de acciones españolas volvió a intensificarse y dio lugar a un retroceso significativo de la cuota de mercado de Bolsas y Mercados Españoles (BME), que se situó

<sup>53</sup> De acuerdo con el programa de avales establecido en el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

<sup>54</sup> El importe de pagarés emitido de julio a octubre en el MARF superó los 2.500 millones de euros (6.936 millones en lo que va de año). Las emisiones de pagarés en este mercado de compañías como El Corte Inglés, MásMóvil o Sacyr se han visto beneficiadas por el programa de avales establecido.

<sup>55</sup> Según los datos del avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

<sup>56</sup> Los datos reflejan la cuenta financiera excluyendo el Banco de España.

<sup>57</sup> Véanse los últimos datos de ahorro de los hogares descritos en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

<sup>58</sup> Los datos preliminares de octubre muestran que la contratación media diaria se situó en 1.253 millones de euros, un 38 % menos que en el mismo periodo de 2019.

en un nuevo mínimo histórico del 52,1 %<sup>59</sup> (de la negociación sometida a reglas de mercado) frente a otros centros de negociación distintos al mercado de origen. Esta proporción es 1 décima inferior al anterior mínimo histórico del primer trimestre<sup>60</sup>, en un contexto de cierta normalización de la volatilidad en los mercados.

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, que es una modalidad no sujeta a reglas de mercado, mostró en el tercer trimestre del año una proporción cercana al 15 % de la negociación total de los valores españoles<sup>61</sup>. Esta proporción se ha mantenido relativamente estable en el rango del 15-18 % en los últimos 2 años.

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (estimado mediante el tamaño del *spread bid-ask*), que se había deteriorado de modo significativo en la primera mitad del año como consecuencia de la elevada volatilidad de los mercados y, en cierta medida, de las restricciones establecidas por la CNMV a la operativa en corto<sup>62</sup>, ha ido mejorando progresivamente desde la última parte del primer semestre, aunque sigue alcanzando valores superiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En el caso del bono soberano, el diferencial *bid-ask* (de rentabilidades) progresó ligeramente durante la mayor parte del periodo, gracias a la intensidad de las compras del BCE, que favorecen la liquidez del mercado. La horquilla es reducida en términos absolutos (gráfico 15), pero relevante en el actual entorno de tipos muy reducidos, es decir, en términos relativos.
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas españoles y de la zona euro mejoraron para los préstamos de cuantía superior a 1 millón de euros y, en menor medida, para los préstamos de importes inferiores. Los primeros se situaron en 7 p.b. en septiembre (50 p.b. en mayo), mientras que los segundos descendieron hasta los 4 p.b. (desde los 37 p.b. en mayo), con lo que se sitúan en su nivel más bajo de los últimos 6 meses. Por otro lado, la Encuesta de Préstamos Bancarios<sup>63</sup> del tercer trimestre del año muestra una contracción generalizada de la oferta crediticia y un endurecimiento de los estándares de crédito para todos los tipos de préstamos, tanto en España como en la zona euro, como consecuencia del incremento de los riesgos percibidos. La demanda de crédito de las empresas retrocedió en ambas áreas tras el aumento récord de la demanda de liquidez de emergencia para hacer frente a la pandemia en el segundo trimestre, mientras que la demanda de hipotecas creció en ambas al producirse un ajuste después del periodo de confinamiento. Por su parte la demanda de préstamos al consumo siguió reduciéndose en España, pero creció en la zona euro. Por otro lado, los bancos esperan que las condiciones tanto de los créditos a empresas como de las hipotecas sean aún más severas en el cuarto trimestre, debido a las incertidumbres acerca de la recuperación económica y de la duración de las medidas de estímulo fiscal y también que la demanda de crédito para las empresas y para el consumo aumente.

---

<sup>59</sup> Los datos preliminares de octubre reflejan que la cuota de BME se situó en el 52,5 %.

<sup>60</sup> La cuota de mercado de los centros de negociación distintos al mercado de origen alcanzó un 47,8 % en el primer trimestre del año, favorecida por el entorno de elevada volatilidad, que incentivó el incremento de las operaciones de negociación algorítmica y de alta frecuencia, que tienen lugar en mayor medida en centros de negociación distintos al mercado de origen.

<sup>61</sup> Definiendo negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado y la realizada por internalizadores sistemáticos.

