



# Nota de estabilidad financiera

N.º 21 Enero 2022





# **Nota de estabilidad financiera**

**N.º 21 Enero 2022**

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

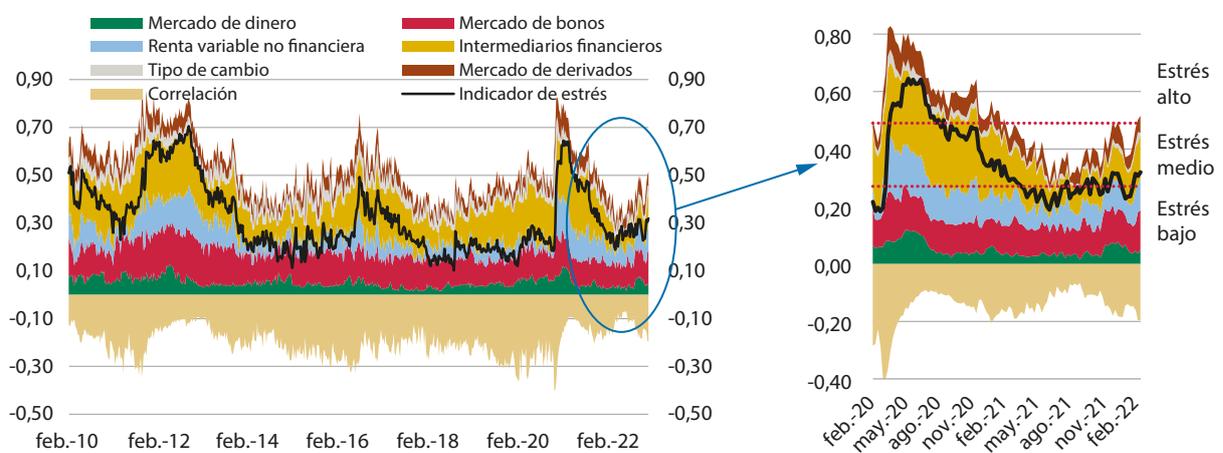
Edición y maquetación: Cálamo y Cran

## Resumen

- ✓ Desde la publicación de la última nota de estabilidad financiera el **indicador de estrés de los mercados financieros** españoles ha continuado oscilando alrededor del umbral que separa el riesgo bajo del riesgo medio (0,27), estando actualmente en un nivel de riesgo medio. Su comportamiento más reciente ha sido ligeramente alcista debido a la intensificación de dos fuentes de incertidumbre importantes: el conflicto en Ucrania y el incremento de la inflación que trae consigo la expectativa de giro en la política monetaria adoptada por los principales bancos centrales. Estas incertidumbres han dado lugar a aumentos en los indicadores de volatilidad de diferentes segmentos (renta variable, intermediarios financieros, deuda...) que han repercutido al alza en el indicador general. En este contexto, el nivel de estrés del sistema se situaba a mediados de febrero en 0,32<sup>1</sup> (0,23 a final de 2021), destacando el mercado de renta fija como el subsector más estresado. La correlación del sistema, aunque sigue siendo elevada, ha mostrado un leve descenso.

## Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

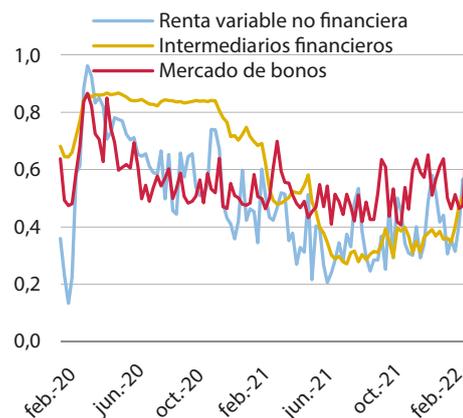
GRÁFICO 1



### Indicador de estrés total



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



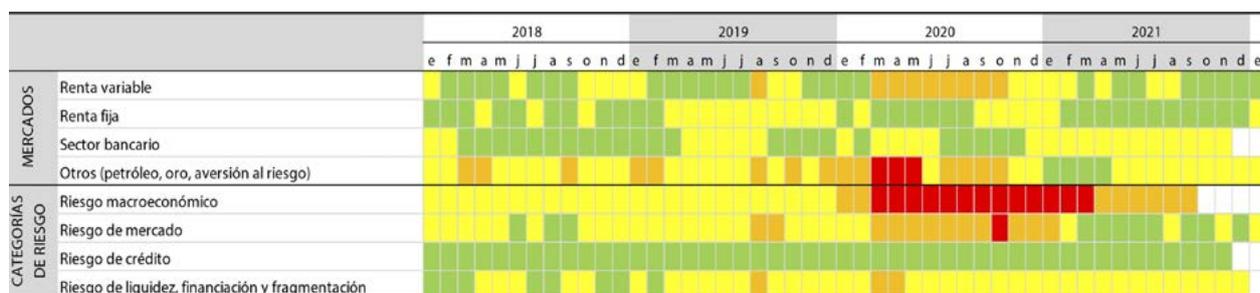
Fuente: CNMV. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1295>. Para una mayor información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

<sup>1</sup> La fecha de cierre de esta nota es el 31 de enero, excepto para el indicador de estrés (hasta el 11 de febrero) y varias informaciones sobre mercados.

- ✓ Los **mercados financieros nacionales se han visto afectados por la intensificación de las fuentes de incertidumbre comentadas**, aunque algo menos que otros mercados, especialmente en el ámbito de la renta variable. Así, el Ibex 35 cedió un 1,6 % hasta mediados de febrero, unas pérdidas menos abultadas que las experimentadas por la mayoría de los índices (entre el 3,4 % del Mib 30 y el 11,9 % del Nasdaq). Esto puede deberse a que, además de que las valoraciones de las compañías españolas eran probablemente menos susceptibles de ajuste, existe en el índice español un mayor peso de las compañías de sectores que se vieron impulsados por elementos como el levantamiento de las restricciones en Europa (las empresas ligadas al transporte y el turismo), la mejora de las perspectivas de las economías latinoamericanas (las empresas de mayor tamaño) y la expectativa de subidas de los tipos de interés (bancos). Los mercados de deuda se tensionaron de forma similar a otros mercados europeos, con aumentos en las rentabilidades de los activos de vencimiento más largo y en las primas de riesgo. Los niveles de estas últimas continuaron, a pesar de ello, en niveles muy alejados de los máximos observados en los periodos de crisis más recientes.
- ✓ Las **fuentes de riesgo más relevantes que se identifican sobre la estabilidad financiera** están relacionadas, como se ha indicado al principio de esta nota, con el recrudecimiento del conflicto en torno a Ucrania y con el repunte de la inflación que lleva aparejado un giro de la política monetaria, más cercano en EE. UU. e iniciado ya en otros países como, por ejemplo, el Reino Unido. Estas fuentes de incertidumbre, que han restado algo de protagonismo a la evolución de la pandemia como factor de riesgo, ya han tenido consecuencias importantes en la evolución de los mercados financieros. Su intensificación podría generar efectos desestabilizadores y espirales negativas de contagio, con ajustes de precios y traspase de inversiones desde activos con riesgo hacia otros considerados como refugio.
- ✓ En este contexto, los **riesgos de carácter financiero** más destacados son los de mercado y de liquidez, junto con el riesgo de contagio, cuya relevancia es mayor en episodios de aumento de la incertidumbre. En los mercados de renta variable, el riesgo de mercado se ha materializado parcialmente, con ajustes notables en las cotizaciones que habían experimentado revalorizaciones más intensas en el periodo reciente. En Europa, y particularmente en España, este riesgo es menos relevante pues las valoraciones están mucho más ajustadas, pero puede ser importante en los mercados de renta fija, sobre todo en un escenario de aumento más intenso y cercano en el tiempo de los tipos de interés. Este aumento incide negativamente en los tenedores de activos de deuda, con la posibilidad de desencadenar ventas en los mercados, y en los agentes que precisan de financiación, debido a su encarecimiento. El riesgo de liquidez también es destacable en este contexto, especialmente en los activos de peor calidad crediticia.

## 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 enero.

## Fuentes de riesgo

### Entorno macroeconómico

- Según el avance facilitado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el **PIB de la economía española** creció un 2,0 % en el último trimestre de 2021 respecto al anterior y un 5,2 % respecto al mismo trimestre del año previo. El crecimiento medio de 2021 se situó en el 5,0 % (-10,8 % en 2020). El avance de la actividad en España se explica tanto por la evolución favorable de la demanda nacional<sup>2</sup>, con una contribución al crecimiento anual de 3,6 puntos porcentuales (p.p.), como por la de la demanda exterior, cuya aportación fue de 1,7 p.p. En cuanto a los 3 últimos meses del ejercicio, cabe destacar una desaceleración importante respecto al avance del trimestre anterior, que se explica sobre todo por la caída del consumo de los hogares en un contexto marcado por el rápido avance de la variante *ómicron*. A pesar de esta desaceleración, la economía española mostró un crecimiento más robusto que el de la zona euro en este último trimestre del año, pero no en el conjunto del ejercicio, pues la eurozona experimentó un avance del 5,2 % en 2021 (véase gráfico 21).

El dato adelantado del crecimiento en nuestro país en 2021 (5,0 %) queda por debajo de las previsiones realizadas por el Gobierno (6,5 %), pero es superior a las últimas del Banco de España y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos —OCDE— (4,5 %) y en línea con las del Fondo Monetario Internacional (FMI). Por su parte, las previsiones de estas instituciones para 2022, que han experimentado, en términos generales, una revisión a la baja<sup>3</sup>, sitúan el crecimiento del producto en España entre el 5,4 % y el 5,8 %.

- Los datos de Contabilidad nacional trimestral de España mostraron una clara mejoría en el **mercado de trabajo** a lo largo de 2021, con una creación de empleo del 6,7 %<sup>4</sup> en el año. Por su parte, los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA) también confirman esta expansión del empleo, con un número de ocupados de 20,18 millones a final de año. Según esta encuesta se crearon 840.700 puestos de trabajo, lo que supone un crecimiento del 4,4 %. Este avance tuvo su reflejo tanto en la tasa de actividad, que aumentó casi 5 décimas (hasta el 58,7 %<sup>5</sup>), como en el número de desempleados, que se redujo en 625.900 personas<sup>6</sup>, lo que situó la tasa de paro en el 13,3 % (14,6 % a finales de septiembre y 16,1 % al cierre de 2020). Estas cifras no incluyen a los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE<sup>7</sup>), que ascendían a 122.672 en diciembre de 2021<sup>8</sup>. En enero esta cifra se redujo hasta los 116.821, a pesar del ligero aumento de los ERTE relacionados con el COVID-19 (+2.495).

En cuanto a la afiliación a la seguridad social, los registros del mes de enero mostraron un aumento mensual en el número de afiliados de 71.948 (en términos desestacionalizados), hasta los 19,91 millones<sup>9</sup>, lo que prolonga la tendencia positiva de 2021, que se cerró con un incremento del 4,1 % en el número de cotizantes. Por otra parte, las

<sup>2</sup> Destaca el crecimiento de la inversión (formación bruta de capital), que fue del 9,6 % anual, seguido del consumo de los hogares, que lo hizo un 2,4 %.

<sup>3</sup> Los principales factores que han generado la corrección a la baja de las previsiones de crecimiento en España (por ejemplo, 0,4 p.p. en el caso del Banco de España y 0,6 p.p. según el FMI) son de ámbito internacional y están relacionados con las alteraciones de las cadenas de suministro, el deterioro de la situación epidemiológica y una mayor persistencia de los niveles altos de inflación.

<sup>4</sup> Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

<sup>5</sup> En el cuarto trimestre, no obstante, se redujo casi 5 décimas, habiendo superado el 59,1 % al cierre del tercer trimestre.

<sup>6</sup> Solamente en los últimos 3 meses del año, el descenso fue de 312.900 personas, lo que supone una variación trimestral del -9,2 %.

<sup>7</sup> Según la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), estos trabajadores se consideran ocupados.

<sup>8</sup> Este dato incluye los ERTE derivados del COVID-19 (102.548) y los que no lo son (20.124).

<sup>9</sup> Esta cifra supera en casi 435.000 personas el dato de ocupados de febrero de 2020, mes anterior al inicio de la crisis del COVID-19.

previsiones del Banco de España para el cierre de 2022 indican que la tasa de paro se situaría en el 14,2 %, 1 décima inferior al pronóstico realizado en septiembre.

