



**TRABAJO FIN DE GRADO**  
**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**  
**CURSO ACADÉMICO 2020-2024**  
**CONVOCATORIA JUNIO**

**TÍTULO: ANÁLISIS BURSÁTIL DEL IBEX35 EN EL PERIODO 2018-2023**

**AUTOR: ABREU SOTO, BENJAMIN**

**DNI: 54692374F**

**APELLIDOS/NOMBRE TUTOR: PÉREZ MALDONADO ANUBIS BRITA**

**CAMPUS DE FUENLABRADA**

**INDICE**

<b>RESUMEN</b> .....	6
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	7
<b>METODOLOGÍA</b> .....	8
<b>I. MARCO TEÓRICO DEL IBEX-35</b> .....	10
<b>II. MARCO SITUACIONAL PREVIO AL COVID Y LA GUERRA DE UCRANIA</b> .....	11
<b>III. El IBEX-35 en 2018-2019</b> .....	14
3.2 Contexto Internacional Bolsas Mundiales.....	18
<b>IV. IMPACTO DE LA PANDEMIA COVID19 EN EL IBEX35</b> .....	22
4.2 Hundimiento del IBEX-35 por el Covid-19 .....	23
4.3 Análisis De Los Indicadores Macroeconómicos .....	24
4.3.1 <i>Efectos inflación</i> .....	24
4.3.2 <i>Efectos en el PIB</i> .....	28
4.3.3 <i>Política Monetaria Y Fiscal Aplicada Para Combatir El COVID</i> .....	29
4.3.4 <i>Efectos En El Tipo De Interés</i> .....	33
4.3.5 <i>Efectos En La Evolución De Los Beneficios Empresariales</i> .....	35
4.3.6 <i>Análisis De Farmacéuticas</i> .....	40
4.3.7 <i>Comparación con índices bursátiles europeos y americanos</i> .....	43
4.4 Impacto de la Guerra de Ucrania.....	44
4.4.1 <i>Pánico En El IBEX35</i> .....	45
4.4.2 <i>Hiperinflación De MMPP</i> .....	47
4.4.3 <i>Políticas Monetaria</i> .....	49
4.4.4 <i>Análisis Del Sector Enérgico</i> .....	50
<b>VII. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DEL IBEX35 FRENTE AL DE LOS SELECTIVOS DE EUROPA Y DE ESTADOS UNIDOS</b> .....	53
<b>CONCLUSIONES</b> .....	56
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	58

**Índice de Gráficos**

<b>Gráfico 1. Distribución Sectorial IBEX-35 (2024)</b> .....	11
<b>Gráfico 2. Tipos de interés oficiales</b> .....	13
<b>Gráfico 3. Euribor 2018-2019</b> .....	13
<b>Gráfico 4. IBEX-35 2018</b> .....	15
<b>Gráfico 5. Datos agregados de la variación porcentual beneficio neto de las empresas del Ibex-35</b> .....	16
<b>Gráfico 6. Ratio de solvencia de las empresas no financieras del IBEX-35</b> .....	17
<b>Gráfico 7. IBEX-35 2019</b> .....	17
<b>Gráfico 8. S&amp;P 500 2018</b> .....	19
<b>Gráfico 9. S&amp;P 500 2019</b> .....	19
<b>Gráfico 10. Shanghai Composite 2018</b> .....	20
<b>Gráfico 11. Shanghai composite 2019</b> .....	21
<b>Gráfico 12. Eurostoxx-50 2018-2019</b> .....	22
<b>Gráfico 13. IBEX-35 2020-2021</b> .....	23
<b>Gráfico 14. Cambio interanual de los componentes del IPC (2020-2021)</b> .....	25
<b>Gráfico 15. Niveles de inflación y Gráfico 16. Inflación subyacente</b> .....	27
<b>Gráfico 17. Caída del PIB 2020</b> .....	28
<b>Gráfico 18. Producto interior bruto a precios de mercado 2018-2021</b> .....	29
<b>Gráfico 19. Programa de compra de valores</b> .....	31
<b>Gráfico 20. Operaciones De Refinanciación Del Eurosistema</b> .....	32
<b>Gráfico 21. Evolución del Euribor (2019-2020)</b> .....	34
<b>Gráfico 22. Evolución Euribor 2021</b> .....	35
<b>Gráfico 23. Evolución de la facturación empresarial por sectores en 2020</b> .....	36
<b>Gráfico 24. Porcentaje de Empresas con Necesidades de Liquidez</b> .....	37
<b>Gráfico 25. Importe Neto de las Cifras de Negocios</b> .....	37
<b>Gráfico 26. Distribución del ROA 2019-2020</b> .....	38
<b>Gráfico 27. Variación del Ratio de Deuda Neta</b> .....	39
<b>Gráfico 28. MSCI World Pharmaceutical, Biotechnology and Life Science Index 2019-2020</b> .....	40
<b>Gráfico 29. Margen Beneficio Pfizer</b> .....	41
<b>Gráfico 30. Pfizer 2002-2023</b> .....	41
<b>Gráfico 31. Laboratorios Rovi 2019-2020</b> .....	42
<b>Gráfico 32. Principales Índices bursátiles durante el 2020-2021</b> .....	44
<b>Gráfico 33. IBEX-35 2022</b> .....	46
<b>Gráfico 34. Evolución del IAPC 2019-2022</b> .....	48
<b>Gráfico 35. Margen de Beneficios Repsol</b> .....	51
<b>Gráfico 36. Flujo de Efectivo de Repsol</b> .....	52
<b>Gráfico 37. Repsol 2020-2023</b> .....	53
<b>Gráfico 38. Eurostoxx 50 2021-2022</b> .....	54
<b>Gráfico 39. Dow Jones 2021-2023 y Gráfico 40. S&amp;P 500 2021-2023</b> .....	54
<b>Gráfico 41. NASDAQ 2021-2023</b> .....	54
<b>Gráfico 42. MSCI Mercados Emergentes Asiáticos</b> .....	55

**Índice de Tablas**

<b>Tabla 1. Cifras IBEX 35 2018.....</b>	<b>24</b>
<b>Tabla 2. Tasas de Inflación General y por grupos .....</b>	<b>26</b>
<b>Tabla 3.Cuenta de resultado Laboratorios Rovi 2020-2023.....</b>	<b>43</b>
<b>Tabla 4. Cifras del IBEX-35 2022 .....</b>	<b>46</b>
<b>Tabla 5. Cuenta de Resultados Repsol 2020-2023 .....</b>	<b>52</b>

## ABSTRACT

The following research work is intended to present a broad analysis of the evolutionary behavior of the most important Spanish stock index, IBEX35, during the period between 2018-2023. The general objective is to carry out a concrete investigation of the fluctuations presented by the most important stock values of the Spanish economy based on economic, political, geopolitical, and business decisions that were carried out in that period. The study is carried out specifically using this period of time because it was a period marked by a series of significant events, such as the health crisis of COVID-19 and the tensions caused by the Russian-Ukraine war. Through historical data and the evolution of the price of indices and economic indicators, it will seek to identify the influence generated by these events on the dynamics of the stock market and the global economy in general.

Using the various informative sources available from local and international institutions and European and global entities, we will make a comparative analysis of how these decisions and actions have influenced the variables that affect these markets.

Although the first important events (COVID) begin to appear in 2019, it is not until 2020 when the negative impacts are felt and we begin to observe the collapse of the main global stock market indices, with the Spanish index (< 30%) leading the fall among the most important indexes worldwide. However, at the same time, when the first vaccines against the virus begin to develop at the end of 2020, we will begin to observe a positive rebound from the main indexes.

Despite the fact that green sprouts began to appear on the global economic context, as governments began to have more control over the spread of the virus, we would soon have a new event on the international board that would force the modification of the political and economic global agenda. The Russian invasion of Ukraine, which started in February of the year 2022, immediately brought important decisions that would affect the rhythm and course of national economies. Decisions such as imposing sanctions on Russia, capital blocking, increasing oil demand for other roads that were not those of Russia-Ukraine, and boosting trade agreements with other countries, among others, would become part of the first line on the international agenda.

## RESUMEN

En el siguiente trabajo de investigación se pretende presentar un análisis amplio del comportamiento evolutivo del índice bursátil español más importante, IBEX35, durante el periodo comprendido entre los años 2018-2023. El objetivo general es realizar una investigación concreta de las fluctuaciones presentadas por los valores bursátiles más importantes de la economía española en función de las decisiones económicas, políticas, geopolíticas y empresariales que se llevaron a cabo en dicho periodo. El estudio se realiza concretamente utilizando este periodo de tiempo debido a que fue un periodo marcado por una serie de eventos significativos, como la crisis sanitaria del COVID-19 y las tensiones ocasionadas por la guerra Rusia-Ucrania. A través de los datos históricos y la evolución de la cotización de los índices y los indicadores económicos, se buscará identificar la influencia que generaron estos eventos sobre la dinámica del mercado bursátil y la economía global en general.

Utilizando las diversas fuentes informativas disponible de las instituciones locales e internacionales, entidades europeas y globales haremos un análisis comparativo de como han influido estas decisiones y actuaciones en las variables que afectan estos mercados.

A pesar de que los primeros eventos importantes (COVID) empiezan a aparecer en el año 2019, no es hasta el año 2020 cuando se sufren los impactos negativos y comenzamos a observar el desplome de los principales índices bursátiles mundiales, con el índice español (<30%) liderando la caída entre los índices más importantes a nivel mundial. No obstante, a la par que empiezan a desarrollarse las primeras vacunas contra el virus (finales 2020) es cuando empezamos a observar un repunte positivo de los principales selectivos.

