



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DE LAS VARIABLES QUE HAN  
INFLUIDO EN LA EVOLUCIÓN DEL IBEX 35  
DESDE MARZO DE 2012 A  
SEPTIEMBRE DE 2013**

Autor: Felipe Cisneros Rodriguez-Vila  
Director: Justo Sotelo Navalpotro

Madrid  
Junio, 2014

#### Resumen:

El objetivo de este trabajo es identificar las variables que han influido en la recuperación del índice bursátil IBEX 35 desde marzo de 2012 a septiembre de 2013. En primer lugar se establece un marco conceptual del IBEX 35 y un marco situacional de la economía española antes de la crisis. Posteriormente se analizan los determinados efectos que tienen las variables económicas estudiadas en la evolución de los índices bursátiles. Finalmente, se estudia qué variables han influido en la recuperación del IBEX 35 desde marzo de 2012 y septiembre de 2013 y se establecen unas conclusiones.

#### Abstract:

The goal of this project is to identify the variables, which have had an influence on the recovery of the IBEX 35 stock market from March 2012 to September 2013. First of all, a conceptual framework of the IBEX 35 and situational framework of the Spanish economy is established. Subsequently, the effects that the studied variables have on the evolution of the stock index are analyzed. Finally, a study is carried out on which variables have had an influence on the recovery of the IBEX 35 from march 2012 to September 2013, and conclusions are withdrawn.

#### Palabras clave:

IBEX 35, tipo de interés, prima de riesgo, crisis, déficit público, burbuja inmobiliaria.

#### Key Words:

IBEX 35, interest rate, risk premium, crisis, public deficit, housing bubble

# ÍNDICE

<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	4
<b>2. MARCO TEÓRICO DEL IBEX 35</b> .....	6
<b>3. MARCO SITUACIONAL</b> .....	10
<b>3.1. El Ibex en el periodo de bonanza. Factores determinantes</b> .....	10
<b>3.1.1. Globalización financiera</b> .....	13
<b>3.1.2. Cambios macroeconómicos</b> .....	14
<b>3.1.3. Crecimiento demográfico</b> .....	16
<b>3.1.4. Burbuja inmobiliaria</b> .....	17
<b>3.2. La crisis en España (2008-2012)</b> .....	20
<b>4. INFLUENCIA DE VARIABLES MACRO EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL</b> .....	21
<b>4.1. La prima de riesgo</b> .....	22
<b>4.1.1. Definición y cálculo</b> .....	22
<b>4.1.2. Efectos en el Estado</b> .....	25
<b>4.1.3. Efectos en el sistema bancario</b> .....	26
<b>4.1.4. Efectos en el consumo</b> .....	28
<b>4.1.5. Efectos en el IBEX 35</b> .....	29
<b>4.2. Tipo de Interés</b> .....	31
<b>4.2.1. Introducción. Definición y tipos</b> .....	32
<b>4.2.2. Influencia en los mercados</b> .....	33
<b>4.3. Tipo de cambio</b> .....	35
<b>4.3.1. Efecto en la política monetaria</b> .....	36
<b>4.3.2. Efecto en la repatriación de capitales y en la inversión extranjera</b> .....	37
<b>4.4. Otras Variables</b> .....	38
<b>4.4.1. Déficit público</b> .....	38
<b>4.4.2. El Paro</b> .....	40
<b>4.4.3. Mercados Extranjeros</b> .....	42
<b>5. INFLUENCIA DE VARIABLES MACRO EN LA EVOLUCIÓN DEL IBEX DE MARZO DE 2012 A SEPTIEMBRE DE 2013</b> .....	43
<b>5.1. Caída del IBEX. Pánico en los mercados</b> .....	44
<b>5.2. Periodo de recuperación</b> .....	46
<b>5.2.1. Segunda mitad de 2012</b> .....	46
<b>5.2.2. Primer mitad de 2013</b> .....	47
<b>5.2.3. Segunda mitad de 2013. La recuperación</b> .....	48
<b>6. CONCLUSIONES</b> .....	49
<b>7. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	52

# 1. INTRODUCCIÓN

## OBJETIVO DEL TRABAJO

El objetivo del presente Trabajo de Fin de Grado es realizar un análisis del índice bursátil español IBEX 35, para identificar las variables macroeconómicas que afectan las cotizaciones del índice y estudiar su influencia en la evolución del mercado bursátil español durante la etapa comprendida entre marzo de 2012 y septiembre de 2013.

El periodo donde se centra el estudio de este trabajo, comienza en uno de los peores momentos para la economía española desde el inicio de la crisis, donde la prima de riesgo tocaba máximos históricos y el país estaba al borde del rescate, y termina en Septiembre de 2013, donde el IBEX estaba en plena recuperación y donde tuve que elegir el tema de este trabajo. Por ello, este trabajo expondrá las claves de la recuperación del mercado bursátil español y una serie de pautas para la evolución futura del índice.

## ESTRUCTURA

En primer lugar, el trabajo comenzará con un marco teórico amplio del Ibex 35. Para ello, explicaré su definición, ponderación, agentes de cálculo y demás elementos relevantes que afectan al índice. Posteriormente, realizaré un análisis de los momentos más relevantes del índice y de su evolución en la etapa de expansión económica del país (2001 – 2008), así como, de una manera más resumida, del primer periodo de crisis económica (2007 -2012), para establecer el marco situacional del estudio.

En segundo lugar, realizaré la parte del análisis del trabajo, que contará con dos partes diferenciadas:

1. Análisis de las variables macroeconómicas del país que tienen mayor influencia en el mercado bursátil. En este apartado estudiaré variables como el tipo de cambio, deuda pública, déficit, prima de riesgo y tipos de interés y su influencia en el desarrollo del índice. Es sabido por todos que los mercados bursátiles no funcionan como relojes

suizos, es decir, que no hay un número limitado de variables que los afectan y que la manera en la que se ven afectados varía mucho en función del momento y la situación. Con esto quiero decir que este trabajo se centra en el análisis de variables macroeconómicas de España, pero no se olvida de variables subjetivas como las perspectivas de futuro de los inversores o de variables extranjeras como la evolución de mercados extranjeros que también afectan directamente las cotizaciones del IBEX 35.

2. Análisis de la influencia de estas variable en la evolución del IBEX 35 desde marzo de 2012 hasta septiembre de 2013. En este apartado explicare la recuperación del IBEX en este periodo aplicando y analizando la evolución y la influencia de las variables macroeconómicas estudiadas en el apartado anterior. Para ello, me apoyaré en gráficos de bloomberg para relacionar la evolución del IBEX con las diferentes variables macroeconómicas estudiadas.

Por último, realizaré una conclusión tras el análisis para explicar cuales fueron las claves y medidas tomadas que impulsaron la recuperación bursátil del país. Por otro lado, realizare una previsión a futuro del índice explicando las pautas claves para que el IBEX se mantenga estable en el futuro.

## 2. MARCO TEÓRICO DEL IBEX 35

Antes de comenzar con el análisis profundo del IBEX 35, creo necesario establecer primero un marco de definiciones y aclaraciones sobre el índice bursátil español para entender qué es, como se forma y de que se compone, para qué sirve y qué representa.

Lo primero de todo, sabemos que el IBEX 35 es un índice bursátil, por lo que debemos empezar definiendo este concepto. Para ello, utilizaré la definición oficial que proporciona la Bolsa de Madrid en su página web: “Indicador de la situación sectorial o global del mercado. Expresa en porcentaje las variaciones que van experimentando las cotizaciones de los valores, tomándolas como base en un momento dado. Proporcionan una visión de conjunto de las cotizaciones del mercado bursátil en un período determinado, relacionándolo con otro tomado como base.” Por lo tanto, un índice bursátil, como el IBEX 35, se puede tomar como un indicador de la situación económica de un país, en un momento determinado, ya que proporciona una visión global conjunta de la situación de las empresas de dicho país, o mejor dicho, de las perspectivas del mercado o inversores.

Ahora que ya sabemos qué es un índice bursátil, podemos definir el elemento principal de estudio en este trabajo, el IBEX 35. Para ello, utilizaré de nuevo la definición que proporciona la Bolsa de Madrid en su página web oficial: “(El IBEX 35) Es el principal índice de la Bolsa de valores española, y se usa como subyacente de diversos productos derivados. Está compuesto por los 35 valores más representativos del mercado continuo, es decir, las compañías más líquidas y con mayor volumen y frecuencia de contratación. [...]. El grupo de empresas cotizadas que constituye el Ibex 35 es revisado semestralmente, con el objetivo de que este índice siempre esté formado por los títulos más líquidos de la bolsa”. Con esta definición oficial y a modo de resumen, podemos decir que el IBEX 35 es el principal índice español que recoge las 35 empresas más líquidas cotizadas en el Mercado Continuo del país. Es importante resaltar que no siempre son las 35 empresas más grandes del país son las más líquidas, como mucha gente tiende a pensar erróneamente.

Ahora bien, una vez definido el IBEX 35, es muy importante para la realización de este trabajo, explicar detalladamente como se calcula su precio, como se conforma y como se realiza la ponderación de las 35 empresas que lo componen.

Atendiendo a las Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedades de Bolsas, publicadas por la Bolsa de Madrid, la fórmula de cálculo del valor del índice IBEX 35 es la siguiente:

$$\text{IBEX 35@}(t) = \text{IBEX 35@}(t-1) \times \frac{\sum_{i=1}^{35} \text{Cap}_i(t)}{[\sum_{i=1}^{35} \text{Cap}_i(t-1) \pm J]}$$

Donde:

- t es el momento del cálculo.
- Cap es la capitalización de las compañías incluidas en el índice. Se calcula por la multiplicación del Precio de la acción en t por el número de acciones computables de cada compañía para el cálculo del valor (se hablará de esto más adelante)
- J es una medida de ajuste que se utiliza para ajustar el valor por ampliaciones de capital, pago de dividendos extraordinarios, splits, fusiones o adquisiciones o cualquier medida que varíe la cotización de la acción.

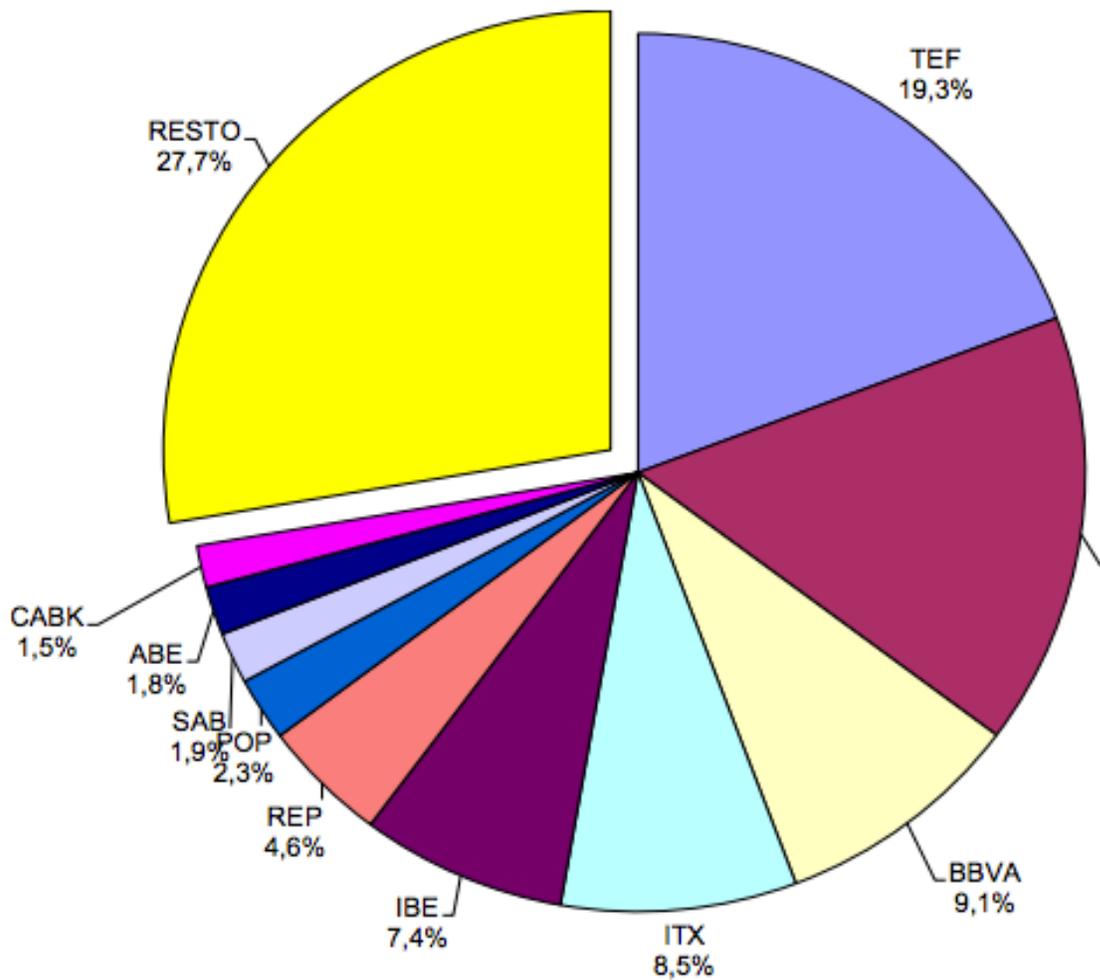
En el cálculo de la Capitalización de cada empresa, es importante resaltar que no todas las empresas que componen el IBEX 35 tienen el mismo porcentaje de acciones disponibles en *free float*. Este término hace referencia al porcentaje de acciones de una empresa que están disponibles para su compra/venta en el mercado. Con otras palabras, es la diferencia entre el total de acciones de la empresa y el número de acciones que está en posesión de los grupos de control de la empresa. En este sentido, siguiendo las las Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices de Sociedades de Bolsas, el número de acciones que se toman de cada compañía para el cálculo del valor del índice se corrige en función del porcentaje de acciones *free float* como se estipula en la siguiente tabla:

