



# Nota de estabilidad financiera

N.º 14 Abril 2020



# Nota de estabilidad financiera

N.º 14 Abril 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)

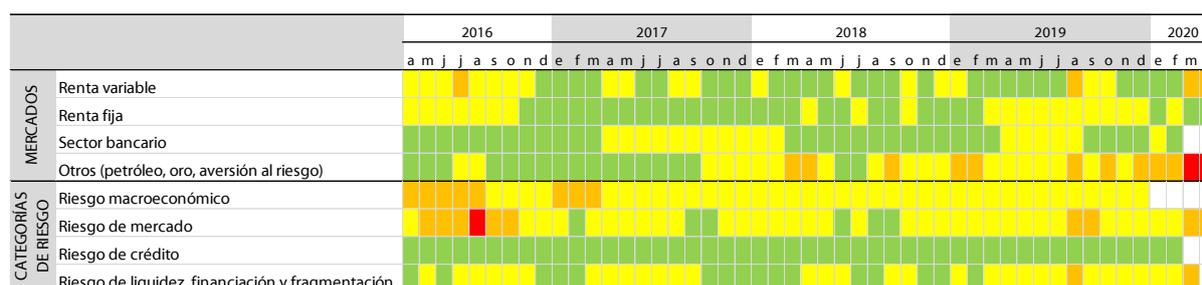
© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Maqueta: Comisión Nacional del Mercado de Valores



- ✓ El contexto macroeconómico español dio un giro radical en marzo respecto a la tendencia de leve desaceleración económica que se observaba en 2019. Las medidas de aislamiento y, en consecuencia, de paralización de buena parte de la actividad económica se tradujeron de forma inmediata en aumentos considerables del número de desempleados y en la suspensión de la actividad y el riesgo de cierre de muchas empresas. Los pronósticos de las instituciones más relevantes sitúan la contracción del PIB para este año en un rango entre el 7 % y el 14 %, la mayor de los registros históricos, si bien el grado de incertidumbre de dichos pronósticos es muy alto, pues dependen de numerosos factores. Entre ellos destacan: la duración de la crisis sanitaria, la efectividad de las medidas adoptadas por el Gobierno y las instituciones europeas, el ritmo y la intensidad de la recuperación de la actividad en sectores clave para el país como, por ejemplo, el turismo y, finalmente, la repercusión de los posibles cambios en los patrones de consumo de los agentes. Uno de los principales retos económicos reside en adoptar las medidas necesarias para paliar la crisis y preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo.
  
- ✓ Como se ha comentado en la introducción de esta nota, los mercados financieros nacionales experimentaron fuertes turbulencias en marzo, que se atenuaron en abril. En los mercados de renta variable se observaron caídas muy significativas en las cotizaciones y aumentos históricos de la volatilidad, que acabaron propiciando la adopción de restricciones a la operativa en corto, que siguieron otras jurisdicciones europeas. En los mercados de deuda se apreció un tensionamiento de las primas de riesgo, que perdió intensidad tras las diferentes medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE). Estas turbulencias dieron lugar a un aumento de los reembolsos netos en los fondos de inversión (estimados de media en marzo-abril en algo más del 2 % de su patrimonio, aunque afectaron más a algunos tipos de fondos y se concentraron especialmente en el mes de marzo), que, no obstante, fueron atendidos sin problemas significativos. La CNMV, además de supervisar de forma especial a las gestoras con mayor exposición a activos menos líquidos o de peor calidad crediticia, está fomentando el uso de las distintas herramientas de gestión de la liquidez disponibles.
  
- ✓ Las fuentes de riesgo existentes en el contexto actual son numerosas y de diferente naturaleza. Dentro del ámbito político destaca la incertidumbre relacionada con la falta de progreso en materia comercial y las dificultades para adoptar un enfoque común europeo frente a la crisis. En el ámbito financiero, los motivos principales de preocupación están relacionados con el riesgo de liquidez y con el de crédito, incluida la repercusión que pueda tener un aumento significativo de las rebajas en las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de *rating*. Los riesgos operacionales también cobran una especial relevancia en este entorno de aumento de tareas no presenciales.



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 30 de abril.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Al cierre de 2019, el PIB de la economía española había crecido un 1,8 % en términos interanuales, tras avanzar un 0,4 % en el último trimestre, la misma cifra que en el anterior. Los datos preliminares correspondientes al primer trimestre de 2020 señalan que la economía española ya ha acusado los efectos de la crisis del coronavirus al retroceder un 5,2 % (4,1 % en tasa interanual, véase gráfico 21). Estos datos trimestrales muestran un hundimiento del consumo de los hogares del 7,5 % (-6,7 % interanual) y un descenso de la inversión (formación bruta de capital) del 5,3 % (-5,5 % en 1 año). Por su parte, se produjo un incremento del gasto público del 1,8 % entre enero y marzo, lo que supone un aumento del 3,6 % en los últimos 4 trimestres, el mayor avance desde 2009.

Las previsiones de las principales instituciones para 2020 y 2021 están sujetas a un nivel elevado de incertidumbre, pues dependen de la evolución de numerosos factores, entre los que destacan la duración y dureza de las medidas de confinamiento, la efectividad de las medidas adoptadas o la repercusión de los posibles cambios en los patrones de consumo. Por esta razón, la mayoría de organismos han condicionado sus proyecciones de crecimiento a distintos escenarios posibles. Así, el Banco de España estima que, dependiendo de cómo evolucione la pandemia y de las medidas correspondientes<sup>2</sup>, el PIB caería este año entre un 6,6 % y un 13,6 %, mientras que en 2021 se recuperaría entre el 5,5 % y el 8,5 %. Ya en los primeros días de mayo, la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) ha presentado sus estimaciones, en las que la

<sup>2</sup> En este informe, publicado el 20 de abril, se establecen 3 escenarios posibles: un confinamiento de 8 semanas con una normalización casi inmediata, un confinamiento de 8 semanas con una normalización en el cuarto trimestre y uno de 12 semanas.

contracción de la economía estaría por encima de las cifras anteriores<sup>3</sup>. El Fondo Monetario Internacional (FMI), por su parte, publicó a mediados de abril sus pronósticos tomando como referencia un único escenario, en el cual la pandemia se frenaba en la segunda mitad del año. En este contexto, dicho organismo estima que la economía a nivel global retrocederá un 3 % este ejercicio, para crecer en 2021 un 5,8 %. En el caso de España, la previsión para 2020 se sitúa en el -8,0 % y en el 4,3 % para 2021. Estas cifras están ligeramente por debajo de las proyecciones para la zona del euro, con una tasa de crecimiento esperada del -7,5 % este año y del 4,7 % el siguiente. En cuanto a la Comisión Europea, que ha publicado sus cálculos a principios de mayo, las estimaciones de crecimiento en España para 2020 son del -9,4 % (-7,7 % para la zona del euro), mientras que para 2021 esta cifra es del 7 %. Estos valores son muy similares a los que el Gobierno español remitió unos días antes en el marco del Plan de Estabilidad 2020-2021.

- Los datos referidos al empleo correspondientes al primer trimestre de este año reflejan una tasa de desempleo del 14,4 % (13,8 % a finales de 2019), con una caída de 285.600 ocupados<sup>4</sup>. Estas cifras apenas reflejan el comienzo de la pérdida de empleo que ha sufrido la economía española y no incluyen el impacto de los ERTE<sup>5</sup>. En este sentido, a finales de marzo 578.300 personas estaban afectadas por un ERTE, con un aumento de 563.000 solo en las dos últimas semanas del mes. Las primeras cifras sobre el mercado laboral en el mes de abril muestran que el número de parados registrados en las oficinas públicas de empleo se incrementó en 282.000 respecto al mes precedente, con lo que el primer cuatrimestre se cerró en 3,8 millones de parados, un 8 % más que el año anterior. En cuanto a la afiliación a la seguridad social, los registros mostraron una caída del 4 % en el número de afiliados hasta poco menos de 18,4 millones, mientras que los trabajadores afectados por un ERTE ascendían a 3,5 millones. Las previsiones para el cierre de 2020 indican que el paro se situará, dependiendo de los distintos escenarios, entre el 18,3 % y el 21,7 %<sup>6</sup>.
- El indicador avanzado de la inflación correspondiente a abril refleja un incremento de los precios durante el mes del 0,3 %, lo que sitúa la tasa interanual de inflación en terreno negativo, concretamente en el -0,7 %. Los bienes y servicios denominados *grupo especial COVID-19*, que son aquellos que se han seguido consumiendo en la situación de confinamiento<sup>7</sup>, se han analizado por parte del Instituto Nacional de Empleo (INE) de forma individualizada, con los siguientes resultados: los precios de los bienes pertenecientes a este grupo se han incrementado un 1,2 % en 1 mes (3,2 % en tasa

---

<sup>3</sup> En este caso, la CEOE estima un retroceso entre el 8 % y el 15,5 %. Los tres escenarios que se barajan (a la fecha de publicación de sus estimaciones ya se conocía el plan del Gobierno de desescalada en cuatro fases y sus fechas estimadas) son los siguientes: una recuperación de la economía en el tercer trimestre, un rebrote de la pandemia en el segundo semestre del año con una recuperación relativamente rápida y un escenario con un nivel de parálisis mucho más duro y prolongado.

<sup>4</sup> Datos de la Encuesta de Población Activa (EPA).

<sup>5</sup> Los trabajadores afectados por un ERTE se consideran ocupados mientras la suspensión de empleo sea inferior a 3 meses.

<sup>6</sup> En concreto, el Banco de España estima, para cada uno de los posibles escenarios, una tasa de paro a fin de año del 18,3 %, 20,6 % o 21,7 %. La previsión del FMI, por su parte, es del 20,8 %.

<sup>7</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.

interanual, destacando los alimentos frescos con un 6,9 %), mientras que los servicios han retrocedido un 1,4 % (-4,3 % interanual) como consecuencia del descenso del precio de la energía. Con datos a cierre de marzo, periodo en el que los precios se redujeron un 0,4 % en tasa mensual y se mantuvieron estables respecto al mismo mes de 2019, se puede observar que el diferencial negativo con la zona del euro (en términos de IPC armonizado) se ha ampliado ligeramente, desde los 0,3 puntos porcentuales (p.p.) en enero y febrero hasta los 0,6 p.p. en marzo. En relación con la tasa de inflación subyacente, que excluye los elementos más volátiles (energía y alimentos frescos), los datos del primer trimestre de 2020 muestran un leve repunte en febrero y marzo, hasta situarse en el 1,2 % y el 1,1 %, respectivamente, después de 5 meses en el 1,0 %.