- **La tasa de inflación** cerró el año pasado en el 6,5 % (-0,5 % en 2020), alcanzando su nivel máximo desde 1992. Los grupos con una mayor influencia en el incremento de la tasa anual fueron, con mucha diferencia, la vivienda<sup>10</sup>, causada por la escalada de los precios de la electricidad, y el transporte, que reflejó el encarecimiento de los carburantes. La tasa subyacente también aumentó, aunque de forma menos intensa (del 0,1 % al 2,1 %), por lo que, a pesar de que el incremento total de los precios se explica fundamentalmente por el componente energético, también se observan aumentos de cierto calibre en el resto de bienes y servicios de la cesta de consumo. En la comparativa con la zona euro, los datos reflejaron un incremento del diferencial positivo de España hasta 1,6 p.p. (0,6 p.p. en noviembre). En los primeros compases de este año el indicador adelantado de la inflación ha mostrado un descenso de la tasa interanual del índice hasta el 6,0 %, 5 décimas menos. Este comportamiento tuvo su origen, en mayor medida, en la bajada del precio de la electricidad, frente a la subida registrada en enero de 2021. La tasa de inflación subyacente continuó al alza durante el primer mes del año hasta alcanzar el 2,4 % (3 décimas más).
- La información disponible en relación con las **finanzas del sector público** refleja una notable contracción del déficit público comparado con el valor del año anterior, aunque las cifras aún muestran un cierto impacto derivado de la crisis del COVID-19 y de las medidas aprobadas para combatir sus efectos. Así, el déficit consolidado de las Administraciones públicas<sup>11</sup> se situó a finales de noviembre en el 4,6 % del PIB, muy por debajo del 8,0 % del mismo periodo de 2020, con una mejora en todas las Administraciones (Gobierno central, comunidades autónomas y fondos de la seguridad social<sup>12</sup>). El nivel de deuda pública, por su parte, se redujo en el tercer trimestre del año hasta el 121,8 % del PIB (122,8 % en el segundo trimestre y 114,1 % un año antes).

Las previsiones del Banco de España situarían el déficit público en el conjunto de 2021 en el 7,5 % del PIB, mientras que según los cálculos del FMI ascendería al 8,6 %<sup>13</sup>. Por su parte, los principales organismos en el ámbito nacional e internacional estiman unos niveles de deuda pública ligeramente por encima del 120 % del PIB, con una reducción paulatina (también del déficit) en los próximos años. Así, para este año se prevé un déficit próximo al 5 % del PIB<sup>14</sup>.

- **Los datos de las Cuentas Financieras** correspondientes al tercer trimestre de 2021 muestran una vuelta paulatina a los patrones existentes antes de la pandemia. De esta forma, se puede observar cómo la tasa de ahorro, que había aumentado progresivamente desde niveles del 9,6 % de la renta disponible en marzo de 2020 hasta el máximo del 16,3 % en el primer trimestre de 2021 (datos acumulados de 4 trimestres), descendió durante los 2 trimestres centrales del año pasado hasta situarse en septiembre en el 12,7 %. Esta cifra continuaba estando notablemente por debajo de la de la zona euro, que fue del 18,5 % en el mismo periodo (véase gráfico 29). Esta reducción en el nivel de ahorro de los

<sup>10</sup> Este grupo incluye principalmente el precio del alquiler de la vivienda y el de los servicios implícitos en este, como la electricidad, el gas, etc.

<sup>11</sup> Excluyendo las corporaciones locales y la ayuda a las instituciones financieras.

<sup>12</sup> En el caso del Gobierno central, el déficit disminuyó 1 p.p., hasta el 5,4 % del PIB, derivado de un mayor incremento de los ingresos no financieros (18,4 %) en relación con los gastos (9,6 %). Las comunidades autónomas, por su parte, aumentaron su superávit hasta el 0,7 % del PIB (0,1 % entre enero y noviembre de 2020), mientras que los fondos de la seguridad social experimentaron un superávit de poco más de 1.000 millones de euros frente al déficit de más de 18.000 millones fruto, especialmente, del crecimiento de las cotizaciones (5,1 %).

<sup>13</sup> Si bien la predicción del Banco de España se corresponde con el último informe publicado, en el caso del FMI este dato es el que se publicó en octubre, ya que en el documento publicado a finales de enero, de una extensión menor, únicamente se presentan las proyecciones para el crecimiento del PIB.

<sup>14</sup> El pronóstico del Banco de España es del 4,8 % (después de una corrección al alza de 0,5 p.p.), mientras que la del Gobierno es del 5 % y la de Funcas del 5,4 %.

hogares españoles tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que, aunque continúa estando por encima de la de 2019, disminuyó hasta el 5,8 % del PIB a finales del tercer trimestre (en términos netos y anuales), 1,7 p.p. menos que el valor de cierre de 2020 y 5 décimas por debajo de la cifra de junio (véase gráfico 27). La evolución de los distintos activos que componen esta inversión siguió patrones similares a los de años anteriores, con una importante desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue del 3,1 % del PIB, y la inversión de una parte sustancial del ahorro en medios de pago<sup>15</sup>, con unas entradas de recursos que alcanzaron el 6,9 % del PIB. No obstante, si se analizan únicamente los resultados del tercer trimestre, se puede observar que la inversión en efectivo y depósitos fue menor que en trimestres precedentes (1,6 % del PIB) y ampliamente superada por las suscripciones en fondos de inversión (2,5 % del PIB).

El análisis de los datos disponibles en la CNMV sobre los **flujos en fondos de inversión** muestra que la relativa polarización de los inversores iniciada en 2019 continuó en 2021. Con datos hasta el tercer trimestre del año, las vocaciones más favorecidas por estas entradas de recursos fueron, por un lado, algunas de las consideradas más arriesgadas, como los fondos globales, y, por otro, algunas de las más conservadoras, como los fondos de renta fija. En concreto, los fondos globales fueron los que experimentaron, con diferencia, las suscripciones netas más elevadas tanto en el tercer trimestre como desde principios de 2021, con una cifra de casi 5.000 y 25.000 millones de euros, respectivamente<sup>16</sup>. Por su parte, en los fondos de renta fija, las entradas de recursos superaron los 2.600 millones de euros en el tercer trimestre (5.200 entre enero y septiembre). En el caso de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España también se observó una notable expansión en los tres primeros trimestres de 2021, incluso de mayor magnitud. Así, el volumen de inversión total superaba los 260.000 millones de euros a finales de septiembre, lo que supone un aumento superior al 30 % desde diciembre del año anterior y representa prácticamente el 43 % del total de IIC comercializadas en España.

### Contexto de tipos de interés: retirada de estímulos monetarios

- Aunque el **Banco Central Europeo (BCE)** mantuvo durante 2021 su política monetaria ultraexpansiva para apoyar la recuperación económica de la zona euro y su presidenta, Christine Lagarde, reiteró en numerosas ocasiones que estiman que las tasas elevadas de inflación serán transitorias, los mercados empezaron a descontar desde hace un tiempo la probabilidad de un endurecimiento prematuro de dicha política para luchar contra la inflación<sup>17</sup>, por valorar más duradero el repunte de los precios<sup>18</sup>. En este contexto y tras un mes de elevada incertidumbre, llegó un cierto cambio de tono de la autoridad monetaria europea a principios de febrero. Tras la reunión del Consejo de Gobierno el pasado 3 de febrero, la propia presidenta del BCE indicó que se esperaba un descenso de la inflación a lo largo del año, pero también un nivel más alto de esta durante más tiempo de lo

---

<sup>15</sup> Efectivo y depósitos a la vista.

<sup>16</sup> Es importante mencionar que, de esta última cifra, más de 7.000 millones de euros correspondían a fondos de inversión ya existentes que pertenecían, previamente, a otras vocaciones.

<sup>17</sup> En la zona euro la inflación ha llegado a tasas del 5,1 %, los niveles más elevados de la era euro, debido al fuerte aumento de los precios de la energía y los problemas en las cadenas de suministro.

<sup>18</sup> Los mercados consideran que la inflación podría tener cierto carácter estructural y ser más persistente de lo esperado. Entre otros factores se apunta al elevado precio de la energía por los altos costes del modelo de transición energética, a lo que se añaden el impacto sobre los precios de la energía del conflicto geopolítico en Ucrania, el encarecimiento del coste de las materias primas, los problemas en las cadenas de suministro y el mantenimiento de los desequilibrios entre la oferta y la demanda.

previsto anteriormente. También indicó que la institución estaba preparada para ajustar todos sus instrumentos de forma apropiada con el fin de asegurar que la inflación se estabilice hacia el objetivo del 2 % a medio plazo. Además, la autoridad monetaria confirmó que el programa de compras de activos de emergencia frente a la pandemia (PEEP) terminará a finales de marzo, lo que reducirá el tamaño de las compras de deuda del BCE y presionará al alza los tipos de los activos tanto en el mercado primario como en el secundario. Tras la información ofrecida por el BCE y su presidenta, los mercados interpretaron que la primera subida de tipos podría producirse antes del fin de 2022<sup>19</sup>.

**Otros bancos centrales** se encuentran en un momento más adelantado del giro en la política monetaria. Este es el caso del Banco de Inglaterra, que a principios de febrero subió sus tipos 25 puntos básicos (p.b.), hasta el 0,5 %, tras una primera alza de 15 p.b. a mediados de diciembre, y de la Reserva Federal de EE. UU., cuyo presidente señaló a finales de enero que la institución podría acometer en marzo su primer incremento de tipos para luchar contra la inflación (que se situó en enero en el 7,5 %, y con una inflación subyacente del 6 %, ambas tasas marcando nuevos máximos históricos desde 1982). Además, confirmó que seguirá reduciendo el ritmo mensual de sus compras netas de activos, lo que le permitirá su finalización a principios de marzo. Asimismo, la Reserva Federal indicó que podrían tener lugar hasta tres subidas de tipos a lo largo del año en función de cómo evolucione la inflación.

En este contexto, los **tipos de interés a más largo plazo** presentaron una tendencia alcista en el último trimestre del año pasado, que se extendió al mes de enero y se intensificó en las primeras sesiones de febrero. Estas alzas llevaron a que el rendimiento de la deuda española a 10 años cerrase 2021 en torno al 0,6 % (frente al 0,06 % con que empezó el año), al 0,75 % a final de enero y al 1,3 % a mediados de febrero, su nivel más elevado desde el primer semestre de 2019<sup>20</sup>.

- Estos acontecimientos reafirman la **identificación de riesgos** expuesta en notas anteriores, si bien gana relevancia el riesgo de aumento de los tipos de interés, ahora que los precios en los mercados de deuda están incorporando las expectativas de endurecimiento de la política monetaria, a la vez que se intensifican los reajustes de estrategias con el objetivo de preservar el valor del dinero ante la amenaza de la inflación. Las previsibles alzas de tipos de interés pueden provocar pérdidas por valoración de las carteras de activos de renta fija, que serían más intensas en aquellos con vencimientos más largos o con peor calificación crediticia (entre ellos, los fondos de renta fija y de deuda *high yield*). A esto se une la pérdida de valor por la inflación de las posiciones en liquidez y de los activos sin riesgo, por lo que se acentúan los incentivos de los inversores para adquirir activos con mayores expectativas de rentabilidad<sup>21</sup> y, por tanto, con un incremento significativo de los niveles de riesgo asociados. Este tipo de activos habitualmente lleva aparejado un mayor grado de volatilidad (activos de renta variable, de mercados emergentes o criptoactivos) y de riesgo de crédito (cuentan con peores calificaciones crediticias —deuda subordinada y *high yield*—), así como una menor liquidez (deuda subordinada y *high yield*, o fondos de *private equity* o de activos inmobiliarios). Por otro lado, las perspectivas de un endurecimiento de la política monetaria mejoran las expectativas del sector financiero, al descontar una mejora de su margen de intereses y de su rentabilidad, pero a medio plazo pueden poner de manifiesto algunas vulnerabilidades asociadas al

<sup>19</sup> Los mercados descuentan una primera subida de tipos antes de fin de año (algunos pronósticos la sitúan incluso a mediados de este).

<sup>20</sup> A excepción de las alzas transitorias observadas en marzo y abril de 2020 provocadas por las turbulencias en los mercados tras el estallido de la pandemia.

<sup>21</sup> Los datos de suscripciones netas de fondos de inversión del tercer trimestre del año, así como la información preliminar disponible del cuarto, siguen recogiendo una fuerte preferencia de los inversores por categorías de activos con mayores expectativas de rendimiento.

incremento de los costes de financiación de las empresas y los hogares, que serían más acusadas en el caso de aquellos agentes más endeudados.