<b>Tabla de Coeficiente a aplicar en función del Capital Flotante</b>	
<b>Tramo de Capital Flotante</b>	<b>Coeficiente Aplicable</b>
Menor o igual al 10%	10%
Mayor del 10% y menor o igual al 20%	20%
Mayor del 20% y menor o igual al 30%	40%
Mayor del 30% y menor o igual al 40%	60%
Mayor del 40% y menor o igual al 50%	80%
Superior al 50%	100%

Una vez definido como se calcula del valor del IBEX y la composición de éste. Es importante especificar que dentro del mercado bursátil español, hay empresas que tienen más peso que otras, es decir, cuyo volumen de contratación es mayor. Esto significa que ciertas empresas tienen una ponderación mayor dentro del índice, y que por lo tanto, la variación en sus cotizaciones afecta en mayor medida al valor del IBEX 35.

En la página web de la Bolsa de Madrid podemos encontrar informes mensuales donde la Sociedad de Bolsas expone, entre otras muchas cosas, las 10 empresas del IBEX 35 con mayor efectivo contratado, es decir, con mayor peso dentro del índice. A continuación podemos observar los 10 valores con mayor contratación en el mes de Abril de 2014:

N	Código	Efectivo	Efectivo Acum.	%	Acum.
1	TEF	15.175.889.821	15.175.889.821	19,3	19,3
2	SAN	12.525.381.861	27.701.271.681	15,9	35,2
3	BBVA	7.131.525.808	34.832.797.490	9,1	44,3
4	ITX	6.702.493.650	41.535.291.139	8,5	52,8
5	IBE	5.843.682.486	47.378.973.626	7,4	60,2
6	REP	3.597.110.736	50.976.084.361	4,6	64,8
7	POP	1.839.510.165	52.815.594.526	2,3	67,1
8	SAB	1.491.340.736	54.306.935.263	1,9	69,0
9	ABE	1.409.029.429	55.715.964.692	1,8	70,8
10	CABK	1.208.721.557	56.924.686.249	1,5	72,3
11	RESTO	21.776.163.480	78.700.849.729	27,7	100,0
	<b>Totales</b>	<b>78.700.849.729</b>		<b>100,0</b>	



\*El área roja corresponde a SAN con una ponderación de 15,9%

\*\* Fuente: Informe mensual de renta variable emitido por la Bolsa de Madrid. Abril de 2014.

Con estos gráficos podemos observar algo muy importante en nuestro mercado bursátil. Las seis empresas más importantes del IBEX 35, Telefónica, Banco Santander, BBVA, Inditex, Iberdrola y Repsol, ponderan casi un 65% del índice. Por lo tanto, esto es un dato muy importante y que no debemos olvidar para la realización del análisis que tendrá lugar en los siguientes apartados de este trabajo.

### **3. MARCO DE LA SITUACIONAL.**

Para realizar el estudio del IBEX 35 durante la etapa de marzo de 2012 a septiembre de 2013, es necesario comprender cual era la situación del índice nacional antes de dicho periodo. Para ello expondré de manera resumida los hechos más relevantes que sucedieron con respecto al IBEX 35 en los años anteriores al periodo de estudio. Para ello, dividiré el marco situacional en dos sub etapas diferenciadas por la tendencia del índice en cada una de ellas. Así, comenzaré resumiendo hechos importantes del periodo alcista y de bonanza previo a la crisis (principios del Siglo XXI), donde el IBEX batía records históricos, y continuaré comentando el periodo correspondiente a la primera parte de la crisis financiera, es decir, de 2007 a 2011, donde el indicativo bursátil español sufrió el mayor golpe de su historia.

#### **3.1 EL IBEX EN LA ÉPOCA DE BONANZA. FACTORES DETERMINANTES**



Este es un gráfico de creado con la aplicación de Yahoo Finance, de elaboración propia, que muestra la evolución del valor del IBEX 35 desde el uno de Enero de 2003 hasta el 31 de diciembre de 2007.

Como se expuso en la sección del marco teórico de este trabajo, concretamente en la definición de índice bursátil, el IBEX 35, como índice, se puede tomar como indicador global de la situación del mercado y de la economía española durante ese periodo. El gráfico es bastante ilustrativo y muestra perfectamente lo que ocurrió en nuestro país durante esos 4 años, un boom económico que hizo que las empresas nacionales disparasen sus cotizaciones en el parqué y que consecuentemente provocó una revalorización del IBEX 35 del 143,41% desde los 6.000 puntos hasta rozar los 16.000 puntos a finales del 2007, la mayor subida de su historia.

Si elaboramos un gráfico con las cotizaciones históricas del IBEX 35 desde su inicio el día 14 de Enero de 1992 hasta el 31 de Septiembre de 2013, obtenemos una visión global de la evolución histórica del índice y podemos observar el gráfico anterior desde una perspectiva más amplia. De este modo, podemos detectar claramente como resalta en la historia el periodo de

bonanza de la economía marcando un pico y batiendo records históricos hasta casi los 16.000 puntos.

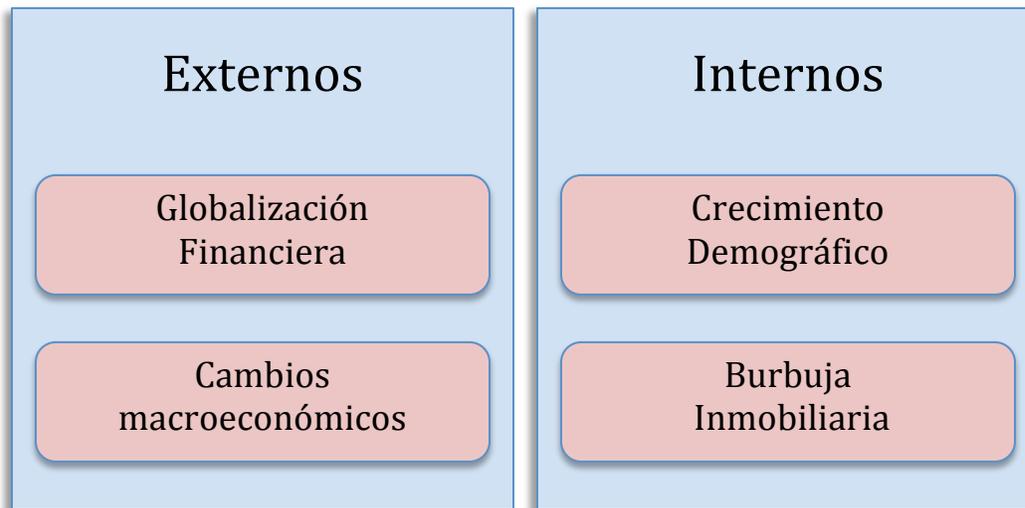


Ahora bien, el objetivo de este apartado del trabajo es conocer las causas de este crecimiento desenfrenado y, sobretodo, estudiar su calidad. Por ello a continuación comentaremos cuales fueron las razones y medidas que promovieron este incremento tan abultado del IBEX 35 para exponer posteriormente sus consecuencias en el siguiente apartado.

Existen multitud de factores, tanto externos como relativos a nuestro propio país, que pueden tomarse para explicar y analizar esta etapa de crecimiento largo y sostenido de la economía española. Ahora bien, como este no es el tema del presente trabajo, y siguiendo el pensamiento de Alonso Pérez, M y Furio Blasco, J.M. (2010)<sup>1</sup>, se pueden resumir en cuatro, dos externos y dos internos, los factores clave para explicar el comportamiento de la economía española en esta periodo:

---

<sup>1</sup> Matilde Alonso Pérez y Elies Furio Blasco (2010), « La economía española », *Del Crecimiento a la Crisis pasando por la burbuja inmobiliaria*. [En línea], 6 |24 Enero 2010. Profesores de la Universidad de Lyon, exponen las causas y consecuencias de la crisis en la economía española.



### 3.1.1 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

El término de globalización financiera, hace referencia al proceso que tuvo lugar principalmente en la época de finales de los noventa, donde las economías mundiales, entre ellas la española, experimentaron una fase de liberación y apertura al exterior. En España, tuvo unas consecuencias realmente positivas, ya que una fuerte reducción arancelaria junto con el desarrollo de nuevas economías emergentes en el mundo, supuso un significativo incremento de las importaciones que no se había visto anteriormente en nuestro país.

Sin embargo, lo más importante de esta época fueron una serie de acontecimientos que marcarían el futuro de la integración de Europa. Por ello es necesario resaltar la creación del mercado único europeo (Acta Única Europea, 1987-1993) y el espacio económico europeo (1994), la integración en la Unión Monetaria Europea (1999-2001) y la integración en una política monetaria única con la introducción de la moneda única<sup>1</sup>.

A modo de resumen, podemos definir este proceso con el término de internacionalización. Como exponen Molina y Serrano<sup>2</sup>, internacionalización es el proceso por el cual la evolución de las variables de un país empiezan a depender de los sucesos que ocurren

---

<sup>2</sup> H. Serrano Fernández, J.M. Molina Sánchez. (2009) "La Integración internacional y Globalización financiera de la economía española". Ambos miembros del Banco de España y Molina profesor de la Universidad Complutense de Madrid, exponen el proceso de la internacionalización de la economía española y sus consecuencias.

fuera de sus fronteras. Pues bien esto es lo que ocurrió con España a principios del siglo XXI. Este proceso es altamente beneficioso para las economías, los mercados y hasta los gobiernos ya que se abren al exterior y encuentran nuevas fuentes de financiación a un menor coste. Esto también se traduce en la llegada de capital extranjero al mercado bursátil español que impulsa su futura expansión.

Por otro lado, este proceso de internacionalización derivó en una serie de prácticas que supondrían las bases de la crisis económica y financiera global que comenzó en 2007. Los crecientes movimientos internacionales de capital, promovieron la creación de una serie de productos financieros innovadores, cada vez más y más complejos, que resultaba muy difícil medir su riesgo. O muy fácil esconderlo. Este es el caso de los famosos productos con las hipotecas *sub-prime*. Sin embargo, España se benefició mucho de este proceso a la hora de financiar su deuda exterior.