- La información de cierre del año correspondiente a las finanzas del sector público muestra que el déficit de 2019 se mantuvo por debajo del 3 % del Pacto de Estabilidad, aunque experimentó un ligero repunte de 3 décimas, hasta el 2,8 % del PIB. Por su parte, la deuda pública se situó en el 95,5 %, 2 p.p. menos que la cifra de septiembre y que la de cierre de 2018. En referencia a 2020, los datos ofrecidos por el Ministerio de Hacienda reflejan que en los 2 primeros meses del año el déficit registrado se había incrementado un 2,9 % en relación con el mismo periodo de 2019, hasta los 11.200 millones de euros<sup>8</sup>. A pesar de este aumento, el déficit de la Administración central se redujo un 5,3 % y se situó en 11.400 millones de euros. De cara al cierre de 2020, el alza del gasto público y la fuerte caída de los ingresos como consecuencia de la crisis del COVID-19 podrían llevar el déficit público por encima del 10 % del PIB, según los pronósticos de las instituciones y organismos de referencia. Así, por ejemplo, la CEOE situaría el déficit entre 80.000 y 120.000 millones de euros, una horquilla del 7-11 % del PIB. Los pronósticos del Banco de España serían similares y situaría esta cifra entre el 7 % y el 11 %, dependiendo de cada uno de los escenarios que plantea, mientras que el FMI lo estimaría en un 9,5 %. Por su parte, la deuda pública podría alcanzar un nivel entre el 110 % y el 120 % del PIB.
- En relación con las decisiones financieras de los hogares, los datos de las Cuentas Financieras correspondientes al cierre de 2019 mostraban una prolongación de las tendencias observadas desde principios de año, con un aumento de la inversión en activos algo más conservadores que en ejercicios anteriores, cuando los hogares, debido al entorno de bajos tipos de interés, habían mostrado una mayor preferencia por activos relativamente arriesgados. Así, se observó un aumento tanto de la tasa de ahorro de los hogares —que se situó en el 7,4 % de la renta disponible a finales de 2019 frente al 5,9 % de 2018— como de la adquisición de activos financieros, que alcanzó, en términos netos, el 4,5 % del PIB, la mayor cifra desde 2007 (gráfico 27). El desglose de la adquisición de activos revela que prosiguió la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (-1,7 % del PIB) y el elevado volumen de inversión en medios de pago<sup>9</sup> (4,9 % del PIB), aunque se produjeron algunas diferencias en relación con las tendencias observadas en años previos, que confirmaron el carácter algo más conservador de la cartera. Así, por

<sup>8</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.

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

ejemplo, a pesar de que los fondos de inversión registraron suscripciones netas en el conjunto del ejercicio, estas se han concentrado en vocaciones consideradas de riesgo reducido, especialmente en fondos de renta fija, que, a pesar de ser la categoría con el rendimiento de la cartera más bajo en 2019, experimentaron unas suscripciones netas de casi 10.700 millones de euros<sup>10</sup>.

El desencadenamiento de la crisis en marzo de este año dio lugar a un cambio en el patrón inversor en fondos, que se manifestó en un incremento de los reembolsos. Estos fueron, no obstante, menores que los observados en otros periodos de crisis. Los primeros datos disponibles a este respecto muestran, en primer lugar, que entre los meses de marzo y las 3 primeras semanas de abril las salidas netas de recursos de los fondos de inversión fueron de, aproximadamente, 6.000 millones de euros, alrededor del 2,1 % de su patrimonio, concentrándose tanto en el tiempo (básicamente en el mes de marzo) como en los fondos globales y los de renta fija<sup>11</sup>, <sup>12</sup>. Por otro lado, los depósitos de los hogares aumentaron en marzo en más de 10.000 millones de euros, hasta superar los 861.000 millones, un 1,2 % más que en el mes anterior y un 5,3 % más que 1 año antes. En los próximos meses la necesidad de liquidez por parte de aquellos hogares que sean más vulnerables en términos financieros podría generar desinversiones en algunos activos, como los fondos de inversión o las acciones y otras participaciones. También podría producirse un aumento del ahorro por un motivo de precaución, al igual que sucedió en los años centrales de la crisis financiera de hace 10 años.

### Contexto de tipos de interés reducidos

- La política monetaria de la zona del euro en la primera parte del año estuvo condicionada por los efectos del coronavirus en la economía y su repercusión sobre los tipos de interés, con especial atención a la evolución de las primas de riesgo soberanas. En este contexto, a las medidas de carácter expansivo que permanecían vigentes (rebaja del tipo de la facilidad marginal de depósito hasta el -0,50 %, tercera ronda de financiación a la banca —el TLTRO-III— con extensión del plazo de las operaciones de 2 a 3 años y compras netas de activos por importe de 20.000 millones de euros mensuales desde noviembre), se unieron compras adicionales por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año, así como la flexibilización de las normas de capital y liquidez para los bancos con el objetivo de establecer unas condiciones de financiación más favorables para la economía real.

---

<sup>10</sup> Este evolución fue compatible con la existencia de un conjunto de inversores que se decantó, sobre todo en el tramo final del año, por fondos de vocaciones más arriesgadas, como las de renta variable internacional, que en el conjunto del año recibieron un volumen de recursos superior a los 4.000 millones de euros.

<sup>11</sup> Es importante señalar que más del 90 % de estos reembolsos se produjo durante el mes de marzo, habiendo disminuido paulatinamente a lo largo del mes de abril.

<sup>12</sup> En el contexto de la crisis, los trabajos principales de la CNMV han estado relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras, con el fin de seguir la situación y recordarles las obligaciones así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV ha dado indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*. En relación con las herramientas macroprudenciales disponibles, cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV. Para un mayor detalle sobre las actuaciones de la CNMV en el ámbito de las IIC durante la crisis, véase el recuadro «Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19» publicado en el *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de este año.

Debido a la magnitud del desafío, en la segunda mitad de marzo el BCE anunció su programa *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), con un importe de 750.000 millones de euros, cuyos principales objetivos son garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y evitar una fragmentación de los mercados de deuda que puede provocar la escalada de los intereses de la deuda de los países más afectados por la expansión del coronavirus, asegurándose que todos los sectores de la economía puedan beneficiarse de condiciones financieras favorables y absorber de forma adecuada y homogénea el *shock*. Posteriormente se unió en abril un nuevo programa denominado PELTRO<sup>13</sup>, que consistirá en 7 operaciones de refinanciación a largo plazo a los bancos y que les facilitará abundante liquidez a un coste de -25 puntos básicos (p.b.), con el objeto de que estos concedan créditos a empresas y familias. Estas medidas han permitido que los tipos de interés se mantengan en niveles reducidos en todos los plazos de la curva en España e, incluso, en valores negativos hasta el plazo de 3 años, circunstancia que ha favorecido la contención de los tipos corporativos a corto plazo en niveles reducidos. Por su parte, en EE. UU. la Reserva Federal ha seguido una política similar, que ha incluido 2 sucesivas bajadas de tipos hasta situarlos en el rango del 0-0,25 %, además de programas de compras de activos y facilidades de liquidez para empresas y familias<sup>14</sup>.

- En este entorno se mantienen e incluso se intensifican algunos riesgos que ya se han recogido en notas anteriores: por una parte, persistirán las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), que en el contexto actual pueden ser especialmente arriesgadas, ya que quizá incluyan activos de peor calidad crediticia, que podrían sufrir rebajas adicionales en su calificación, alta volatilidad y deterioros de liquidez; por otra parte, continuarán las dificultades del sector bancario para mantener sus márgenes y, en consecuencia, su rentabilidad, lo que supone un incentivo para asumir mayores riesgos en búsqueda de un rendimiento superior. Sin embargo, el reducido nivel de los tipos de interés también mitiga alguno de los riesgos percibidos, al incidir positivamente en la evolución de la morosidad y, en general, abaratar el coste de la financiación de los agentes endeudados.

### Fuentes de incertidumbre política

- En Europa, una de las principales fuentes de incertidumbre política desde hace más de tres años es el *brexit*, que finalmente se produjo el pasado 31 de enero. Aunque en principio se evitó el riesgo más importante —la salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea (UE)—, todavía existe incertidumbre en relación con el marco que regirá la relación entre este país y la Unión después del 31 de diciembre de 2020, cuando finalice el periodo de transición. Para entonces, debería haberse trazado un nuevo tratado que regule el futuro marco de relaciones comerciales y económicas por el que se regirán

---

<sup>13</sup> *Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations*.

<sup>14</sup> El programa de compras de activos, que inicialmente tenía un importe de 700.000 millones de dólares e incluía deuda pública y activos con garantía hipotecaria, se amplió hasta un volumen ilimitado en las cantidades necesarias para mantener el funcionamiento normal de los mercados y una ejecución efectiva de la política monetaria. Asimismo, la institución anunció una inyección extraordinaria de liquidez por valor de 2,3 billones de dólares destinada a hogares y pequeñas empresas.

ambos territorios a partir de ese momento<sup>15</sup>. Las negociaciones a este respecto, que ya tenían unos plazos ajustados, se pospusieron a raíz de la crisis del coronavirus y se reanudaron telemáticamente a mediados de abril. La UE considera primordial no perjudicar el mercado único y conseguir un acuerdo que proporcione un «marco de condiciones equitativas» (*level-playing field*), es decir, que asegure la existencia de una serie de condiciones que eviten la competencia desleal. Se pretende impedir, por ejemplo, que el Reino Unido marque estándares mínimos en materia medioambiental o fiscal menores que los europeos y que pudieran suponer incentivos para cambios de localización de compañías europeas.

Actualmente, existen grandes diferencias de opinión en asuntos clave como los relativos a la pesca o a la cooperación judicial y policial en asuntos criminales o en materia de competencia y prácticas desleales. Además, el país británico prefiere negociar acuerdos comerciales sectoriales y no un solo acuerdo completo. La falta de avances, el reconocimiento de serias divergencias entre las partes y la negativa por parte del Reino Unido a contemplar la posibilidad de una prórroga que alargue este periodo (aunque la UE no la ha pedido formalmente ni parece que lo vaya a hacer), podría traducirse en una salida desordenada del Reino Unido, que acabaría comerciando con la UE al amparo de las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Mientras tanto, el periodo de transición y la marcha de las negociaciones en plena pandemia son fuentes de incertidumbre que podrían generar turbulencias en los mercados financieros<sup>16</sup>. Además, el hecho de que la negociación se lleve a cabo en un entorno de crisis tan cambiante, que afecta a aspectos tan trascendentes como el comercio o la movilidad de las personas, supone un riesgo añadido. Al mismo tiempo que transcurren las negociaciones con la UE, el Reino Unido y EE. UU. han comenzado otras paralelas para abordar un futuro acuerdo comercial entre ambos territorios, lo cual probablemente influya en las negociaciones que el país británico mantiene con la UE.

- Uno de los debates surgidos a raíz de la crisis del coronavirus en el seno de la UE radica en la idoneidad de una respuesta coordinada y común por parte de los países que conforman la Unión para paliar su impacto económico. A lo largo de varias semanas se han planteado numerosas formas de mitigar la crisis económica, que han generado tensiones entre los países miembros. Un ejemplo de ello fue el debate en torno a la posibilidad de emitir eurobonos (popularizados como coronabonos, debido a la situación actual) para financiar la lucha contra el virus y sus consecuencias económicas. Con ellos se emitirían títulos de deuda pública conjunta de la UE, que aliviarían la presión sobre los países más afectados y, en general, más endeudados. Estos obtendrían una financiación de forma menos costosa, al desvincularse de las primas de riesgo individuales. En este caso,

---

<sup>15</sup> Realmente las negociaciones en torno al futuro tratado han de concluir aproximadamente en noviembre, pues el acuerdo necesitará ratificarse en el Parlamento. No obstante, existe la posibilidad de ampliar este periodo de transición aunque solo podrá hacerse si se solicita antes del 1 de julio de 2020, algo que parece poco probable a la vista de las declaraciones del Gobierno británico.

<sup>16</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.

países como España, Francia e Italia se mostraron a favor de esta medida, lo que contrastó con la oposición de otros como los Países Bajos, Alemania, Austria o Finlandia.