<sup>62</sup> La CNMV mantuvo en vigor hasta el 18 de mayo sus restricciones al establecimiento o el incremento de posiciones cortas netas sobre las acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las cuales es la autoridad competente. Al finalizar las restricciones, la CNMV realizó un estudio para determinar cuál había sido el impacto de esta medida en indicadores relacionados con la eficiencia del mercado. Las conclusiones de este estudio se pueden encontrar en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe\\_ventas\\_en\\_corto\\_23072020.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_ventas_en_corto_23072020.pdf)

<sup>63</sup> La encuesta fue realizada por el BCE entre el 21 de septiembre y el 6 de octubre a 143 bancos de la zona euro.

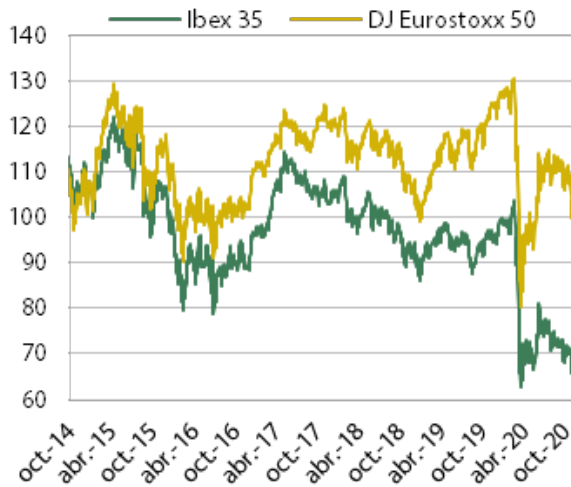
## Riesgo de contagio: naranja

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles se ha ido reduciendo desde julio, aunque se encuentra en niveles muy superiores a los que se observaban a principios de año (en torno a cero, véase gráfico 31). La mediana de estas correlaciones llegó a registrar máximos de 0,75 a mediados de marzo como consecuencia del brote de coronavirus y desde entonces ha ido descendiendo paulatinamente hasta situarse a finales de octubre en 0,33. Este valor es superior a la media registrada en el conjunto del año pasado (0,19) y se acercaría más a los valores medios de la última década (0,5). Siguiendo esta tendencia, el valor máximo de las correlaciones también ha disminuido: de 0,90 a mediados de julio a 0,62 a finales de octubre, al igual que el valor mínimo, que se sitúa en -0,08 frente a 0,08 a mediados de julio; no obstante, continúa por encima de los registros de principios de año (-0,37 a principios de febrero). Los niveles de correlación actuales son fruto de las incertidumbres en torno a la crisis del COVID-19, que han deteriorado las expectativas económicas y trasladado los riesgos a los distintos tipos de activos (acciones, deuda y crédito). Aunque en estos últimos meses estos niveles de correlación han disminuido, la tendencia podría revertirse si la crisis sanitaria empeora sustancialmente durante los próximos meses. Unos niveles de correlación más altos dan lugar a un aumento de las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activos y dificultan la diversificación de las carteras.
- En cuanto a los movimientos de los activos de deuda pública europeos, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos aumentó considerablemente con respecto a los valores observados en julio. En aquel momento se encontraba en torno al 0,47 y, desde entonces, ha ido aumentando gradualmente hasta el 0,92 alcanzado a finales de octubre. La tendencia ascendente se produjo con cierta irregularidad, pues se observó un primer ascenso rápido hasta finales de agosto, cuando se situó en 0,89, y después se registraron ciertos altibajos. El aumento de esta correlación se origina, sobre todo, en los indicadores relacionados con los bonos alemán y holandés. Por otra parte, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos sigue encontrándose en valores muy elevados, que apuntan a la identificación de vulnerabilidades financieras comunes a estas economías (véase gráfico 32). Sin embargo, dentro de estos niveles altos, se registró un leve descenso de este indicador, que pasó de 0,96 en julio hasta 0,91 a finales de octubre, marcando mínimos intermedios de 0,86.