### 3.1.2 LOS CAMBIOS MACROECONÓMICOS

Este apartado está altamente relacionado con lo expuesto anteriormente de la importancia de la integración de España en la Unión Monetaria Europea. Una de las consecuencias más importantes fue la bajada de los tipos de interés. Tras la Unión Monetaria en 1999 – 2001, se llegó a unos tipos de interés en la eurozona superiores al 4,50%. Desde ese momento, se fueron produciendo una serie de bajadas hasta llegar un precio del dinero de 2% en 2003, cifra que se mantuvo hasta el año de 2006, como podemos observar en la gráfica de la derecha. El siguiente gráfico muestra la evolución de los tipos de interés estipulados por el Banco Central Europeo desde 1999 hasta el año 2007.



\*Fuente: Bloomberg. Elaboración propia realizada con mi terminal de Bloomberg del Area de Tesorería. Bankinter S.A.

Estas medidas ayudaron notablemente a la expansión económica de nuestro país en este periodo. Una bajada de tipos de interés es una medida expansiva de la economía ya que produce un aumento de la inversión así como y aumento del préstamo. Por otro lado, si este proceso no viene acompañado de un aumento de la capacidad productiva del país, la demanda se incrementa mientras la oferta de bienes permanece estable, lo que se traduce en un aumento del precio de los bienes. Y los bienes que más se demandaban en España en esa época eran los bienes inmobiliarios, como las viviendas.

Ahora bien, el estudio de la influencia de los tipos de interés en la economía y en los mercados bursátiles se tratará con más profundidad en el apartado de análisis del presente trabajo.

### 3.1.3 CRECIMIENTO DEMOGRÁFICO

Atendiendo a los factores internos que impulsaron el crecimiento económico de esta etapa, debemos comenzar hablando de la importancia que tuvo el crecimiento demográfico. Son dos los sucesos clave que influyeron notablemente en el desarrollo del país: el incremento de la población activa y, sobre todo, el fuerte flujo inmigratorio que se produjo, principalmente, de países africanos y sudamericanos.

Desde el inicio de siglo, y como consecuencia de la internacionalización del país y la entrada en la Unión Europea, se produjo un fenómeno sin precedentes en la historia moderna de España, el fenómeno de la inmigración. Históricamente el saldo migratorio de España fue siempre negativo, es decir, muchos españoles migraban fuera de nuestras fronteras por razones económicas. Sin embargo, la buena situación económica del país y las proximidades físicas con África, y culturales con Sudamérica, promovieron la llegada de millones de inmigrantes en estos años de bonanza. Según el Instituto Nacional de Estadística, se calcula que llegaron más de 4,5 millones de personas durante el periodo comprendido entre 2001 y 2007.

La consecuencia de este fenómeno migratorio fue la llegada de millones de personas en edad activa dispuestos a trabajar con salarios por debajo de lo establecido, que se concentraron principalmente en el sector inmobiliario de la construcción. El siguiente gráfico muestra datos del Eurostat del porcentaje de población extranjera con respecto al total de la población durante el periodo de 1998 y 2008.

	Alemania	Irlanda	España	Francia	Italia	Reino Unido
1998	9,0%	3,0%	1,6%	n.d.	1,7%	3,6%
1999	8,9%	3,0%	1,9%	5,4%	2,0%	3,8%
2000	8,9%	3,3%	2,3%	n.d.	2,2%	3,9%
2001	8,9%	4,1%	3,4%	n.d.	2,6%	4,2%
2002	8,9%	4,8%	4,8%	n.d.	2,3%	n.d.
2003	8,9%	5,4%	6,4%	n.d.	2,7%	n.d.
2004	8,9%	4,9%	6,5%	n.d.	3,4%	4,6%
2005	8,8%	6,2%	7,8%	5,8%	4,1%	4,9%
2006	8,8%	7,5%	9,1%	5,6%	4,5%	5,1%
2007	8,8%	10,5%	10,4%	5,7%	5,0%	5,6%
2008	8,8%	12,6%	11,6%	5,7%	5,8%	6,0%

\*Fuente: Eurostat

Por otro lado, si analizamos los datos del Instituto Nacional de Estadística de España, y observamos los datos de la evolución de la población activa (población con edades comprendidas entre los 16 y los 64 años de edad), encontramos que desde 1991 (con 23,4 millones de personas dentro de la población activa, el 65,2% de la población total), el número de personas comprendida dentro de este rango de edad aumentó considerablemente hasta llegar, en 2007, a más de 30,4 millones de personas (el 67,8% de la población total). Este crecimiento, vino acompañado de un desarrollo en la tasa de actividad, pasando de 50,8% en 1991 hasta llegar a un 58,9% en el año 2007.

Lo significativo de este crecimiento de la población activa, es que vino acompañado de un descenso en la tasa de paro y un aumento en la tasa ocupación de la población. Esto pone de manifiesto el estado de desarrollo de la economía. Se creaba empleo y la población consumía más, con una capacidad de gasto mayor, lo que impulsaba al alza los precios y los beneficios de las empresas cotizadas del IBEX 35. Este aumento de la ocupación se concentraba principalmente en el sector de la construcción, lo que nos lleva al motor en la sombra de este periodo económico y el que es el último punto de estudio de este apartado, la burbuja inmobiliaria.

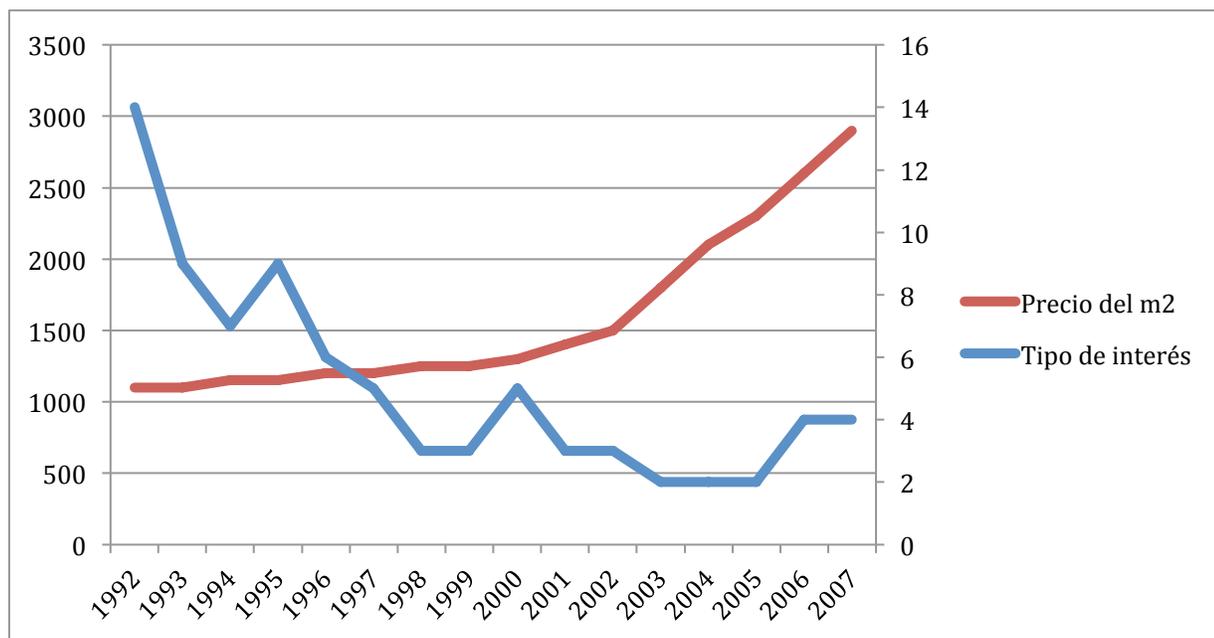
#### 3.1.4 LA BURBUJA INMOBILIARIA.

Desde principios del siglo XXI, el sector de la construcción y la vivienda ha sido, sin lugar a dudas, el sector con más desarrollo y dinamismo de la economía española. Son muchas las razones que impulsan este fenómeno, pero en este apartado, expondré brevemente las más importantes y cuales fueron sus efectos en el desarrollo económico del país.

Como analizábamos en los apartados anteriores, España reunía todas las condiciones favorables para el crecimiento económico a largo plazo. La población activa crecía, la gente tenía empleo estable y se desarrollaba profesionalmente, la economía parecía sólida y con perspectivas de futuro, las entidades de crédito concedían préstamos a tipos bajos y la población

tenía acceso a financiación para satisfacer su consumo. La demanda de viviendas se incrementó considerablemente debido al flujo de inmigrantes, a la inversión extranjera de segundas viviendas en nuestro país y al incremento de demanda interna.

Como consecuencia de ello, el sector de la construcción comenzó a despuntar ofreciendo puestos de trabajo y aumentando la producción de viviendas considerablemente para satisfacer la creciente demanda. Esta situación ya había ocurrido a principios de los años noventa y autores como Rallo o Naredo<sup>3</sup>, exponen que dicha burbuja fue el principal problema para la burbuja posterior que se originó a principios del siglo XXI. La razón esencial es que, tras el incremento de precios de la vivienda en los años noventa, se produjo una excesiva corrección que infravaloró el valor real del activo inmobiliario que, acompañada del exceso de crédito, la inversión extranjera y la política monetaria expansiva de tipos bajos con la entrada del euro, generó una segunda burbuja mucho más grande y peligrosa. A continuación, el siguiente gráfico nos muestra la relación negativa entre los tipos de interés y el precio del metro cuadrado en España desde 1992 a 2007:



\*Fuente: INE y Banco de España. Elaboración propia.

<sup>3</sup> Jose Manuel Naredo con su obra "El modelo inmobiliario español y sus consecuencias" y Juan Ramón Rallo "Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España 1985-2007" ambos realizan un análisis de la burbuja inmobiliaria en España y sus consecuencias.

En el gráfico se puede ver como el precio de la vivienda se dispara a partir del año 2002. Esto es principalmente fruto del exceso de crédito y la creciente inversión especuladora en el sector. El precio del dinero se abarató a niveles históricos y los bancos y, especialmente, las cajas de ahorros, concedían hipotecas y créditos a toda la población sin estudiar el nivel de riesgo. Las autoridades públicas se aprovecharon de la burbuja con recalificación de terrenos y concesiones de construcción que derivaron en casos de corrupción por todo el país. La inversión en renta variable y renta fija se redujo con flujos de capitales trasladados al sector de la inversión inmobiliaria.

Esta situación desarrollo económico impulsó la euforia en los mercados bursátiles durante este periodo. Los bancos, con importante ponderación dentro del índice, presentaban importantes resultados como consecuencia del exceso de crédito y la inversión. Las acciones de importantes bancos como BBVA o Banco Santander experimentaron importantes revalorizaciones (BBVA más de un 100%) desde 2003 a 2007. Constructoras y empresas relacionadas con el sector de la construcción también experimentaban grandes revalorizaciones de sus acciones. En definitiva, la burbuja y el crecimiento descontrolado de este periodo se contagió también a los mercados financieros y al IBEX 35, que como se expuso en el gráfico del principio de este epígrafe, alcanzaba máximos históricos. Así,

A finales del año 2007, cuando la burbuja estaba en su máxima expresión, estalló el pánico en los mercados de Estados Unidos con la caída del banco de inversión Lehman Brothers. Las bolsas mundiales reaccionaron rápidamente a este suceso con caídas históricas. Esto derivó en la peor crisis financiera desde el año 1929, que se propagó rápidamente por todo el mundo.

### 3.2 LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA (2008 – 2012).

La llegada de la crisis financiera mundial en España se produjo en el año 2008. En este apartado resumiré brevemente el desarrollo de la crisis en España y cuales fueron sus efectos hasta el año 2012, donde comienza el inicio de la recuperación del IBEX 35. El objetivo de este trabajo no es estudiar la crisis financiera en España, pero es necesario conocer que sucesos importantes ocurrieron que tuvieron efectos en los mercados bursátiles y en la economía del país en general para posteriormente estudiar como influye el desarrollo de las variables macroeconómicas en la recuperación.

Son principalmente tres las grandes consecuencias de la llegada de la crisis en España: el incremento desproporcionado de la tasa de paro, la recesión y la pérdida de la confianza de los inversores en nuestro país y en nuestros mercados. A continuación explicaré brevemente que efectos tiene cada una de ellas y por qué se produjeron.