### Fuentes de incertidumbre política

- El conflicto en Ucrania y la creciente tensión geopolítica entre Rusia y los países de la OTAN se presenta como una de las fuentes de riesgo más importantes actualmente, puesto que no solo puede seguir presionando al alza los precios de la energía, sino también afectar al propio suministro energético y, en última instancia, tener consecuencias adversas en términos de estabilidad financiera en los mercados actualmente difíciles de ponderar. Estas tensiones geopolíticas existen desde hace años, pero se han intensificado recientemente de forma significativa, generando incertidumbre e involucrando a gran parte de las potencias mundiales<sup>22</sup>. Tanto la UE como EE. UU. han establecido sanciones económicas a sectores estratégicos rusos como el energético, el bancario o el de defensa, que podrían aumentar de producirse un enfrentamiento bélico en Ucrania<sup>23</sup>. Hoy por hoy, la materialización de estos problemas se ha visto reflejada en el encarecimiento de las materias primas, en particular en los precios del gas y el petróleo y, de forma indirecta al contribuir al giro de la política monetaria, en descensos de las cotizaciones bursátiles a escala internacional. También puede seguir afectando al abastecimiento energético<sup>24</sup> y a la actividad económica en general si se prolongan o agravan las tensiones (pérdida de empleos, de inversiones, caídas bursátiles, etc.). En este contexto, el posible desencadenamiento de un conflicto bélico podría tener graves consecuencias en términos humanos, políticos y económicos, y venir acompañado de turbulencias en el sistema financiero. Aunque estas son difíciles de ponderar con la información actual, las principales vías de contagio y riesgos sobre la estabilidad financiera, además de los efectos tradicionales ya observados sobre la renta variable, podrían estar asociadas a episodios de volatilidad extrema en el precio del gas y, eventualmente, el de la electricidad en la UE, lo cual podría llegar a generar presión en la operativa de las cámaras de contrapartida central. Asimismo, en caso de conflicto, el riesgo de ciberataques puede verse incrementado.
- Las incertidumbres derivadas de la relación comercial entre EE. UU. y China persisten a pesar de que hace casi dos años se acordó la primera fase del acuerdo comercial entre ambos países. La negociación de las siguientes fases sigue pendiente<sup>25</sup>. Recientemente la Organización Mundial del Comercio (OMC) autorizó a China la imposición de aranceles a productos estadounidenses por un litigio de hace años sobre medidas *antidumping* aplicadas por EE. UU. a varios productos chinos<sup>26</sup>. Por tanto, siguen existiendo dudas sobre el desarrollo futuro del acuerdo comercial entre ambas potencias, teniendo en cuenta no solo esta nueva decisión de la OMC, sino también las tensiones acerca de la isla de Taiwán y el mantenimiento de la política de sanciones y veto a empresas chinas por parte de EE. UU.

---

<sup>22</sup> Recientemente China y Rusia han manifestado su oposición a la expansión de la OTAN (con una posible entrada de Ucrania en la organización) y EE. UU. ha desplegado tropas al este de Europa.

<sup>23</sup> Entre otras, destaca la imposición de medidas restrictivas a personas y entidades, que van desde la inmovilización de bienes y activos en la UE, incluidos fondos a su disposición, hasta la prohibición de entrada en el territorio de la Unión. En 2017 el Consejo Europeo decidió que las sanciones se valorarían y prorrogarían en su caso cada seis meses (la última prórroga fue el pasado enero).

<sup>24</sup> La presidenta de la Comisión Europea no descarta condicionar el funcionamiento del gasoducto Nord Stream II, que conecta Rusia con Alemania, como una de las posibles sanciones a imponer. Esta medida, además de afectar a Rusia, también aumentaría la escasez de energía en Europa, sobre todo en Alemania, pues la mayor parte del gas ruso se adquiere en este país.

<sup>25</sup> En los últimos meses, los representantes comerciales de ambos países han mantenido conversaciones para tratar este tema en las que intercambiaron preocupaciones comunes y coincidieron en la necesidad de mantener el contacto bilateral entre China y EE. UU.

<sup>26</sup> Estos aranceles, derivados de una disputa de 2012 entre ambas potencias, tienen un importe de 645 millones de dólares.

- En el plano europeo continúan presentes diversas tensiones con respecto a la salida del Reino Unido de la UE (*brexit*). Pese a la consecución del acuerdo alcanzado en diciembre de 2020, por el cual se evitó la materialización de una de las mayores fuentes de riesgo de los últimos años, el funcionamiento de este sigue siendo objeto de negociación y ha generado diversas discrepancias entre las partes. Por ejemplo, recientemente Irlanda del Norte ha suspendido los controles aduaneros a productos agroalimentarios incluidos en el Acuerdo de Comercio y Cooperación entre el Reino Unido y la UE<sup>27</sup>. Por otra parte, en febrero tuvo lugar la primera ronda de negociaciones del año entre el Reino Unido y la UE con respecto a Gibraltar. En el ámbito financiero, después del proceso de reorganización de los centros de negociación por el cual varias entidades británicas abrieron centros y trasladaron parte de los volúmenes de negociación hacia países de la UE en 2021, la actividad en los mercados se ha desarrollado con normalidad.
- En el plano nacional, se han reducido los riesgos relacionados con la crisis sanitaria al observarse una tendencia a la baja de los contagios de COVID-19 en las últimas semanas y continuar el avance de la vacunación, lo cual sugiere que empieza a decaer la sexta ola del virus. También cabe destacar la necesaria capacidad de implementación efectiva y sin retrasos de los fondos destinados a España en el marco del programa Next Generation EU.

### Otras fuentes de incertidumbre

- Los riesgos asociados a la evolución de la **pandemia** de coronavirus se han reducido en los últimos meses debido a la vacunación gradual de la población y la disminución de la gravedad de la enfermedad causada por las nuevas variantes del COVID-19. En consecuencia, a lo largo de febrero varios países levantarán la mayoría de las restricciones impuestas para frenar los contagios<sup>28</sup>. Con todo, estos riesgos continúan siendo muy relevantes pues: i) aún existen países con niveles muy bajos de vacunación, en los que, por tanto, la posibilidad de contagios es mayor y ii) no se puede descartar la aparición de nuevas variantes o cepas del virus que den lugar a la reimposición de medidas restrictivas sobre la población y que, en último término, podrían repercutir en los mercados.
- En un entorno con un ritmo de digitalización creciente, la **ciberseguridad** se ha convertido en uno de los riesgos más importantes para todo tipo de organismos. Particularmente, para las entidades financieras reducir la exposición ante este riesgo es imprescindible a fin de no generar riesgos para la estabilidad financiera. En un sistema cada vez más interconectado y dependiente, la transformación digital en el sector financiero se ha visto acelerada —también en parte por la pandemia—, de forma que gran parte de la operativa diaria se desarrolla de forma digital y remota. En este entorno, las posibilidades de sufrir ciberataques que puedan llegar a afectar a usuarios, entidades e, incluso, a los mercados financieros, han aumentado de forma notable<sup>29</sup>. El conflicto en Ucrania también puede intensificar la probabilidad de ocurrencia de este riesgo. La materialización de este riesgo operacional podría acabar contagiándose a otros sectores y dar lugar a una pérdida de confianza generalizada que amenazara la estabilidad financiera. En este contexto es de vital importancia la inversión en ciberseguridad, así como el fomento de

<sup>27</sup> Los acuerdos del *brexit* obligan a llevar a cabo comprobaciones en las mercancías que vienen desde el Reino Unido para controlar la entrada de productos al mercado comunitario europeo, aunque desde el Reino Unido y determinados partidos de Irlanda del Norte quieren eliminar estos controles fronterizos. Este aspecto fue una de las controversias más importantes durante las negociaciones para la salida del Reino Unido de la UE.

<sup>28</sup> Entre ellos se encuentran el Reino Unido, Irlanda, Dinamarca y Finlandia. No obstante, la OMS pidió a principios de febrero cautela en el levantamiento de las medidas restrictivas, al suponer que no se ha alcanzado el nivel máximo de contagios en muchos países.

<sup>29</sup> Según un informe del Foro Económico Mundial, en 2021 las compañías sufrieron una media de 270 ciberataques cada una, un 31 % más que en 2020.

la coordinación entre los diferentes sectores y autoridades para tratar de disminuir y prevenir las posibles consecuencias sistémicas de un incidente cibernético. En esta línea, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) publicó recientemente una recomendación para establecer un marco paneuropeo de coordinación de incidentes cibernéticos sistémicos (EU-SCICF<sup>30</sup>). Desde el punto de vista regulatorio, destaca el Reglamento sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero, en trámites de aprobación, también conocido como DORA (*Digital Operational Resilience Act*<sup>31</sup>). Finalmente, en el ámbito español cabe destacar la presentación conjunta por parte de la CNMV, el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) de las guías para la realización de pruebas avanzadas en materia de ciberseguridad bajo el marco TIBER-ES adoptado<sup>32</sup>.

- Los **riesgos relacionados con el cambio climático** siguen ganando peso en las decisiones económicas de los agentes. Como se ha señalado en notas previas, los efectos del cambio climático y las medidas adoptadas para su mitigación y adaptación van a suponer importantes transformaciones tanto en la economía como en los mercados financieros, derivadas tanto de los costes directos<sup>33</sup> como de los costes de transición<sup>34</sup> a una economía baja en carbono. El tamaño de los costes dependerá en gran parte de las medidas de carácter preventivo adoptadas para paliarlos y requerirá grandes volúmenes de recursos económicos para financiarlos<sup>35</sup>. En este sentido, los mercados financieros se constituyen como un mecanismo clave para canalizar los recursos necesarios, en un contexto de interés creciente de los inversores por los activos sostenibles.

En este contexto, los mercados financieros se están preparando para dar cabida a un volumen cada vez mayor de activos que muestran compromiso con los criterios de sostenibilidad (ASG<sup>36</sup>). Se observa una demanda creciente de estos productos por parte de los inversores, que, en parte, ha contribuido a que los gestores de activos y las agencias de calificación crediticia estén adaptando progresivamente sus modelos de negocio<sup>37</sup>. También se aprecia un incremento significativo en la oferta de estos activos, con la incorporación de nuevos emisores en los mercados de bonos verdes<sup>38</sup>, muchos de los cuales realizan emisiones con carácter recurrente.

Los riesgos más relevantes que se identifican sobre la estabilidad financiera están relacionados, por una parte, con la persistencia de dificultades para evaluar correctamente

---

<sup>30</sup> Su objetivo principal sería la coordinación entre las distintas autoridades financieras de la UE, otras autoridades de la Unión y actores importantes a nivel internacional.

<sup>31</sup> Trata de establecer un marco común de obligaciones, principios y requerimientos en materia de ciberseguridad, para que todas las entidades financieras se rijan por un conjunto de normas homogéneas que mitigue y gestione los riesgos de seguridad de las redes y sistemas informáticos.

<sup>32</sup> TIBER-ES es la adaptación local de TIBER-EU, que es el marco de pruebas avanzadas de ciberseguridad publicado por el BCE, y que tiene como objetivo fortalecer la ciberresiliencia de las instituciones financieras que operan en España.

<sup>33</sup> Los costes directos del cambio climático se manifiestan como consecuencia de los eventos asociados a este, observándose un crecimiento constante de estos costes en los últimos años como consecuencia de las pérdidas asociadas a las catástrofes y eventos meteorológicos e hidrológicos (inundaciones, incendios, oleadas de calor, sequías...).

<sup>34</sup> En forma de costes de mitigación, adaptación y sustitución a una economía baja en carbono (renovación de automóviles y sistemas de energía, y cambios en los procesos de producción y las fuentes de suministro).

<sup>35</sup> El Plan de Inversiones para una Europa Sostenible prevé movilizar solo en recursos públicos un mínimo de 1 billón de euros en inversiones sostenibles durante la próxima década con cargo al presupuesto de la UE con el objetivo de lograr una economía neutra en carbono en 2050.

<sup>36</sup> Conforme a criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

<sup>37</sup> En el caso de España, la CNMV tenía registrados al cierre de 2021 un total de 184 fondos de inversión y 4 sociedades de inversión de capital variable (con un patrimonio agregado de 65.673 millones de euros) que habían mostrado su compromiso en el ámbito ASG acogidos a los artículos 8 o 9 del reglamento europeo sobre divulgación, que entró en vigor en marzo de 2021.

<sup>38</sup> Entre ellos, el Reino de España y la UE, que realizaron las primeras emisiones de este tipo en el segundo semestre de 2021. Se prevé que la UE se convierta en el mayor emisor de bonos verdes del mundo, puesto que se espera que sus emisiones de deuda para financiar el programa Next Generation EU alcancen 250.00 millones de euros hasta finales de 2026.

los riesgos asociados al cambio climático<sup>39</sup> y, por otra parte, con la mayor demanda de estos productos en relación con la oferta existente. Estos elementos pueden originar distorsiones en el proceso de formación de precios, por lo que no se pueden descartar episodios de ajustes en las valoraciones en el futuro. Desde el punto de vista de la protección del inversor, uno de los focos más importantes de los reguladores y supervisores radica en evitar fenómenos de *greenwashing* (o blanqueo ecológico<sup>40</sup>), que suponen asignar características sostenibles a productos o activos<sup>41</sup> que no se ajustan a las características reales de estos.

---

<sup>39</sup> El mecanismo de formación de precios de las emisiones de carbono no permite valorar correctamente las externalidades negativas asociadas al clima.

<sup>40</sup> *Greenwashing* es la expresión que recoge el conjunto de mecanismos a través de los cuales las compañías tratan de hacer parecer sus productos o actividades como sostenibles cuando en realidad no lo son, con el objetivo de atraer el interés de los potenciales inversores o clientes.

<sup>41</sup> Cabe señalar, a modo de ejemplo, que algunas emisiones de bonos verdes están incorporando cláusulas que impiden la reclamación por parte de los inversores en caso de incumplimiento del emisor de sus compromisos en materia de sostenibilidad.