Finalmente a mediados de abril se llegó a un acuerdo por el cual la UE moviliza más de 500.000 millones de euros para hacer frente a la crisis económica provocada por el virus. Así, se suministrarán fondos a los Gobiernos de tres formas: 240.000 millones a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), 200.000 millones a través del Banco Europeo de Inversiones (BEI) para el apoyo a pequeñas y medianas empresas y 100.000 millones para combatir el desempleo por medio de la Comisión Europea<sup>17</sup>. Mientras dure la crisis no se exigirán condiciones para los fondos que facilitará el MEDE, si estos se destinan a gastos médicos y de prevención. Las condiciones de estos fondos fueron el principal punto de discusión en el asunto, pues en anteriores crisis sí se exigieron condiciones para acceder a mecanismos similares<sup>18</sup>. Este paquete de estímulos se suma a la activación, a finales de marzo, de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por la que se suspenden temporalmente las reglas de control del déficit y la deuda, y a los programas de compras de deuda del BCE, que han movilizado cerca de un billón de euros<sup>19</sup>. Con todo, la aprobación de medidas adicionales de reactivación económica puede generar nuevas divergencias entre los socios europeos, como ocurre con el llamado fondo de reconstrucción.

- La guerra comercial entre EE. UU. y China, una de las incertidumbres que más ha pesado sobre la economía mundial en los últimos años, parecía haber avanzado en enero con la firma de la primera fase del acuerdo comercial entre ambas potencias. Sin embargo, la crisis sanitaria actual ha supuesto un distanciamiento y un aumento de hostilidades entre estas dos economías y, por tanto, ha puesto en peligro estos avances. De hecho, EE. UU. ha anunciado que habrá consecuencias importantes si China no cumple los compromisos de compra de productos estadounidenses establecidos en el acuerdo alcanzado en enero<sup>20</sup>.
- En el plano nacional, destacan los riesgos relativos a la gestión económica de la crisis sanitaria y la dificultad para llegar a acuerdos. La elevada fragmentación parlamentaria podría retrasar y, eventualmente, impedir la adopción de determinadas medidas destinadas a afrontar la crisis y, en consecuencia, intensificar la incertidumbre presente en los mercados financieros.

---

<sup>17</sup> Se concederán préstamos a los países más afectados por el COVID-19 para tratar de costear medidas para evitar los despidos ocasionados por la pandemia. Esta iniciativa se conoce como SURE y, en el caso de España, irá destinada esencialmente al pago de los ERTE, aunque podría emplearse también en medidas de apoyo a los autónomos. No obstante, quedan por determinar aspectos importantes de estos préstamos, como su interés y plazo.

<sup>18</sup> Los préstamos del MEDE (conocidos como *Pandemic Crisis Support*) están limitados al 2 % del PIB (al cierre de 2019) del país que los solicite. Para España esto supondría aproximadamente 25.000 millones de euros.

<sup>19</sup> A principios de mayo el Tribunal Constitucional alemán falló en contra del uso del Programa de Compras de Deuda (PSPP, por sus siglas en inglés) y dictaminó que el Bundesbank no debe participar en la implementación del mismo hasta que el BCE justifique que su uso no tiene efectos desproporcionados en la política fiscal (tiene tres meses para hacerlo). No obstante, el TJUE en 2018 respaldó que las compras de deuda se ajustan al mandato del BCE y, en todo caso, este fallo no debería afectar al programa extraordinario de compras diseñado a raíz del coronavirus.

<sup>20</sup> Con la firma de la primera fase del acuerdo comercial, China se comprometió a aumentar la compra de productos estadounidenses, centrándose sobre todo en los sectores agrícola, manufacturero y energético, aunque debido a la pandemia de coronavirus el comercio internacional se ha reducido significativamente. Por su parte, EE. UU. congeló la imposición de aranceles adicionales a productos chinos.

## Otras fuentes de incertidumbre

- La ciberseguridad se ha convertido en un aspecto clave para organismos y empresas, pues el riesgo de ciberataques es cada vez más alto y puede acarrear consecuencias muy perjudiciales. Si ya era importante la prevención de este riesgo operacional en el contexto anterior a la crisis, su relevancia es aún mayor tras el brote de COVID-19 debido al significativo fomento de las actividades no presenciales y, en particular, del teletrabajo. Esta situación podría hacer más vulnerables a aquellas compañías o instituciones que no puedan reaccionar con rapidez al nuevo entorno en condiciones de seguridad. Mantener la seguridad de la red informática y evitar fugas de información son cuestiones esenciales, pues la materialización de un ciberataque podría afectar de forma sustancial a las empresas y trasladarse a múltiples sectores y servicios. En última instancia, si el contagio afecta a un número suficiente de agentes, podría tener consecuencias negativas para la estabilidad financiera del sistema. En la actualidad, existen numerosas iniciativas procedentes de diferentes ámbitos —público y privado— que tratan de evaluar este riesgo, incrementar la resistencia de las entidades y, en su caso, identificar los factores mitigantes más relevantes, así como los mecanismos de coordinación entre instituciones más adecuados.
- A pesar de que en muchos países las medidas de aislamiento comienzan a retirarse de forma paulatina y gradual, persiste el riesgo de rebrote en el futuro —tal y como advierte la Organización Mundial de la Salud (OMS)—, tanto a corto plazo por la relajación de las medidas, como a más largo plazo al finalizar el verano. Una segunda oleada de contagio del coronavirus sin la disponibilidad de una vacuna podría dar lugar a una nueva oleada de medidas de confinamiento y a la consiguiente paralización de actividades, que deterioraría aún más la economía mundial y ocasionar nuevas turbulencias en los mercados.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: naranja

- Los mercados internacionales de renta variable, que habían finalizado 2019 con avances destacados en los precios en la mayoría de las plazas<sup>21</sup>, comenzaron 2020 con ligeros retrocesos por las incertidumbres en torno al potencial impacto negativo del coronavirus sobre la economía, el consumo y el crecimiento económico mundial. En este contexto, tras un breve repunte transitorio al inicio de febrero, gracias al mantenimiento de la política monetaria expansiva de los bancos centrales y a la resolución de algunos elementos de incertidumbre<sup>22</sup>, cayeron con fuerza en marzo conforme el virus se extendía con rapidez en Europa, EE. UU. y en muchas otras zonas del mundo y obligaba a paralizar buena parte de la actividad económica para hacer frente a los efectos sanitarios de la pandemia. Así, las bolsas sufrieron los mayores retrocesos de su historia en el mes de marzo, acumulando también la mayor caída registrada hasta la fecha en un trimestre, como consecuencia de la fuerte recesión esperada para las principales economías mundiales en los próximos meses en un escenario de elevada incertidumbre. Posteriormente, en abril, a medida que la pandemia se iba estabilizando, la mayoría de los mercados recuperaron una parte de las pérdidas, gracias a las medidas económicas y financieras adoptadas por los principales bancos centrales y Gobiernos de las mayores economías del mundo para combatir la crisis, así como al interés de los inversores por aquellos mercados y compañías que tienen mejores perspectivas de recuperación. Aun así, todavía no son descartables nuevos retrocesos en los mercados, puesto que existe una gran incertidumbre en torno a varios elementos comentados al principio de esta nota. Entre ellos destacan la intensidad y la duración de la recesión (los indicadores publicados en las últimas semanas van delimitando los daños que están sufriendo las economías y las empresas), la posible reactivación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y la posibilidad de que en el futuro se produzcan nuevas oleadas de rebotes del virus, que podrían intensificar la intensidad de la recesión.
- Todos los principales índices bursátiles internacionales presentaron importantes caídas en el año, atenuadas por recuperaciones de distinta intensidad en abril<sup>23</sup>, que fueron más significativas en el caso de algunos mercados europeos. En los mercados estadounidenses, tras alcanzar sus máximos históricos en las primeras semanas del año, cayeron con fuerza en marzo en un entorno de elevada volatilidad<sup>24</sup>, para recuperarse parcialmente a lo largo de abril gracias a la intensa batería de estímulos monetarios e inyecciones de liquidez

---

<sup>21</sup> Los principales mercados internacionales presentaron avances destacados en 2019, siendo las principales referencias por áreas geográficas: zona del euro (desde el 11,8 % del Ibex 35 español hasta el 28,3 % del Mib 30 italiano), EE. UU. (desde el 22,3 % del Dow Jones hasta el 35,2 % del Nasdaq) y Japón (18,2 % del Nikkei 225).

<sup>22</sup> Entre ellos, la firma a mediados de diciembre de la primera fase del acuerdo comercial alcanzado entre EE. UU. y China, así como la previsible resolución final del *brexit*.

<sup>23</sup> Los avances de los mercados en abril oscilaron entre el 2 % del Ibex 35 y el 15,4 % del Nasdaq, observándose el mejor comportamiento en los índices estadounidenses.

<sup>24</sup> La volatilidad histórica del Dow Jones alcanzó un máximo histórico del 103,2 %, mientras que el índice de volatilidad VIX superó el 82 %, un valor superior al máximo registrado en la crisis financiera de 2008.

realizados por la Reserva Federal. Entre los índices estadounidenses<sup>25</sup>, los mayores descensos correspondieron al Dow Jones, que presenta pérdidas del 14,7 % hasta abril, mientras que las del tecnológico Nasdaq se reducen a un ligero 0,9 % tras recuperar en 1 mes casi todas las caídas iniciales. En este último caso, aunque tradicionalmente muchos inversores y analistas habían advertido de forma reiterada sobre la valoración excesiva de algunas compañías tecnológicas<sup>26</sup>, se ha demostrado que estas son las grandes beneficiadas de esta crisis frente a las empresas de la economía tradicional, por su mayor flexibilidad y capacidad de adaptación a las necesidades de los consumidores. En el caso de Europa, las caídas fueron más intensas y oscilaron entre 18 % del Dax 30 alemán y el 27,5 % del Ibex 35 español<sup>27</sup>, que acumuló el peor comportamiento junto con el italiano Mib 30 (-24,7 %), acusando el mayor impacto de esta crisis en sus economías. Los valores y mercados europeos han experimentado, en general, retrocesos más intensos que los estadounidenses por su mayor exposición a los sectores de la economía tradicional como los de bienes de consumo, financiero, del turismo y de la industria, frente a los sectores de carácter más tecnológico.

- En España, el Ibex 35 presentó un retroceso ligeramente superior al del resto de los índices europeos<sup>28</sup>, observándose una recuperación más débil, que fue solo del 2 %. Este peor comportamiento del índice español respecto a sus equivalentes europeos podría atribuirse en parte a la diferente composición del índice español (con mayor peso de los sectores financiero y del turismo, aunque menor en el de bienes de consumo y de la industria, todos ellos muy afectados por la crisis) respecto a los europeos, en los que la participación de algunos sectores como el tecnológico y el farmacéutico y de la salud es más significativa y el efecto de las caídas ha sido sensiblemente inferior; pero también podría asociarse en cierta medida al mayor impacto general de la crisis en la economía española.
- Con la excepción del sector de la alimentación, todos los sectores presentaron caídas, aunque la intensidad de estas fue heterogénea entre ellos y entre las propias compañías de cada sector, en función de las repercusiones previstas de la crisis sanitaria y económica en sus negocios y cuentas de resultados. Los mayores descensos correspondieron a las compañías del sector de servicios de consumo, destacando la aerolínea IAG y las empresas hoteleras por el fuerte impacto que tendrá esta crisis tanto en su actividad como en su propio modelo de negocio y por la previsible pérdida de la temporada turística; a los bancos, que se enfrentan a un escenario de márgenes reducidos más intenso y extendido en el tiempo, en un entorno de posible incremento de la morosidad; a la principal

---

<sup>25</sup> Los principales índices bursátiles de EE. UU. cayeron un 23,2 % (Dow Jones), un 20 % (S&P 500) y un 14,2 % (Nasdaq) hasta marzo, aunque redujeron sus pérdidas hasta el 14,7 %, el 9,9 % y el 0,9 %, respectivamente, a finales de abril.