Si bien se empezaban a vislumbrar brotes verdes en el panorama económico global a medida que los gobiernos empezaban a tener más controlada la propagación del virus, no tardaríamos en volver a tener un nuevo evento en el tablero internacional que obligaría a modificar la agenda política y económica global, la invasión rusa sobre Ucrania en febrero del año 2022. Inmediatamente se empezarían a tomar decisiones importantes que afectarían el ritmo y el rumbo de las economías nacionales. Decisiones como imponer sanciones sobre Rusia, bloqueo de capitales, aumentar la demanda de petróleo por otras vías que no fueran las de Rusia-Ucrania, impulsar los acuerdos comerciales con otros países entre otras, pasarían a formar parte de la primera línea en la agenda internacional.

## INTRODUCCIÓN

El motivo de este trabajo es examinar el principal índice bursátil español denominado IBEX35 ya que nos proporciona una perspectiva amplia de la evolución de las principales empresas cotizadas en España junto con el estado general de la economía. Concretamente el trabajo se centrará en analizar el IBEX35 durante el periodo comprendido entre 2018-2023. La razón por la cual se elige dicho intervalo de tiempo en específico se debe a que fue un periodo caracterizado por acontecimiento económicos y políticos inesperados a nivel internacional que afectaron notablemente los índices bursátiles.

Empezando por la incertidumbre generada por los efectos de la pandemia del COVID-19, la cual se convirtió en la mayor crisis global sin precedentes en la era moderna, que no solo provocó una gran crisis sanitaria en la que miles de personas fallecieron, sino que de la misma manera tuvo un impacto social y económico transcendental como consecuencia de las medidas implementadas para frenar la propagación del virus por parte de las autoridades oficiales. Ejemplos de estas medidas fueron los confinamientos y cierres de negocios que transformaron significativamente la vida cotidiana de las personas al cambiar la forma en la que los individuos trabajaban, estudiaban, socializaban y se relacionaban entre sí, y que al mismo tiempo alteraron la economía mundial debido a las masivas pérdidas de empleos por los cierres de un gran número de empresas, causando como consecuencia trastornos en todos los mercados financieros.

El segundo acontecimiento de gran importancia a analizar fueron las tensiones comerciales ocasionadas por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, el cual se ha convertido en uno de los episodios más relevantes en cuanto a geopolítica en los últimos años. Este conflicto ha tenido repercusiones de gran importancia en las relaciones internacionales de Rusia y los países occidentales. Como consecuencia de las acciones de Rusia sobre Ucrania, se implementaron sanciones económicas y diplomáticas sobre Rusia, que debilitaron aún más las relaciones entre el país con la Unión Europea, Estados Unidos y otros países occidentales. Desde un enfoque económico, la crisis energética ocasionado por el conflicto fue el factor que tuvo mayores repercusiones económicas debido a que la región de Ucrania es una zona clave para el transporte de gas natural desde Rusia hacia los países de occidente dependiente de dicho gas natural. Igualmente, el país ucraniano es un importante productor agrícola y exportador de productos como el trigo y maíz, por lo que el conflicto incrementó la inseguridad del suministro de estos productos y una subida de los precios de los productos básicos en los mercados internacionales. Todos estos factores mencionados anteriormente en conjunto con la incertidumbre geopolítica generada aumentaron exponencialmente el riesgo percibido por parte de los inversores, influyendo en cambios de las decisiones y volatilidad de los mercados financieros.

En este contexto, este trabajo tiene como objetivo analizar en profundidad el IBEX35 durante dicho periodo con la intención de proporcionar una comprensión global de como estos eventos macroeconómicos y geopolíticos importantes han influido no solo en el panorama económico y financiero español sino en un contexto global, así como poder contestar a preguntas como:

- ¿Cuál fue el impacto del COVID-19 en el IBEX35 y cómo se comporto en relación con otros índices bursátiles internacionales?
- ¿Cómo se reflejaron las medidas de contención y las restricciones impuestas debido al COVID-19 en los precios de las acciones y la volatilidad del IBEX35?

- ¿Cómo afectaron las políticas gubernamentales y las medidas de estímulo económico implementadas ante el COVID-19 y la guerra entre Rusia y Ucrania?
- ¿Hubo sectores específicos del IBEX35 que fueron más afectados por la pandemia de COVID-19 y en qué medida?
- ¿Cómo afectaron las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania a los índices bursátiles durante el periodo de estudio, especialmente en términos de volatilidad y rendimiento?

Se busca que el desarrollo del trabajo haga posible contestar a todas las preguntas mencionadas anteriormente y que estos hallazgos contribuyan a proporcionar una visión detallada de como factores macroeconómicos y geopolíticos son claves en el rendimiento de los mercados financieros, así como en las decisiones de los inversores. Por otro lado, permitirá tener una mejor comprensión de las interrelaciones entre estos acontecimientos y el mercado financiero global.

### METODOLOGÍA

La metodología de una investigación proporciona el marco estructural y los pasos sistemáticos necesarios para alcanzar los objetivos establecidos, así como garantizar resultados válidos y fiables. A continuación, se describirá la metodología y como se ha estructurado el trabajo, incluyendo las variables a analizar y los métodos de recolección de datos utilizados.

En primer lugar, el trabajo comenzará con un marco teórico del IBEX-35 en el que se explicará su historia, composición y elementos relevantes que afectan el índice español. Posteriormente, para el análisis del índice se propone realizar su estudio en varias etapas, la primera fase constara de un marco situacional previo al Covid-19 y a la guerra de Ucrania durante los años 2018-2019. En este primer tramo del trabajo se quiere obtener una perspectiva de cómo era el panorama económico y financiero español previo a las crisis futuras. A través de un análisis técnico y fundamental se estudiará como era el desempeño del IBEX-35 en este periodo, junto con una breve comparativa de la evolución del resto de índices bursátiles mundiales. Mediante la recolección de datos históricos financieros se accederá a las cotizaciones históricas del índice español y de los demás índices bursátiles mundiales con el fin de observar cómo era el desempeño de los mercados financieros y posibles tendencias o patrones que podían observarse en las fluctuaciones de los índices previos a los acontecimientos.

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

#### **1. Análisis de la pandemia COVID-19 en el IBEX35:**

En este apartado se estudiará el impacto de la crisis sanitaria mundial en variables macroeconómicas y empresariales (PIB/IPC/tipo de interés /Inflación/Beneficios empresariales) en la evolución del selectivo español y realizando una comparación con el resto de principales índices bursátiles europeos, americano y asiáticos. El diseño metodológico utilizado será uno cuantitativo en el cual se estudiarán datos estadísticos sobre las variables macroeconómicas, a través de recopilación de datos de fuentes estadísticas como:



- Páginas estadísticas (INE, Eurostat, Datos Macros, Banco Central Europeo, Banco de España).

Para dichas magnitudes macroeconómicas se fijará un año base para establecer un punto de referencia a partir de cual se pueda calcular los cambios en dichas variables, así como comparar datos a lo largo del tiempo y entender como han evolucionado las variables macroeconómicas. Esto permitirá detectar posibles tendencias y evaluar el impacto de las políticas económicas y eventos sobre la economía durante la crisis sanitaria. Por otro lado, se analizará el impacto de la pandemia sobre las políticas monetarias y fiscales, centrándose en como las autoridades económicas adaptaron sus estrategias para hacer frente a los desafíos económicos generados por la pandemia. Posteriormente, se procederá a estudiar el impacto del Covid-19 desde un punto de vista empresarial, analizando el impacto de la pandemia en los distintos sectores de la economía. A través de este análisis se buscará identificar cuales sectores fueron los más perjudicados, así como aquellos sectores que resultaron beneficiados y la razón detrás de su éxito. Una vez estudiados estos factores, en última instancia se analizará cómo afectó el Covid-19 a las demás bolsas internacionales y cómo se desempeñaron estos mercados bursátiles en el mismo periodo en comparación con el índice español.

## **2. Análisis de la guerra Rusia-Ucrania**

En este punto se analizarán las consecuencias generadas por el conflicto bélico en variables macroeconómicas como la inflación y el tipo de interés para estudiar como este conflicto influyó en el mercado bursátil español, particularmente el pánico creado sobre los inversores y cambios en la volatilidad de los mercados financieros. Se analizarán los movimientos del mercado antes, durante y después de los eventos relacionados con este conflicto en busca de posibles patrones y tendencias provocados por la guerra. Luego se examinará como la guerra entre ambos países afectó a los precios de los productos básicos en el mercado global y como se tradujo en una hiperinflación en la zona euro. Luego se evaluarán las respuestas de los bancos centrales y los responsables de la política monetaria ante la crisis desencadenada por el conflicto, y cuáles fueron las medidas adoptadas para estabilizar los mercados financieros, controlar la inflación y sostener la economía en un entorno de incertidumbre geopolítica. Por último, similarmente al caso de la pandemia, se analizarán cuales sectores fueron los más afectados y las medidas adoptadas por estos sectores para mitigar el impacto ocasionado por la guerra.

La información relevante a estos acontecimientos sobre su historia, evolución, efectos, datos, gráficos bursátiles será obtenida mayormente a través de:

- Documentos informativos: Informes anuales del Banco de España ([www.bde.es](http://www.bde.es)), Informes anuales de la Bolsa y Mercados Españoles ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)), Informes del Banco Central Europeo ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).
- Páginas financieras: Investing ([www.investing.com](http://www.investing.com)), Yahoo Finance ([www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)), Tradingview ([www.tradingview.com](http://www.tradingview.com)), Economipedia ([www.economipedia.com](http://www.economipedia.com)).
- Periódicos y Entidades bancarias: Bankinter, CaixaBank, BBC News, Expansión, entre otros.

El último tramo del trabajo se enfocará en analizar el desempeño bursátil del IBEX-35 en comparación con los índices selectivos de Europa, Estados Unidos y Asia, con el objetivo de entender cómo fue el desempeño de los mercados bursátiles una vez finalizada la pandemia

y disminuido el pánico por la invasión de Ucrania. En esta parte final del trabajo se analizará como se han recuperado estos índices tras eventos económicos o períodos de alta volatilidad, al igual que examinar las tendencias y los posibles factores que han influido recuperación de los índices y comparando el rendimiento relativo entre ellos. Este análisis proporcionará una visión integral del comportamiento bursátil en diferentes regiones y permitirá evaluar la resiliencia de los mercados ante distintos contextos económicos.