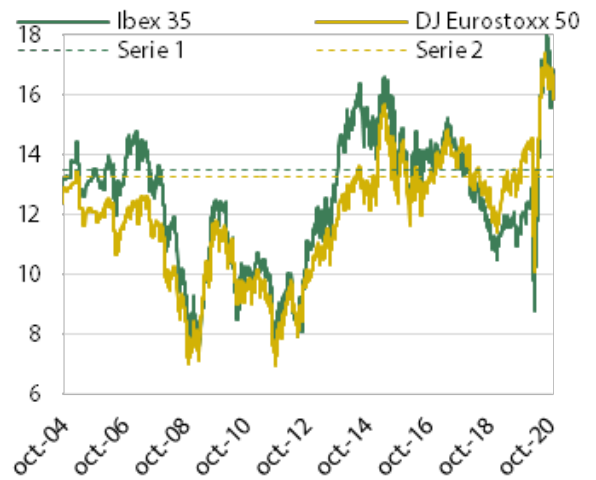


## Riesgo de mercado: nivel rojo

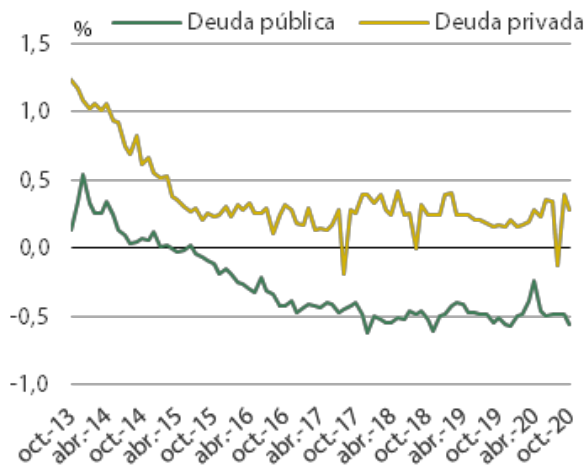
**Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles**



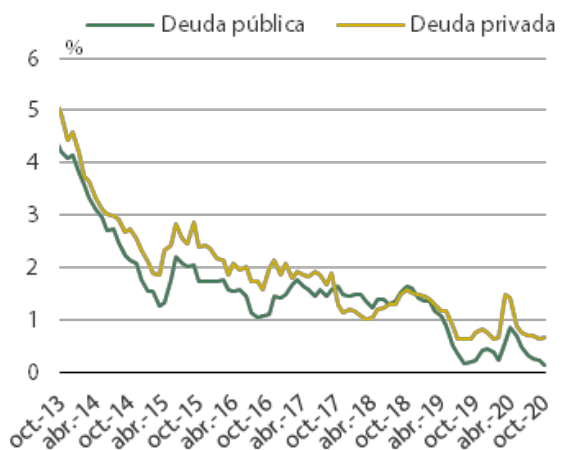
**Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)**