<sup>26</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU. —conocidas como las FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google)— presentan una variación hasta abril del -0,3 %, el 0,05 %, el 33,9 %, el 29,7 % y el 0,5 %, respectivamente, destacando Amazon y Netflix, que alcanzaron máximos históricos a lo largo de ese mes.

<sup>27</sup> Los principales índices bursátiles europeos retrocedieron hasta marzo un 25,6 % el Eurostoxx 50, un 25 % el alemán Dax 30, un 26,5 % el francés Cac 40, un 27,5 % el italiano Mib 30 y un 24,8 % el británico FT 100, para luego reducir sus pérdidas hasta el 21,8 %, el 18 %, el 23,5 %, el 24,7 % y el 21,8 %, respectivamente, a finales de abril.

<sup>28</sup> Los principales índices bursátiles europeos presentaron una revalorización en abril notablemente mayor a la del Ibex 35: Eurostoxx 50 (5,1 %), Dax 30 (9,3 %), Cac 40 (4,0 %) y Mib 30 (3,8 %).

compañía petrolera (Repsol) por el brusco descenso de los precios del petróleo<sup>29</sup> y a la de tecnologías de la información (Amadeus) debido a su estrecha vinculación con las aerolíneas y el sector turístico. Por el contrario, las compañías de alimentación se revalorizaron un 8,8 % gracias a su carácter anticíclico, mientras que tanto las farmacéuticas (-3,6 %) como las eléctricas (-5,5 %) descendieron ligeramente porque se espera que sufran en menor medida los efectos de la crisis, además de verse favorecidas en el primer caso por el mantenimiento de la demanda de bienes relacionados con la salud. Asimismo, como había sucedido en anteriores ocasiones, las compañías más pequeñas presentaron un comportamiento mejor (-15,7 %) que las de mediana capitalización (-26,8 %) y el conjunto del mercado por su mayor flexibilidad para hacer frente a situaciones adversas, mientras que las últimas se ven más afectadas por su mayor vocación exportadora y fuerte dependencia de los mercados europeos, que según se prevé también acusarán de forma intensa la recesión.

- El fuerte retroceso de las cotizaciones, que vino acompañado por un descenso menos pronunciado del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, provocó que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyese desde 12,3<sup>30</sup> a mediados de enero hasta 11,3 en abril (su media histórica es 13,4), frente a 9,8 en marzo, cuando las estimaciones de beneficios esperados apenas habían recogido aún el *shock* económico provocado por el cierre temporal de las economías para las empresas (gráfico 4). De cara al futuro no se pueden descartar nuevas variaciones en esta ratio conforme las estimaciones de benéficos se vayan ajustando a la nueva realidad económica.
- En este entorno de extrema volatilidad y de fuertes caídas en las cotizaciones, la CNMV y, tras ella, varias autoridades de valores europeas<sup>31</sup> decidieron establecer limitaciones a la operativa en corto sobre determinadas acciones<sup>32</sup>. Estas decisiones se pueden adoptar sobre determinados instrumentos financieros ante situaciones de caídas significativas de sus precios o, de forma más general, cuando concurren circunstancias que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera. La CNMV adoptó una primera decisión de prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre 69 valores y una segunda decisión posterior de prohibición de la constitución o el incremento de posiciones cortas netas, que repercutió en la totalidad de los valores y que fue prorrogada hasta el 18 de mayo<sup>33</sup>. Las restricciones a la operativa en corto, que pueden estar indicadas en situaciones excepcionales, afectan a la eficiencia de los mercados, al reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez o el propio volumen de negociación. La CNMV está realizando un

---

<sup>29</sup> El precio del petróleo se situó por debajo de 25 dólares, su nivel más bajo desde 2002.

<sup>30</sup> En el mismo período, los ratios PER del índice bursátil europeo Eurostoxx 50 y del estadounidense S&P 500 retrocedieron hasta 14,7 y 12,9 veces, situándose en el primer caso por encima de su promedio histórico de 15,9 veces y ligeramente por debajo de la media histórica de 12,9 veces en el segundo.

<sup>31</sup> Los reguladores de Francia (AMF), Italia (CONSOB), Bélgica (FSMA), Austria (FMA) y Grecia (HCMC) también establecieron restricciones a las ventas en corto sobre valores cotizados en sus respectivos mercados.

<sup>32</sup> También ESMA anunció la obligación de exigir temporalmente a los inversores con posiciones cortas netas en acciones cotizadas en mercados regulados de la UE la obligación de comunicarlo a la autoridad nacional correspondiente cuando su posición sea igual al 0,1 % del capital de las mismas, frente al 0,2 % vigente hasta ese momento.

<sup>33</sup> El 18 de mayo la CNMV dio a conocer su decisión de no prolongar esta medida.

análisis específico para evaluar la repercusión en este caso de la medida adoptada, no habiendo identificado, por el momento, más que un leve deterioro de la liquidez de los valores afectados, que ha tendido a diluirse en el tiempo.

- La propagación del coronavirus por Europa y el inicio de las turbulencias en los mercados financieros acabaron con las perspectivas de que el BCE pudiera plantearse un cambio de signo en su política monetaria. Por el contrario, esta institución se vio abocada a extender sus estímulos hasta niveles desconocidos con anterioridad, al igual que lo han hecho también otras autoridades monetarias como la Reserva Federal. En los momentos de mayores turbulencias de los mercados se observó un proceso de sustitución de activos de deuda de mayor riesgo por deuda con mejor calidad crediticia (*flight to quality*), a la vez que se producía un notable incremento de las primas de riesgo soberano y de la deuda corporativa de aquellos países y empresas percibidos como más vulnerables. Aunque esta tendencia se revirtió parcialmente cuando el BCE anunció sus nuevas medidas excepcionales en materia de política monetaria<sup>34</sup>, lo cierto es que la valoración del riesgo de mercado de los activos de deuda se ha incrementado de modo significativo, sobre todo en el caso de la deuda corporativa de mayor riesgo y de la subordinada. El fuerte deterioro esperado del entorno económico y, en consecuencia, del riesgo de crédito se podría trasladar con facilidad a sus primas de riesgo, con lo que sería más intenso para las compañías más endeudadas, pero también podría extenderse de forma general a las economías financieramente más vulnerables (con tasas de endeudamiento más elevadas y mayores desequilibrios fiscales). Así, los movimientos al alza de las primas de riesgo podrían generar caídas de los precios de los activos, que podrían ser especialmente destacados en el caso de la deuda con calificación inferior al grado de inversión, cuya valoración es muy sensible a cualquier repunte de la rentabilidad exigida.
- La deuda pública soberana siguió beneficiándose, incluso en mayor medida, de la política ultraexpansiva del BCE y de sus programas de compras<sup>35</sup>, tal y como se ha señalado en el párrafo anterior, observándose únicamente un repunte transitorio de sus tipos a mediados de marzo. Las rentabilidades de la deuda soberana europea se mantienen en la mayoría de los casos en niveles reducidos y no muy lejanos de los mínimos históricos observados hace unos meses, pese a lo cual en los últimos meses se ha observado un comportamiento divergente entre la deuda de las economías del norte y del sur de la zona del euro, lo que ha contribuido a ampliar las primas de riesgo de estas últimas. Así, el rendimiento de la deuda pública soberana a largo plazo ha presentado alzas en lo que va de año que abarcan desde los 26 p.b. de España —cuyo rendimiento a 10 años se situaba a finales de abril en el 0,73 %— a los 68 p.b. de Grecia frente a los descensos de entre los 4 p.b. de Irlanda y los 40 p.b. de Alemania. Por otra parte, el volumen de deuda pública española en la cartera del BCE ascendía a 270.892<sup>36</sup> millones de euros a finales de abril. En el caso de la

---

<sup>34</sup> Véase el epígrafe «Contexto de tipos de interés reducidos» para un mayor detalle sobre estas medidas.

<sup>35</sup> El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP) acumulaba en abril de 2020 activos por importe de 2,70 billones de euros, de los que 2,19 billones correspondían a deuda pública. En abril las compras netas de deuda pública alcanzaron 38.489 millones de euros. A este importe hay que añadir el importe de las compras de deuda en el marco del programa PEEP, que acumulaba a finales de abril activos por importe de 118.811 millones de euros, parte de los cuales correspondían a deuda pública. En abril las compras netas de este último programa alcanzaban 103.366 millones de euros.

<sup>36</sup> Este importe representa el 28,4 % del saldo de los valores de deuda a largo plazo del Estado.

deuda corporativa, sus rendimientos presentaron una importante dispersión en función del tipo de activo, de la calidad crediticia del emisor y de su condición de ser o no elegible para las compras que efectúa el BCE. Por ello, aquellos emisores con peor calificación crediticia o las emisiones más subordinadas están experimentando ya repuntes significativos en la rentabilidad exigida por los inversores, especialmente en el caso de deuda subordinada, *high yield* y activos complejos.

## Riesgo de crédito: verde

- A pesar de contar con el apoyo del BCE, las primas de riesgo soberano y de los emisores españoles del sector privado se han incrementado progresivamente en los primeros meses del año hasta doblar prácticamente los valores de comienzos del mismo, que eran muy bajos. La prima de riesgo soberano, que se había mantenido sin apenas cambios hasta finales de febrero, comenzó a subir conforme la incertidumbre se extendía por los mercados y solo moderó sus alzas después de que el BCE anunciara un voluminoso programa de compras de deuda e intensificara el alcance de estas en los mercados secundarios. Los mercados permanecen muy atentos a los efectos de la crisis en las finanzas públicas europeas, lo que podría generar tensiones en las primas de riesgo de aquellas economías con déficit públicos más abultados y mayores niveles de deuda si en algún momento el BCE procediese a una retirada paulatina de su apoyo. Así, el valor de la prima de riesgo —medido 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 132 p.b., el doble de los 66 p.b. en los que empezó 2020, pero por debajo de los 148 p.b. que alcanzó a mediados de marzo, justo antes de que el BCE anunciara la intensificación de sus compras de deuda (gráfico 11).
- Las primas de riesgo del sector financiero mostraron un comportamiento similar al de la deuda pública, finalizando abril en un promedio de 123 p.b., por encima de los 65 p.b. de principios de 2020. Los bancos se enfrentan a un escenario de incertidumbres y riesgos crecientes como consecuencia de la recesión esperada, lo que los ha llevado a hacer cuantiosas dotaciones y provisiones con cargo a los resultados del primer trimestre de 2020<sup>37</sup>. El nuevo escenario extenderá en el tiempo su margen de intereses reducido y previsiblemente implicará un deterioro de sus niveles de morosidad, en un contexto de menor actividad comercial y crediticia. Por el lado positivo, contarán con la extensión de las facilidades de financiación<sup>38</sup> del BCE, que ahora incluyen el nuevo programa PELTRO<sup>39</sup>, a la vez que prolongará e incrementará de modo significativo sus programas de compras de deuda, que incluyen programas específicos de compras de títulos emitidos

---

<sup>37</sup> El BCE los ha instado además a no distribuir dividendos con cargo a los resultados de 2019 y 2020.

<sup>38</sup> El BCE ha anunciado un paquete de medidas temporales que relajan las exigencias sobre las garantías y la valoración del colateral aportado en las operaciones de préstamo.

<sup>39</sup> El programa de operaciones de refinanciación a largo plazo no orientadas (PELTRO, por sus siglas en inglés) consiste en 7 operaciones de refinanciación que comenzarán en mayo y que vencerán, en una secuencia escalonada, entre julio y septiembre de 2021. Se llevarán a cabo como procedimientos de subasta a tipo fijo con asignación plena y con un tipo de interés 25 p.b. inferior al tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que actualmente es el 0 %.

por las entidades financieras, como las cédulas hipotecarias y titulaciones<sup>40</sup>, a las que se unen ahora las compras de estos títulos a través del PEPP.