### I. MARCO TEÓRICO DEL IBEX-35

#### 1.1 Marco teórico

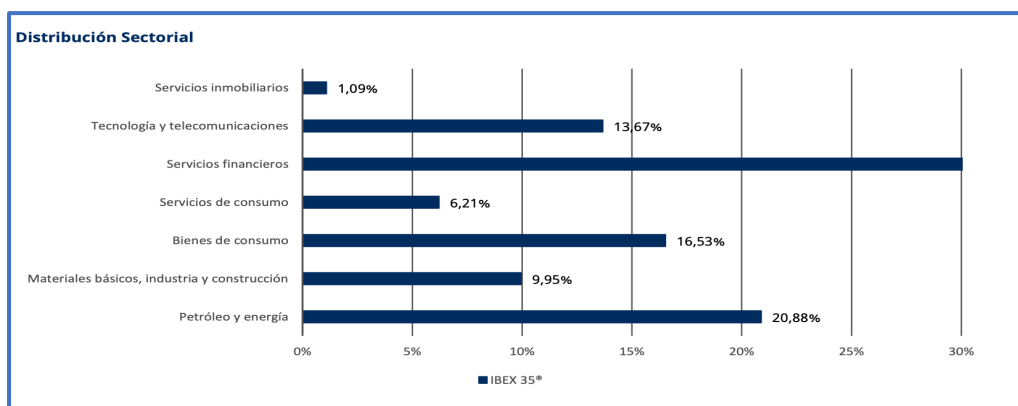
El IBEX 35 es el índice de referencia, nacional e internacional, del mercado de valores español, el cual está compuesto por los 35 valores más líquidos negociados en la Bolsa española. El objetivo del índice es recoger los cambios en el precio del conjunto de valores que cotizan en la Bolsa española y servir como una herramienta de referencia que permita reflejar la tendencia general del mercado o de un segmento en específico (Casas, 2023). Fue fundado el 14 de enero de 1992 y en un contexto histórico, durante los diez primeros años de su creación, tanto la economía como la Bolsa española experimentaron una notable transformación impulsadas mayormente por la Reforma del Mercado de Valores, la extensión del sistema electrónico de negociación de los mercados y en última instancia la entrada de España en la etapa inicial de la Unión Monetaria Europea. Posteriormente el estallido de la burbuja de las “punto.com” puso fin a un intenso proceso de privatizaciones y salidas a Bolsa de gran número de empresas privadas que impulso el desarrollo y crecimiento del IBEX-35 (BME, 2022).

Con el fin determinar las empresas o valores que forman parte de este índice se acude a las decisiones del Comité Asesor Técnico (CAT), el cual se reúne dos veces al año y valoran el peso de las compañías en el mercado bursátil español. Este grupo de expertos analiza distintas variables y magnitudes de las empresas como pueden ser el precio unitario de cada acción, la capitalización bursátil de la empresa, el volumen de acciones negociadas, la rentabilidad por dividendo entre otras variables. Aquellas empresas que logren superar unos filtros mínimos establecidos por el CAT serán consideradas como posibles candidatos para incorporarse al IBEX35 (Banco Santander, s.f). (Blanco, 2023) del periódico económico y financiero El economista sostuvo que “En las tres décadas de vida que tiene el Ibex 35, han pasado unas 70 compañías distintas por el índice”.

El sitio al que recurren las autoridades oficiales para elegir las empresas candidatas para incorporarse al IBEX-35 es el denominado mercado continuo. El mercado continuo es conocido como un sistema en cual las cuatro bolsas de valores existentes en el territorio español (Bolsa de Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia) están interconectadas creando un solo mercado bursátil. La plataforma electrónica denominada sistema de interconexión bursátil español (SIBE) es la herramienta que permite la unión de las cuatro bolsas bursátiles en un solo mercado de valores nacional en el que se pueden negociar distintos productos financieros. En la actualidad cotizan más de 130 empresas en este mercado y es de este conjunto de empresas que el comité asesor técnico junto con la comisión nacional de mercados de valores selecciona las empresas candidatas para poder incorporarse al IBEX35 en caso de cumplir los requisitos (Bankinter, 2023).

De forma habitual, los índices se suelen dividir por sectores con la finalidad de proporcionar una perspectiva más detallada de la situación del mercado en general. Esta clasificación facilita a los inversores e instituciones analizar y estudiar el desempeño de empresas que operan en distintas industrias e identificar las tendencias que se desarrollan en cada mercado. En la actualidad la distribución sectorial del IBEX35 y su ponderación respecto al valor total del índice la podemos observar en el gráfico 1:

**Gráfico 1. Distribución Sectorial IBEX-35 (2024)**



Fuente: Bolsas y Mercados españoles

La capitalización bursátil que se define como el valor total en bolsa de las acciones de una empresa, es otro indicador económico clave utilizado y el cual se obtiene multiplicando el precio de una acción por el número de acciones en circulación que tiene la empresa. La capitalización bursátil es importante ya que se utiliza para la construcción y ordenación de los índices bursátiles. Aquellas empresas con una capitalización bursátil elevada serán consideradas como las más grandes y las que ejercen una mayor influencia sobre los índices bursátiles (Arias, 2020). Igualmente es un indicador que sirve para dividir los índices bursátiles en subíndices en función de la capitalización bursátil de las empresas y suelen clasificarse en Small caps (pequeña capitalización), Mid-caps (mediana capitalización) y Large cap (gran capitalización). El IBEX35 de la misma forma se clasifica en IBEX35 small-cap, IBEX35 mid-cap y IBEX35.

## II. MARCO SITUACIONAL PREVIO AL COVID Y LA GUERRA DE UCRANIA

### 2.1 Marco Situacional Previo Al COVID Y La Guerra De Ucrania

Desde una perspectiva económica, la economía mundial se enfrentaba a un entorno internacional hostil durante el periodo del año 2018 e inicios del año 2019, principalmente ante la inseguridad generada por las tensiones comerciales internacionales. En el curso del 2018 se produce una desaceleración intensa de la actividad económica mundial debido a diversos factores entre los que destacan el impacto de los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China, y las incertidumbres ligadas al Brexit. Estos factores se hicieron sentir especialmente en la economía de la zona euro dado su elevado grado de apertura con el exterior, limitando como consecuencia su crecimiento. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) aplicó políticas monetarias expansivas y comunicó sus intenciones de mantener los tipos de interés en niveles históricamente reducidos (Banco de España, 2019).

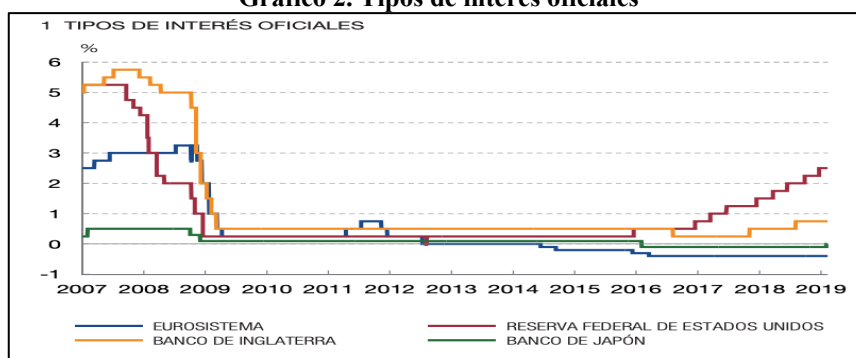
Incluso ante las adversidades generadas por el entorno exterior en este lapso, la economía española sostuvo una actividad económica dinámica que logro alcanzar un incremento de su producto interior bruto (PIB) del 2.6%, una tasa un poco inferior a la obtenida en el 2017 del 3%, pero superior a la del conjunto de la zona euro. En este sentido la economía española continuaba en una senda expansiva que había iniciado desde el año 2013 donde por cuatros años consecutivos la economía desarrollaba un fuerte crecimiento, incluso recuperando los niveles de renta real previo a la crisis de 2008. Este buen dinamismo de la economía española se prolongó durante el primer trimestre de 2018, donde el PIB logró un avance Inter trimestral del 0,7% igual al de los dos trimestres anteriores (Ministerio de Hacienda , 2018). Esta mejora en la actividad económica fue causa de una evolución expansiva de la demanda nacional donde el gasto de los hogares, las empresas y el sector público aumentaron notablemente. De los componentes de la demanda nacional el que más destaco fue el gasto en consumo final privado o mejor conocido como el gasto final de los hogares, el cual creció un 2,8% el primer trimestre de 2018.

Este crecimiento se vio impulsado por un favorable comportamiento del empleo y de las condiciones financieras, junto con la mejora de la confianza de los consumidores y su situación financiera. El gasto final de las administraciones publicas experimentó un incremento de un 1,9% los primeros meses del año. A la expansión de la demanda nacional también contribuyó la inversión en capital fijo, que venía creciendo desde el año 2017, impulsado por el aumento de la demanda interna, las favorables condiciones financieras a inicios del año, la reducción del endeudamiento de las sociedades no financieras y las favorables expectativas empresariales. Cabe destacar por igual otro factor de la economía española como el prolongado proceso de desapalancamiento del sector privado, que lleo a reducir su deuda en más de 60 puntos del PIB. Este hecho disminuyó el riesgo financiero percibido por los inversores y contribuyó a reducir los riesgos de posibles incumplimientos de pagos de deudas por parte de las empresas, estimulando el gasto y la inversión por parte de los agentes económicos y promoviendo el crecimiento económico en el largo plazo (Ministerio de Hacienda , 2018).