El principal efecto más directo que ha tenido la llegada de la crisis financiera a España ha sido el incremento de la tasa de paro hasta niveles máximos dentro de la Unión Europea. El análisis de esta variable se realiza más profundamente en el apartado 4.4 del presente trabajo, por lo que simplemente me limitaré a explicar las causas de este suceso. Como hemos expuesto anteriormente, el crecimiento de España en la etapa pre crisis viene movido el boom inmobiliario, que proporcionaba trabajo en la construcción y en muchas industrias dependientes del cemento. Con la llegada de la crisis y el estallido de la burbuja inmobiliaria, miles de puestos de trabajo se destruyeron en el sector debido a que la demanda de inmuebles se desplomó en muy poco tiempo. El exceso de oferta redujo el precio de los bienes inmobiliarios en poco tiempo y los despidos se produjeron sin cesar. Esta situación provoca una especie de espiral en la que a medida que se despede más gente, disminuye el consumo y la evolución económica del país lo que provoca a su vez que cada vez más y más empresas se resientan.

Por lo tanto, si se une eso con la situación de los bancos que cerraron el acceso al crédito de golpe, el consumo del país decreció a un nivel muy alto lo que supuso la quiebra de miles de empresas y los consiguientes despidos incrementando exponencialmente la tasa de parados.

Además esa es la situación que nos lleva a la segunda gran consecuencia de la crisis, la recesión. Esto significa que el país decrece económicamente. Las causas de esto están bastante claras una vez expuesto la reducción del consumo y del crédito por parte de las familias y los bancos. Además, el incremento de la cantidad de deuda de las administraciones del gobierno que dañaron de manera grave el desarrollo económico del país con un nivel excesivo de apalancamiento

Para finalizar, ambas consecuencias junto con sucesos en el extranjero en países como Grecia, Irlanda o Portugal, produjeron que los países internacionales y los inversionistas extranjeros redujeran la confianza en España por el alto nivel de riesgo que empezaba a contenerse en nuestra economía.

De forma muy resumida, estas son las tres grandes consecuencias de la crisis y sus causas, que nos sirven como marco situacional para comenzar con el análisis de cada una de las variables que han afectado al IBEX 35 de una manera y otra durante este periodo.

#### **4. ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL.**

Una vez sabemos cual ha sido el desarrollo de la situación económica de España hasta el año 2012, y cuales han sido los momentos clave de esta etapa, me dispongo a comenzar con el primer apartado de análisis de este trabajo, en el cual estudiaré cual es la influencia que tienen las variables macroeconómicas de nuestro país en la evolución de los mercados bursátiles.

Como expuse en la introducción, hay multitud de variables que afectan directa e indirectamente al desarrollo del IBEX 35, tanto internas como externas a nuestro país, y estudiarlas todas en este trabajo sería una tarea casi imposible. Por ello, el trabajo se centrará en el estudio de las variables macroeconómicas más trascendentes de la economía y estudiar su influencia en el IBEX 35 para, posteriormente en el siguiente apartado, estudiar y analizar como su evolución ha repercutido en la recuperación del índice bursátil español.

Por tanto, las variables que he considerado más relevantes en la evolución de los mercados bursátiles y que van a ser estudiadas en este apartado son: la prima de riesgo o riesgo sistemático, los tipos de interés, gasto público, inflación, deflación, Producto Interior Bruto.

#### 4.1 LA PRIMA DE RIESGO.

En el siguiente apartado, explicaré cuales son los efectos de una subida de la prima de riesgo (como ha ocurrido en España en la crisis) en las arcas del estado, en el sistema bancario y en el consumo, para acabar exponiendo cuales son los efectos en la evolución del IBEX 35.

##### 4.1.1 DEFINICIÓN Y CÁLCULO

Antes de comenzar el análisis de esta variable, y sus efectos en los mercados, comenzaré definiendo su significado y como se forma. La prima de riesgo de un activo financiero, es el precio extra o sobreprecio que debe pagar por su nivel de riesgo. Se suele referenciar a un activo que se considera libre de riesgo, y que se decide en consenso con el mercado. Así, en otras palabras, la prima de riesgo mide la rentabilidad extra o el precio extra que un activo debe pagar como extra por su nivel de riesgo, en comparación con el activo libre de riesgo del mercado. Es el diferencial de rentabilidad entre el activo que se mide y el activo considerado como activo sin riesgo, por lo tanto, se mide en puntos básicos.

Existen muchas primas de riesgo en la economía y en los mercados, ya que es una medida importante en la que se basa y se decide el binomio riesgo – rentabilidad. Así, a mayor riesgo, los mercados e inversores siempre exigirán un nivel de rentabilidad más alto, y a un mismo nivel de rentabilidad, siempre se decantarán por el activo que ofrezca un nivel de riesgo menor. Por ello, la prima de riesgo es, en resumen, una medida de riesgo de los activos financieros. Ahora bien, como exponíamos antes, existen diferentes primas de riesgo para diferentes activos financieros que existen en el mercado.

En este apartado, el estudio se centra únicamente en la prima de riesgo del bono español. Esta prima de riesgo, como todas las de los países que conforman la eurozona, toma como

referencia, es decir, como activo sin riesgo, el precio al que los inversores compran deuda emitida por el estado alemán. Por ello, a modo de resumen y con vocabulario fácil de comprender, la prima de riesgo que estudiamos en este apartado, es la rentabilidad que el bono español debe pagar en comparación con el alemán, para que los mercados sitúen ambos bonos un mismo nivel de rentabilidad – riesgo. Así, y como explicábamos en la definición, la prima de riesgo del bono español también se puede definir como el nivel extra de riesgo que los mercados perciben a la hora de invertir en el papel emitido por el estado español, en comparación con una inversión en el bono alemán.

Ahora bien, muchos se pueden preguntar por qué Alemania. Pues bien, la respuesta es que, al crearse en 1999 la unión monetaria, los estados que conforman la Eurozona, pierden el poder sobre su moneda a favor del Banco Central Europeo (en adelante, BCE). Así, se elimina la posibilidad de que cada país determine su tipo de interés o realice devaluaciones de la moneda. Por lo tanto, si comparamos bonos de dos países pertenecientes a la Unión, sus rentabilidades quedan fuera de la influencia de los tipos de interés o de la devaluación de la moneda ya que se produce la misma situación en ambos países. Así, la prima de riesgo cobra especial importancia en este sentido ya que permite reflejar de una forma muy precisa la percepción del mercado de la capacidad de impago de cada país. Dentro de la unión se determinó que Alemania era el país con menos riesgo de insolvencia y que, por lo tanto, debía ser tomado como la referencia de activo sin riesgo.

Antes de analizar como se mide la prima de riesgo, es necesario comentar como se estipulan los tipos de interés de los bonos emitidos por los países. El estado emite su deuda pública en un mercado primario en forma de subasta a la que acuden principalmente grandes inversores de tipo institucional. Así, el precio de los bonos de cada emisión (precio en este sentido es igual al tipo de interés o rentabilidad de cada bono), se determina en función de la cantidad de demanda que acuda a cada emisión. Además, por razones obvias que no corresponden al estudio de este trabajo, el interés de cada bono varía también en función de su plazo a vencimiento. En las emisiones de España y de la gran mayoría de los países, existen bonos a corto plazo (de 3, 6, 12 y 18 meses de vida hasta vencimiento) y bonos a largo plazo (de 3, 5, 10, 15 y 30 años de vida hasta vencimiento). Así, el tipo de interés determinado en el

momento de la emisión primaria, no cambia en toda la vida del bono hasta vencimiento. También es importante recordar, que, independientemente de la cantidad de demanda que acuda a cada emisión, a mayor plazo de vencimiento del bono, mayor será su interés, ya que el inversor tardará más tiempo en recibir de vuelta el capital invertido.

Ahora bien, sabemos cómo se determinan los tipos de interés de los bonos del estado pero, ¿Cómo se determina la prima de riesgo de esos bonos?. Pues bien, los bonos que se emitieron en una emisión primaria, donde se establece su precio, pasan a cotizar en el mercado secundario donde su precio varía constantemente en función de la oferta y la demanda del mercado de bonos. Para determinar la prima de riesgo de un país, se observa la cotización de los bonos a 10 años y se compara con la cotización del mismo tipo de bonos a mismo vencimiento emitidos por Alemania. El diferencial de interés de ambos bonos es lo que se denomina prima de riesgo. Se utiliza el mercado secundario ya que se considera que su cotización refleja una imagen más ajustada y acorde a los sucesos que ocurren en cada momento que la que proporciona el mercado primario, aunque como veremos más adelante, ambos están íntimamente relacionados.

Si la prima de riesgo de España sube, es una mala señal. Ahora, hay dos principales razones que provocan que suba la prima de riesgo del país. La primera es que la desconfianza del mercado en la solvencia del estado español produce un descenso en la demanda de bonos españoles y que por lo tanto el precio (rentabilidad) del bono suba para captar más demanda. La segunda es que se produzca un incremento en la demanda de bonos alemanes, normalmente causado por desconfianza del mercado en los bonos de los demás países de la Eurozona, que conlleva un descenso del precio del título (rentabilidad). Ambos sucesos incrementan el diferencial de rentabilidad de ambos países y por lo tanto, incrementan la prima de riesgo de España.

#### 4.1.2 EFECTOS EN EL ESTADO

Históricamente, la prima de riesgo de un país nunca ha sido una variable muy observada ni comentada por los medios de comunicación. Sin embargo, con la llegada de la crisis a España y con el pánico de los mercados con los desplomes bursátiles, la prima de riesgo pasó a ser el tema de conversación desde la llegada de la crisis. En el siguiente apartado se estudiará y analizará cuales son los efectos de una subida de la prima de riesgo en las arcas del estado.

La principal consecuencia directa de una subida de la prima de riesgo tiene que ver con la financiación. Si sube la prima de riesgo, significa que al estado le cuesta más caro conseguir financiación en los mercados. El estado debe pagar una rentabilidad más elevada a los inversores para conseguir dinero. Además, como comentaba en la introducción, es un arma de doble filo ya que, aunque la prima de riesgo se calcula en base al interés al que cotizan los títulos a 10 años en el mercado secundario, afecta directamente al interés que se pagará en la siguiente subasta en mercado primario, que es donde el Estado se financia. Así se produce una especie de círculo vicioso ya que, si los títulos salen del mercado primario con un interés alto, provoca desconfianza en los mercados, que a su vez provocará que los títulos coticen a un interés alto y suba la prima de riesgo.

Por tanto, la consecuencia directa es que el Estado se financia a un tipo de interés más alto. Esto tiene unas consecuencias nefastas para la economía del país en general. En este escenario, el Estado recibe menos dinero en la subasta ya que la demanda es mucho más baja, a veces incluso no se llega ni al objetivo de financiación que se desea. Además, a parte de que la cantidad recaudada es menor, los intereses que se deben de pagar en el futuro por ella son mayores. Es importante saber que el Estado recauda unas cantidades de capital muy altas en estas emisiones y que, por lo tanto, pequeñas subidas de la prima de riesgo, aunque parezcan insignificantes, se traducen en altas sumas de dinero que se pagarán en forma de intereses sobre el capital recaudado. De este modo, se forma otra vez un círculo vicioso en cuanto a emisiones de deuda se refiere ya que, si sube la prima de riesgo, se recauda menos dinero a un tipo de interés más alto. Esto produce que las necesidades de financiación a corto – medio plazo del Estado se incrementen, ya que la cantidad de dinero necesaria para hacer frente a los intereses

de la deuda que se tienen que pagar, ahora son más elevados. Así, el estado tendrá una necesidad de recaudar más capital en la siguiente emisión y, probablemente el tipo de interés al que se recaude será mayor.