- En el caso de las sociedades no financieras, la evolución de las alzas fue similar, aunque su cuantía es algo más moderada (100 p.b. a finales de abril, su nivel más alto desde la primera mitad de 2016). A pesar de que estas compañías se benefician también del impacto positivo de los programas de compras del BCE<sup>41</sup>, sus primas acusan el efecto del deterioro económico en sus negocios y cuentas de resultados, así como el previsible incremento de sus costes financieros a consecuencia de la disminución de su fortaleza financiera, en otras palabras, del aumento de su riesgo de crédito. De hecho numerosas compañías han recibido una rebaja en su calificación crediticia o en la perspectiva que esta tiene, una tendencia que previsiblemente se extenderá en los próximos meses y que podría dificultar el acceso a los mercados de capitales para un elevado número de empresas. En este contexto resulta especialmente preocupante la posible rebaja en la calificación crediticia de las emisiones que se encuentran en el último escalón de la deuda considerada de alta calidad (*investment grade*) —BBB—, que conllevaría que estos instrumentos fuesen considerados de alto riesgo (*high yield*). Las consecuencias de estas rebajas, que están siendo objeto de análisis por parte de diversas instituciones internacionales, son múltiples pues, además de suponer un encarecimiento de la financiación del emisor (estos casos se conocen como *fallen angels*), pueden generar propensión en algunos tenedores a deshacerse de estos títulos, lo que además puede implicar un reto para la capacidad del actual mercado de deuda *high yield* para absorber un importe elevado de títulos.
- La evolución de la financiación a los sectores no financieros<sup>42</sup> de la economía volvió a ralentizarse en su conjunto debido al menor ritmo de expansión de la financiación a las empresas, así como a la importante caída del crédito a los hogares, que volvió a mostrar valores negativos como consecuencia de los primeros efectos del coronavirus en la economía. En este último caso, su valor retrocedió un 0,1 % en marzo en tasa de variación anual, su valor más bajo desde mayo de 2018, originado por la ralentización del ritmo de crecimiento del crédito al consumo (desde el 4,1 % en diciembre hasta el 3,8 % en marzo), que fue insuficiente para compensar la caída del saldo vivo del crédito destinado a la compra de vivienda<sup>43</sup> (desde el -1,1 % de diciembre hasta el -1,5 % en marzo, su valor más bajo desde diciembre de 2018). En el caso de las sociedades no financieras, la financiación total siguió ralentizándose en términos agregados (desde el 1 % en diciembre hasta el

---

<sup>40</sup> Las entidades financieras también se benefician del programa de compras del BCE a través de los programas CBPP3 y ABPSP, que incluyen *covered bonds* —entre ellos, las cédulas hipotecarias— y titulaciones, respectivamente. El programa de compras de cédulas hipotecarias (*covered bonds*) acumulaba hasta el 1 de mayo compras por importe de 277.696 millones de euros, de los cuales más del 38 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de titulaciones (*asset-backed securities*) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 30.936 millones de euros, de los que más del 51 % fue adquirido en el mercado primario.

<sup>41</sup> Este programa de compras incluye deuda corporativa (denominada CSPP, por sus siglas en inglés), que se han extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior). El programa acumulaba hasta el 1 de mayo un volumen de compras por importe de 207.067 millones de euros, de los cuales más del 19 % fue adquirido en el mercado primario.

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

<sup>43</sup> La firma de hipotecas aumentó en febrero un 16,1 % interanual, aunque su saldo solo creció hasta el 10,7 % en el mismo periodo. A pesar de este avance, el saldo de nuevas hipotecas es insuficiente para compensar el saldo total de hipotecas amortizadas y canceladas en el periodo equivalente.

o,6 % en marzo) y su composición varió, aumentando el crédito a las empresas<sup>44</sup> para hacer frente a los efectos de la pandemia en las pymes (1,2 % en marzo, su ritmo de crecimiento más alto desde el primer semestre de 2009) y ralentizándose la financiación vía emisiones de deuda, desde el 13,9 % hasta el 4,8 %, el ritmo más bajo desde junio de 2018<sup>45</sup>. Así, al hecho de que un gran número de compañías había aprovechado las buenas condiciones del ejercicio 2019 y los meses de enero y febrero de 2020 para financiarse a un coste reducido, se unen las mayores dificultades del mercado para colocar deuda<sup>46</sup> a precios competitivos para compañías de tamaño medio o peor *rating*. Asimismo, el saldo de préstamos exteriores presentó un retroceso del 1,8 %. Es previsible que en los próximos meses la financiación a empresas continúe aumentando, mientras que el crédito a las familias, tanto para la adquisición de viviendas como para el consumo, descienda y se observe un deterioro de la morosidad<sup>47</sup> de este último, que a medio plazo podría trasladarse a las hipotecas y al crédito corporativo si la recesión se extiende en el tiempo.

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

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV hasta abril sumaron 33.339 millones de euros, un 25,4 % más que en el mismo periodo de 2019; entre ellas destacan 1 emisión de bonos de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) por importe de 4.064 millones de euros y 5 emisiones de cédulas de internacionalización del Banco de Santander por un importe agregado de 6.266 millones de euros. También fue notable la expansión de las emisiones de pagarés, que se ven favorecidas por el retorno a España de los programas de emisión de pagarés de algunas grandes compañías desde el exterior<sup>48</sup>. Por su parte, las emisiones de las compañías españolas en el exterior<sup>49</sup> retrocedieron un 0,7 % en el primer trimestre, hasta situarse en 27.742 millones de euros, debido a la caída de las emisiones a largo plazo (un 12,6 % menos), que se vieron penalizadas por la compleja situación de los mercados en el mes de marzo (hasta febrero crecían a una tasa del 48 % interanual). En un contexto que se dirige a la recesión y, en consecuencia, al empeoramiento de las condiciones financieras de muchas compañías para acceder a los mercados de capitales como emisores de deuda, cabe señalar que algunas empresas podrán beneficiarse de avales públicos<sup>50</sup> para favorecer su liquidez mediante emisiones de pagarés, siempre y cuando estos se

---

<sup>44</sup> Las propias entidades financieras con créditos bien propios o bien avalados por el sector público a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO) han establecido un conjunto de facilidades de financiación específicas para las empresas y los autónomos.

<sup>45</sup> Todas las sociedades que forman parte del Ibex 35, salvo Aena, Inditex, Mediaset, Siemens Gamesa y Viscofan están financiadas actualmente, en mayor o menor medida, con emisiones de deuda a medio o largo plazo.

<sup>46</sup> A pesar de ello, 4 emisores españoles no financieros (Iberdrola, Naturgy, REE y Repsol) realizaron en abril 5 emisiones de deuda por un importe agregado superior a los 3.600 millones de euros.

<sup>47</sup> Según datos del Banco de España, la morosidad del sistema financiero español se situaba en febrero en el 4,8 %, aunque los datos preliminares de las titulizaciones ya recogen en marzo un repunte en el impago de hipotecas.

<sup>48</sup> Como el caso de la energética Endesa, que ha vuelto a registrar sus emisiones de pagarés en la CNMV.

<sup>49</sup> En 2019 las emisiones en el exterior superaron por primera vez las registradas en la CNMV, al alcanzar 103.321 millones de euros, un 53 % del total.

<sup>50</sup> De acuerdo con el programa de avales que se ha establecido recientemente en el Real Decreto-ley, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

incorporen al Mercado de Renta Fija de AIAF o al MARF<sup>51</sup>. Asimismo, en los mercados de renta variable no hubo ninguna salida a bolsa y en el futuro inmediato es muy poco probable que tenga lugar alguna operación de este tipo, dado el complejo escenario de incertidumbres económicas.

- Los depósitos de las familias crecieron un 5,3 % interanual en marzo, mientras que los de las empresas lo hicieron un 1,3 %, hasta situarse en 861.500 y 262.100 millones de euros, respectivamente. Tanto las familias como las empresas han optado por acumular liquidez en depósitos (entre ambas, 21.500 millones de euros más) ante la falta de alternativas rentables de inversión con bajos niveles de riesgo y la posibilidad de tener que hacer frente a futuras necesidades en un contexto de alta incertidumbre sobre las rentas a percibir.
- En los 4 primeros meses del año la contratación media del mercado continuo se situó en 1.879 millones de euros, apenas un 0,3 % más que en el mismo periodo de 2019 y también ligeramente por encima del promedio de este (1.820 millones de euros). El mantenimiento de los niveles de contratación se debió al aumento de los volúmenes registrados en el mes de marzo por la situación de elevada volatilidad, ya que los datos preliminares de abril muestran que la negociación diaria volvió a disminuir de modo significativo. En particular, la contratación media diaria en abril se situó en 1.509 millones de euros, un 38 % menos que en el año anterior y el volumen más bajo de este mes en la última década.
- La negociación de acciones españolas que se realiza en centros de negociación distintos de Bolsas y Mercados Españoles (BME) en relación con la negociación total sujeta a reglas de mercado (*lit más dark*) aumentó en el primer trimestre de 2020 hasta un nuevo máximo histórico del 47,8 %<sup>52</sup> en un contexto de elevada volatilidad. Esta proporción había mostrado ciertos altibajos en 2019, aunque en ningún trimestre bajó del 40 %. Los datos preliminares de abril<sup>53</sup> muestran una reversión parcial de esta tendencia conforme la volatilidad se ha vuelto a moderar. Asimismo, la contratación de acciones españolas realizada por medio de internalizadores sistemáticos —y, por tanto, no sujeta a reglas de mercado— se ha mantenido en torno al 15 % de la negociación total<sup>54</sup> en lo que va de año, en niveles similares a los del ejercicio 2019, lo que refleja la consolidación de este tipo de contratación<sup>55</sup>. Por otro lado, la CNMV autorizó una oferta pública voluntaria de

---

<sup>51</sup> El tercer tramo del programa de avales, dotado con 24.500 millones de euros, incluirá 4.000 millones de euros para avalar pagarés emitidos en el MARF. El importe máximo del aval cubrirá el 70 % del importe total de la emisión de pagarés, que podrán tener un vencimiento máximo de 24 meses. El coste del aval será de 30 p.b. para las emisiones con vencimiento hasta 12 meses y de 60 p.b. para las que se extiendan entre 13 y 24 meses, pero su coste se compensará con una reducción de la rentabilidad exigida por los inversores. Los avales estarán disponibles hasta el 30 de septiembre, con las siguientes condiciones para su adjudicación: haber tenido registrado un programa de emisión de pagarés en el MARF antes del 23 de abril, la sede social de la compañía ha de estar localizada en España y los fondos obtenidos no se pueden destinar a dividendos. Hasta un total de 44 empresas que cumplen estos requisitos se podrían beneficiar del programa, entre las que se incluyen El Corte Inglés, MásMóvil y Gestamp.

<sup>52</sup> Esta tendencia y máximo histórico podrían ser consecuencia del incremento de las operaciones de negociación algorítmica y de alta frecuencia, que se han visto favorecidas por el entorno de alta volatilidad y que, en su mayoría, tienen lugar en centros de negociación distintos de los mercados de origen.

<sup>53</sup> En abril la cuota de mercado de los centros de negociación competidores de BME se situó en el 43,7 %.

<sup>54</sup> Negociación total entendida en este contexto como la suma de la negociación sujeta a reglas de mercado y la realizada a través de internalizadores sistemáticos.