Durante este periodo la tasa de inflación de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM) se encontraba constantemente por debajo de los niveles previstos o esperados por el BCE. Según el informe anual del Banco de España algunos de los factores que influyeron en niveles bajos de inflación fueron la buena dinámica que tuvo la economía de países como España, Italia, Portugal junto con una reducción generalizada de la variación de la inflación subyacente (Banco de España, 2019). Particularmente, en España la tasa de variación anual acumulada del índice de precios de consumo (IPC) fue del 1.2% durante el 2018, lo que supone un ligero incremento al año anterior que se había situado en un 1.1%. Para el año 2019 la inflación acumulada disminuyó notablemente a un 0.8% (Datos macro, 2018). Como resultado de los niveles bajos de inflación, el Banco Central Europeo (BCE) buscó implementar una política monetaria expansiva con el fin de estimular el crecimiento económico.

En cuanto a la política monetaria y el conjunto de decisiones y medidas tomadas por las autoridades monetarias de la Eurozona, donde juega un papel clave el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales como el Banco de España, durante este periodo los bancos centrales llevaron sus tipos de interés a niveles históricamente bajos e incluso negativos en algún momento como se pudo apreciar en la zona euro. El grafico 2 muestra los tipos de interés oficiales del Eurosistema en comparación con las demás instituciones principales:

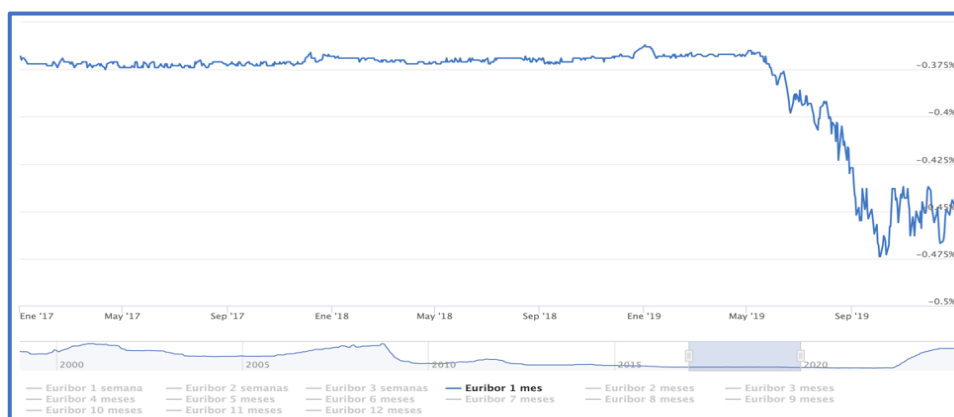
**Gráfico 2. Tipos de interés oficiales**



Fuente: Informe Anual 2018 Banco España

Podemos observar en el gráfico como para el periodo comprendido entre 2018-2019 las tasas de interés de la zona euro fueron muy inferiores en comparación a las que establecieron las otras entidades de mucho peso en el sector financiero. En el Eurosistema, el Euribor, que es conocido como el índice de referencia que muestra el tipo de interés al cual las entidades financieras europeas se intercambian capital entre ellas y denominando también mercado interbancario, presentó ciertas caídas (EuriborDiario, 2024). El gráfico 3 nos muestra como los niveles del Euribor para los años 2017-2019. Se puede percibir como a inicios de 2018 fluctuaba constantemente por niveles bajos y luego el año siguiente llegó a bajar aún más.

**Gráfico 3. Euribor 2018-2019**



Fuente: Euribor Diario

No obstante, aun dada la buena situación económica en la que se encontraba la economía en general a inicios del 2018, todo cambia con la aparición de una nueva disputa entre dos potencias mundiales como fue el conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Este conflicto se caracterizó por disputas sobre aranceles y políticas comerciales luego de que el 8 de marzo de 2018 Estados Unidos anunció una subida de aranceles sobre ciertos productos chinos. En consecuencia, esta acción tomada por el gobierno norteamericano desencadenó una serie de represalias comerciales entre ambos países a lo largo del año, imponiéndose aranceles entre ambos constantemente durante todo el año. Este conflicto modificó notablemente el contexto económico durante el 2018 tras hacerlo más desfavorable y provocar una desaceleración de la actividad económica mundial. Dado que Estados Unidos y China son dos de las economías más grande del mundo y están profundamente interconectadas a través del comercio y la inversión, cualquier disputa en las relaciones comerciales entre ambos países tienen efectos negativos sobre la economía global (BBC, 2018).

Una de las consecuencias principales fueron los aranceles que se impusieron sobre una amplia gama de productos que afectaron diversos sectores incluidos la agricultura, la industria manufacturera y la tecnología. El gobierno norteamericano introdujo aranceles de un 25% sobre los productos tecnológicos como chips semiconductores fabricados en China y piezas fundamentales para la fabricación de otros productos esenciales en la vida cotidiana de las personas como vehículos, computadoras, celulares y televisores. Por otro lado, un gran porcentaje de los productos que se vieron afectados por estos aranceles fueron productos intermedios necesarios para la fabricación de más productos, lo que afectó no solo a productos comercializados entre EE. UU y China, sino también a productos comercializados mundialmente entre países distintos (BBC, 2018).

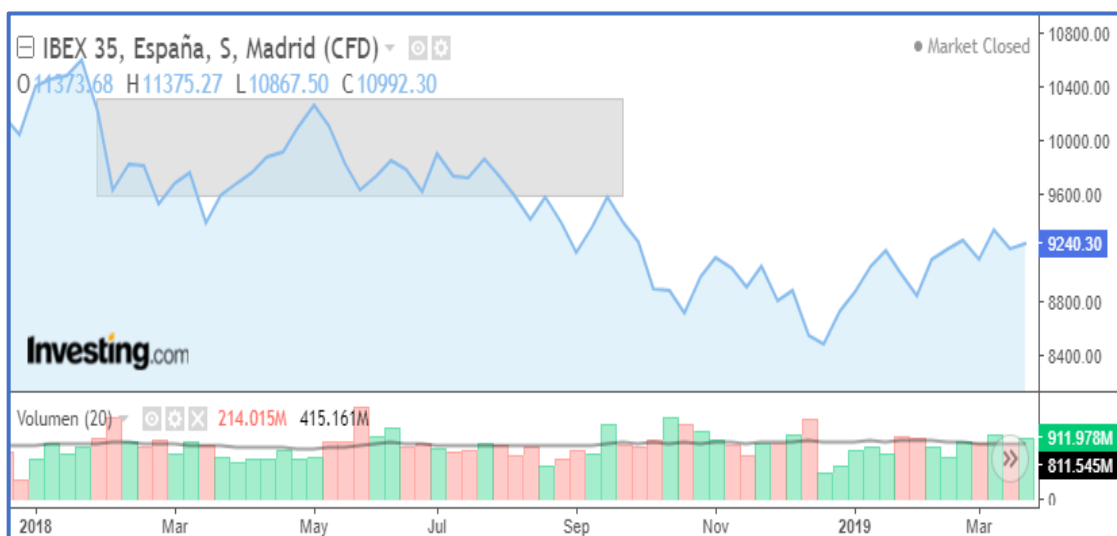
### **III. El IBEX-35 en 2018-2019**

#### 3.1 El IBEX-35 en 2018-2019

Durante el periodo 2018-2019 el IBEX35 experimentó una serie de altibajos reflejados por la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros tanto a nivel nacional como internacional. Este periodo estuvo marcado por una combinación de factores macroeconómicos, geopolíticos y empresariales que influyeron en la dirección y desempeño del mercado bursátil español. En términos generales, el IBEX35 inició este periodo en un contexto de optimismo que reflejaba el buen impulso económico que experimentaba España en los años anteriores a este periodo, el cual venía creciendo aproximadamente un 40% desde el año 2016 hasta mediados del año 2017.

En 2018 la economía española se situaba en una fase más madura de la esperada debido a la desaceleración mundial y europea. Durante este periodo dos pilares significativos de la economía española se habían debilitado, como el consumo, principalmente por el agotamiento de la demanda embalsada y las exportaciones debido al menor dinamismo europeo. Las Bolsas europeas y la española en particular acumularon pérdidas superiores al conjunto mundial, durante el 2018 las cotizaciones en la bolsa española se vieron afectadas negativamente por un menor dinamismo económico interno y del área euro que limitó el crecimiento empresarial y redujo el consumo y la demanda interna. Otro factor que afectó a la bolsa española en una menor medida fue la inestabilidad política ocasionada por el cambio de gobierno debido a las posibles nuevas políticas económicas y fiscales que podría implementar el nuevo gobierno, las cuales influyeron en las expectativas de los inversores sobre el crecimiento económico a largo plazo (BME, 2018). A esto se le agrega la caída del sector bancario el cual supone un fuerte peso en el mercado español de acciones y cuyo índice disminuyó un 29% durante el 2018, un comportamiento similar al resto de los valores financieros en todo el mundo. En el gráfico 4 se visualiza el IBEX35 durante el periodo 2018:

Gráfico 4. IBEX-35 2018



Fuente: Investing

El año 2018 del IBEX35 iniciaba dando señales de buenas expectativas para el mercado luego de que el primer mes del año el índice fluctuó en una tendencia completamente alcista y creció un 3.40%. Sin embargo, a medida que avanzaba el 2018 la influencia de diversos factores como la guerra comercial entre Estados Unidos y china y la incertidumbre en torno al Brexit aumentaron notablemente la volatilidad de los mercados y provocaron grandes movimientos en el IBEX35. A finales del mes de febrero se genera un cambio en la estructura del mercado y el IBEX35 entra en una tendencia bajista luego de haber descendido aproximadamente un 10% en el mes de febrero. Tras haberse ocasionado esta caída el IBEX35 entraría en una consolidación importante, la que está marcada por la zona gris de la gráfica. Se puede ver como el índice cotizaba dentro de un estrecho rango de puntos sin definir una tendencia clara en el mercado y utilizó los niveles de los 9500 puntos como zona de soporte durante varios meses. Los niveles de soporte son zonas en el que un activo financiero tiene una demanda bastante fuerte y se impide que el activo financiero siga descendiendo. Estos niveles son considerados como puntos de referencias claves en el análisis técnico. El mes de agosto el índice rompería dicha consolidación y entraría en una tendencia bajista que se prolongó hasta finales del año y supuso una caída del índice de un 8,88%. Se puede observar cómo la zona que el índice antes utilizaba como nivel de soporte se convirtió en una zona de resistencia. Las resistencias se consideran como niveles en el que la oferta del activo financiero supera la demanda e impide que el activo financiero aumente de valor.