Es importante saber que las emisiones de deuda son, junto con los impuestos (tema del cual se hablará más adelante en el epígrafe de efectos de la prima de riesgo en el consumo), la principal fuente de financiación de los estados, por lo que, el tipo de interés al que se concedan esas emisiones son una pieza fundamental en el desarrollo de la economía del país. Por ello, de ellas dependen varios factores macroeconómicos como la cantidad de dinero destinada gasto público, los tipos impositivos o la tasa de interés interbancario. La influencia que tiene la prima de riesgos en estas variable las estudiaremos a continuación en los siguientes epígrafes

#### 4.1.3 EFECTOS EN EL SISTEMA BANCARIO

La subida en la prima de riesgo tiene importantes consecuencias en el sistema bancario como se estudiará en el siguiente apartado. La consecuencia más directa es que, como ocurre con el Estado, los bancos y cajas de ahorro se financian a un tipo de interés más alto. La solvencia del Estado es la garantía que tienen los bancos españoles para financiarse con dinero del BCE. Por ello, con subidas de la prima de riesgo y con la solvencia del Estado en duda, la financiación por parte de los bancos se convierte en una tarea difícil. Por otro lado, la confianza de los mercados en España y en su sistema bancario decrece considerablemente si el país paga para financiarse el triple de lo que paga Alemania por ejemplo.

De este modo, las subidas de la prima de riesgo tienen importantes influencias negativas en el desarrollo del sistema bancario. Los bancos se tienen que financiar a tipos más altos, lo que supone que el crédito que conceden disminuye considerablemente. Además el tipo al que prestan dinero sube ya que se repercute el incremento del coste de financiación en los clientes del banco.

Además, en el caso de España concretamente, el aumento del riesgo sistemático del país se tradujo en un contagio con el sistema bancario. Esto es debido a que, en 2010 un 30% del total de la deuda pública emitida por el estado, estaba en manos de las entidades financieras o

bancos. Esto supone que el aumento de la prima de riesgo del Estado se traduce en un aumento del riesgo de los activos que poseen los bancos. Por otro lado, las entidades financieras españolas que habían otorgado grandes cantidades de crédito hasta 2008 (como consecuencia de la burbuja y los factores expuestos anteriormente), teniendo así que recurrir a financiación de grandes sumas de dinero. Tras la llegada de la crisis y la subida de la prima de riesgo del país, otra de las consecuencias negativas es la dificultad para refinanciar esas importantes sumas de deuda con el BCE. También es importante resaltar las importantes caídas en las cotizaciones de los bancos, que se analizarán en el apartado de los efectos de la prima de riesgo en el mercado bursátil.

Otra forma mediante la cual la prima de riesgo afecta al sistema bancario y a la financiación en general de las empresas que buscan financiación externa es la siguiente. En la economía actual, el tipo de interés de la deuda pública se toma como el interés libre de riesgo sobre el cual las empresas deben aplicar una prima de riesgo (similar a la prima de riesgo que paga España en comparación con Alemania) para calcular el interés al cual se financian. Pues bien, al subir el valor del interés libre de riesgo del mercado español, todas las empresas y en especial los bancos sufren un incremento en su financiación ya que deben pagar una tasa libre de riesgo (que se ha incrementado ) más un extra por el riesgo sistemático propio.

Además, la subida del riesgo sistemático obliga al país y al gobierno a realizar una serie de reformas de austeridad para intentar controlar la situación y encontrar una solución. Este tipo de reformas que se dan durante la crisis, no hicieron más que agravar la situación de las entidades del sistema financiero.

Por último, y a modo de introducción para el siguiente apartado, en este escenario de incremento de coste de financiación y dificultad de captación de capital, los bancos y entidades financieras cortaron la concesión de crédito y de préstamos de manera brusca. Esto supone una reducción de financiación por parte de las familias que se traduce en importantes recortes del consumo.

#### 4.1.4 EFECTOS EN EL CONSUMO

Los incrementos en la prima de riesgo también tienen importantes influencias en el consumo y el desarrollo de la economía de una manera más indirecta, pero no por ello menos importante. El incremento del riesgo sistemático del país afecta al consumo de las familias principalmente de dos maneras posibles que se estudiarán en el presente apartado.

La primera vía por la que la prima de riesgo afecta indirectamente al consumo es mediante una subida de impuestos. Como analizamos en el apartado de la influencia en las arcas del Estado, existen dos maneras principales mediante las que el gobierno de un país se financia: la emisión de deuda soberana y las recaudaciones de impuestos. Pues bien, si el precio (coste) de una de ellas se incrementa, es normal que se utilice la otra en mayor proporción. De esta manera, si la financiación mediante emisiones de deuda pública es más cara debido a que la prima de riesgo del país sube y el tipo de interés a pagar por el capital recaudado es mayor, el Estado recurre al otro método de financiación. Por ello, si sube la prima de riesgo, es probable que se traduzca en una subida de tipos impositivos, debido a que las necesidades de financiación del Estado requieren de este tipo de medidas para no verse afectadas. Si analizamos las noticias desde la subida al gobierno del equipo de Mariano Rajoy, se han realizado más de 30 subidas de diferentes impuestos en menos de dos años.

Por consiguiente, con las subidas de impuestos sobre el consumo, la renta, productos como el tabaco y el alcohol, la consecuencia directa es la reducción del consumo por parte de las familias ya que, tienen menos dinero por que se les retiene más por IRPF y los bienes son más caros ya que están gravados por un tipo impositivo más alto.

Por otro lado, la segunda vía por la cual la prima de riesgo afecta al consumo de las familias y por consiguiente a la economía en general del país la encontramos en el apartado anterior a este. El resentimiento del sistema bancario y su dificultad de financiación tras la subida de la prima de riesgo, se tradujo en una reducción y encarecimiento importante del crédito y préstamos. Por ello, además de las subidas de impuestos, las familias ven reducido su acceso a financiación por parte de las entidades financieras, por lo que disponen de menos recursos y reducen su gasto a favor del ahorro.

Como conclusión, podemos decir que la subida del riesgo sistemático del país tiene una influencia negativa en el consumo. Esta influencia se realiza de una manera más indirecta que en los apartados anteriores pero no por ello es menos importante. Una reducción del consumo es negativo para la economía ya que se demanda menos y los beneficios de las empresas se ven afectados llegando a situaciones de despidos y quiebras.

#### 4.1.5 EFECTOS EN EL IBEX 35

Tras haber estudiado todos los efectos de la prima de riesgo en diferentes variables del país, a continuación analizaremos como afecta la subida de la prima de riesgo de España al mercado bursátil del país, identificado en el IBEX 35.

El siguiente gráfico recoge la evolución del IBEX 35 (serie de color verde), de la prima de riesgo (serie de color azul) y del tipo de interés estipulado por el BCE (serie en amarillo) en 3 años desde Abril de 2010 a Septiembre de 2013 y muestra de manera muy clara la importancia que ha tenido la prima de riesgo en el desarrollo del IBEX 35 en la presente crisis. Podemos observar como ambas variables tienen una correlación negativa casi perfecta durante este periodo.



\*Fuente: Bloomberg. Elaboración propia realizada con mi terminal de Bloomberg del Area de Tesorería. Bankinter S.A.

De esta manera, observamos como claramente, la prima de riesgo y el IBEX 35 han estado íntimamente relacionados. El momento donde la prima de riesgo alcanza su máximo (641,982 puntos básicos con respecto al bono alemán) en julio de 2012, es donde el IBEX 35 recoge su peor cotización por debajo de los 6.000 puntos. Son muchas las maneras por las cuales la prima de riesgo afecta tan claramente al IBEX 35 y en este apartado analizaremos las más importantes.

Primero, la prima de riesgo mide el tipo de interés del bono español que, como se expuso anteriormente, se toma como el activo libre de riesgo para la valoración de activos y tasas de descuento. Por ello, con una simple subida significativa del tipo de interés del bono, se varía la valoración de los activos de las empresas cotizadas en el IBEX. Esto se produce ya que mediante la subida del activo sin riesgo se produce un aumento de las tasas de descuento que se utilizan para valorar las empresas, por lo que el valor de estas a ojos del mercado se reduce.

Por otro lado, las empresas que operan en un país cuyo nivel de riesgo llega a niveles alarmantes, y donde el consumo se ve realmente afectado, sufren una reducción de la calificación emitida por las agencias de rating. En este sentido, la confianza de los mercados se ve afectada y la inversión se reduce produciendo un descenso en las cotizaciones bursátiles.

Además, existen varios perfiles de inversores dependiendo del nivel de riesgo que están dispuestos a aceptar. Si aumenta tanto el nivel del riesgo sistemático del mercado y de la economía del país, se produce una salida de los inversores cuya aversión al riesgo es alta. En este sentido, una gran cantidad de inversores extranjeros y fondos de inversión abandonaron España por su desconfianza en la calidad crediticia de sus compañías. Este suceso también tiene impactos muy negativos en las cotizaciones bursátiles y en el desarrollo del índice IBEX 35.

Por último, como se expuso en la introducción del trabajo, el IBEX 35 tiene una alta sensibilidad al comportamiento de los bancos ya que suponen una gran ponderación dentro del IBEX. Pues bien, como se expone en el apartado 4.1.3, la subida de la prima de riesgo tiene unos efectos negativos especialmente en el sistema bancario y en las entidades de crédito. Por ello, el IBEX se ve especialmente afectado por la ponderación de estas empresas ya que son las que más se vieron afectadas por la crisis.

#### 4.2 EL TIPO DE INTERÉS.

La segunda variable que será objeto de estudio dentro de este apartado de análisis será el tipo de interés. A diferencia del apartado anterior con la prima de riesgo, este análisis se centrará directamente en los efectos que tiene la variable en el mercado bursátil, sin centrarme tanto en la influencia que tiene en el consumo u otras facetas de la economía.

#### 4.2.1 INTRODUCCIÓN. DEFINICIÓN Y TIPOS

Antes de comenzar con el análisis, creo necesario empezar realizando una breve introducción definiendo la variable y diferenciando un poco los diferentes tipos de tipos de interés que existen en la economía. Como se dice de una manera resumida en el ámbito coloquial, el tipo de interés es el precio del dinero. Es una frase muy extendida y no muy lejos de la realidad, pero en este trabajo necesitamos una definición más ajustada y científica de esta variable. Así pues, podemos definir el tipo de interés como el precio o tasa que un tomador debe pagar a un prestatario por recibir prestada una determinada cantidad de dinero durante un determinado periodo de tiempo.

Los tipos de interés en la economía varían mucho en función de diferentes variables. De este modo, los tipos de interés varían en función de la calidad crediticia del tomador (por ejemplo, como comentábamos en el apartado anterior, el tipo de interés de la deuda pública española se incrementa cuando se incrementa su riesgo de insolvencia), del momento del ciclo económico donde se realiza la transacción o de la duración o periodo hasta vencimiento. A medida que el vencimiento es más lejano, el tipo de interés se incrementa ya que el dinero prestado está más tiempo fuera de las manos de su dueño.

Además, existen diferentes tipos de tipos de interés. Los tipos de interés bancarios más importantes y que debemos destacar son los tipos de interés de la deuda pública de los países, los tipos de interés sobre hipotecas (que puede ser fijo o variable, referenciado al Euribor) o el tipo de interés interbancario (tasa a la que se prestan los bancos el dinero).

Sin embargo, el tipo de interés más importante y sobre el cual giran todas las tasas de interés, es el tipo de interés estipulado por el Banco Central. En el caso de España, tras la entrada en la unión monetaria, perdió la figura del Banco Central de España en favor del Banco Central Europeo. Así, el BCE es la institución que decide sobre la política monetaria de todos los países que figuran en la unión. Una de esas decisiones, y cuya repercusión es de gran importancia en la economía, es la fijación de los tipos de interés. Es una de las herramientas con más influencias dentro de las políticas de los bancos centrales ya que su repercusión en las

economías y en los mercados de todos los países es máxima. La búsqueda es siempre la de la tasa de interés objetivo estipulada por cada Banco Central. Es de gran importancia conocer las repercusiones que pueden tener unos tipos excesivamente bajos o altos. Existen 3 tipos diferentes de tipos de interés mediante los que el Banco Central influye en la economía:

- Tipo de interés pasivo: tipo de interés por depositar dinero en el Banco Central
- Tipo marginal de crédito: tipo de interés fijo por el cual el Banco Central concede préstamos a las entidades financieras
- Tipo principal de financiación: Es el tipo de interés que el Banco Central anuncia en sus comunicados y que más efecto tiene en los mercados ya que se utiliza para la refinanciación de préstamos.