## Categorías de riesgo

### Riesgo de mercado: amarillo

- Los mercados internacionales de renta variable iniciaron la última parte del año pasado con nuevas alzas —que los llevaron a zona de máximos— favorecidos por la evolución positiva de los resultados empresariales. Sin embargo, este optimismo se fue diluyendo tras el anuncio de la OMS a finales de noviembre de la aparición en Sudáfrica de la variante *ómicron* y el surgimiento de dudas sobre la efectividad de las vacunas actuales para combatirla. Este hecho, que invitaba a pensar en la introducción de nuevas restricciones a la movilidad, junto con la intensificación de los problemas en las cadenas de suministro y el temor a que el fuerte avance de los precios acelerase la retirada de estímulos por parte de los bancos centrales, acabó revirtiendo la tendencia de los índices de bolsa. Aun así, la mayoría de los mercados se recuperaron de las caídas en las últimas sesiones del año ante la percepción de que la nueva variante del virus era menos dañina de lo previsto y de que las restricciones a la movilidad establecidas en algunos países y, por tanto, el perjuicio a la actividad económica, iban a ser menos graves.

Los avances se interrumpieron a principios de este año debido al recrudecimiento de las tensiones en Ucrania motivadas por la escalada rusa, con las consecuencias que ya se han comentado, y a la persistencia de las elevadas tasas de inflación tanto en EE. UU. como en Europa, que, en el caso de EE. UU., dieron lugar al anuncio por parte de la Reserva Federal de una primera subida de tipos en los próximos meses.

- La mayoría de los índices internacionales relevantes, con la excepción de los españoles y los japoneses, presentaron avances notables en el cuarto trimestre<sup>42</sup>, que fueron más significativos en el caso de los mercados de EE. UU. y de Francia, observándose un comportamiento más heterogéneo en el grupo de índices europeos. La evolución en el conjunto del año fue positiva en todos ellos, aunque desigual, con notables avances en los índices estadounidenses, el europeo Eurostoxx 50, el francés Cac 40 y el italiano FTSE Mib y, en menor medida, en el resto de los índices, con el japonés Nikkei 225 y el español Ibex 35 a la cola de las revalorizaciones.

Todos los índices estadounidenses obtuvieron ganancias en el conjunto de 2021, con lo que acumulan tres ejercicios consecutivos de alzas, que fueron más intensas en el caso del índice S&P 500, de carácter más general<sup>43</sup>, y que llevaron a todos ellos a cerrar el ejercicio en máximos históricos. El Dow Jones, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional, bancos e industriales, se revalorizó un 18,7 % —favorecido por el carácter más cíclico de sus componentes y la extensión de la recuperación de la economía estadounidense a todos los sectores—, mientras que el índice de carácter más general S&P 500 avanzaba un 26,9 % gracias a la contribución de las grandes compañías de

---

<sup>42</sup> Los índices estadounidenses acumularon alzas entre octubre y diciembre que oscilaron entre el 7,4 % del Dow Jones y el 10,6 % del S&P 500, mientras que los índices europeos presentaban avances en el mismo periodo que oscilaban entre el 4,1 % del alemán Dax 30 y el 9,7 % del francés Cac 40. Asimismo, el europeo Eurostoxx 50, el italiano FTSE Mib y el británico FTSE 100 avanzaron un 6,2 %, un 6,5 % y un 4,2 %, respectivamente, mientras que el español Ibex 35 y el japonés Nikkei 225 retrocedían un 0,9 % y un 2,2 %, respectivamente.

<sup>43</sup> El índice S&P 500 es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico a la industria.

carácter tecnológico<sup>44</sup>, cuyo índice Nasdaq<sup>45</sup> avanzó un 21,4 %<sup>46</sup>. Asimismo, en lo que va de 2022 hasta el 14 de febrero todos ellos registraron pérdidas, que oscilaron entre el 4,9 % del Dow Jones y el 11,9 % del Nasdaq, como consecuencia del temor a un rápido incremento de los tipos de interés, cuyas consecuencias podrían ser más intensas en el caso de los valores de carácter tecnológico, en los que las previsiones de crecimiento se han ajustado a la baja. Así, aunque algunos grandes valores tecnológicos han sufridos importantes ajustes en su valoración al comienzo del año, una parte significativa de los valores<sup>47</sup> del Nasdaq acumulan revalorizaciones cercanas al 50 % e incluso superiores en el último año.

La tendencia fue similar en el caso de los principales mercados de valores europeos, aunque la intensidad de la revalorización fue más moderada, destacando en el cuarto trimestre los avances del 9,7 % y el 6,5 % de los índices francés e italiano, respectivamente, así como el retroceso del español Ibex 35. En el conjunto del año destacaron los aumentos de estos mismos índices, así como el del europeo Eurostoxx 50, cerrando todos ellos el ejercicio en valores cercanos a sus máximos históricos. En las primeras semanas de 2022, las caídas se extendieron a todos los índices<sup>48</sup>, salvo al británico FTSE 100, aunque su intensidad fue más moderada que en el caso de los EE. UU., situándose entre el 1,6 % del Ibex 35 y el 5,4 % del Eurostoxx 50.

- En España, el Ibex 35 finalizó 2021 con una revalorización del 7,9 %<sup>49</sup>, por lo que se volvió a situar a la cola de los grandes índices de la zona euro —que en la mayoría de los casos duplican e incluso triplican sus ganancias— al acusar el mayor retraso de la recuperación de la economía española frente al resto de grandes economías de la zona euro. El cuarto trimestre se saldó con un retroceso del 0,9 %, que situó el valor del índice (en torno a 8.700 puntos) en valores similares a los de mediados de 2019. En las primeras semanas de 2022 (hasta el 14 de febrero), siguiendo la tendencia de otros mercados europeos, registró también pérdidas, pero presentó el mejor comportamiento entre los índices europeos al beneficiarse de la recuperación de los valores turísticos y del sector servicios tras la práctica desaparición de las restricciones a la movilidad a nivel internacional, así como de la mejora de las perspectivas de las economías latinoamericanas por la gran exposición de las grandes compañías cotizadas a esta área. También se observó una revalorización importante en el sector bancario debido a la expectativa de subida de tipos de interés.
- La mayoría de los sectores experimentó una evolución positiva en 2021, aunque discreta, puesto que algunos todavía continuaron acusando el impacto de la crisis en sus niveles de actividad. El mejor comportamiento correspondió al sector financiero (20,7 %) —favorecido por el levantamiento de las restricciones al reparto de dividendos, además de los factores más generales enunciados anteriormente—, así como a las compañías inmobiliarias (13 %), gracias al dinamismo del mercado inmobiliario y a la recuperación de los precios de los activos. Asimismo, las compañías del sector de materias primas,

---

<sup>44</sup> El peso de las compañías tecnológicas en este índice es creciente y representa más del 28 % de su capitalización, su mayor proporción de la historia. De las 10 primeras compañías por ponderación de este índice, 8 son tecnológicas y suponen más del 26 % del total.

<sup>45</sup> Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU., conocidas como FAANG (Meta Platforms —antes Facebook—, Apple, Amazon, Netflix y Google), acumularon un rendimiento en el cuarto trimestre del -0,9 %, 25,5 %, 1,5 %, -1,3 % y 8,4 %, respectivamente, que se situó en el 23,1 %, 33,8 %, 2,4 %, 11,4 % y 65,3 %, respectivamente, en el conjunto del año 2021. En enero de 2022, las pérdidas acumuladas alcanzan el 6,9 %, 1,6 %, 10,3 %, 24,1 % y 6,6 %, respectivamente, al registrar todos los valores caídas en sus cotizaciones.

<sup>46</sup> El índice Nasdaq se revalorizó en 2019 y 2020 un 35,2 % y un 43,6 %, respectivamente.

<sup>47</sup> Entre ellos, compañías como Zoom, Peloton y Shopify, cuyas cotizaciones se beneficiaron de modo significativo del estallido de la pandemia.

<sup>48</sup> Los principales índices europeos retrocedieron hasta el 14 de febrero, destacando las caídas del 5,4 %, 4,9 %, 4,6 % y 4,2 % del Eurostoxx 50, el Dax 30, el Euronext 100 y el Cac 40, respectivamente. El mejor comportamiento fue para el Ibex 35, que retrocedió únicamente un 1,6 %. Asimismo, fuera de la zona euro el británico FTSE 100 se revalorizó un 2 %.

<sup>49</sup> El Ibex 35 registró en 2020 pérdidas del 15,5 %.

industria y construcción (9,3 %), así como el de la tecnología y las telecomunicaciones (9 %) también presentaron avances gracias al incremento de precios de las materias primas en el primer caso y a la recuperación de la cotización del principal operador de telecomunicaciones en el segundo. Únicamente destacó el comportamiento negativo del sector de la energía (-1,6 %), que acusó las incertidumbres regulatorias<sup>50</sup>, y el de los servicios de consumo (-1,9 %) —al que pertenecen las empresas de hostelería, turismo, ocio y transporte aéreo—, pues su actividad siguió condicionada por los efectos de la pandemia. Por otra parte, el primer mes y medio de este año se saldó con un retroceso de la mayor parte de los sectores, que fue más intenso en los de industria, construcción y bienes de consumo, si bien destacó la revalorización de los bancos y de las aerolíneas.

- El ligero retroceso de las cotizaciones entre octubre y enero, unido al mantenimiento de la expansión de los beneficios empresariales esperados, permitieron que la ratio-precio beneficios (PER) del Ibex 35 disminuyese desde 14,3<sup>51</sup> a mediados de octubre hasta 13,1<sup>52</sup> en enero —su media histórica es 13,6— (véase gráfico 4). El valor de esta ratio ha ido reduciéndose progresivamente a lo largo del ejercicio 2021 conforme los beneficios empresariales se han ido recuperando a un ritmo más intenso que el avance de las cotizaciones, aunque es previsible que los próximos meses se modere a medida que el crecimiento de estos se vaya ralentizando.
- Los mercados internacionales de deuda mostraron una tendencia alcista en las rentabilidades de los activos en la última parte de 2021, que se intensificó en enero y febrero de este año, como ya se ha comentado. Así, los tipos de interés de la deuda pública española cerraron el ejercicio en valores positivos a partir del plazo de 6 años, mientras que los de la deuda corporativa<sup>53</sup> alcanzaban valores positivos para todos los plazos de la curva. Los rendimientos de la deuda pública de la mayoría de las economías europeas<sup>54</sup> cerraron 2021 con alzas en la mayor parte de los plazos de la curva, que los alejaron de los valores próximos a sus mínimos históricos en los que habían empezado el año. En el plazo de 10 años los incrementos se situaron entre los 40 p.b. de Alemania y los 68 p.b. de Grecia —en promedio se situaron en torno a los 50 p.b.—, y al cierre del ejercicio el rendimiento de la deuda a 10 años únicamente presentaba valores negativos en Alemania y Holanda. Hasta mediados de febrero las alzas adicionales se situaron entre 45 y 132 p.b., de manera que todos los activos de deuda soberana europea a largo plazo obtuvieron rendimientos positivos, circunstancia que no sucedía desde la primera mitad de 2019. Así, los rendimientos de la deuda a 10 años presentaban valores próximos a 0,25 % en Alemania y en torno al 0,50 % en Holanda, Austria y Finlandia. Por su parte, en Francia, Bélgica e Irlanda se situaban cerca del 0,75 %, en España y Portugal en torno al 1,25 %, mientras que en Italia quedaban cerca del 2 % y en Grecia superaban el 2,5 %.
- Los rendimientos de la deuda corporativa también se incrementaron en todos los tramos de la curva, aunque las alzas se concentraron en mayor medida en los más largos, que se ven más afectados por la previsible disminución del importe de los programas de compras específicos del BCE. A pesar de que en este grupo de activos se suele observar una

---

<sup>50</sup> El Gobierno aprobó un real decreto-ley que reduce la remuneración extra de nucleares, hidráulicas y renovables por los beneficios derivados de la subida de los precios del gas, así como por el beneficio extra procedente del incremento en los precios de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub>.

<sup>51</sup> En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 aumentó hasta 21,2 veces, mientras que la del europeo Eurostoxx 50 lo hizo hasta 15,2 veces.

<sup>52</sup> La ratio PER alcanzó un valor de 12,9 veces en diciembre, el más bajo en el ejercicio 2021.

<sup>53</sup> Aunque una parte de los bonos corporativos europeos a largo plazo está incluida en los programas de compras de deuda corporativa del BCE y algunos de estos valores han presentado rendimientos negativos a lo largo del ejercicio 2021, al cierre de este era prácticamente imposible encontrar deuda corporativa con rendimiento negativo en los mercados secundarios.

<sup>54</sup> En el caso de EE. UU. los tipos a 10 años aumentaron 58 p.b. en 2021 para cerrar el ejercicio en el 1,5 %. En lo que va de 2022 hasta el 14 de febrero volvieron a aumentar (50 p.b.) y se situaron en el 2,0 %.

dispersión notable de los rendimientos<sup>55</sup>, sus niveles se mantienen reducidos, pues se siguen viendo favorecidos por las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*).