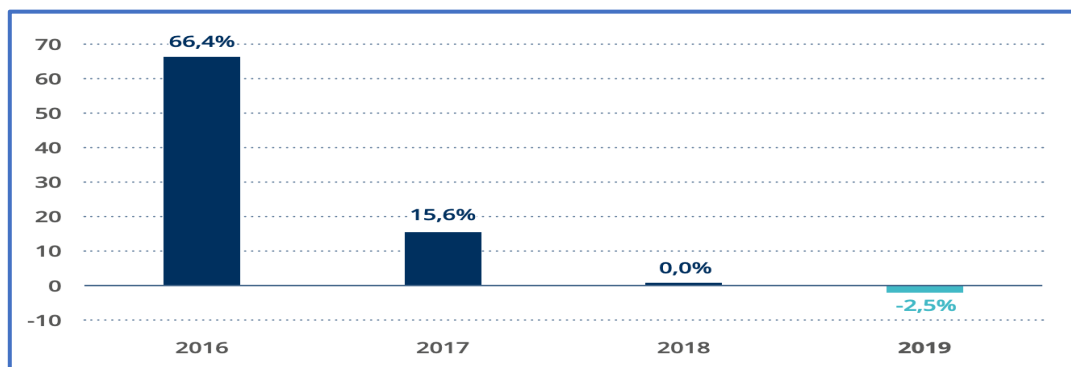
Al cierre del año 2018, la capitalización de la Bolsa española cerró en 991.000 millones de euros, un 13% menos que el año anterior el cual cerró en los 1.14 billones de euros. Esta disminución fue causa de las incertidumbres como la negativa evolución de las cotizaciones durante el año que afectaron el volumen de las acciones negociadas en la Bolsa española. Otros factores fueron las nuevas reglas implementadas por la MIFID (Markets in Financial Instruments Directive), conocida como la directiva encargada de regular la prestación de servicios de inversión y que afecta directamente la forma en que las entidades de créditos o empresas de inversión informan, asesoran o venden sus productos financieros a los consumidores. No obstante, aun siendo un año en el que el índice español disminuyó y no obtuvo un desempeño óptimo, los sistemas de negociación de la bolsa española mantuvieron una posición favorable en términos de liquidez y profundidad de mercado para las acciones de empresas cotizadas en sus plataformas. Los valores españoles siguieron destacando en el

ranking de lo más negociados en el área euro donde un 10% de los valores del índice Eurostoxx 50 fueron españoles (Bolsas y mercados españoles, 2019).

El 2019 estaría caracterizado por un entorno económico parecido, en el que destacaba la desaceleración generalizada de la economía mundial que había iniciado a mediados del 2018 como consecuencia de la crisis comercial. El ritmo de la desaceleración económica aumentó en la economía europea debido al frenazo de la industria alemana y la incertidumbre generada por el Brexit. Sin embargo, El comportamiento de las cotizaciones bursátiles mundiales en el año 2019 fue completamente distinto en comparación al año anterior, donde a pesar de las incertidumbres económicas y geopolíticas, fluctuó de una manera muy positiva. La razón de esta evolución reside en una mejora de las inquietudes acumuladas al final del año 2018 como consecuencias de la crisis comercial y en el cambio de la política monetaria de los Bancos Centrales de las principales áreas económicas mundiales. Según las previsiones el Fondo Monetario Internacional (FMI), el PIB español crecería un 2,2% y logró cumplir las expectativas al crecer un 2% durante el 2019. Una de las características principales de la desaceleración mundial fueron los niveles de inflación inferiores a los previstos por los Bancos Centrales. Esto causó que dichas entidades retomaran políticas monetarias expansivas con el objetivo introducir tipos de interés muy bajos e incluso negativos en los principales mercados de deuda pública y renta fija privada (Bolsas y mercados españoles, 2019).

Desde una perspectiva empresarial, el bajo dinamismo económico y la pérdida de confianza de las empresas durante estos dos años se hizo notar en los resultados empresariales. Según los estudios realizados por el Banco de España, la actividad de empresas nacionales no pertenecientes al sector financiero ha intensificado el descenso del ritmo expansivo que había iniciado hace tres años. A finales del tercer trimestre, este conjunto de empresas, en las cuales cotizan en bolsa no representan un peso relevante en comparación a las empresas del sector financiero, obtuvieron incrementos de beneficios y empleo inferiores al año anterior. En el gráfico 5 representa la variación porcentual de los beneficios netos de empresas del IBEX-35 durante los últimos 3 años.

Gráfico 5. Datos agregados de la variación porcentual beneficio neto de las empresas del Ibex-35



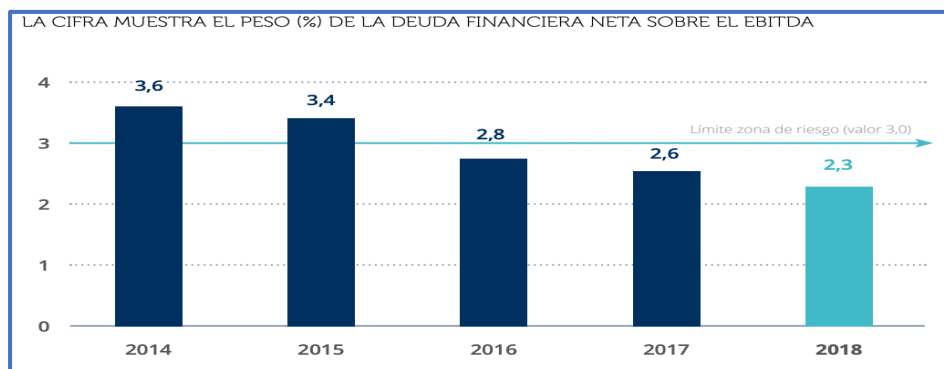
Fuente: Morgan Stanley Capital International (MSCI)

Se puede observar cómo los beneficios de las empresas del IBEX-35 disminuyeron un 2,5% en los primeros seis meses del año 2019 en comparación con el año anterior, alcanzando la cifra de ingresos de 19.988,9 millones de euro, una cifra levemente inferior a la de 20.506 millones de euros alcanzada justo el año anterior. Es importante señalar que, en esos momentos de inestabilidad económica, las empresas españolas que cotizaban en bolsa redujeron sus costes financieros de endeudamiento durante los últimos años y cambiaron la estructura de la deuda de sus balances, lo que ha reducido la vulnerabilidad de las empresas en estos escenarios



recesivos o de desaceleración económica. En el gráfico 6 se observa la variación de la ratio de solvencia de las empresas del IBEX-35 (sin incluir empresas no financieras):

**Gráfico 6. Ratio de solvencia de las empresas no financieras del IBEX-35**

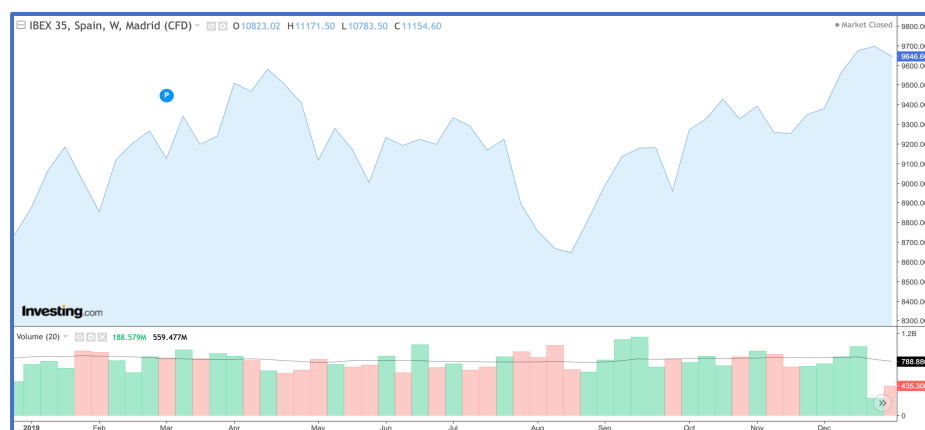


Fuente: [Informe Bolsas y Mercados Españoles 2019](#)

Durante los últimos 5 años se ha apreciado una disminución de la ratio de solvencia de las empresas del IBEX-35, el cual indica la capacidad de las empresas para cumplir con sus obligaciones financieras en el largo plazo. El gráfico 6 muestra el peso de la deuda financiera sobre los ingresos operativos de las empresas o EBITDA y su proporción indica el tiempo que le tomaría a las empresas pagar sus deudas utilizando su flujo de efectivo operativo. Por ende, cuanto menor sea dicho porcentaje o cifra, en mejor estado se encuentra la salud financiera de las empresas, ya que es capaz de hacer frente a sus obligaciones. Esto tiene un impacto positivo sobre los mercados financieros debido a que las empresas obtienen una mayor rentabilidad y reduce el riesgo financiero percibido, lo que a su vez aumenta el estímulo a la inversión por parte de las entidades e inversores, impulsando el crecimiento económico en general. Aunque la gráfica no haga alusión al año 2019, cabe recalcar que, a mitades del 2019, la deuda financiera neta de las empresas no financieras del IBEX-35 se habían reducido en un 3% respecto al año anterior (Bolsas y mercados españoles, 2019).