#### 4.2.2 INFLUENCIAS EN LOS MERCADOS

Como ocurre en el caso de la prima de riesgo, los efectos de los tipos de interés en los mercados vienen por diferentes circunstancias y por su influencia en diferentes variables que hacen que el mercado se mueva en un sentido o en otro. En este apartado explicaremos como los movimientos de los tipos de interés influyen más directa o indirectamente en variables que mueven el mercado.

El primer efecto que tienen los tipos de interés en las empresas tiene que ver con su crédito o pasivo. Así, las variaciones de los tipos de interés afectan directamente a los balances de las empresas ya que, en función de su valor, los créditos y las inversiones de estas tienen más o menos valor. Así, una subida de tipos de interés afecta negativamente a los mercados financieros, ya que supone una subida del precio del dinero, en consecuencia, una subida del coste de la deuda contraída por parte de las empresas cotizadas, lo que se traduce finalmente en un descenso de la rentabilidad de las empresas y un descenso de su cotización en el mercado. Por otro lado, el efecto de una bajada de tipos de interés es el contrario al expuesto anteriormente. Las empresas pagan menos por su deuda, pero como hemos comentado

anteriormente, es una medida peligrosa ya que puede provocar, como sucedió en la época de antes de la crisis de 2003 – 2007 en España, que las entidades e instituciones ( y hasta familias) contraigan un exceso de deuda por su bajo coste que tenga consecuencias muy negativas en el medio – largo plazo cuando los tipos de interés suban. Por ello, según este análisis, se puede afirmar que los tipos de interés y la evolución de los mercados bursátiles tienen una relación negativa, ya que incrementos del tipo de interés repercuten negativamente en los resultados empresariales

En segundo lugar, y de una manera más indirecta pero efectiva también, los tipos de interés tienen influencia en los mercados ya que, dependiendo de su valor, los hacen más o menos atractivos para los inversores. La explicación de este apartado tiene que ver con el atractivo que tienen los mercados sustitutos a al mercado bursátil. Veamos esto con más detenimiento. Si suben los tipos de interés, provoca un aumento en los tipos de interés del mercado de renta fija (bonos corporativos y deuda pública) y de los depósitos que ofrecen los bancos. Por lo tanto, un incremento en los tipos de interés por parte del Banco Central incrementa el atractivo de estos mercados para los inversores, provocando movimientos de capital de los mercados bursátiles a los mercados de renta fija o depósitos. Esto se produce por que son mercados con menos nivel de riesgo que ofrecen una rentabilidad más alta por la subida del tipo de interés. Por el otro lado, el efecto de la situación opuesta es el mismo. Si descienden los tipos de interés, los mercados bursátiles se convierten más atractivos para los inversores, ya que los demás mercados ofrecen menor rentabilidad. Por ello, el descenso de los tipos de interés provoca un incremento en la demanda del mercado bursátil, lo que produce un incremento en la cotización de las empresas de los mercados como el IBEX 35. De esta manera podemos volver a concluir que la relación entre el tipo de interés y los mercados bursátiles es una relación negativa, debido a que incrementos en el tipo de interés reducen el atractivo de los mercados bursátiles en relación a otros mercados como el de renta fija.

Otro de los efectos de los tipos de interés en los mercados tiene que ver con el análisis técnico de los valores o empresas cotizadas. Los tipos de interés afectan directamente en la manera de valorar las empresas y sus beneficios futuros. Esto se produce debido a que, ante incrementos de los tipos de interés, los flujos de caja futuros de las empresas que se utilizan para valorarlas a valor actual, pierden valor ya que los beneficios futuros esperados se

descuentan a una tasa de interés mayor. En otras palabras, las empresas cotizadas ven afectado su valor teórico debido a que los flujos de caja esperados son descontados a un tipo de interés mayor y, por lo tanto, pierden parte de su valor actual. De este modo, el incremento de los tipos de interés afecta negativamente a la cotización de las empresas ya que reduce el valor teórico de los flujos futuros de caja.

Para concluir, es importante destacar que este análisis no sirve para todas las empresas ni para todos los mercados. Son muchas las variables que se pueden ver afectadas por los tipos de interés y su influencia depende mucho del tipo de empresa, la cantidad de deuda que tenga, el ratio de apalancamiento o el sector en el que opere. Además, subidas de tipos de interés pueden tener efectos positivos en las empresas pero generalmente los efectos son los presentados en este apartado. Además los tipos de interés influyen, en menor medida, otras variables que también pueden provocar movimientos en la economía o el consumo, pero están fuera del alcance del estudio de este trabajo.

#### 4.3 EL TIPO DE CAMBIO.

La tercera variable a estudiar en este apartado de análisis es el tipo de cambio. El tipo de cambio es el precio o valor de una divisa con respecto a otra. Concretamente, es la cantidad de unidades monetarias de una divisa que son necesarias para comprar una unidad monetaria de la otra divisa contra la que se compara. En el caso de España, y de la mayoría de países de la Unión Europea, la moneda es el Euro. Este es un caso muy especial ya que el tipo de cambio del euro, afecta a muchos países de la misma manera, no como en el resto del mundo donde cada país tiene su propia divisa. Por ello, el control y gestión de esta variable se convierte en un asunto de gran importancia y complejidad para el Banco Central Europeo.

A continuación, procederé a analizar cuales son los posibles efectos que puede tener las variaciones del tipo de cambio del euro en los mercados bursátiles y en concreto en el IBEX 35. Son principalmente dos la relaciones entre el tipo de cambio y las variaciones en los mercados bursátiles.

#### 4.3.1 EFECTOS EN LA POLÍTICA MONETARIA

El primer efecto que producen las variaciones de tipo de cambio en el mercado bursátil tiene que ver con el efecto que tiene en la variable del tipo de interés. Realmente, la influencia se produce en el sentido contrario, es decir, son los tipos de interés los que influyen en el tipo de cambio. Sin embargo, el tipo de cambio es una variable de gran importancia para el desarrollo de las economías y está fuera del alcance del control de los Bancos Centrales. Por ello, hay ocasiones en las que las variaciones del tipo de interés tienen como finalidad la influencia en el tipo de cambio.

La relación que tienen ambas variables es la siguiente. Tomamos el caso de dos países con un tipo de interés y un tipo de cambio determinado. Si el Banco Central de uno de los países, al que llamaremos nacional, incrementa el tipo de interés, mientras el del otro país permanece estable, se produce un flujo de capital internacional hacia el país nacional, que proporciona un tipo de interés más alto, buscando mayor rentabilidad. De ese modo, la demanda de la divisa nacional incrementa en detrimento de la del país extranjero, y el precio de su moneda se encarece. Así, se produce que se necesita más moneda extranjera para comprar una unidad monetaria de la divisa nacional. Por lo tanto, un incremento de los tipos de interés provocan un incremento en el tipo de cambio moneda nacional/moneda extranjera. Por el lado contrario, si se reducen los tipos de interés, la moneda pierde fuerza en los mercados.

Una moneda fuerte es importante por que significa que la moneda está demandada por el mercado y que los inversores extranjeros compran tu divisa. Sin embargo, tiene efectos negativos en el país ya que se reducen mucho las exportaciones por que tus bienes nacionales se encarecen con respecto al mercado mundial y se pierde valor de los activos adquiridos en moneda extranjera. Esto lo analizaremos en el siguiente apartado con más detalle.

En este sentido, el tipo de cambio tiene importancia por la influencia que puede tener las políticas monetarias del país. Es una variable que ha cobrado un importante papel a la hora de gestionar la política monetaria por la creciente internacionalización e integración mundial de las

economías. Ahora, el tipo de cambio afecta a multitud de variables y por eso es un factor que debe estar controlado pero que no existen medidas que puedan alterarlo directamente.

#### 4.3.2 EFECTOS EN LA REPATRIACIÓN DE CAPITALES E INVERSIONES EN EL EXTRANJERO.

El tipo de cambio también afecta directamente a las compañías y empresas cotizadas cuando tienen inversiones realizadas en el extranjero o tienen exposición al exterior. En el IBEX 35 son muchas las empresas que tienen operaciones fuera del país y, por tanto, variaciones en el tipo de cambio afectan mucho a los beneficios de las empresas. Tras la aparición de la crisis y el decrecimiento de la economía nacional, las grandes empresas buscaron oportunidades de negocio fuera de nuestras fronteras, especialmente en Latinoamérica, donde empresas de gran importancia del IBEX como Telefónica, Banco Santander (20% de su beneficio neto es atribuible a Brasil) o BBVA (Méjico representa el 27% de su Margen Neto) incrementaron exponencialmente su exposición en este territorio, o el resto del mundo, como Inditex

Por ello, el tipo de cambio para estas empresas juega un papel de real importancia para la contabilización de las operaciones extranjeras en su beneficio. Los resultados se vuelven mucho más sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Es cierto, que por razones obvias, no dejan la puerta abierta a las fluctuaciones del mercado y se cubren con instrumentos financieros. Sin embargo, el tipo de interés es de gran relevancia ya que aparte de la repatriación de los beneficios, las empresas tienen inversiones de capital e infraestructuras en el extranjero y que, por tanto, variaciones en el tipo de cambio pueden variar el valor de sus activos en el balance.

Además, si la moneda nacional está en una posición fuerte frente a las monedas extranjeras, las exportaciones de las empresas cotizadas se ven afectadas ya que sus productos pierden atractivo en el extranjero. Si el euro está caro en los mercados de divisas, encarece los productos producidos en España frente a los que se producen en el extranjero. Esto tiene un claro efecto negativo en el beneficio de las empresas exportadoras, ya que se las ventas internacionales decrecen y los beneficios generados son menores.

En resumen, el tipo de cambio afecta directamente a las empresas del IBEX 35 en el valor de los beneficios generados en el extranjero, en el valor de las inversiones realizadas fuera de las fronteras de la Unión Europea y en las exportaciones. Por ello, un euro fuerte frente a las demás divisas provoca que el valor de los activos se devalúe, que el beneficio generado en el extranjero pierda valor a la hora de ser repatriado a España y que los productos exportados sean percibidos en el extranjero con un precio mayor por la pérdida del poder adquisitivo de la moneda extranjera. Por ello, tipos de cambio alto pueden afectar negativamente a las empresas con una exposición de operaciones alta en el extranjero.

#### 4.4. OTRAS VARIABLES:

Una vez analizadas las variables con una influencia más directa en los mercados durante el periodo de la crisis, podemos analizar otras variables que influyen, en menor medida, en el desarrollo de los mercados bursátiles. Estas variables no son variables aisladas, sino que se influncian entre sí. Por ello, las influencias que pueden tener en los mercados dependen de la evolución de todas las variables en conjunto. Si una variable se mueve de una determinada manera, el efecto en los mercados no será inmediato, puesto que hay que analizar todas las variables como un todo para intentar predecir cuál será la reacción del mercado.

##### 4.4.1 DÉFICIT PÚBLICO:

La palabra déficit, hace referencia a la diferencia negativa entre los ingresos y los gastos. Por ello, el déficit público se define como la diferencia negativa entre los ingresos y los gastos de la administración pública, ya sea gobierno central, regional o local. Cuando esto sucede, suele ser a causa de una mala gestión de las cuentas públicas por parte de las administraciones, ya que gastan más de lo que ingresan.

Durante el periodo de expansión de la economía española, como analizamos en el apartado del marco situacional de este trabajo, las administraciones públicas realizaron grandes obras e inversiones en infraestructuras, financiadas mediante la emisión de grandes cantidades

de deuda pública. Con la llegada de la crisis, el déficit público se convirtió en un problema principal para la economía nacional, debido a que las administraciones habían contraído inmensas cantidades de deuda que no podían devolver. Por ello, una de las maneras en las que el déficit público afecta a los mercados es en la relación que tiene con la prima de riesgo. Si el déficit se incrementa, la calidad crediticia del emisor de deuda se ve resentida, por lo que la prima de riesgo aumenta.