- El previsible giro de la política monetaria de los bancos centrales más importantes ha incrementado de forma notable el riesgo de mercado de los activos de deuda, acentuándose aún más en el caso de la deuda corporativa *high yield* con peor calificación crediticia y de la deuda subordinada, pues estos activos no cuentan con el apoyo directo de los programas del BCE y su liquidez suele ser más reducida. Asimismo, la estructura financiera de algunas compañías podría haberse visto debilitada de modo significativo por la pandemia, por lo que las primas exigidas a su deuda dependerán en gran medida de la evolución de la recuperación económica y de sus propios negocios. Así, aquellas compañías con mayores dificultades para recuperar sus niveles de actividad y que cuenten con una estructura financiera más débil y mayor apalancamiento podrían experimentar problemas para obtener financiación a un coste razonable. Una situación parecida podría llegar a acontecer en aquellas economías más vulnerables, con mayores niveles de deuda e importantes desequilibrios fiscales, pues un repunte de los tipos de interés daría lugar a un incremento significativo del importe del servicio de la deuda.

Con base en lo anterior, cabe reiterar los efectos potenciales de un repunte eventual de las primas de riesgo sobre los precios y la valoración de algunos activos, circunstancia que es relevante en algunas carteras de fondos —especialmente de renta fija—, que en ocasiones están expuestas a activos poco líquidos<sup>56</sup>, complejos y con calificaciones crediticias por debajo del grado de inversión.

### Riesgo de crédito: verde

- Las primas de riesgo, tanto del sector público como del privado, se mantuvieron en niveles reducidos durante 2021, al contar con el mantenimiento del apoyo del BCE<sup>57</sup>, si bien se observó un repunte de las primeras en el segundo semestre, que podría atribuirse a una cierta ralentización de la recuperación de la economía española. La prima de riesgo española —medida como la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en España y Alemania— se situaba a mediados de febrero en 102 p.b., por encima tanto de los 77 p.b. en los que finalizó el ejercicio como de los 63 p.b. registrados al cierre de 2020 (véase gráfico 11).
- Las primas de riesgo de las entidades del sector privado cerraron 2021 por debajo de los niveles de principios del ejercicio, pero repuntaron en las primeras semanas de este año ante la perspectiva de finalización en marzo de las compras de deuda realizadas por el BCE en el marco de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), que afecta a la deuda emitida tanto por los bancos<sup>58</sup> como por las sociedades no

---

<sup>55</sup> La deuda corporativa presenta mayor dispersión en sus rendimientos en función del tipo de activo (deuda *senior* o subordinada), su calificación crediticia y de su condición de formar parte o no del rango de activos elegibles para las compras del BCE.

<sup>56</sup> Las abundantes compras de deuda corporativa y de algunos tipos de deuda emitida por las entidades financieras, tanto en el mercado primario como en el secundario, realizadas por el BCE podrían haber afectado a la liquidez de algunas emisiones con saldos vivos más reducidos o cuya propiedad se halle concentrada en un escaso número de inversores.

<sup>57</sup> El BCE adquiere deuda pública española a través de sus programas de compras de activos PSPP y PEPP, que acumulaban a finales de enero un saldo superior a 485.000 millones de euros, más del 42 % del saldo vivo de deuda del Estado a largo plazo.

<sup>58</sup> El BCE mantiene varios programas específicos de compras de títulos emitidos por entidades financieras como las cédulas hipotecarias (CBPP3) y las titulizaciones (ABSPP), que acumulaban hasta enero compras por importes de 295.063 y 26.770 millones de euros, respectivamente, de las cuales casi el 40 % y del 68 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba en la misma fecha cédulas hipotecarias por 6.073 millones de euros, adquiridos al amparo del programa PEPP.

financieras<sup>59</sup>. Así, la media de los CDS de los bancos se situaba a mediados de febrero en 75 p.b., por encima de los 64 p.b. en que los inició el año, pero por debajo de los 78 p.b. de finales de 2020. Por su parte, la media de los CDS de las sociedades no financieras se situaba a mediados de febrero en 63 p.b., 10 p.b. más que a comienzos de año (y levemente por encima de los niveles de cierre de 2020).

- La información disponible sobre las calificaciones crediticias de la deuda de los emisores españoles del sector privado correspondiente al cuarto trimestre de 2021 no refleja cambios significativos en su calidad crediticia. La mayor parte de la deuda española continúa siendo de alta calidad, al pertenecer al grupo de grado de inversión —*investment grade*— (un 89,4 % del saldo total en circulación en diciembre<sup>60</sup>, frente al 89,9 % en septiembre). La proporción de deuda que, teniendo grado de inversión, se sitúa en el escalón previo a ser considerada *high yield*<sup>61</sup> era del 11,2 %, la misma que en septiembre y ligeramente por debajo de la observada en trimestres previos. Por sectores, se aprecia una leve disminución de este grupo de deuda en las sociedades no financieras (aunque sigue representando casi la mitad de su deuda, el 49,0 % en diciembre frente al 50,6 % en septiembre) y en las instituciones financieras no monetarias (del 1,0 % en diciembre frente al 1,2 % en septiembre). En las instituciones financieras monetarias esta proporción de deuda representaba el 4,4 % del total a finales de año, igual que en el trimestre anterior. Por su parte, la deuda *high yield* del sector privado supone un 10,6 % del total en circulación<sup>62</sup>, observándose un ligero aumento con respecto a septiembre (10,1 %) y a los datos de 2020 (este grupo de deuda representó de media ese año un 9,2 % del saldo vivo total).
- Aunque la información disponible sobre la evolución de las calificaciones crediticias de los emisores españoles sigue sin reflejar cambios relevantes de su riesgo de crédito, hay que tener en cuenta las siguientes circunstancias: i) los programas de compras del BCE explican en gran medida el reducido tamaño de las primas de riesgo de todos los emisores de la zona euro, incluidos los españoles, circunstancia que podría verse alterada en el futuro conforme la autoridad monetaria europea reduzca el tamaño de estos programas o incluso los concluya; ii) los emisores *high yield*, que, como se ha comentado, también ven reducidas indirectamente sus primas de riesgo como consecuencia del efecto de las estrategias de búsqueda de rentabilidad, pueden experimentar un incremento de estas y, por tanto, ajustes en la valoración de su nivel de riesgo; iii) las calificaciones y primas de riesgo analizadas corresponden en su mayoría a compañías de tamaño grande o mediano que, o bien se han visto menos afectadas por la crisis, o bien disponen de una mayor capacidad financiera para hacer frente a sus efectos.

Asimismo, las medidas de apoyo a las empresas adoptadas por las autoridades, como los avales públicos, las moratorias o las ayudas directas, han evitado hasta ahora un incremento considerable de los problemas financieros de muchas sociedades, pero es posible que en algunas de ellas se agraven en un futuro próximo, conforme la vigencia de las medidas vaya finalizando. En este sentido, se identifica un riesgo de crédito creciente en los próximos meses<sup>63</sup> que puede obligar a muchas compañías a llevar a cabo procesos de

---

<sup>59</sup> El BCE mantiene un programa específico de compras de deuda corporativa (CSPP) —que se ha extendido a todos los emisores que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo de BBB- o superior)— y que acumulaba a finales de enero compras por importe de 317.860 millones de euros, de los cuales casi un 23 % fue adquirido en el mercado primario. Además, en la misma fecha acumulaba bonos corporativos y pagarés por importe de 40.301 y 3.857 millones de euros, respectivamente, adquiridos en el marco del programa PEPP.

<sup>60</sup> Incluyendo las AA. PP. la proporción de deuda española con grado de inversión representa un 96,2 % del saldo total en circulación en diciembre.

<sup>61</sup> Nivel BBB- para Fitch y S&P o Baa3 para Moody's.

<sup>62</sup> Incluyendo las AA. PP. la proporción de deuda *high yield* se reduce al 3,8 % del saldo total en circulación en diciembre.

<sup>63</sup> La morosidad del crédito privado residente se situó en noviembre en el 4,29 %.

reestructuración financiera<sup>64</sup>, especialmente a aquellas de menor tamaño, como las pymes, o de sectores que aún no han conseguido recuperarse de los efectos de la pandemia.

- La financiación a los sectores no financieros de la economía<sup>65</sup> finalizó 2021 con una tasa de crecimiento interanual del 2,1 %, por debajo de las tasas medias observadas en el primer semestre del ejercicio. Esta evolución se explica por la desaceleración del crecimiento de la financiación a las sociedades financieras, que no se ha visto compensada por los avances en la financiación de los hogares en la segunda mitad del año. La financiación a las sociedades no financieras, que crecía a tasas superiores al 6 % en el primer trimestre del año pasado, fue ralentizándose hasta cerrar el ejercicio en el 3,1 %. Esta evolución tuvo su origen en la disminución del crecimiento del crédito, cuya variación anual pasó del 8,4 % en enero al 0,5 % en diciembre<sup>66</sup>, y pese al buen comportamiento de la financiación vía valores de deuda, que acabó creciendo a tasas superiores al 11 %. Por su parte, la financiación a los hogares presentó un avance del 0,8 % en diciembre, en línea con los valores registrados en la segunda parte del año y lejos de los valores negativos observados en los primeros meses del ejercicio. El crecimiento de la financiación a los hogares se debe tanto a la recuperación del crédito para la adquisición de vivienda, que presenta crecimientos interanuales positivos por primera vez desde 2010, como a la expansión del crédito al consumo, que pasó de tasas negativas superiores al 3 % a comienzos del ejercicio a tasas positivas cercanas al 5 % al cierre de este.

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

- Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el cuarto trimestre de 2021 alcanzaron 27.320 millones de euros, la mitad que en el mismo periodo de 2020. Esta fuerte caída tuvo su origen en la práctica desaparición de las emisiones de bonos de titulización y en el retroceso casi a la mitad de las emisiones de bonos simples, aunque destacó, en menor volumen, el crecimiento de las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales. En el conjunto del año las emisiones registradas se situaron en 101.171 millones de euros, un 23,4 % menos que en 2020, un importe próximo al existente en los ejercicios previos al estallido de la pandemia. Determinado por la evolución de los últimos meses del año, los mayores retrocesos en el conjunto del ejercicio se registraron en los bonos simples y en los de titulización, mientras que destacó la recuperación del volumen emitido de cédulas hipotecarias. Por otro lado, las emisiones de renta fija efectuadas por las compañías españolas en el exterior crecieron un 35 % en el ejercicio hasta situarse en 121.831 millones de euros<sup>67</sup> —su importe más elevado desde el año 2010—, superando de nuevo el importe de las registradas en España<sup>68</sup>. Los datos preliminares de enero de 2022, que son inferiores a los volúmenes de meses anteriores pero muestran un avance interanual<sup>69</sup>, se concentran en la renovación de emisiones de cédulas hipotecarias y en la emisión de pagarés. Asimismo, en los mercados de renta variable no hubo ninguna salida a bolsa en el trimestre, pero en el ejercicio tuvo lugar la oferta pública de venta

<sup>64</sup> Un número creciente de empresas ha solicitado apoyo financiero al Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, cuyo objetivo es aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia empresarial de compañías no financieras afectadas por la pandemia.

<sup>65</sup> Fuente: Indicadores económicos del Banco de España.

<sup>66</sup> Entre mayo y noviembre la tasa interanual fue negativa.

<sup>67</sup> Las emisiones de deuda a largo plazo y pagarés se repartieron prácticamente al 50 %.

<sup>68</sup> Se invierte de este modo la tendencia observada en el ejercicio 2020, cuando las emisiones registradas en la CNMV superaron las registradas en el exterior.

<sup>69</sup> Las emisiones de deuda registradas en el periodo se situaron en 4.377 millones de euros, un 11,4 % más que en enero de 2021, de los cuales casi la mitad correspondió a pagares a corto plazo.

(OPV) de Acciona Energía<sup>70</sup>, así como las salidas a bolsa de Grupo Ecoener y Línea Directa en forma de oferta pública de suscripción (OPS) y *listing*, respectivamente. Además, estaba prevista la salida a bolsa de Ibercaja Banco en febrero de 2022 mediante OPV, pero fue cancelada por el emisor en un contexto de elevada volatilidad de los mercados.

En el ámbito de los mercados primarios cabe señalar la notable expansión de las emisiones de renta fija privada efectuadas por emisores españoles que pueden considerarse verdes, sociales o sostenibles<sup>71</sup>. El importe de estas emisiones se situó en 13.116 millones de euros en 2021 (cerca de un 10 % de las emisiones de deuda a largo plazo), casi un 50 % más que en 2020<sup>72</sup>. Un 60 % de este importe fue emitido por instituciones financieras y el restante, por sociedades no financieras. Dentro de estas últimas destacaron las emisiones realizadas por las empresas del sector de la energía y *utilities* y del sector inmobiliario y de la construcción. En cuanto a la tipología de las emisiones, cerca del 80 % del volumen emitido correspondió a emisiones de bonos verdes, el 15 % a emisiones de bonos sociales y el 6 % a emisiones sostenibles. Finalmente cabe destacar que el grueso de estas emisiones, en torno al 80 %, se realiza en mercados foráneos.