El balance de los mercados de renta variable en España durante el 2019 estuvo sometido a factores contrapuestos que impulsaron la rentabilidad del mercado al alza de manera generalizada. De esta forma, el IBEX-35 creció un 11,8% durante el 2019, con un 66% de los valores que componen el IBEX-35 cotizando en positivo y la capitalización de mercado cerrando por encima del billón de euros. En el gráfico 7 se puede observar la fluctuación del IBEX-35 durante el 2019:

**Gráfico 7. IBEX-35 2019**



Fuente: Investing

Los primeros cuatro meses del año el índice fluctuaba en una tendencia completamente alcista en la que creció alrededor de un 8% hasta el mes de abril. Esta subida se vio interrumpida por los enfrentamientos comerciales entre Estados Unidos y China, simultáneamente, influyo la intensificación de otras fuentes de incertidumbre como los resultados finales sobre el Brexit y la desaceleración de la actividad económica en la eurozona. A finales del mes de abril a causa de dichas interrupciones la estructura del mercado cambio y el índice entró en una tendencia bajista, donde su fluctuación retrocedió un 8%, deteriorando el incremento que el índice había experimentado a inicios del año. Este retroceso se extendió hasta el mes de agosto y a partir de este mismo mes el índice volvió a entrar en una tendencia alcista hasta finales del año en el que logró situarse por encima de los 9.000 puntos y alcanzar su valor máximo anual en los 9,700.50 puntos, finalizando su ciclo con un crecimiento de un 11,8%. Algunos de los factores que influyeron en la mejora del mercado español en general se debió a que las ampliaciones realizadas por las empresas cotizadas permitieron que las empresas españolas contaran con un volumen anual de flujos de financiación destacable en un contexto internacional. Los mejores registros de actividad se registraron en el crecimiento significativo que experimentaron las empresas de menor dimensión presentes en la bolsa española.

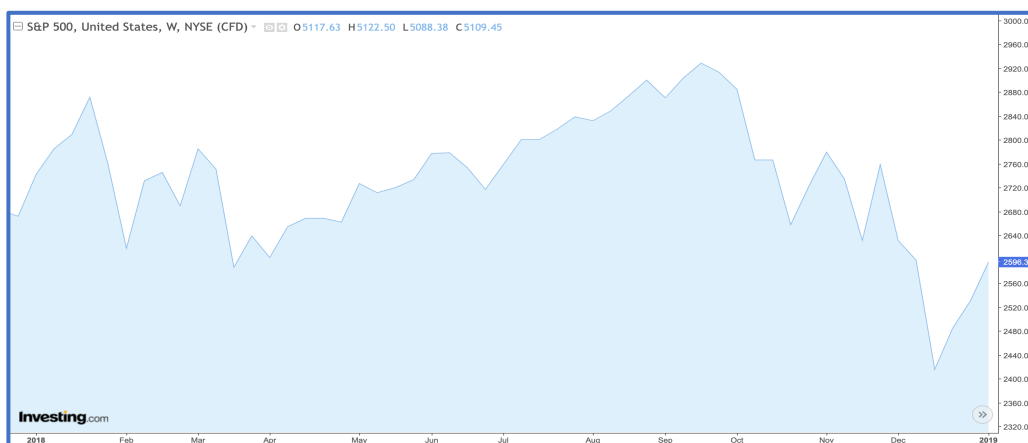
### 3.2 Contexto Internacional Bolsas Mundiales

Durante este periodo los mercados financieros tuvieron un comportamiento totalmente opuesto a los previstos o deseados por los inversores, causando que los principales índices bursátiles de las economías avanzadas y las emergentes cerraron el año con pérdidas. Durante el 2018 sufrieron movimientos de alta volatilidad y fue un año en el cual no se cumplieron las expectativas favorables que se tenía previstas para los mercados bursátiles y para la economía en general a finales del 2017, luego de que se vieron afectados por constantes cambios en su volatilidad. Estos movimientos bruscos en los principales índices fueron ocasionados principalmente debido a varios factores que ya se han señalado anteriormente como los conflictos comerciales y aumento del proteccionismo, las negociaciones del Brexit, la subida de las materias primas, las crisis monetarias de países emergentes, la expansión de la deuda pública y privada en términos globales agregados y el aumento de los tipos de interés como reacción de las autoridades monetarias financieros (Banco de España, 2019).

Uno de los factores que produjo un efecto notable en los mercados bursátiles fueron las medidas aplicadas por la Reserva Federal en Estados Unidos durante en el 2018 la entidad decidió elevar sus tipos de interés oficial en 25 puntos, y las tasas llegaron hasta un 2.25% mientras que al principio del 2018 los tipos de interés se encontraban en un 1.50%. Este tipo de política monetaria por parte de la Reserva Federal desencadenaron sentimientos pesimistas sobre el futuro del mercado y la economía en general en Estados Unidos y como resultado se empezó a erigir la creencia de un posible retroceso o desaceleración de la economía. Este sentimiento de mercado en las bolsas de referencia afectó negativamente a los demás mercados de economías avanzadas como a los mercados de economías emergentes, produciendo como consecuencia un deterioro de los índices y una depreciación de los mercados financieros (Banco de España, 2019).

El Standard & Poor's 500 (S&P 500), conocido como uno de los índices de referencia globales había empezado con un buen rendimiento alcanzando máximos históricos. El gráfico 8 muestra el comportamiento del S&P durante el 2018:

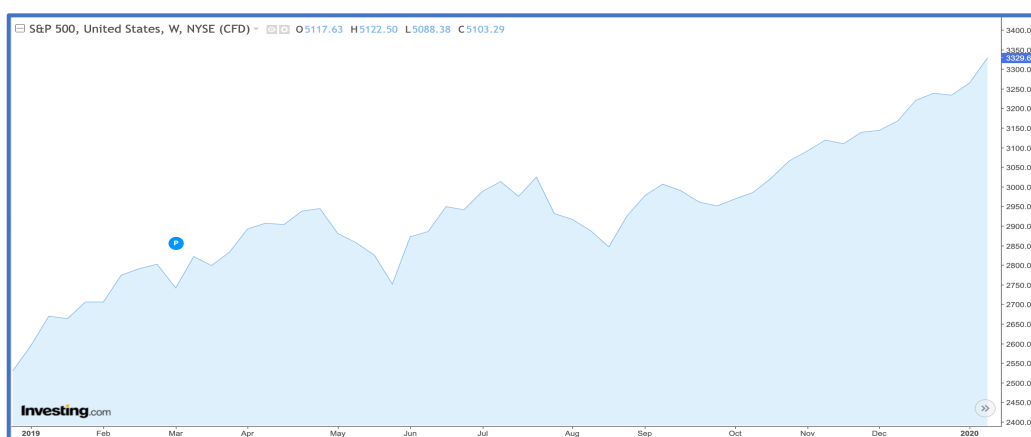
**Gráfico 8. S&P 500 2018**



**Fuente: Investing**

Se puede contemplar como este índice inició el año con un buen desempeño en cual el índice iba fluctuando en una tendencia alcista. Incluso como mencionamos anteriormente en el mes de septiembre el índice consigue romper el máximo anterior y crea un nuevo máximo histórico. Es a partir de este nivel que se observa una confluencia de los conflictos comerciales, tipos de interés establecidos y los malos sentimientos de mercados, produciendo un cambio de tendencia de alcista a bajista y causando que el índice cerrara el 2018 con una caída de un 17%. Sin embargo, el 2019 sería un buen año para el mercado bursátil estadounidense en general. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China empezaban a disminuir tras que ambos países empezaran las negociaciones para llegar a un acuerdo y poner fin a este conflicto. El hecho de que ambas potencias buscaban solucionar sus diferencias empezó a eliminar la incertidumbre y el miedo generado anteriormente sobre el mercado, exhibiendo una reacción y desempeño futuro del mercado más favorable (Haro, 2019). Otro punto que favoreció un entorno más estable fue el cambio en la política monetaria aplicada por la Reserva Federal durante el 2019 la cual estableció una política monetaria menos restrictiva. El gráfico 9 representa el S&P 500 durante el 2019:

**Gráfico 9. S&P 500 2019**



**Fuente: Investing**

Durante el 2019 este índice experimento un notable crecimiento del alrededor de un 26% en el cual desarrolló una tendencia alcista todo el año donde el índice fluctuaba creando puntos cada vez más altos. El mes de abril el índice logra alcanzar y superar el punto más alto alcanzado el año anterior, creando un nuevo máximo histórico y un hecho que logro varias

ocasiones al alcanzar nuevos máximos históricos en ocho ocasiones durante todo el año. Este desempeño favorable reflejó la robustez del mercado de valores estadounidense durante el 2019, respaldado por las perspectivas de una posible resolución favorable de las disputas comerciales y el optimismo generado por las políticas de estímulo fiscal establecidas por las autoridades.

La mayor caída se produjo en la bolsa china la cual se vio afectada igualmente por la crisis comercial con Estados Unidos. Las tensiones comerciales entre ambas potencias impactaron negativamente a los consumidores y productores establecidos en ambos países. Los continuos aumentos de aranceles que se empleaban entre ellos como sanciones repercutieron notablemente sobre las exportaciones e importaciones entre ambos países. Como consecuencia, esta tensión comercial provocó que los precios de las acciones de muchas empresas chinas que operaban en territorio norteamericano perdieran valor e incrementaba al mismo tiempo la incertidumbre de los mercados financieros de ambos países (Palumbo, 2019). El gráfico 10 se observa el comportamiento del Shanghai Composite, conocido como el índice de referencia chino que es utilizado para medir el rendimiento y comportamiento general de la bolsa de valores China y la economía:

**Gráfico 10. Shanghai Composite 2018**



Fuente: Investing

El inicio del año 2018 no sería del todo malo para la bolsa China, creció alrededor de un 5% el primer mes del año e incluso logró alcanzar el nivel más alto desde el año 2016. Es a partir de este momento donde a finales de enero del 2018 el mercado bursátil chino entraría en un mercado bajista como consecuencia de las sanciones de aranceles y disputas comerciales que emergieron con EE. UU. Analizando el gráfico 10 se puede observar cómo efectivamente se produce un cambio de estructura de mercado y los niveles del índice fluctúan en un canal bajista en el que se van creando puntos cada vez más bajos. En totalidad del año el índice se deterioró alrededor de un 24%, registrando la mayor caída de los principales índices mundiales.