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



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



**Gráfico 7: Precio del petróleo**

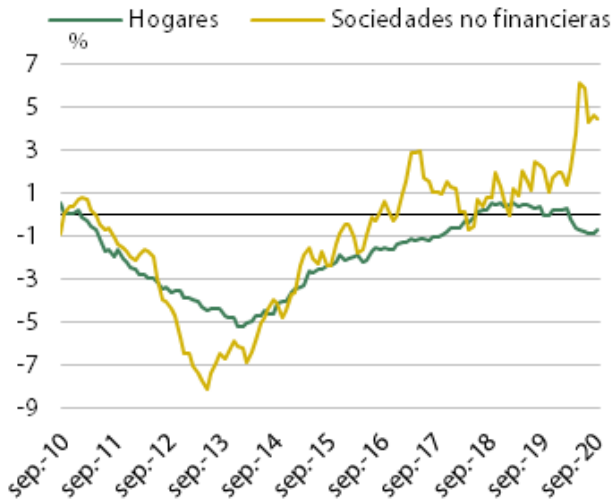


**Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)**

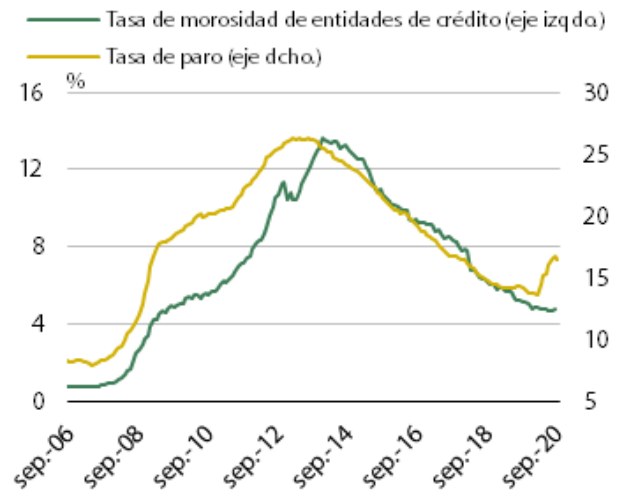


## Riesgo de crédito: nivel verde

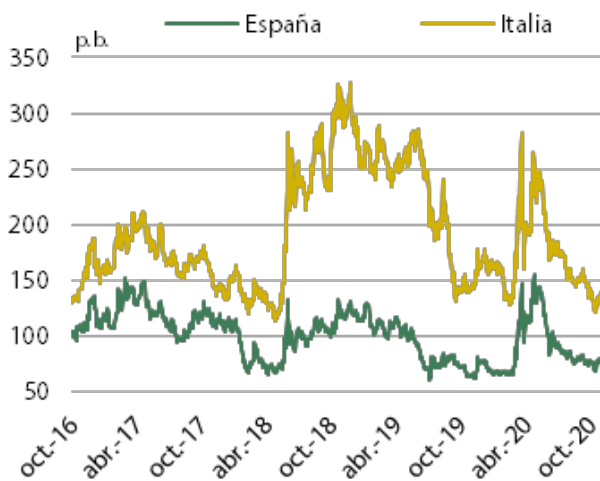
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



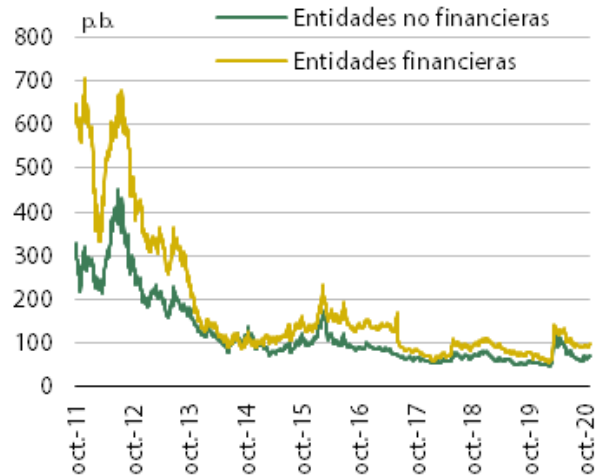
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



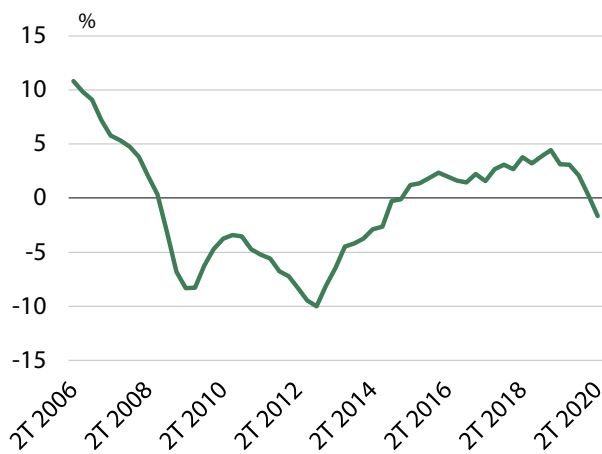
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



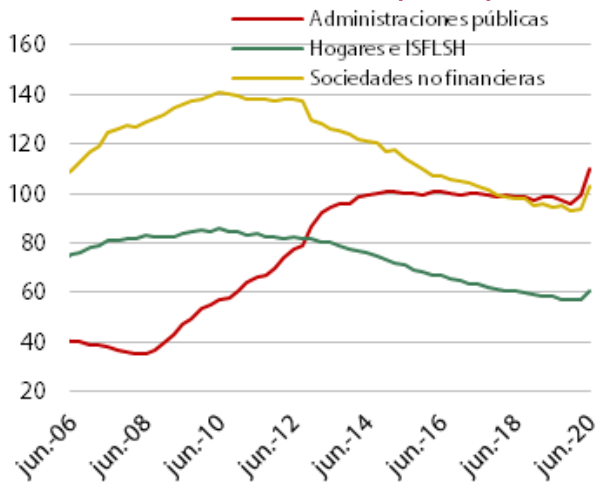
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