- La capacidad de financiación de la economía española alcanzó 1.800 millones de euros en noviembre<sup>73</sup>, lo que la situó por debajo de los 3.300 millones de euros registrados en el mismo periodo de 2021. Esta evolución se explica, fundamentalmente, por el deterioro de la balanza de bienes y servicios no turísticos; el saldo relacionado con el turismo, por el contrario, experimentó una mejora significativa. En términos acumulados de 12 meses, la capacidad de financiación alcanzó 19.700 millones de euros, un nivel superior a los 14.400 millones de euros del mismo periodo de 2020, pero lejos aún de los valores por encima de 30.000 millones de euros de 2019. Por otro lado, las entradas de capital<sup>74</sup> alcanzaron 8.200 millones de euros gracias a la contribución de las inversiones que no están contabilizadas como inversión en cartera ni inversión directa, registrando un saldo de 15.000 millones de euros (concentrado en el sector de las Administraciones públicas), y compensando el retroceso de 5.300 millones de euros de la inversión en cartera. El saldo neto de la cuenta financiera en términos acumulados de 12 meses fue de 9.600 millones de euros, muy inferior a los 85.900 millones alcanzados en el mismo mes de 2020.
- Los depósitos de los hogares crecieron un 4,6 % interanual en diciembre, mientras que los de las empresas no financieras lo hicieron un 8,9 %, hasta situarse en 958.900 y 322.700 millones de euros, respectivamente, sus valores más elevados en términos históricos. Tanto los hogares —cuyos depósitos han crecido todos los meses salvo agosto— como las empresas han seguido acumulando liquidez en depósitos (entre ambos, más de 68.000 millones de euros en el ejercicio 2021). Este aumento podría explicarse por varios elementos. Por una parte, los hogares pueden no encontrar alternativas atractivas de inversión con escaso riesgo, de modo que producen desinversiones (y vencimientos) en productos, como depósitos a plazo o renta fija, que no se reinvierten en productos similares, sino que se mantienen en depósitos a la vista. Por otro lado, una parte de los

<sup>70</sup> Acciona Energía fue la primera OPV en el mercado español desde el primer trimestre de 2018.

<sup>71</sup> Se consideran *bonos verdes* aquellos destinados a financiar o refinanciar exclusivamente, en su totalidad o en una parte, una combinación de proyectos nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Verdes (GBP). Los bonos sociales están destinados a proyectos sociales nuevos o ya existentes y alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Sociales (SBP); mientras que los bonos sostenibles son aquellos dedicados a financiar o refinanciar exclusivamente la combinación de ambos, proyectos verdes y sociales.

<sup>72</sup> Cabe señalar, además, la incorporación por primera vez como emisor el Tesoro de España, que realizó en septiembre su primera emisión de bonos verdes por importe de 5.000 millones de euros. El volumen total de las emisiones ASG de emisores españoles (públicos y privados) superó los 23.000 millones de euros en 2021, un 68 % más que en 2020. De este importe, el 43 % fue emitido por Administraciones públicas.

<sup>73</sup> Según datos del Avance mensual de la balanza de pagos del Banco de España.

<sup>74</sup> Los datos reflejan la cuenta financiera excluyendo al Banco de España.

hogares sigue retrasando decisiones de consumo e inversión para poder hacer frente a las necesidades de liquidez e incertidumbres que pudieran surgir en un futuro próximo, en un contexto en el que la capacidad adquisitiva de las familias<sup>75</sup> y los costes de las empresas se ven afectados por la elevada inflación y el fuerte incremento de los precios de las materias primas y de la energía<sup>76</sup>.

- La deuda consolidada de los hogares y las empresas se situó en el 140,9 % del PIB en el tercer trimestre<sup>77</sup>, hasta totalizar 1,657 billones de euros, 1.4. p.p. por encima del nivel de deuda registrado en el mismo periodo del ejercicio 2020. La deuda de los hogares representó el 59,8 % del PIB, mientras que la de las empresas alcanzó el 81,1 %. Asimismo, la riqueza financiera de los hogares y empresas no financieras se situó en 2,46 billones de euros (209,4 % del PIB), un 5,8 % más que 1 año antes. En términos netos la riqueza financiera se situó en 1,7 billones de euros (144,3 % del PIB), 7,4 p.p. por encima de valor del mismo periodo de 2020.
- La contratación media diaria del mercado continuo se recuperó —como es habitual— en el cuarto trimestre de 2021, hasta situarse en 1.672 millones de euros, impulsada por el incremento de la volatilidad. Este nivel se sitúa por encima del promedio de todo el ejercicio<sup>78</sup> (1.449 millones de euros) y representa un 3,6 % más en tasa »interanual. Los datos preliminares de enero de este año indican que la negociación diaria volvió a disminuir hasta situarse en 1.508 millones de euros, un 1,6 % menos que en el ejercicio anterior y el volumen más bajo en un mes de enero en la última década.

La fragmentación de la negociación de acciones españolas, medida como el porcentaje de la negociación que tiene lugar en mercados distintos al de origen sobre la negociación total, alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre de 2021<sup>79</sup>, pero se moderó en el tramo final del ejercicio. En el último trimestre del año pasado, el 44,5 % de la negociación de estos valores sujeta a reglas de mercado no discrecionales se realizó en centros de negociación distintos al mercado de origen<sup>80</sup>. En el conjunto del año esta proporción fue del 46,7 %, apenas 7 décimas más que en 2020, por lo que parece que la tendencia a la deslocalización de la contratación podría haber tocado techo en este ejercicio. Por otro lado, la contratación de acciones españolas realizada a través de internalizadores sistemáticos se situó en el conjunto de 2021 por debajo del 7 % de la negociación total de los valores españoles<sup>81</sup>, menos de la mitad de la proporción que se ha venido observando con cierta estabilidad desde 2019. De consolidarse la tendencia, representaría un avance significativo en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación que en la actualidad tiene lugar sin estar sujeta a reglas de mercado no discrecionales hacia centros de contratación en los que sí estuviese sujeta a ellas.

- El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del tamaño del *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios, pero tendió a deteriorarse ligeramente en el segundo semestre del año en un contexto de ligero aumento de la volatilidad y de bajos volúmenes de negociación. En el caso del bono soberano, aunque su *spread* se mantuvo en niveles muy reducidos durante todo el año gracias a las compras del BCE, se observó un

<sup>75</sup> Véanse los datos sobre la situación de los hogares descritos en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

<sup>76</sup> Véanse los datos sobre la situación de los hogares descritos en el epígrafe «Entorno macroeconómico».

<sup>77</sup> Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española publicadas por el Banco de España.

<sup>78</sup> La contratación media diaria del mercado continuo en 2021 fue un 12 % inferior a la registrada en 2020.

<sup>79</sup> La contratación en otros centros de negociación y mercados competidores de BME representó en el primer trimestre de 2021 un 48,4 % del total de la negociación sujeta a reglas de mercado no discrecionales, su máximo histórico.

<sup>80</sup> Los datos preliminares de enero reflejan que la cuota de BME volvió a deteriorarse hasta situarse en el 48,5 %, su mínimo histórico.

<sup>81</sup> Definiendo *negociación total* como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos.

cierto aumento a partir de noviembre, que se explica por la mayor volatilidad del rendimiento del bono. A pesar de este incremento, la horquilla se mantiene en valores muy reducidos en términos absolutos (inferior a 1 p.b.) y en términos relativos presenta un leve descenso como consecuencia del repunte experimentado por la rentabilidad (véase gráfico 15).

- Los diferenciales de tipos de interés entre los préstamos a empresas de España y de la zona euro disminuyeron tanto para los de una cuantía inferior a 1 millón de euros como para los de importes superiores. En el primer caso, disminuyeron hasta alcanzar un diferencial negativo de 10 p.b. desde los 6 p.b. negativos de septiembre, y en el segundo cayeron hasta situarse también en un diferencial negativo de 8 p.b. (6 p.b. positivos en septiembre). En ambos casos se alcanzaron valores mínimos del último año. Por otro lado, la Encuesta de Préstamos Bancarios del cuarto trimestre del ejercicio muestra que los criterios de concesión de préstamos se mantuvieron sin apenas cambios en la zona euro en la mayoría de los segmentos, observándose un ligero endurecimiento en el caso de España. En cuanto a las condiciones aplicadas a los créditos concedidos, no se habrían registrado cambios significativos en ninguna de las áreas, destacando únicamente una cierta relajación de las condiciones aplicadas en España a los créditos a hogares para la adquisición de vivienda. Asimismo, las peticiones de préstamos habrían aumentado moderadamente en ambas áreas en casi todos los segmentos, favorecidas por el contexto de recuperación económica.

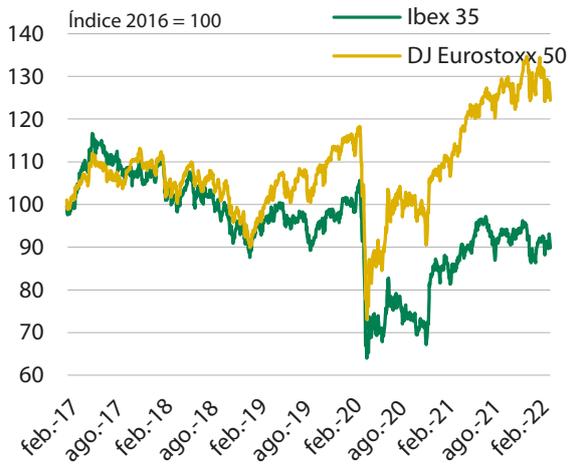
### Riesgo de contagio: naranja

- La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles ha continuado la tendencia al alza de los últimos meses, con ciertos altibajos, aunque sus niveles son inferiores a los máximos registrados en marzo de 2020 (cuando la mediana de estas correlaciones llegó a alcanzar 0,75). El valor de este indicador, que ya había aumentado de 0,19 a mediados de julio a 0,26 en octubre, finalizó enero de 2022 en 0,37, una cifra cercana a los valores medios del conjunto de 2020 (0,42). Estos aumentos se observaron sobre todo a partir de diciembre y, aunque se registraron ciertos descensos en enero de este año, la tendencia alcista continuó durante las últimas semanas del mes. Los valores mínimos y máximos de estas correlaciones acentuaron ligeramente su diferencia desde octubre: los mínimos pasaron desde valores en torno a -0,35 hasta -0,43 algunos días de enero, y los máximos lo hicieron de 0,74 en octubre a 0,85 en enero. La correlación entre los distintos sectores también registró incrementos, sobre todo a partir de noviembre: destacan los que hubo entre los activos de renta variable entre sí, y entre estos y los de renta fija. Por otra parte, en general, las correlaciones entre la deuda soberana y la renta fija privada y variable siguieron una senda descendente, con incrementos en el primer mes del año. Cabe recordar que las posibilidades de contagio aumentan con unos mayores niveles de correlación y que, además, elevadas correlaciones dificultan la diversificación de las carteras.
- Los movimientos de los activos de deuda pública europeos dieron lugar a algunos cambios en las correlaciones respecto a los valores observados en octubre. Así, por ejemplo, la correlación entre la rentabilidad del bono soberano español y la de los países *core* europeos, que se mantenía estable en torno a 0,97 desde mediados de febrero de 2021 (véase gráfico 32), disminuyó en diciembre hasta valores próximos a 0,88 (cabe destacar un descenso algo más intenso de la correlación con el bono alemán). Posteriormente, en enero, esta correlación invirtió esta tendencia decreciente y aumentó, para acabar mostrando valores en torno a 0,98. Por otra parte, la evolución de la correlación entre la

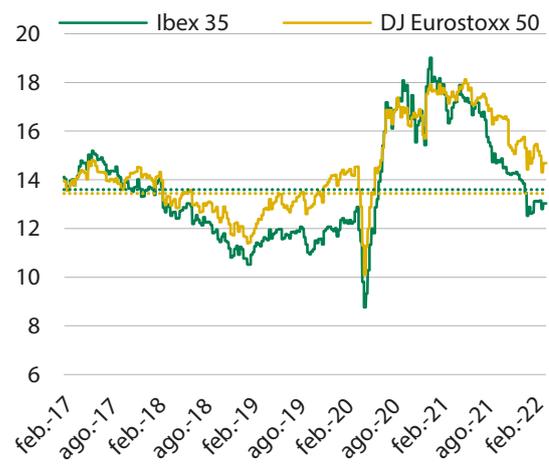
rentabilidad del bono soberano español y la de los países periféricos fue más inestable que la anterior. A finales de octubre este indicador se encontraba estable alrededor de 0,97, pero a mediados de noviembre comenzó su descenso, más significativo que los comentados anteriormente, hasta cifras cercanas a 0,59 en diciembre. Esta caída se vio impulsada por la disminución de la correlación entre la rentabilidad del bono español y la del griego, que llegó a ser negativa a finales de diciembre, y, en menor medida, por la del bono italiano. A partir de principios de año las correlaciones volvieron a aumentar y se situaban a finales de enero en torno a 0,95.