No obstante, el 2019 sería un año de recuperación para el mercado bursátil del país asiático luego de que cerró el año con un crecimiento de un 20%. Este buen comportamiento es un hecho que se alinea con el desarrollo que tuvieron las demás bolsas de valores como la norteamericana a causa de los avances en las negociaciones de EE. UU. y China para poner fin a las disputas comerciales. El gráfico 11 representa el Shanghai Composite durante el 2019:

**Gráfico 11. Shanghái composite 2019**

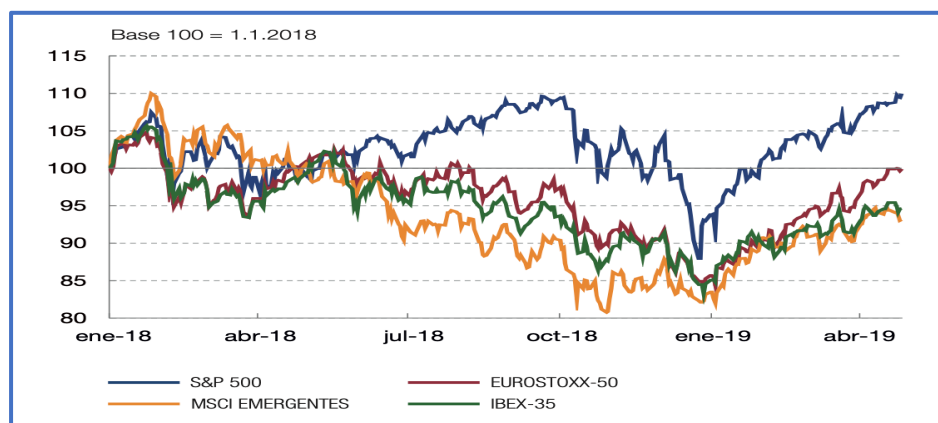


Fuente: Investing

Los primeros cuatro meses del año fueron muy positivos para la bolsa china luego de que se hubiera impulsado completamente al alza y creciera un 27%, convirtiéndose en el mejor incremento que había experimentado el mercado bursátil chino en los últimos tres años. Posteriormente, el índice tendría un retroceso en el que descendió un 12% y se mantuvo fluctuando en una consolidación hasta el cierre del año y sin llegar a recuperar el nivel inicial que había tenido a principios del año. A pesar de ello, teniendo en cuenta la gráfica de ambos años, el 2019 fue un año evidentemente mejor al 2018 en términos de cómo se movió o fluctuó el índice.

Mientras que el EUROSTOXX-50, el índice de referencia europeo que incluye a las 50 empresas más importantes por capitalización bursátil de Europa experimentó su mayor caída desde el año 2012 con un descenso de un 14.3%. Este retroceso del mercado bursátil europeo generó mucha preocupación y volatilidad en los mercados financieros e igualmente reflejaba la crisis económica por la que se atravesaba en este periodo. A pesar de ello, el panorama cambió drásticamente en el año 2019 luego de que el índice logró una extraordinaria recuperación y exhibió un crecimiento impresionante de un 23%. Esta mejora significativa se atribuyó en parte a una serie de factores, incluyendo políticas monetarias expansivas por parte de los bancos centrales, señales de progreso en las negociaciones comerciales internacionales y una mejora en las perspectivas económicas de la eurozona. La recuperación del Eurostoxx 50 en 2019 reflejó una renovada confianza de los inversores y demostró la capacidad del mercado para adaptarse y recuperarse de periodos de volatilidad y adversidad (Banco de España, 2019). El gráfico 12 muestra el desempeño del Eurostoxx 50 en periodo 2018-2019 en comparación a los demás índices bursátiles relevantes:

Gráfico 12. Eurostoxx-50 2018-2019



Fuente: Informe Banco de España 2019

Esta grafica revela como fue el rendimiento del Eurostoxx-50 en comparación de tres índices importantes como el S&P 500, IBEX-35 y los MSCI Emerging Markets, que es un índice que sigue y registra la evolución de los mercados emergentes y el cual igual que los demás índices bursátiles, contiene empresas cotizadas de mediana y gran capitalización pertenecientes a estos mercados en desarrollo (Economipedia, 2021). Se observa como el Eurostoxx-50 experimentó grandes fluctuaciones del mismo modo que los demás índices durante este periodo e igualmente se puede ver como se creó un patrón durante estos dos años donde en el 2018 todos los índices cayeron como consecuencia de los factores macroeconómicos y geopolíticos ya mencionados anteriormente y como el año siguiente todos recuperaron se impulsaron al alza. Es interesante destacar, como se puede observar que el IBEX-35 siguió o realizó movimientos muy parecidos al Eurostoxx-50, dejando claro que la economía española y la economía de la eurozona están estrechamente vinculadas. Por lo tanto, al existir una interdependencia económica donde ambos índices son sensibles a los factores macroeconómicos y políticos que afectan a la región y la naturaleza de la composición de los índices los cuales están compuestos por acciones de empresas que cotizan en la zona euro hace que ambos índices fluctúen de una forma muy similar.

#### IV. IMPACTO DE LA PANDEMIA COVID19 EN EL IBEX35

##### 4.1 Impacto de la pandemia COVID19 en el IBEX35

La crisis comercial a la que se enfrentó la economía global durante el periodo 2018-2019 presentó desafíos significativos para los mercados bursátiles globales a los que lograron adaptarse y resistir como ha sido demostrado. Esto generó un panorama económico lleno de expectativas económicas prometedoras de cara al futuro de los mercados bursátiles. Sin embargo, tras enfrentarse a las adversidades que generaron estos conflictos comerciales, la aparición de un nuevo acontecimiento extraordinario y anómalo causó un impacto nunca visto sobre la economía mundial, dicho suceso fue la pandemia del COVID-19.

La pandemia de COVID-19 provocó una crisis sanitaria, social y económica a escala global sin precedentes en la era moderna que desde su inicio se ha cobrado la vida de millones de personas alrededor del mundo. Este fenómeno desencadenó una serie de eventos que alteraron drásticamente no solo la dinámica de los mercados bursátiles, sino que también modificó la vida social mundialmente. En este apartado, se analizará en detalle el impacto específico que la pandemia tuvo en el IBEX-35 y los principales índices bursátiles. También se

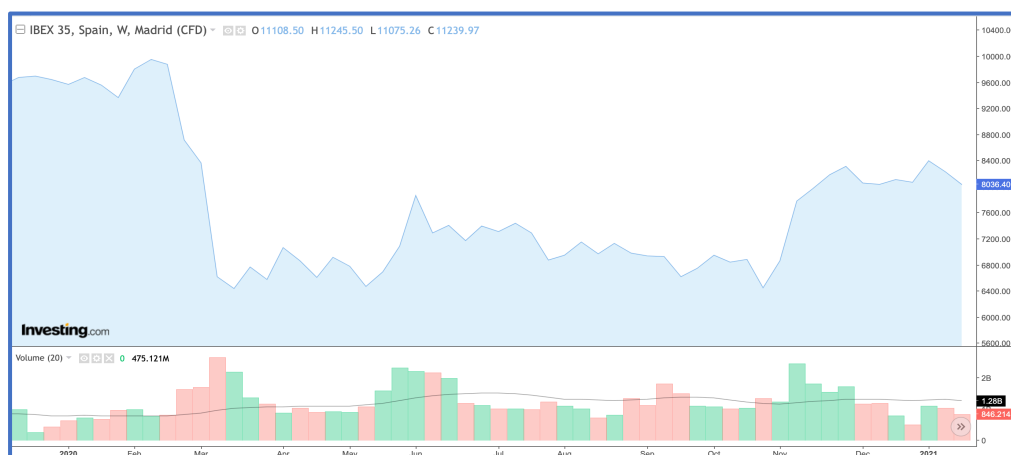
estudiarán los efectos que creó la necesidad de frenar la propagación del virus y de evitar el colapso de los sistemas sanitarios que llevaron a la mayoría de los países afectados por la pandemia a imponer restricciones estrictas sobre la movilidad de las personas como mecanismos de defensa para mitigar el daño causado sobre el desempeño de la actividad económica (Banco de España, 2019).