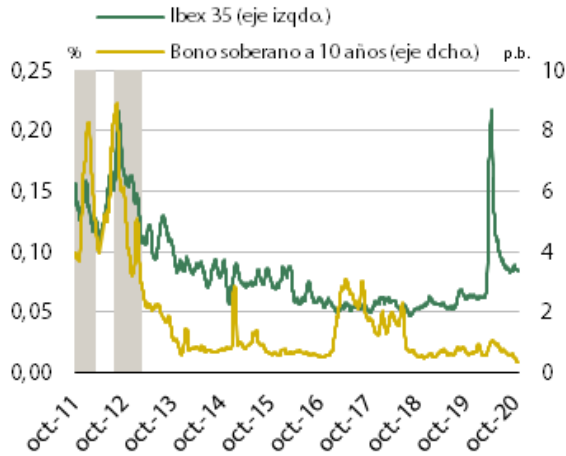


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



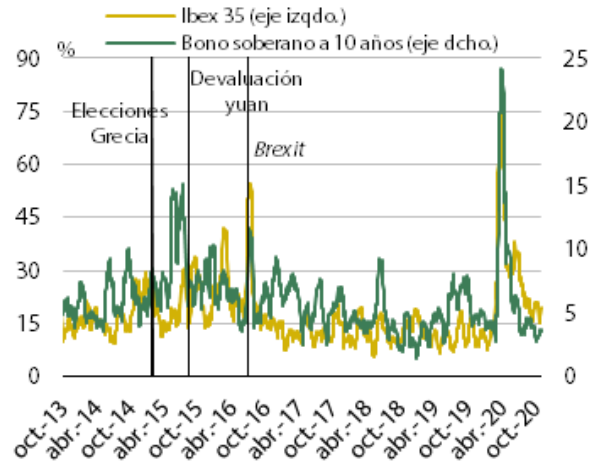
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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

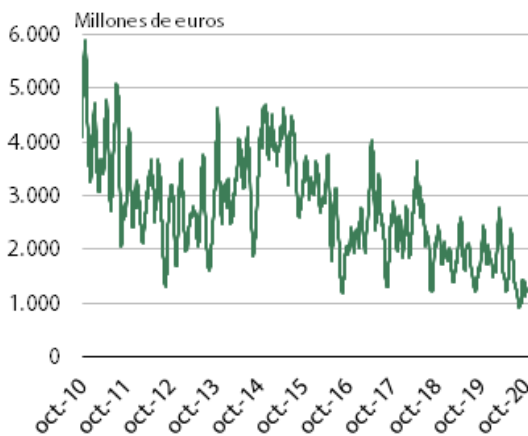


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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



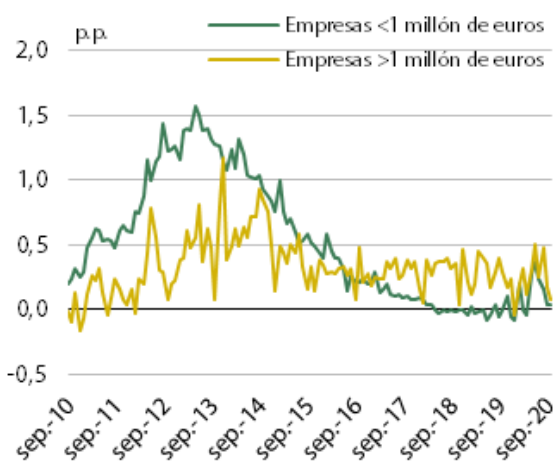
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)**



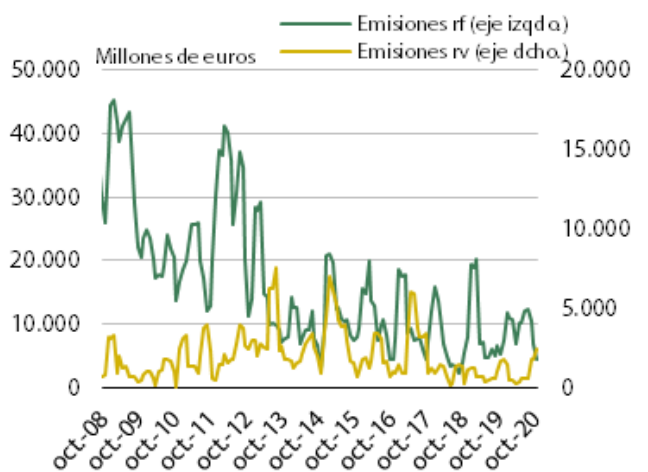
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