\*Fuente: Bloomberg. Elaboración propia desde mi terminal de Bloomberg del Área de Tesorería. Bankinter S.A.

El presente gráfico, muestra la evolución del déficit público y la prima de riesgo en España desde el año 2000 al año 2013. Como podemos observar, la relación entre ambas variables es muy clara. Desde el año 2007 el incremento del déficit público en España es inmenso. Pasa de ser un 2% del PIB en 2007 a un -11,1% del PIB en 2009. Tras este incremento desproporcionado del gasto público, la prima de riesgo se dispara hasta sobrepasar los 600 puntos básicos. Por lo tanto, podemos observar que la relación entra las dos variables es clara. A medida que se aumenta el gasto público y que incrementa el déficit del gobierno y as

administraciones, el riesgo percibido por el mercado en cuanto a la calidad y la solvencia de las instituciones crece.

Por otro lado, el aumento del déficit público ha tenido efecto en los mercados por una relación menos directa que la anterior pero efectiva también. Tras el incremento tan desproporcionado del déficit, la Unión Europea impuso a España una serie de medidas que debían tomar para controlar la situación. Estas medidas suponen un duro golpe para la economía que ya estaba sufriendo ya que son medidas de austeridad y ahorro. Las medidas afectaron principalmente a las pensiones, los sueldos de los funcionarios públicos, la sanidad, la jubilación, la inversión y hasta el desarrollo, ya que se elimina el objetivo de crecimiento del PIB. Todo este tipo de reformas austeras, afectan directamente a la situación de la economía y especialmente al consumo de las personas. Por ello, la población consume muchos menos bienes e incrementan el ahorro ante la mala situación de la economía. Los beneficios de las empresas se ven afectados y disminuyen, por lo que su cotización cae en los mercados bursátiles.

#### 4.4.2 EL PARO

La tasa de paro o desempleo, mide el porcentaje de la población desempleada de un país respecto al total de la población activa. Es una variable trascendental para cualquier país ya que mide la cantidad de población que recibe un salario por realizar un trabajo. En el periodo de la crisis en España, el paro ha sido el gran problema que ha agravado la situación de la economía y ha causado grandes problemas sociales y empobrecimiento de la población.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la tasa de paro en España desde el año 2002 a principios de Junio de 2014:



\*Fuente: Bloomberg. Elaboración propia desde mi terminal de Bloomberg del Área de Tesorería. Bankinter S.A.

Podemos observar, como se expuso en el apartado de marco situacional de este trabajo, que durante el periodo de expansión económica del país, en el periodo comprendido entre 2002 y 2007, la tasa de desempleo se fue reduciendo progresivamente con el incremento de la burbuja inmobiliaria y la euforia de la economía. Sin embargo, a partir del año 2007, la tasa se dispara (alrededor de un 10% en un año, la subida más brusca registrada en toda Europa) hasta sobrepasar el 25% de la población activa y llegar al máximo el primer trimestre de 2013. Es importante destacar también, que esta tasa, sobretodo en España, no es una fiel representación de la realidad, debido a que un número importante de la población que se encuentra dentro de la lista del paro, realiza trabajos que no están registrados por las instituciones. Por ello, un 25% de la población activa es una tasa excesivamente alta que no refleja la realidad. Sin embargo, el problema es de una gravedad extrema.

Si analizamos los efectos del incremento del paro en las empresas, la primera influencia directa tiene que ver con el consumo de las familias. Si una familia tiene uno o más miembros en paro y que no cobran un salario, se produce una situación de angustia y reducción del consumo como medida preventiva para salir de esa situación. Además, el incremento del paro

viene dado por el despido de las empresas. Eso implica que muchas empresas se encuentran en una situación de inestabilidad que se verá agravada por la reducción del consumo de las familias.

Además, el paro es un medidor de la situación económica y de desarrollo del país. Cuando existen unas tasas de desempleo tan importantes como las que han tenido lugar en España durante la crisis, sirven de señales al exterior sobre cuál es la situación de la economía. Por ello, una tasa de paro tan alta afecta a las empresas cotizadas de manera que genera una imagen de inestabilidad económica y social en el país que no es de atractivo para los inversores internacionales.

#### 4.4.3. LOS MERCADOS EXTRANJEROS.

Otra variable a tener en cuenta a la hora de analizar la evolución de un mercado bursátil es la evolución de los mercados extranjeros. Debido al proceso de integración internacional producido desde finales de los 90 y acentuado con la formación de la Unión Europea, las bolsas internacionales y europeas se ven afectadas en mayor o menor medida por acontecimientos que ocurren en las economías extranjeras. Los movimientos más influyentes en el resto del mundo en la actualidad son los que se producen en los mercados de valores Norteamericanos.

El mercado español tiene una especial relación con las bolsas europeas por la integración que se ha producido dentro de la unión. De este modo, el IBEX 35 ha sido especialmente sensible a los acontecimientos producidos en los países periféricos del viejo continente que estaban en la misma situación de crisis. Los sucesos producidos en Grecia desde el inicio de la crisis han sido especialmente relevantes en el mercado español, ya que el mercado considera que ambos países han tenido un nivel de riesgo alto por compartir ciertas características de la crisis. Por ello, situaciones de inestabilidad o rescates a países periféricos como Grecia, Irlanda o Portugal han tenido una repercusión directa en las bolsas europeas pero, especialmente en el mercado español por su condición de alto riesgo dentro de la Unión Europea.

## 5 COMO INFLUYEN ESTAS VARIABLES EN EL IBEX 35 DURANTE EL PERIODO DE MARZO 2012 – SEPTIEMBRE 2013

La segunda parte del análisis de este trabajo, tiene como objetivo explicar y descubrir cuál ha sido la influencia de las variables analizadas anteriormente en la recuperación del IBEX 35, que tiene lugar desde marzo de 2012 a septiembre de 2013. A continuación podemos observar un gráfico que muestra la evolución del índice durante este periodo.



\*Fuente: Bloomberg. Elaboración propia desde mi terminal de Bloomberg del Área de Tesorería. Bankinter S.A.

Como se puede observar en el gráfico, el periodo de recuperación realmente comienza desde finales de Julio de 2012 y no desde marzo como se expone en el trabajo. Sin embargo, me gustaría destacar antes de comenzar que el periodo elegido para ser analizado comienza desde marzo debido a que explica mejor la evolución de la recuperación. Es decir, desde marzo se produce una caída importante en el IBEX 35 que es necesaria explicar para comprender mejor la recuperación del índice hasta septiembre de 2012.

Por ello, este segundo análisis se dividirá en dos etapas, la primera centrada en el análisis de la caída del IBEX de marzo a julio de 2012, con una cierta recuperación en el mes de Junio, y la segunda con el periodo de recuperación que se produce desde Julio a Septiembre de 2013.

### 5.1. CAIDA DEL IBEX. PÁNICO EN LOS MERCADOS.

En marzo y abril la situación económica del país era extrema. España se encontraba al borde de la banca rota. El país entero estaba endeudado. Por otro lado, se encontraba el problema de Grecia al otro lado del Mediterráneo, donde la situación era incluso peor y se tomaba en Europa como un adelanto de los hechos que pasarían en España. El país griego había falseado cuentas y contaba con una situación económica nefasta, una crisis social y la pregunta dentro del viejo continente era cuando iba a ser el momento adecuado para que Grecia saliese de la Unión Monetaria. El debate se centraba sobre si las consecuencias serían incluso peores para la economía europea y, sobretodo, para los países periféricos como España, Italia o Portugal.

El problema de nuestro país en ese momento era la banca. En este párrafo intentaré resumir a *grosso modo* qué fue lo que ocurrió desde el inicio de la crisis para que los bancos acabasen en esta situación. Con la cantidad de deuda contraída durante el periodo pre-crisis y la progresiva subida de tipos de interés desde 2006, se produjo un incremento en el coste de una deuda que tenía un gran peso dentro del balance de situación de los bancos. Por otro lado, el estallido de la burbuja inmobiliaria supuso el inicio de la crisis, el descenso del valor y de la demanda de inmuebles y el despido de un gran numero de trabajadores de la construcción y de todas las industrias relacionadas. Con el incremento del paro muchas familias no pudieron hacer frente a las deudas contraídas con los bancos, ya fuesen créditos o, especialmente, hipotecas (referenciadas a un tipo variable que estaba en alza), por lo que los bancos se encontraron con un descenso de sus ingresos y con una cantidad de inmuebles en sus balances, que tenían la mitad del valor al que habían sido valorados. En resumen, la situación de la banca española era de gran peligro.

Dentro del sistema bancario, resaltó la figura de las cajas de ahorro. La situación con este tipo de entidades fue que se involucraron de lleno en el mercado inmobiliario, financiando hipotecas y operaciones (muchas veces de dudoso carácter lícito) sin un criterio apropiado y poniendo en riesgo los ahorros de los clientes. Por ello, con el estallido de la crisis la mayor parte de ellas entraron en quiebra afectando así directamente a todos los clientes con dinero en sus cuentas.

El gran problema que afectaba directamente al país y a la confianza de los mercados en nuestros mercados era la posible intervención de la Unión Europea en la economía española. El gobierno en este sentido jugaba un papel crucial ya que, supuso una continua negociación para evitar el rescate y convencer al BCE y a Alemania de que nuestra economía estaba preparada para salir de esta situación por sí sola. El rescate tenía unas consecuencias muy negativas para nuestra economía por diferentes motivos. El primero de todos era la imagen que daba España a los mercados si necesitaba ser intervenida por un agente externo para evitar la banca rota. En segundo lugar, la intervención hubiera supuesto una cantidad de reformas y medidas de austeridad extrema impuestas por parte de la Unión Europea para recortar el déficit y estabilizar la economía que hubiesen tenido consecuencias sociales desastrosas dada la situación en la que se encontraba el país.

Durante este periodo, las noticias que aparecían en los periódicos auguraban un desenlace fatal para la banca española. Muchos analistas dudaban de la seguridad de tener el dinero depositado en bancos españoles y se temía por la posibilidad de un *corralito* en la banca española. Esto significa que los clientes de un banco acudan a retirar todo el dinero que tengan depositado en esa entidad y que no exista efectivo suficiente para hacer frente a esa demanda. Una situación que puede tener consecuencias catastróficas en el país porque desata el caos y el pánico en la población que no puede hacer líquidos su dinero depositado en los bancos.

La breve recuperación que se produce en junio, viene como consecuencia del anuncio del anuncio de un acuerdo europeo por el rescate a la banca española. Los mercados vieron con buenos ojos esta medida y el IBEX experimentó sesiones alcistas continuadas por primera vez en muchos meses. Sin embargo, el 20 de julio de 2012 el IBEX sufre la peor caída desde mayo de 2010, cuando Zapatero anunció las medidas de ajuste y la economía griega recibía el primer

rescate por parte de la Unión Europea, con una caída del 5,82. La prima de riesgo toca máximos históricos llegando a los 610 puntos básicos y la economía española se tambalea. Esta caída viene como consecuencia de la aprobación en el congreso de los ajustes con un aumento del gasto y tras el anuncio de la comunidad valenciana en ser la primera comunidad en pedir un rescate al gobierno central de España.

Durante todo este periodo, la variable que influye las sesiones de cotización del IBEX es la prima de riesgo. Prácticamente van de la mano. Cuando se habla de IBEX se habla del estado de la prima de riesgo. La otra variable que tiene gran influencia en estas sesiones es el déficit público, pero de una manera implícita en la prima de riesgo ya que simplemente afecta en la confianza de los mercados y en las perspectivas de futuro de los inversores. El déficit público era alto en años atrás pero el IBEX 35 no se veía afectado por ello de una manera tan directa. Por ello, lo que gobierna este tipo de sesiones es prácticamente las perspectivas y confianza del mercado, dejando de lado los valores teóricos y la evolución de las demás variables.