<sup>55</sup> Aunque uno de los objetivos iniciales de la regulación MiFID II era trasladar parte de la negociación no sujeta a reglas de mercado a centros de contratación o mercados organizados donde estuviese sujeta a ellas, los datos no reflejan, por el momento, la consecución de estos objetivos.

adquisición<sup>56</sup> del operador del mercado regulado español BME por parte del operador del mercado suizo SIX Group, una vez autorizada la compra por el Gobierno mediante acuerdo del Consejo de Ministros.

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (evaluado mediante el *spread bid-ask* y cuyo aumento debe interpretarse como pérdida de liquidez) se incrementó significativamente entre febrero y abril hasta alcanzar su valor más alto de los últimos años y mostró unas métricas peores a las observadas durante la crisis financiera de 2008. El deterioro de la liquidez de los valores españoles se explica por el descenso de los volúmenes de contratación y la elevada volatilidad en los mercados, a lo que se habrían unido, al menos parcialmente, los efectos relacionados con las restricciones a la operativa en corto. Como consecuencia de estos factores, la horquilla *bid-ask* llegó a situarse por encima de 3 veces la media histórica del indicador, si bien se observa una disminución en las últimas semanas. Las condiciones de liquidez en los mercados de deuda se vieron favorecidas por la intensidad de las compras del BCE. A pesar de ello, en el caso del bono soberano a 10 años, la horquilla *bid-ask* en términos absolutos creció ligeramente y su tamaño siguió siendo relevante en el entorno actual de tipos reducidos<sup>57</sup> (gráfico 15).
- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas españolas respecto a las de la zona del euro se mantuvieron en valores negativos en febrero para los de cuantía inferior a 1 millón de euros (1 p.b.), pero volvieron a tomar valores positivos para los de cuantía superior (hasta 31 p.b. en febrero, -4 p.b. en diciembre), situándose en su valor más alto desde agosto de 2019.

### Riesgo de contagio: naranja

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles, que había disminuido de forma significativa en el último trimestre de 2019, creció con mucha intensidad en los primeros meses del año y alcanzó su nivel más alto desde el segundo semestre de 2016 (véase gráfico 31). La mediana de estas correlaciones, que partía de valores muy cercanos a cero este año, se situaba en 0,64 a finales de abril, tras registrar máximos de 0,75 a mediados de marzo. Estos valores son muy superiores a la media del conjunto del año pasado (0,19) y más cercanos al valor medio de la última década (0,5). El valor máximo de las correlaciones por parejas de activos se sitúa en valores cercanos a 0,90 desde mediados de marzo y, de la misma forma, el valor mínimo, que también aumentó con respecto a valores pasados (-0,37 a principios de febrero), finalizó abril en valores próximos a 0,13, llegando a alcanzar máximos de 0,41 a mediados de marzo. Estos niveles de correlación son resultado del aumento de las incertidumbres asociadas a la crisis del COVID-19, que dieron lugar a caídas de precios generalizadas y al traslado de los riesgos derivados de la situación a los diferentes tipos de activos, tanto acciones como deuda y crédito. Cabe señalar que unos mayores niveles de correlación

<sup>56</sup> La oferta va dirigida al 100 % del capital de BME y el precio ofrecido es de 33,40 euros por acción.

<sup>57</sup> El *spread* sigue siendo destacado en términos relativos, pero está condicionado por los costes de transacción de los agentes que son relevantes, en un entorno de tipos en niveles reducidos a 10 años. En términos absolutos se produjo un alza del *spread* promedio, pero fue inferior a 1 p.b.

aumentan las posibilidades de contagio entre los diferentes tipos de activo y dificultan la diversificación de las carteras.

- Con respecto 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 se situaba a finales de abril en el mismo nivel que a finales de enero (0,74). No obstante, durante estos meses su valor ha variado como consecuencia de la evolución dispar de la percepción de riesgo de la economía española respecto a estas economías en momentos de crisis. Así, desde febrero y hasta principios de marzo, la correlación aumentó hasta situarse en 0,91, debido a la disminución generalizada de las rentabilidades de deuda pública de los países europeos antes del recrudecimiento de la crisis. Posteriormente se redujo hasta niveles en torno al 0,68 a finales de marzo como consecuencia de la caída de la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán. En las últimas semanas este indicador ha vuelto a subir, reflejando la ligera disminución de las tensiones en los mercados de deuda. Por otra parte, como suele ser habitual en periodos de turbulencias, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos aumentó, pues se identifican vulnerabilidades financieras comunes en estas economías (véase gráfico 32). Esta correlación experimentó ciertos altibajos en el periodo considerado mostrando un aumento inicial más acusado (desde 0,81 hasta 0,93 a mediados de febrero), un leve descenso posterior y estabilidad desde mediados de marzo en torno al 0,95, que son valores muy elevados.

## Riesgo de mercado: nivel naranja

Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

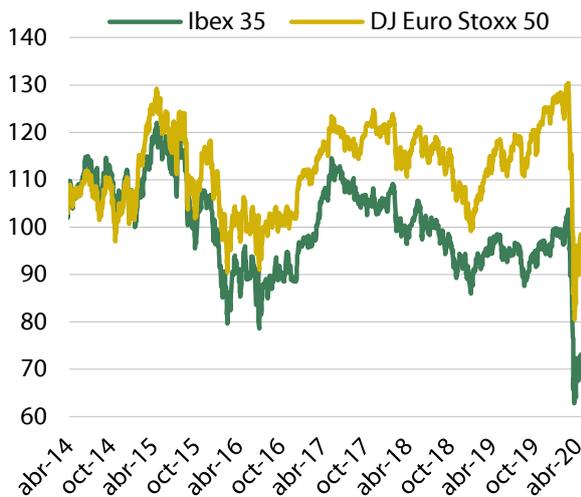


Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

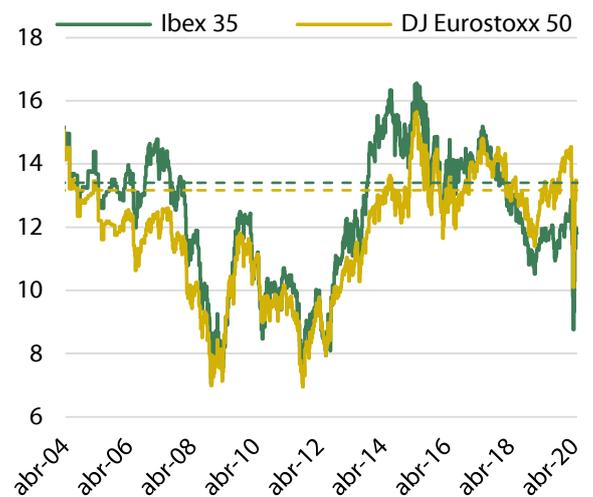


Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

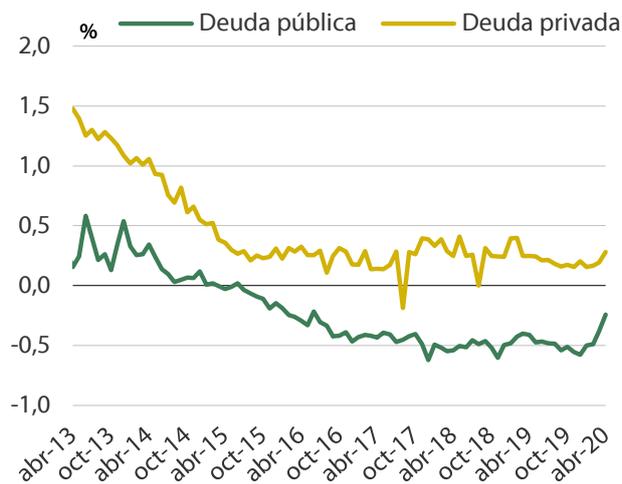


Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

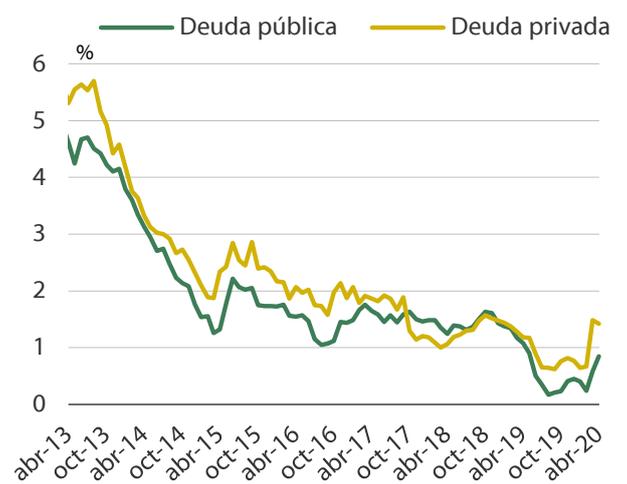


Gráfico 7: Precio del petróleo

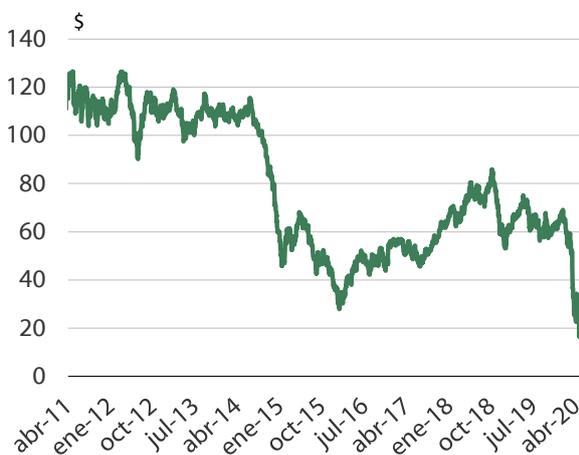
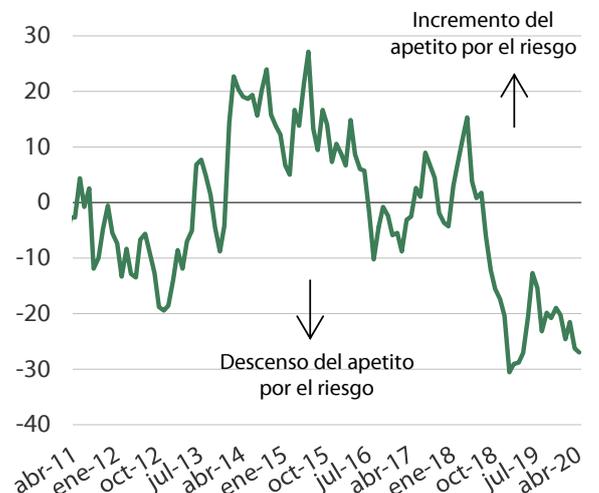
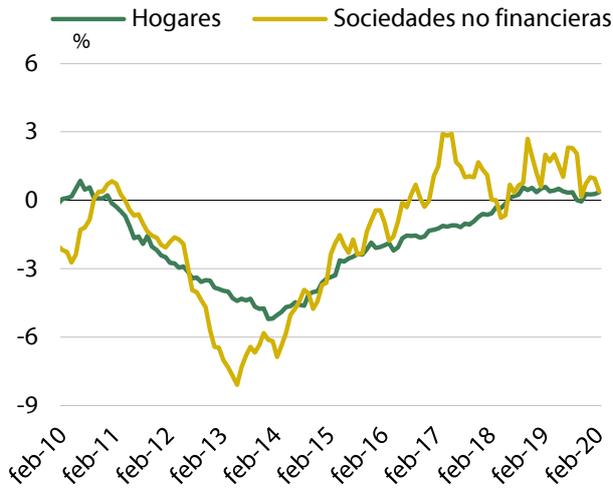


Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)

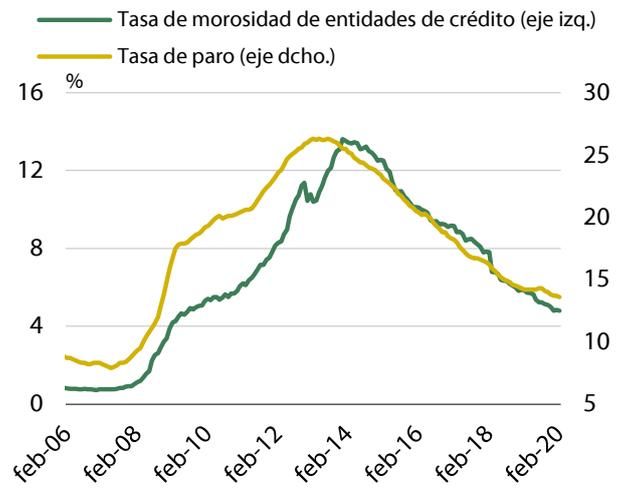


## Riesgo de crédito: nivel verde

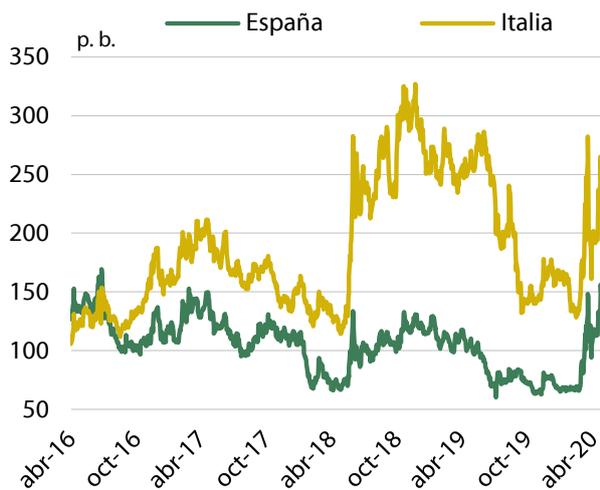
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



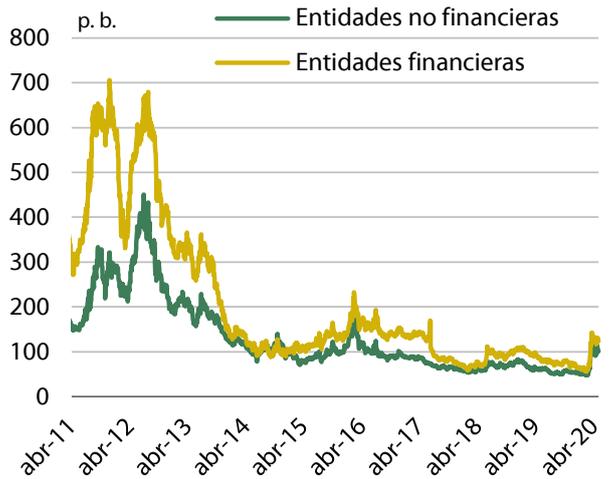
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



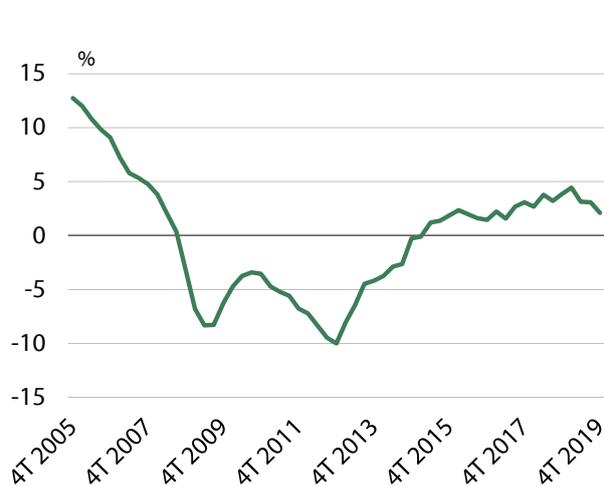
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública a 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



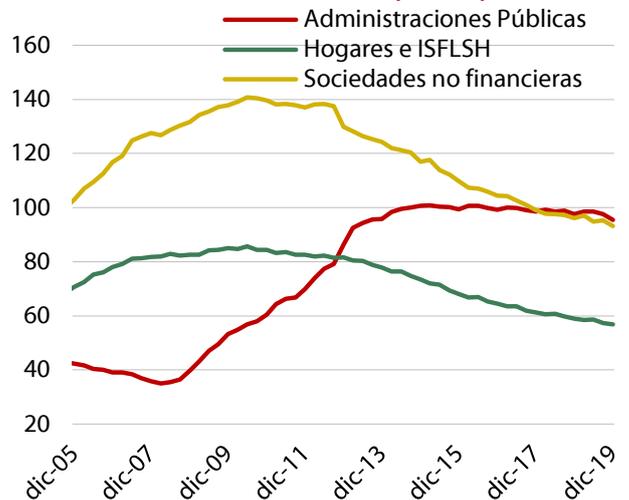
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

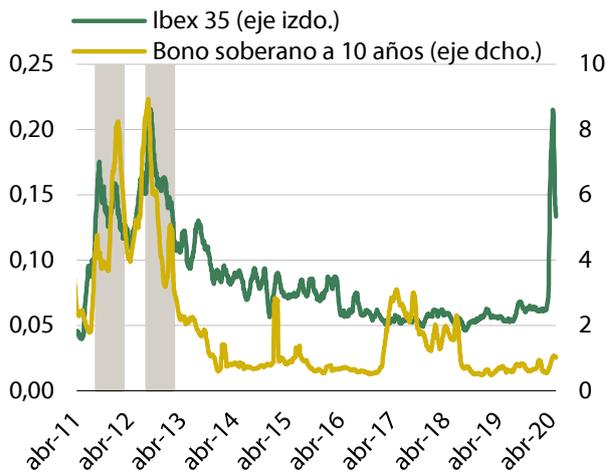


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



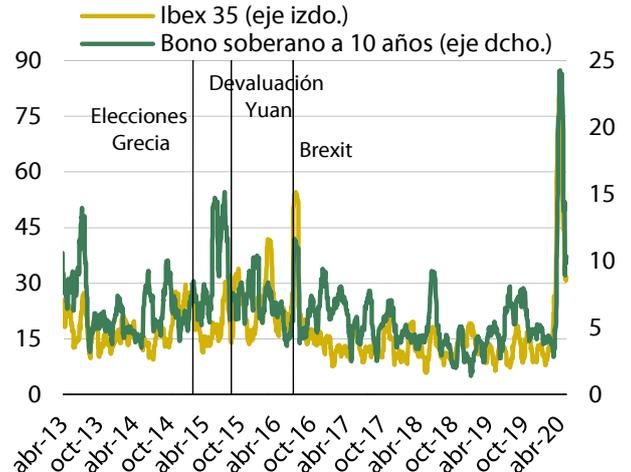
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel naranja

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

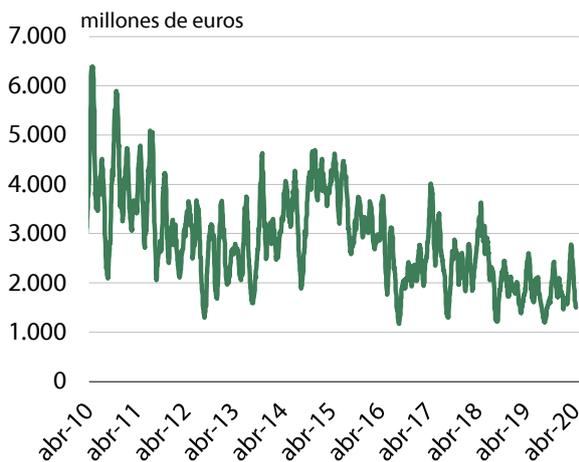


El área sombreada se corresponde con los períodos de prohibición de las ventas en corto.

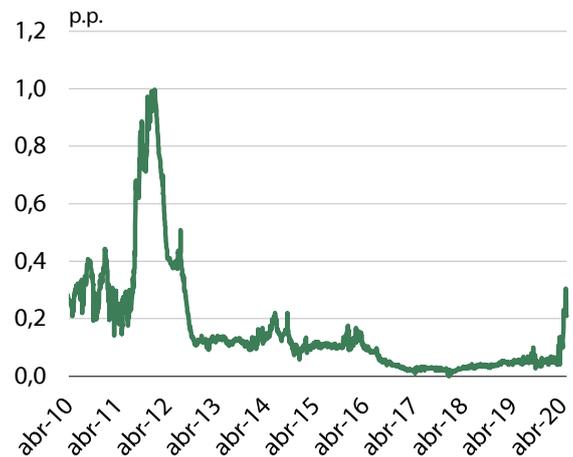
**Gráfico 16: Volatilidad (media móvil 1 mes)**



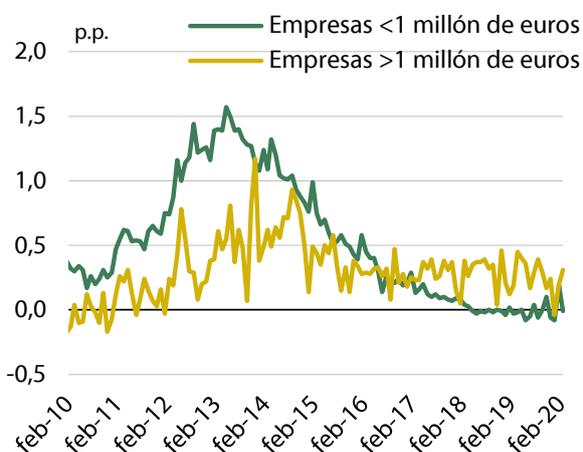
**Gráfico 17: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)**



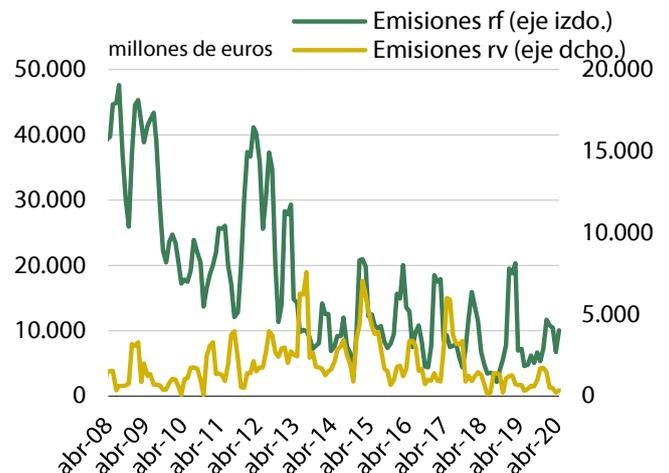
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