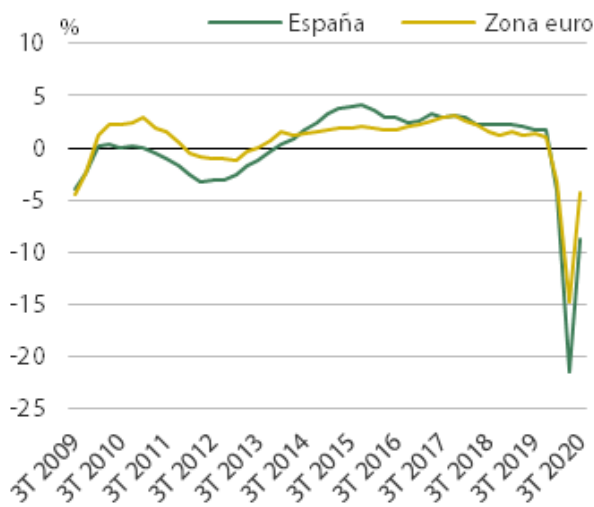


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)**

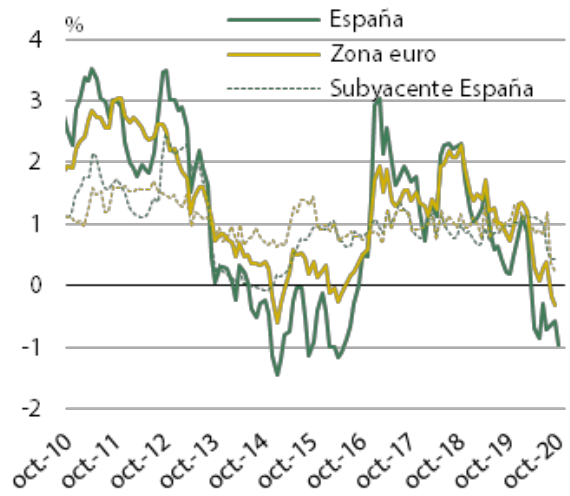


## Riesgo macroeconómico: nivel rojo

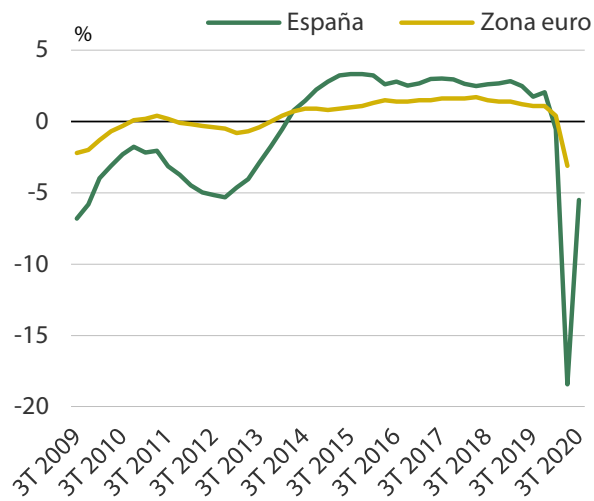
**Gráfico 21: PIB (var. interanual)**



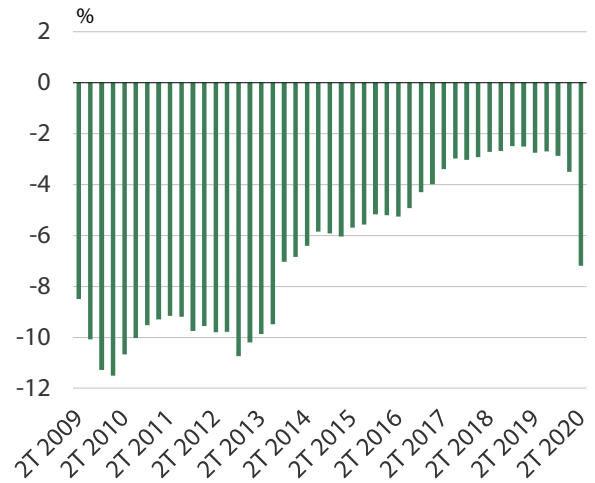
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