## Riesgo de mercado: nivel amarillo

### Gráfico 3: Cotizaciones bursátiles

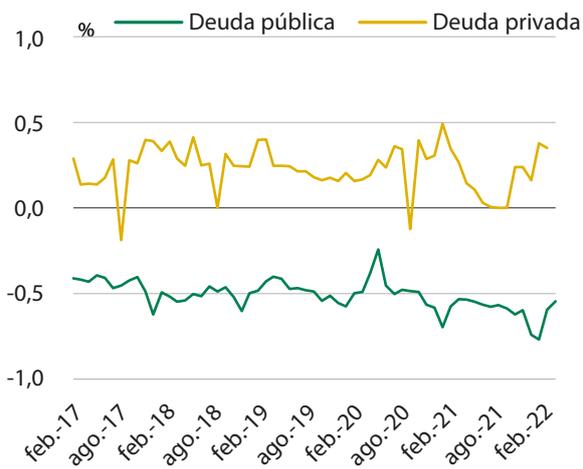


### Gráfico 4: Ratio precio-beneficios (PER)

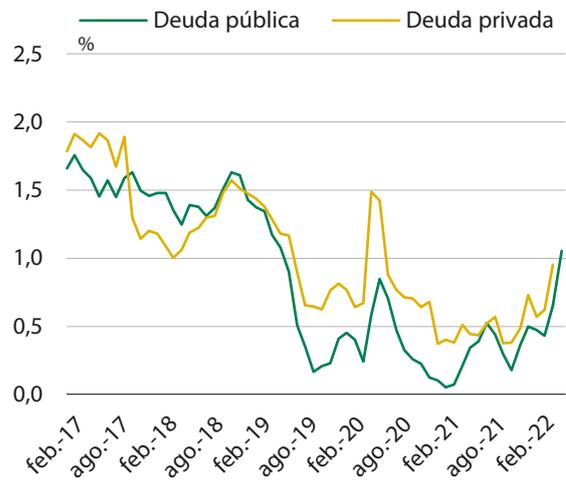


Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

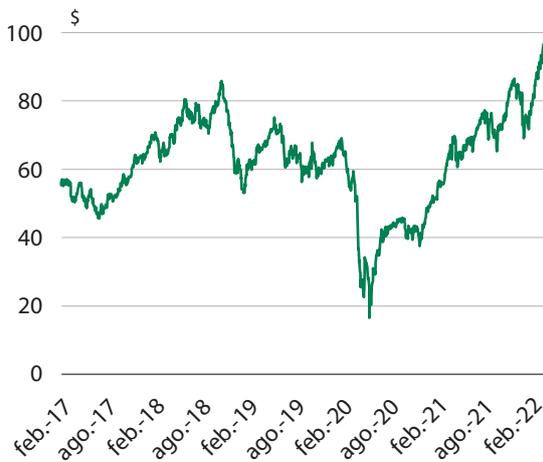
### Gráfico 5: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)



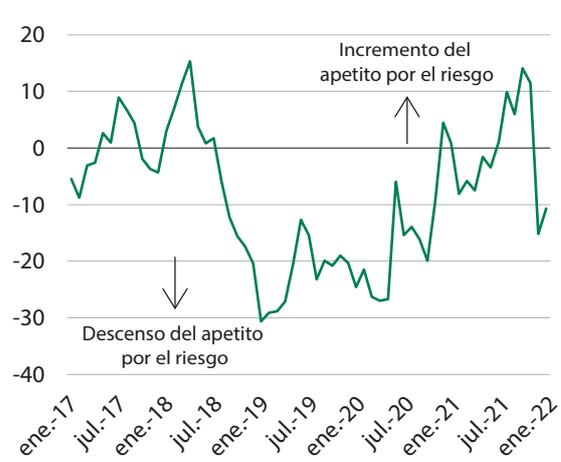
### Gráfico 6: Tipos de interés a largo plazo (10 años)



### Gráfico 7: Precio del petróleo

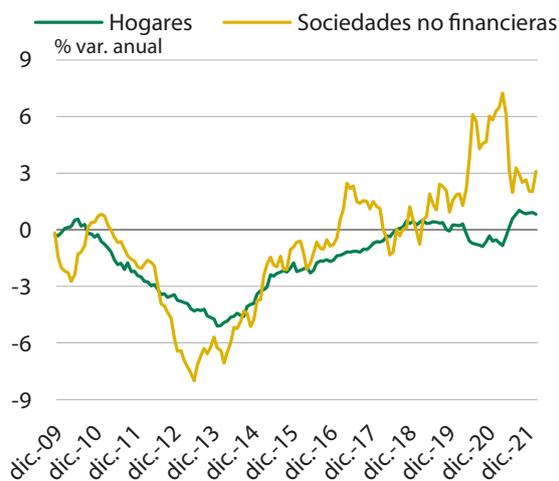


### Gráfico 8: Apetito por el riesgo (State Street)

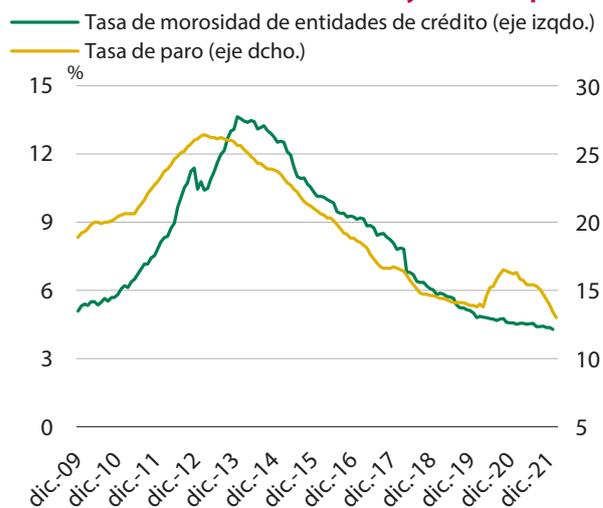


## Riesgo de crédito: nivel verde

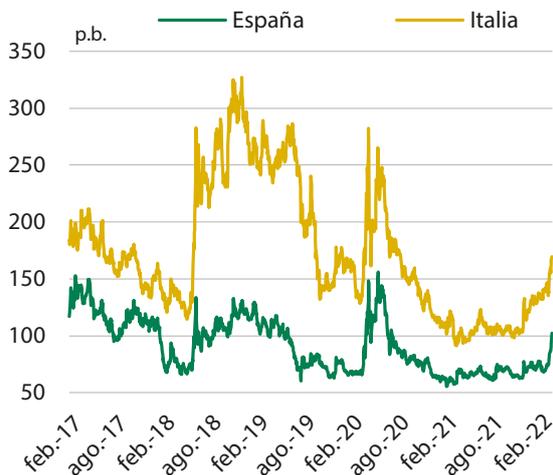
**Gráfico 9: Financiación sector no financiero**



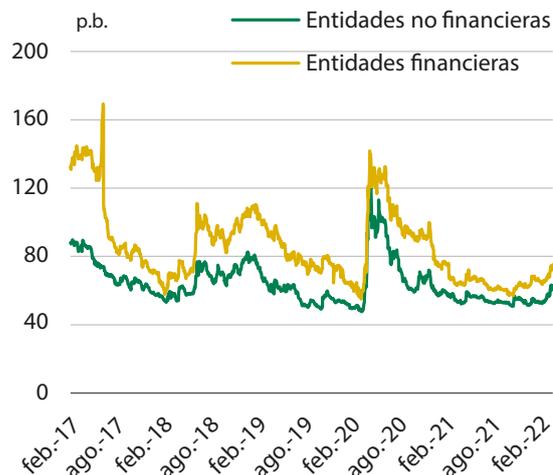
**Gráfico 10: Tasa de morosidad y tasa de paro**



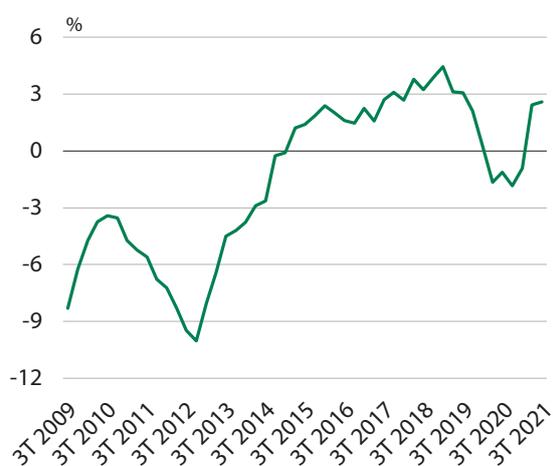
**Gráfico 11: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)**



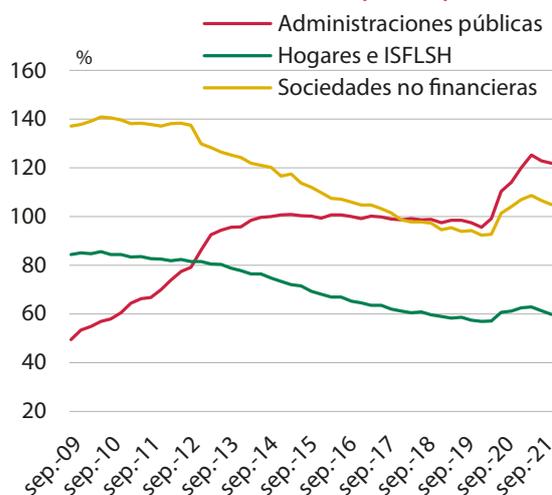
**Gráfico 12: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)**



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

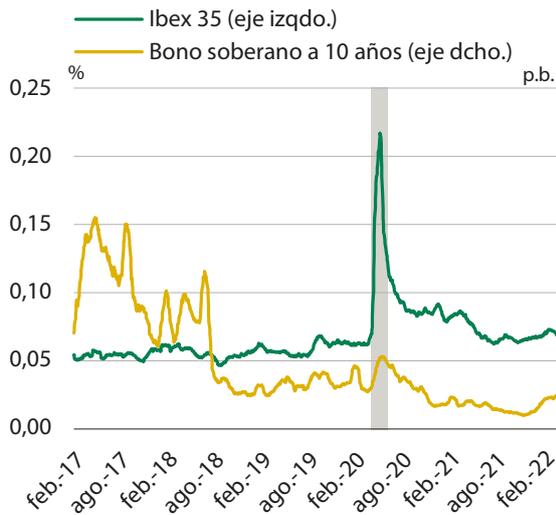


**Gráfico 14: Endeudamiento (% PIB)**



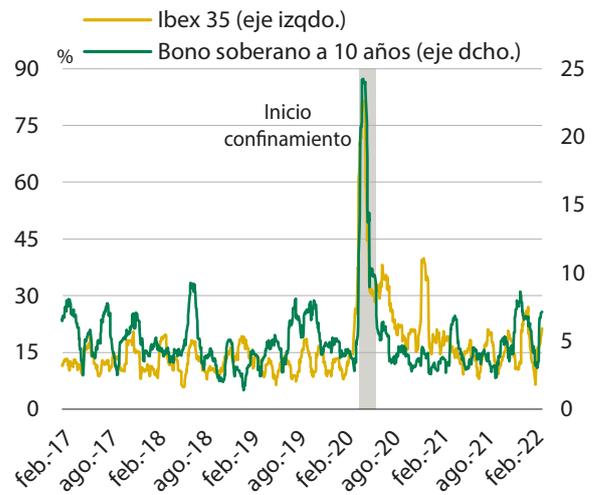
## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

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



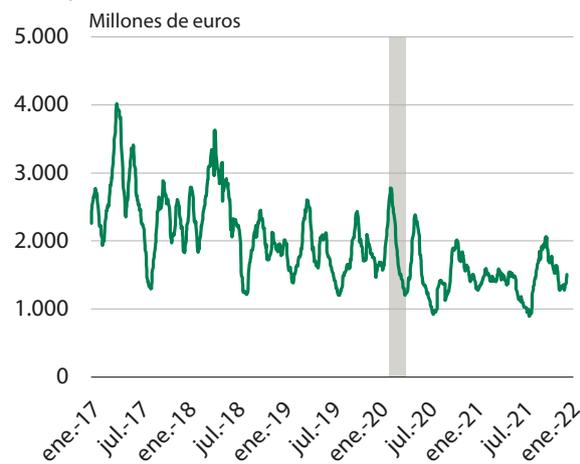
El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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



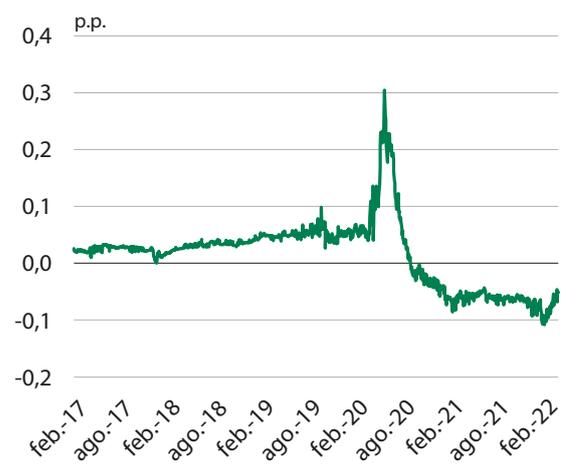
El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

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

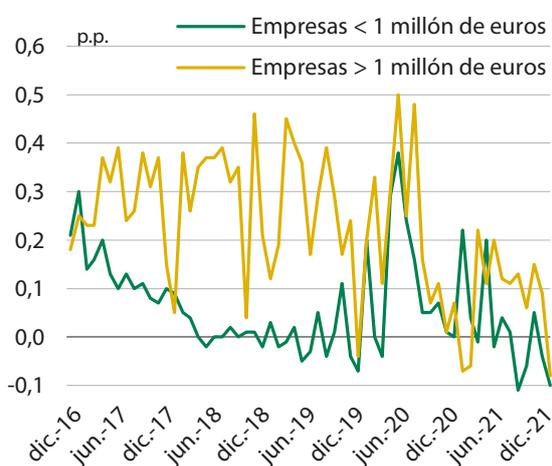


El área sombreada se corresponde con los periodos de prohibición de las ventas en corto.