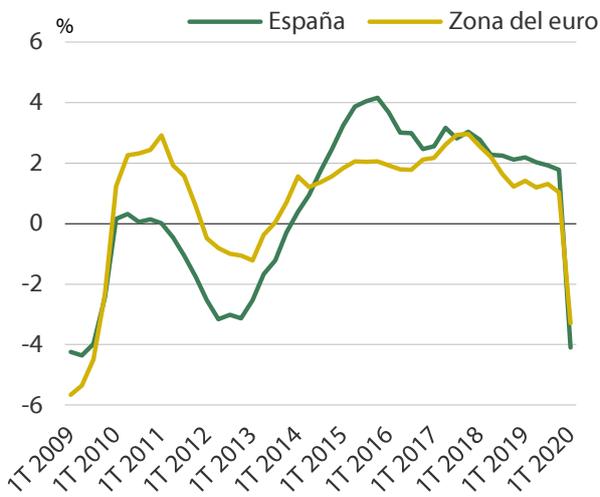


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)**

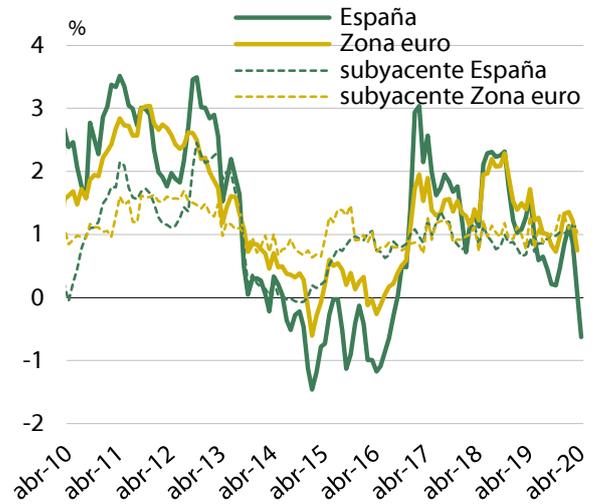


## Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

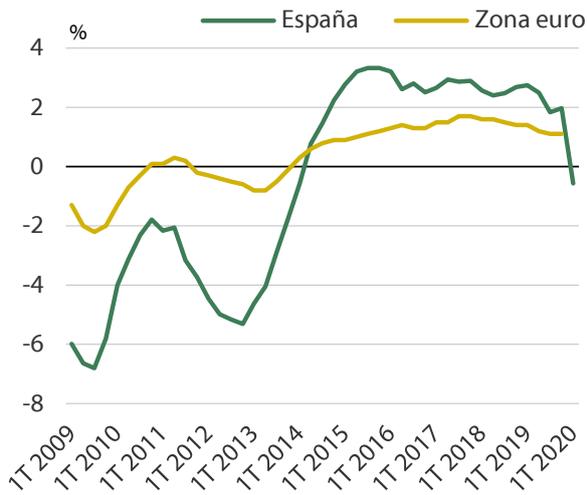
**Gráfico 21: PIB (var. interanual)**



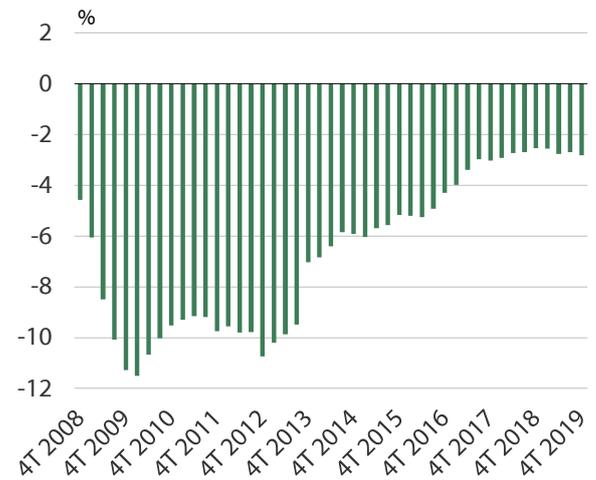
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



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

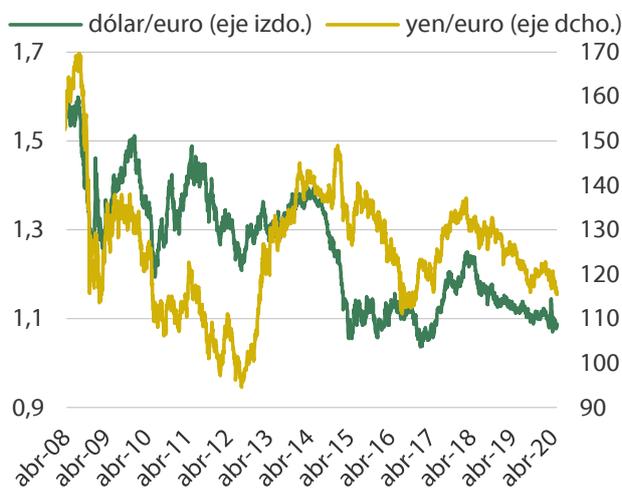


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

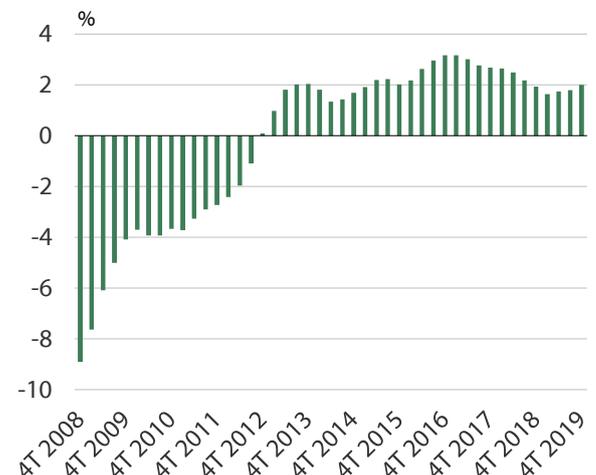


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

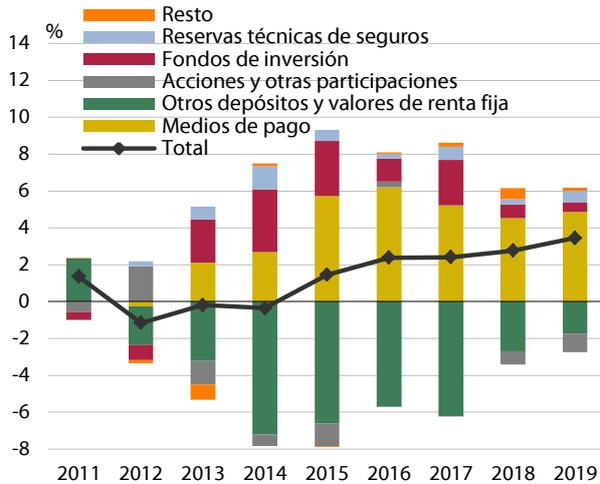


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



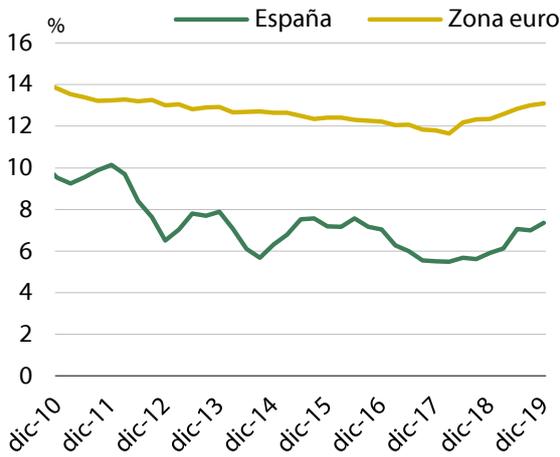
## Inversores

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

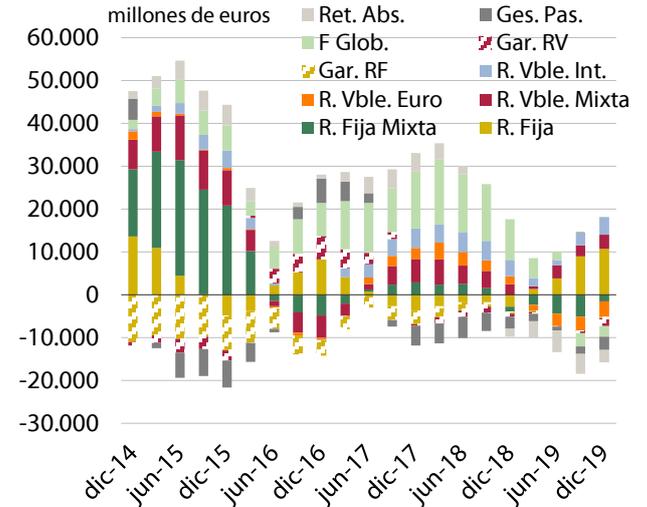


Datos acumulados cuatro trimestres.

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

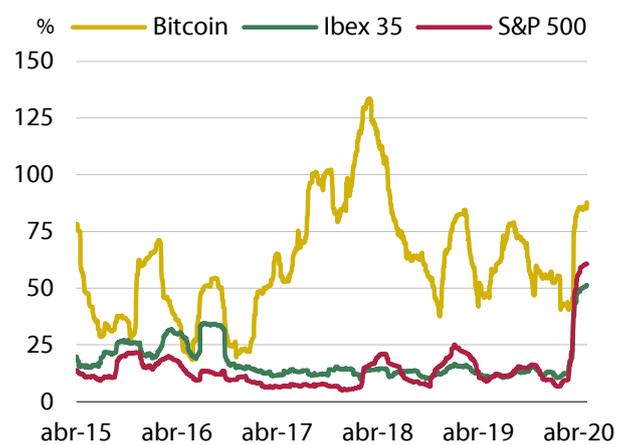


**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**



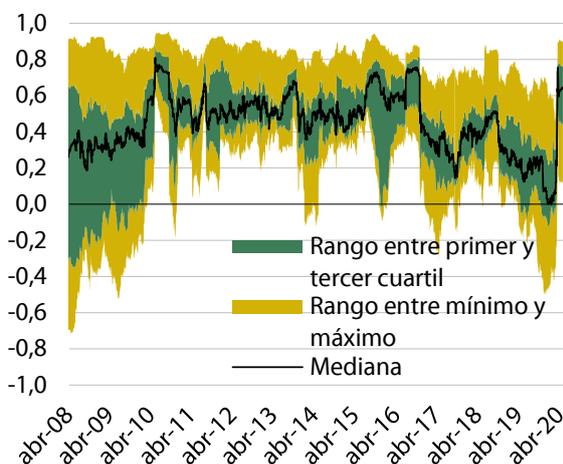
Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

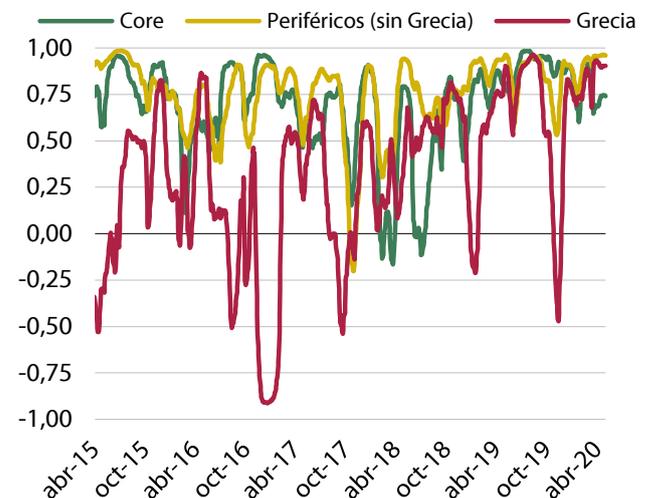


## Riesgo de contagio: nivel naranja

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



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





## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona 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*, 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 (véase en las últimas páginas de la nota)

incluye 43 indicadores<sup>58</sup>, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados (mercados o categorías de riesgo) se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que lo componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB, de manera que, hasta que este no se publica, el bloque de riesgo macroeconómico no recibe ningún color en el 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.

---

<sup>58</sup> Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberana a 10 años.