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

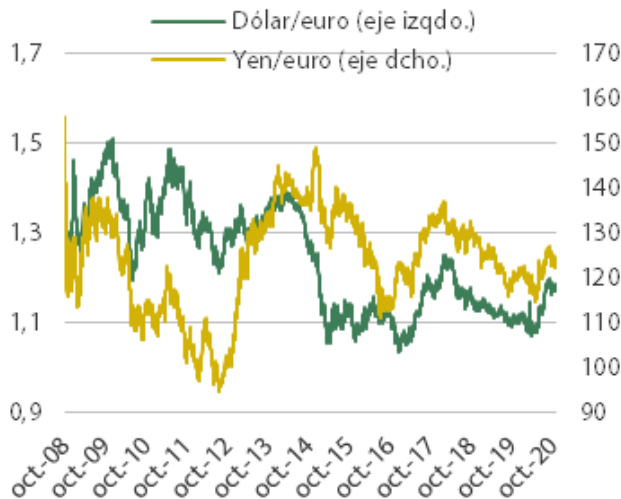


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

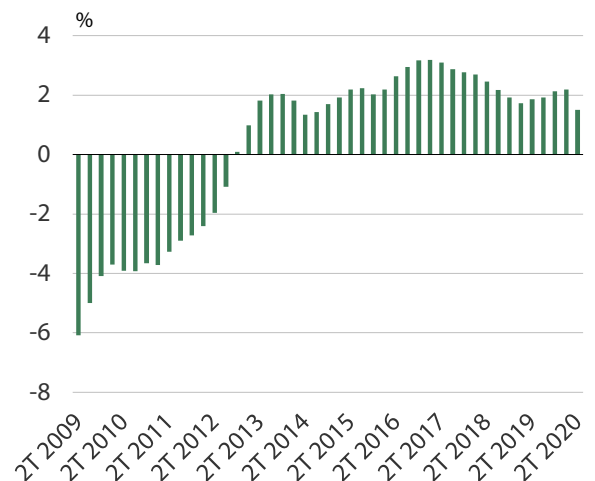


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

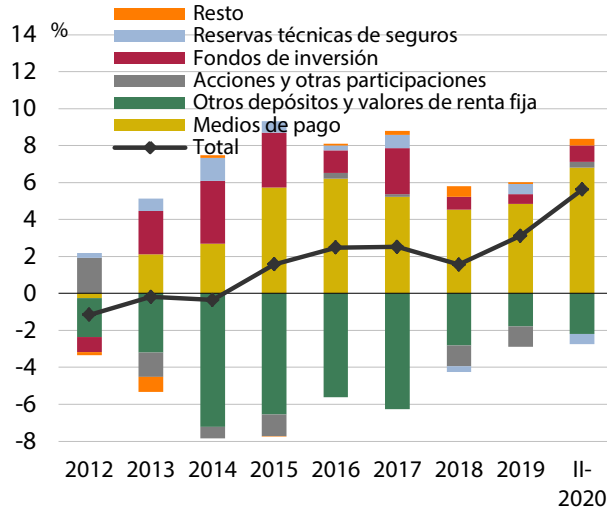


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



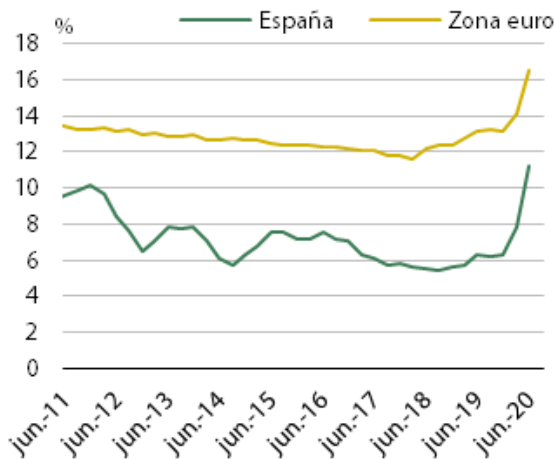
## Inversores

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

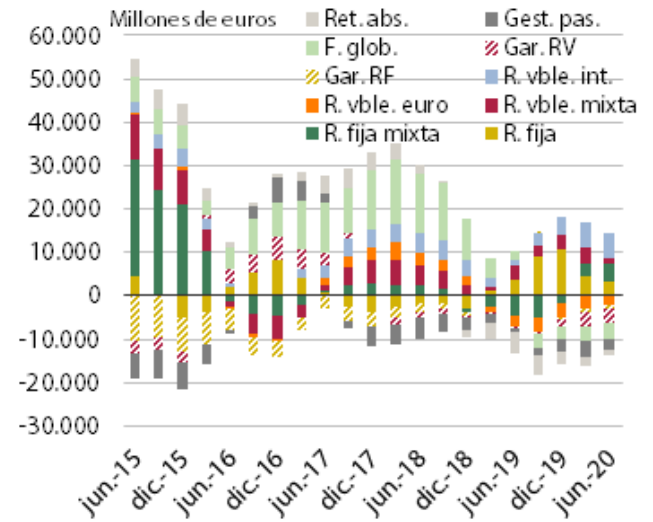


Datos acumulados cuatro trimestres.