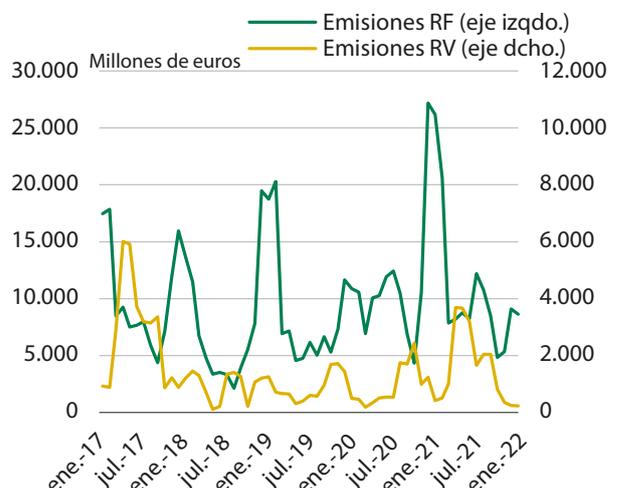
**Gráfico 18: Spread interbancario (LIBOR-OIS)**



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

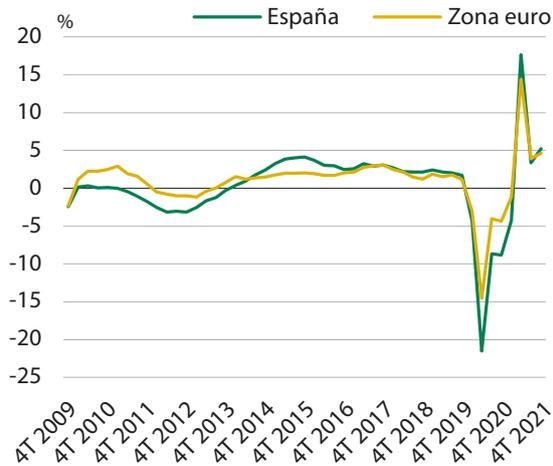


**Gráfico 20: Emisiones (media móvil 3 meses)**

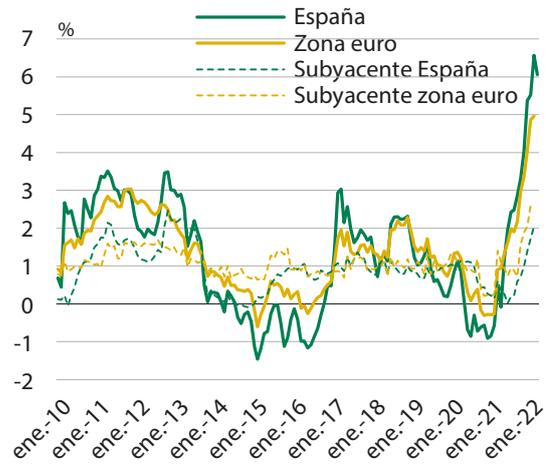


## Riesgo macroeconómico: nivel naranja

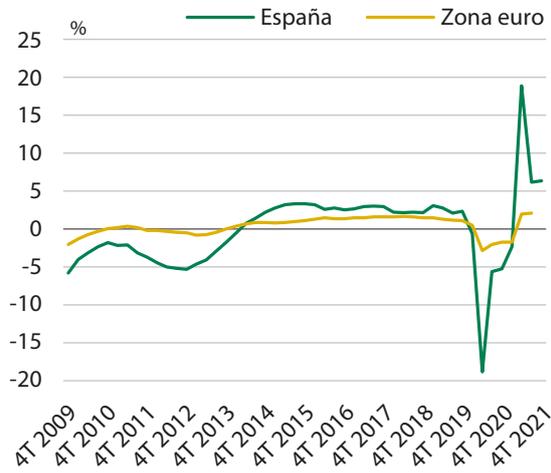
**Gráfico 21: PIB (var. interanual)**



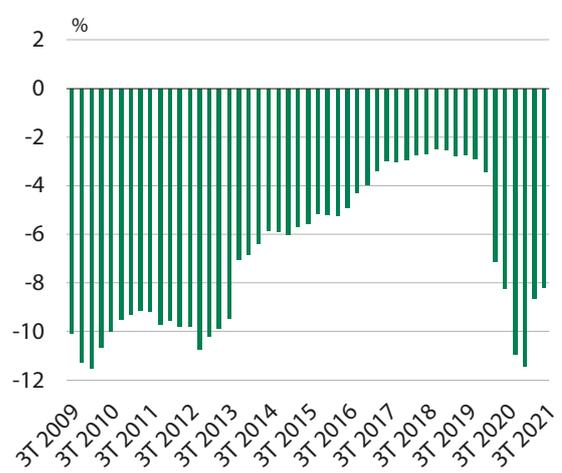
**Gráfico 22: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)**



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

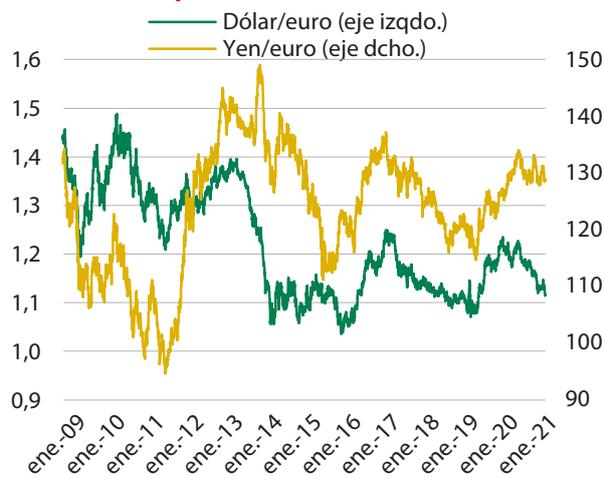


**Gráfico 24: Saldo público (% PIB)**

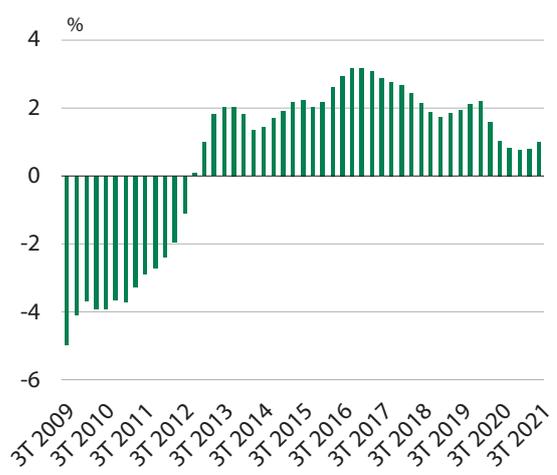


Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 25: Tipos de cambio**

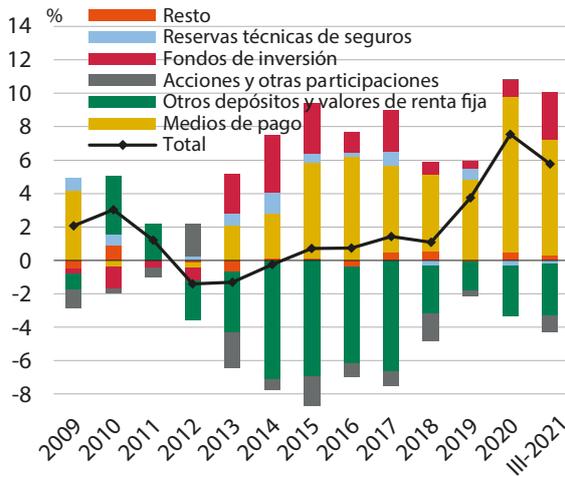


**Gráfico 26: Saldo por cuenta corriente (% PIB)**



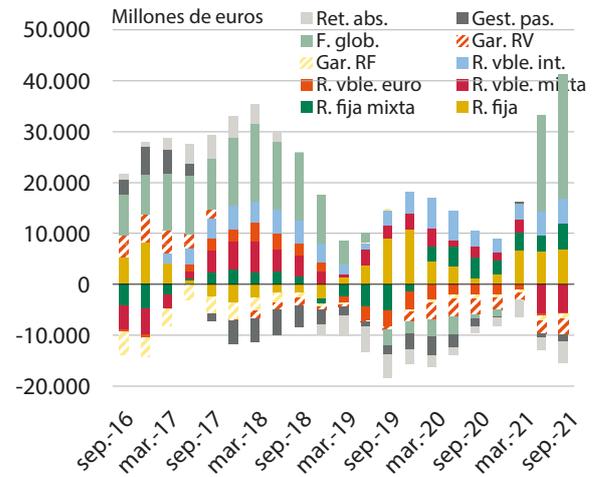
## Inversores

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



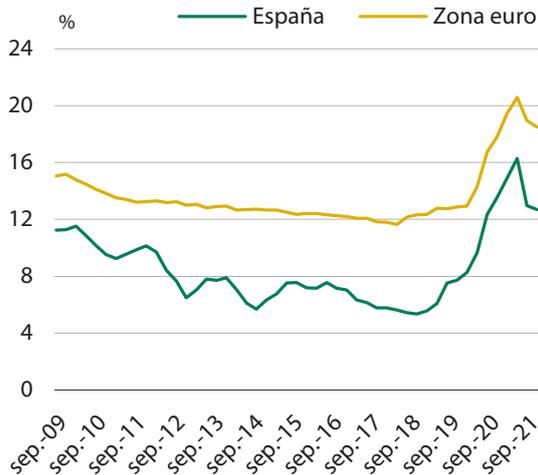
Datos acumulados cuatro trimestres.

**Gráfico 28: Suscripciones netas en FI**

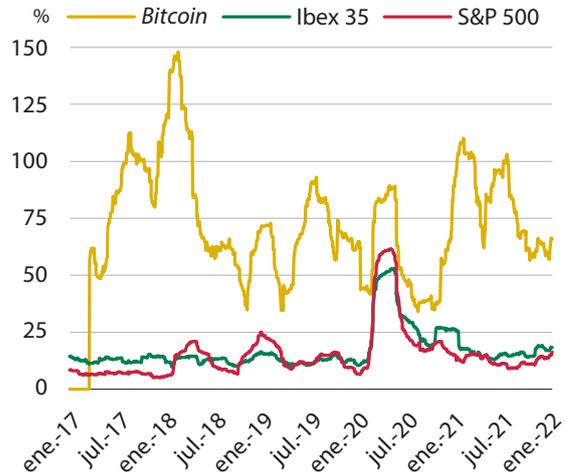


Datos acumulados cuatro trimestres (millones de euros).

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

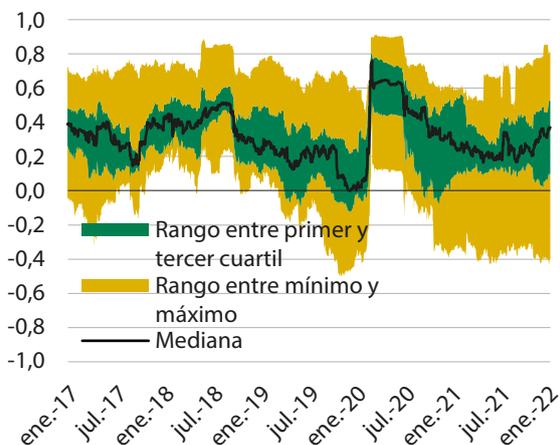


**Gráfico 30: Volatilidad del bitcoin**

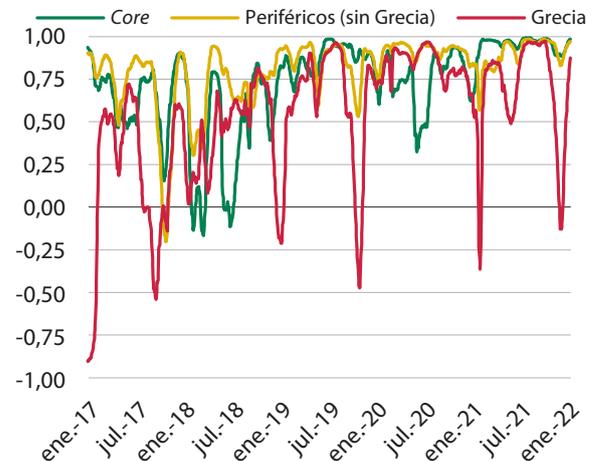


## Riesgo de contagio: nivel naranja

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



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





## Notas explicativas

**Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1):** El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento (tres por cada uno) se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Estas variables son buenas representantes de las características del estrés en los mercados. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse las series estadísticas de la CNMV «Indicadores de estrés de los mercados», disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/Menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para una mayor información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60, disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

**Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final):** Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predeterminados y asociar esta posición a un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso incluye 43 indicadores<sup>82</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 los 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

<sup>82</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.

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.