## 5.2. PERIODO DE RECUPERACIÓN

### 5.2.1 SEGUNDA MITAD DEL AÑO 2012.

Tras estas sesiones de incertidumbre y pánico en los mercados sobre la posible salida de España del euro y el inminente rescate a la economía del país, aparece una figura crucial para el desarrollo de los mercados europeos de ahí en adelante, el presidente del BCE Mario Draghi, que podría ser analizado en este trabajo como una variable más con gran influencia en los mercados por la transcendencia que adquieren sus declaraciones.

Después de una etapa de mucha incertidumbre sobre el futuro de la Unión en Europa, Mario Draghi aparece en escena el 26 de julio con un discurso muy directo y tajante. En palabras textuales del presidente del Banco Central Europeo “El BCE hará todo lo que sea necesario para sostener el euro. Créanme, será suficiente”. Ese día la sesión de la bolsa española cerró con una subida del 6% y una bajada de la prima de riesgos de 50 puntos básicos. La importancia de este comunicado reside principalmente en la confianza que trasmite a los

mercados. De manera efectiva, el presidente del BCE no realizó ningún tipo de anuncio significativo ni concreto sobre el rescate a la banca ni algún tipo de medida que pudiese aliviar la situación de los países periféricos, pero proporcionó un mensaje esperanzador para los inversores que estaban deseando ver algo de luz en esa situación tan oscura.

La reacción del IBEX a ese comunicado es positiva. En la segunda mitad del 2012 tiene una evolución favorable cerrando el año alrededor de los 8.100 puntos. Este desarrollo del selectivo español no tiene explicación en las variables macroeconómicas estudiadas. La tasa de paro no se redujo en la segunda mitad del año, sino que siguió aumentando. Las duras reformas sobre el déficit de las administraciones no tuvieron consecuencias inmediatas por lo que no se puede establecer una relación directa para este periodo, aunque es seguro que los mercados lo tomaron como una buena medida para el futuro.

Sin embargo, una de las medidas que contribuyeron a esta mejora, fue la bajada de tipos de interés por parte del BCE en junio de 2012 de un 1% a 0,75%. Como explicábamos en el apartado anterior, este tipo de medidas tienen un carácter expansivo para la economía que responde de manera positiva ante el aumento de liquidez en los mercados. Por ello, esta fue una medida acertada por parte del BCE ya que, además, no existía riesgo de inflación como respuesta al incremento de liquidez, por que estaba en niveles muy bajos.

### 5.2.2. PRIMERA MITAD DEL AÑO 2013.

En este periodo se produce una situación peculiar. La evolución del índice español es negativa desde el inicio de año hasta el mes de junio. El Ibex registra una caída de unos 600 puntos desde los 8.167 puntos con los que inició el año 2013 hasta llegar al mínimo anual de los 7.553 puntos el 24 de junio. La caída del índice no es muy grande y se debe a la prudencia del mercado sobre el futuro de las compañías españolas tras las medidas tomadas en el año 2012.

Sin embargo, durante este periodo, las empresas del IBEX incrementaron un 9% sus beneficios. La mejor parte de este incremento vino por parte de las instituciones bancarias, que el año anterior destinaron grandes cantidades de dinero a provisiones por para sanear sus balances y vieron resultados positivos un año más tarde. La subida de impuestos de 2012 afectó

a ciertas empresas pero en general los resultados fueron mejor de lo esperado. Como consecuencia, la prima de riesgo continuó en una tendencia descendiente hasta llegar a un mínimo a principio de mayo, donde el tipo interés del bono español llegó a 4%.

### 5.2.3 SEGUNDA MITAD DE 2013. LA RECUPERACIÓN

A partir de junio de 2013, el IBEX comenzó su tendencia de recuperación hasta los niveles actuales. Dos son las principales razones que influyeron en esta recuperación que parece definitiva en el índice.

La primera tiene que ver con las ayudas proporcionadas por los bancos centrales inyectando liquidez en la economía. Tanto la Fed (Reserva Federal Americana) como el BCE llevaron a cabo reducciones del tipo de interés para agilizar las economías. En el caso del banco europeo, en Marzo de 2013 volvió a reducir los tipos de interés desde el ya comentado 0,75% al 0,5%, lo que supuso un empuje crucial para la economía europea y para la banca en especial. Como se explica en el análisis de esta variable en el presente trabajo, esta medida tiene especial efecto en las instituciones bancarias.

Por otro lado, la segunda razón para la recuperación del IBEX fue la respuesta por parte de los inversores internacionales a los resultados presentados en la primera mitad del año. El mercado bursátil español volvió a ser considerado como una oportunidad de rentabilidad a medida que disminuía la inseguridad generalizada que suponía invertir en el país años atrás. Las medidas de austeridad tomadas en 2012 comenzaban a surgir efecto con reducciones del déficit y la prima de riesgo se redujo a partir del mes de junio. Los factores clave que diferenciaron a España de los demás países periféricos fueron la estabilidad política y la efectividad de las reformas llevadas a cabo por el gobierno.

Por todo ello, tras las mejoras de los resultados de las empresas españolas, los síntomas de mejoría en el saneamiento de las cuentas de las instituciones y la recuperación de la confianza de los inversores en el mercado español, el IBEX 35 comenzó una tendencia ascendente desde junio de 2013 desde los 7.500 puntos hasta pasar en el mes de octubre la

barrera de los 10.000 puntos, lo que supuso una revalorización de más del 30% en 4 meses. Además, una de las noticias clave para hablar de recuperación del país es que en el tercer trimestre de 2013, España salió de la recesión creciendo un 0,1%.

## **6 CONCLUSIONES.**

La crisis de 2008 ha sido una de las peores situaciones económicas que España ha tenido que afrontar de toda su historia. Las repercusiones para miles de ciudadanos han sido nefastas y el país entero se ha resentido por la mala gestión del gobierno y el despilfarro de las instituciones financieras nacionales e internacionales.

Son muchas las variables que han afectado al mercado bursátil español durante este periodo, pero tras el análisis realizado en este trabajo, hay una variable que hay que destacar por encima de las demás en la manera que ha afectado al IBEX 35. La prima de riesgo ha cobrado especial importancia en la evolución del país y de la economía nacional desde el inicio de la crisis. Anteriormente, era una variable importante a tener en cuenta pero su influencia no era tan decisiva como lo ha sido durante este periodo. Esto se ha producido debido a que, tras el exceso de endeudamiento sin contemplar las posibles consecuencias en el futuro por parte de la mayoría de agentes de la economía, los inversores han tomado una especial postura de aversión al riesgo. Por ello, una de los principales factores a la hora de invertir ha sido la seguridad sin tener tan en cuenta la rentabilidad.

Durante los periodos de crisis económica, los agentes del mercado se vuelven extremadamente cautos a la hora de realizar inversiones. Por ello, tras haber analizado las variables que más influencia tienen en el desarrollo de los mercados bursátiles y su evolución durante la crisis, puedo afirmar que en periodos de inestabilidad, el mercado se rige principalmente por el nivel de riesgo de las inversiones. Esto quiere decir que las demás variables pierden influencia o importancia a la hora de invertir ya que la seguridad se convierte en algo fundamental.

El riesgo de las economías se ha evaluado mediante la prima de riesgo. Pero al fin y al cabo, la prima de riesgo no es más que una rentabilidad extra que debe pagar un país por sus títulos en el mercado, y ese precio se basa según expectativas de los inversores. Por lo tanto, lo más importante en los mercados son la visión y expectativas que tengan los inversores en relación a una determinada economía, o mercado bursátil o acción. No existe análisis que pueda convencer a un inversor de invertir en un país o en un título si sus expectativas sobre ese subyacente son negativas hacia el futuro. Por ello, el análisis las variables macroeconómicas en el desarrollo de los mercados ocupan un segundo lugar que solo sirve de orientación para que un inversor cree sus expectativas hacia el futuro. No puede tomarse como una ciencia exacta ya que existen multitud de factores que puede hacer variar el comportamiento de los mercados. De ahí la importancia que ha adquirido Mario Draghi con sus discursos como presidente del BCE. Su labor ha sido esencial para recuperar la confianza de los inversores en países como España, incluso cuando estaban al borde del abismo económico.

El trascurso de esta crisis por el mundo debe servir como precedente de que los actos tienen consecuencias. Está inerte en la naturaleza humana la búsqueda de un beneficio fácil y libre de riesgo a corto plazo, pero las entidades financieras deben de haber aprendido a controlar sus acciones en momentos de euforia. En un mercado tan interrelacionado hay que ser consciente de que las acciones que se realizan hoy pueden tener fatales consecuencias en todo el mundo y afectar a miles de personas. La imagen del sistema bancario y financiero en esta crisis se ha resentido considerablemente por ser los principales causantes de el desequilibrio económico que propició la crisis, pero todavía puede ser reparada esa imagen realizando prácticas dentro del marco de lo legal y buscando un beneficio lícito.

Para la futura evolución del IBEX 35, veo imprescindible el papel del BCE con medidas de liquidez que impulsen la economía hasta un punto adecuado para no caer en los mismos errores. Las labores realizadas por el gobierno de Mariano Rajoy en España han sido en algunos casos anti sociales y desfavorables para la imagen del partido, pero creo que en general el balance de su gobierno ha sido positivo ya que la situación actual de España es considerablemente mejor que cuando subieron al poder.

España debe aprender de los muchos errores cometido en el pasado respecto a materia de endeudamiento y corrupción. Todavía quedan muchas cosas por hacer para salir de la crisis pero creo que vamos por el buen camino. El objetivo principal del gobierno una vez el país ha salido de la recesión, debe ser la difícil tarea de crear empleo para los millones de parados españoles.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alonso Pereza, A, Elies Furio, B. (2010). *La economía española. Del crecimiento a la crisis pasando por la burbuja inmobiliaria*
- Barea Tejeiro, J. (2004). *El marco conceptual de la prima de riesgo*
- Bellod Redondo, J.F. (2008). *La burbuja inmobiliaria*
- Bloomberg: Obtención de gráficos desde mi terminal en la sala de tesorería de Bankinter S.A.
- Bolsa de Madrid S.A (2014, 04). Informe mensual de renta variable . [www.bolsademadrid.es](http://www.bolsademadrid.es) Recuperado 05, 2014,
- Bolsa de Madrid S.A., (2011, 02). Normas técnicas de composición y cálculo de índices bursátiles. [www.bolsademadrid.es](http://www.bolsademadrid.es). Recuperado 05, 2014,
- Bolsa de Madrid S.A, (2011, 07). Glosario. [www.bolsademadrid.es](http://www.bolsademadrid.es). Recuperado 05, 2014,
- Catarineu, E., Pérez, D. (2008). *La utilización de activos por parte de las entidades de crédito: El modelo español en el contexto internacional.*
- Expansión (2013, 09). *Las empresas del Ibex ganan un 9% más en la primera mitad de año.*
- García Montalvo, J. (2011). *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero.* Pag
- Intermoney S.A, (2011, 08). Prima de riesgo: Definición, causas y efectos. [www.grupocimd.com/im\\_analisis.asp](http://www.grupocimd.com/im_analisis.asp)
- Instituto Nacional de Estadística: Obtenido de datos del precio de la vivienda en España: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?L=0&type=pcaxis&path=/t07/p457&file=inebase>

- La Razón (2012, 07). *El BCE rebaja los tipos de interés hasta 0,75% su mínimo histórico*
- Martín Martín J.L., Trujillo Ponce, A. (2004), *Manual de Mercados Financieros*
- Morales-Arce, R (2010). *El impacto de la crisis financiera en las entidades financieras.*
- Naredo, J.M., (2010). *El modelo inmobiliario español y sus consecuencias.*
- Rallo, J.R. (2008). *Los precios de la vivienda y la burbuja inmobiliaria en España 1985-2007.*
- Ramírez Solano, E. (2001). *Moneda, Banca y Mercados financieros.* pp 370-379
- Romero, A. (2012, 07). *La Bolsa registra su mayor subida en dos años tras la fuerte mejora en la deuda.* pp 44, El país.
- Serrano Fernández, H., Molina Sánchez, J.M. (2008). *Integración internacional y globalización financiera de la economía española*
- Tejedor, E. (2012, 07). *La prima de riesgo de España bate todos los récords y el Ibex se desploma.* pp 14, El país.