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

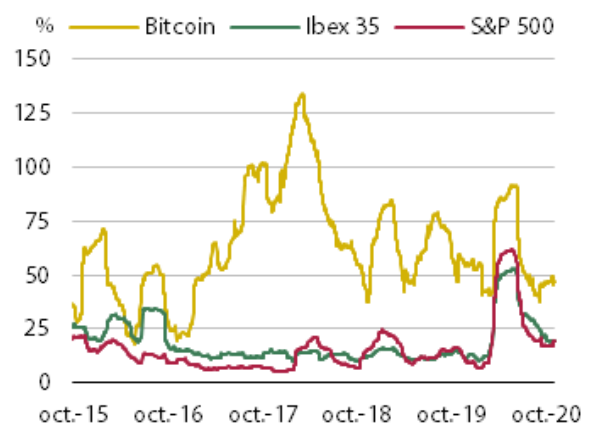


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



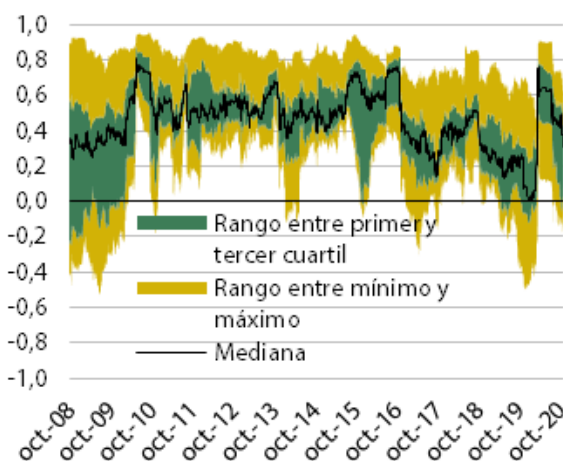
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

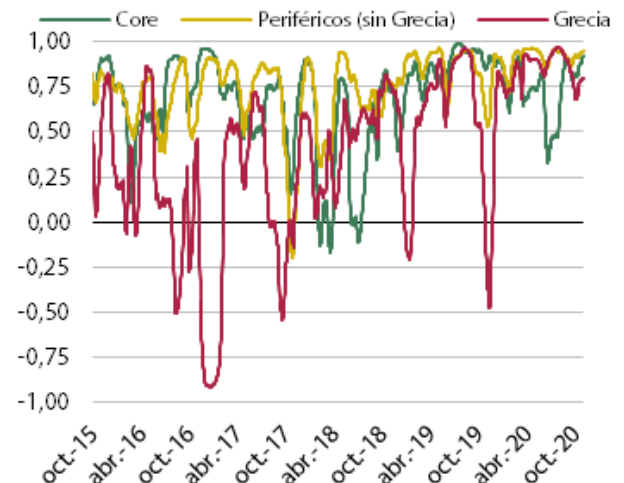


## Riesgo de contagio: nivel naranja

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



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



# Mapa de color: categorías de riesgo

INDICADOR	Intervalos referencia <sup>1</sup>	2014				2015				2016				2017				2018				2019				2020													
		o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n
<b>Riesgo macroeconómico</b>		[Color-coded cells for macroeconomic risk indicators]																																					
<b>Riesgo de mercado</b>		[Color-coded cells for market risk indicators]																																					
<b>Riesgo de crédito</b>		[Color-coded cells for credit risk indicators]																																					
<b>Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación</b>		[Color-coded cells for liquidity, financing and fragmentation indicators]																																					

(1) Los intervalos de referencia pueden ser: i) fijos: límites numéricos determinados, una (1c) o dos colas (2c); ii) corr\_3m: coeficientes de correlación calculados en ventanas de 3 meses; iii) p\_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de 3 años, una cola (1c) o dos colas (2c) o iv) p\_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica. Fuente: CNMV, Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.



## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse las series estadísticas de la CNMV «Indicadores de estrés de los mercados», disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](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>64</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

<sup>64</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.

macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que hasta que este no se publica el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el mapa. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas véase Cambón, 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.