#### 4.2 Hundimiento del IBEX-35 por el Covid-19

En el ámbito financiero, tras la expansión del virus globalmente a finales de febrero de 2020 se provocó un deterioro global de los mercados de capitales internacionales. Esta situación marcó un cambio drástico en la tendencia de los mercados y provocó que alcanzaran niveles de intensidad no vistos desde la crisis financiera de 2008. Las cotizaciones de las grandes acciones listadas en la bolsa española sufrieron grandes pérdidas como consecuencia de este contexto económico y financiero, incluso convirtiéndose en una de las más afectadas de toda Europa (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

El gráfico 13 muestra el IBEX-35 durante el periodo 2020-2021:

**Gráfico 13. IBEX-35 2020-2021**



Fuente: Investing

Estudiando la fluctuación del índice durante el 2020 se puede observar la caída pronunciada a inicios del año con un retroceso de un 30% los primeros tres meses del año. Posteriormente el índice creó un nivel de soporte en la zona de los 6400 puntos que utilizaría en más de una ocasión durante todo el año. Luego de esta caída el índice se mantuvo fluctuando en una consolidación hasta finales de año sin definir una dirección clara, esto fue causa de la gran incertidumbre que había en relación con el futuro de los mercados financieros con la pandemia y sus efectos económicos y financieros. El mes de octubre el selectivo español experimentaría una pequeña recuperación hasta finales de noviembre y logro recuperar un 28%. En resumen, el índice español finalizaría el periodo con una disminución de un 15.45% en el conjunto del año. Factores que influyeron en este descenso fueron el elevado peso del sector financiero bancario y de los sectores relacionados con el turismo. El Ibex sectorial de Bancos cayó un 27,3%, el índice del subsector de Ocio, Turismo y Hostelería descendió un 30% (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

Tabla 1. Cifras IBEX 35 2020

ÍNDICES	31/12/18	31/12/19	31/12/20	Variación**	Máximo*	Fecha	Mínimo*	Fecha
	IBEX 35	8.539,90	9.549,20	8.073,70	-15,45%	10.100,20	19 feb.	5.814,50
IBEX 35 con dividendos	23.838,90	27.790,00	24.262,00	-12,70%	29.488,00	19 feb.	16.957,70	16 mar.
IBEX MEDIUM CAP	12.994,10	14.083,20	12.715,90	-9,71%	14.312,40	2 ene.	8.944,40	16 mar.
IBEX SMALL CAP	6.086,80	6.809,30	8.098,10	18,93%	8.128,70	44559	4.278,40	16 mar.
IBEX TOP DIVIDENDO	2.733,90	2.873,30	2.174,00	-24,34%	2.914,70	2 ene.	1.649,40	16 mar.
FTSE4Good IBEX	8.853,70	9.791,00	8.411,30	-14,09%	10.289,90	19 feb.	6.189,70	16 mar.
FTSE Latibex Top	4.676,90	5.391,90	4.364,50	-19,05%	5.633,00	24 ene.	2.727,10	23 mar.
FTSE Latibex Brasil	10.291,90	12.294,30	9.793,30	-20,34%	12.946,30	24 ene.	4.987,40	23 mar.
IBEX GROWTH MARKET 15	907,60	1.501,20	2.312,80	54,06%	2.312,80	31 dic.	1.072,60	16 mar.
IBEX GROWTH MARKET All Share	933,70	1.285,30	1.794,90	39,65%	1.794,90	31 dic.	984,50	16 mar.
Tipos de Interés a 10 años	1,42%	0,47%	0,04%					
Tipo de cambio dólar / euro	1,15	1,12	1,22					

(\*) Calculados s/datos intradía (\*\*) sobre el cierre del año anterior

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles

Analizando la evolución de las distintas categorías del Ibex-35 se puede ver como las empresas de pequeño tamaño fueron las que registraron el mejor desempeño luego de que el IBEX Small Cap ganara un 18,9% en el 2020. Las empresas en crecimiento que componen el IBEX Growth Market creció incluso más tras registrar un incremento de un 39,6%. Estos comportamientos opuestos donde los índices de menor tamaño persistieron positivamente con las crisis fueron causados por las diferencias en la estructura sectorial de las compañías que componen estos índices. Al cierre del ejercicio económico la retribución total al accionista fue de 18.709 millones de euros, un 41% menos respecto al año anterior. Como se ha mencionada anteriormente, la principal causa de esto fueron los descensos del sector bancario que por recomendaciones del Banco Central Español decidieron no repartir dividendos a partir del segundo trimestre del 2020 con el objetivo de mejorar sus ratios de capital. La capitalización total del mercado español cerró en los 948.209 millones, un 14,2% inferior a los registros previo a la llegada de la pandemia, reflejando el impacto de la crisis económica en el valor de las principales empresas del IBEX-35, sobre todo las bancarias (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

No obstante, en medio de esta inestabilidad bursátil la bolsa española permaneció siendo la referente en cuanto a ejecución y liquidez para la compra de valores españoles. La base inversora del IBEX-35 siguió siendo extensa y diversificada, donde un 50,2% de la participación en capital del conjunto de las empresas del IBEX-35 pertenecía a inversores extranjeros. Esto aumentó la confianza de los inversores y mejoras en el potencial de las empresas permitieron a la bolsa española seguir ocupando posiciones relevantes en cuanto a materia de financiación internacional durante la crisis (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

#### 4.3 Análisis De Los Indicadores Macroeconómicos

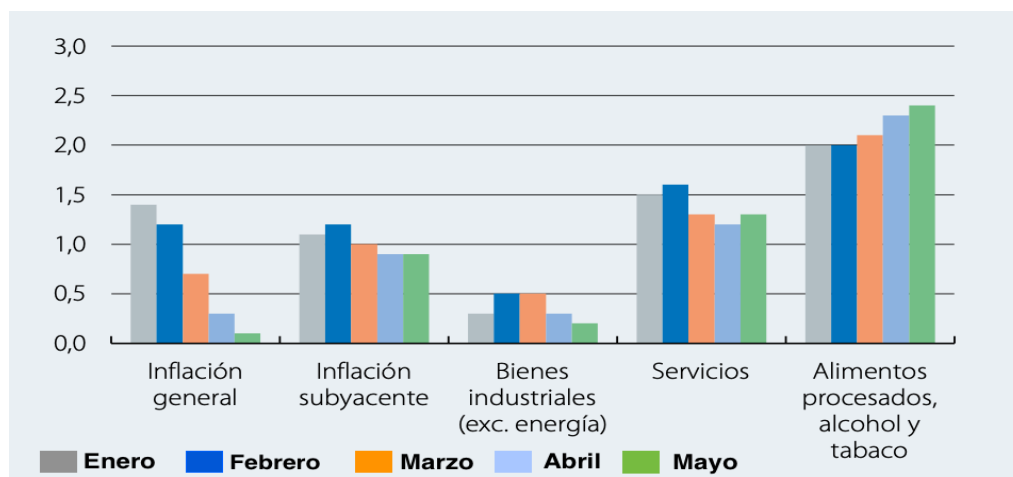
##### 4.3.1 Efectos inflación

La pandemia del Covid-19 afectó significativamente los niveles de inflación a nivel global, lo que provocó una serie de dinámicas económicas que impactaron en los precios de bienes y servicios en todo el mundo. Uno de los principales factores que incidieron en estos efectos fue la interrupción masiva de la cadena de suministros como consecuencia de las medidas tomadas por los gobiernos de cerrar las fronteras, las restricciones de movilidad y los confinamientos para contener la propagación del virus. Según los datos disponibles los primeros cuatros meses del 2020 ya se tenían previsiones del impacto que tendría el virus en el corto plazo sobre la inflación. Como se puede observar en el gráfico, a inicios del año, cuando aún no se habían implementados los confinamientos en Europa se había producido un descenso en



la inflación a excepción de los bienes industriales que aumentaron notablemente debido a las disrupciones en las cadenas de suministros de China, que si había implementados confinamientos estrictos debido ser el epicentro inicial del virus (Caixabank, 2020). El gráfico 14 muestra los niveles los componentes del IPC durante la pandemia:

**Gráfico 14. Cambio interanual de los componentes del IPC (2020-2021)**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat

Según encuestas realizada por Ernst & Young LLP (EY US) a cientos de ejecutivos de alto niveles de empresas de las cadenas de suministros en todo el mundo, revelaron que se vieron muy afectadas y tuvieron que modificar sus estrategias para hacer las cadenas de suministros más resistentes y conectadas con los clientes y proveedores. Entender el impacto que sufrieron las cadenas de suministros es fundamental debido a que está estrechamente vinculado con la inflación global. Dada la gran capacidad de fabricación del China, que cuenta con una amplia infraestructura de fabricación, transporte y logística, así su mano de obra abundante y relativamente económica. Esto hace que sea una ubicación atractiva para producir una amplia gama de productos comercializados a nivel mundial. Por lo tanto, debido a las restricciones de miles de empleados por los confinamientos en el país asiático, se produjo un desabastecimiento de las mercancías y materias primas a nivel global. Este desequilibrio de la producción y el comercio provocó las siguientes consecuencias:

- **Disminución de la oferta:** Un gran número de empresas de distintos países utilizan o dependen de china para la fabricación y suministro de una amplia gama de productos. La interrupción de la cadena de suministro disminuyó la oferta de miles de productos pertenecientes a distintos sectores. Esta oferta limitada de bienes y servicios causó que los precios de dichos productos se dispararan y provocó un desajuste en la oferta y demanda mundial.
- **Aumento en los costes de producción:** Las dificultades de acceder a productos y materias primas de China debido a la interrupción de la cadena de suministro obligó a las empresas alrededor del mundo recurrir a la busca de nuevos proveedores y pagar precios más altos por el transporte de dichos productos, lo que se trasladó al precio final de los bienes y servicios.
- **Aumento en los costes de transporte:** Debido a las restricciones impuestas para contener la propagación del virus, muchas empresas de transporte y logística tuvieron que reducir su capacidad operativa o suspender temporalmente sus servicios debido a la escasez

demanda y la reducida mano de obra. Como consecuencia, muchas empresas dedicadas al transporte de mercancías se vieron obligadas a compensar la menor demanda durante este periodo y los mayores costos operativos con un aumento significativo del precio de sus servicios. La tabla 2 representa la tasa de inflación en el periodo 2018-2020:

**Tabla 2. Tasas de Inflación General y por grupos**

	2018	2019	2020
1. IPC total	1,7	0,7	-0,3
1.2. Inflación subyacente	0,9	0,9	0,7
1.2.1. Alimentos elaborados	1,0	0,5	1,3
1.2.2. Bienes industriales no energéticos	0,0	0,3	0,2
1.2.3. Servicios	1,5	1,4	0,8
1.3. Alimentos sin elaboración	3,1	1,9	3,8
1.4. Productos energéticos	6,1	-1,2	-9,8

Fuente: INE

Analizando la tabla 2 se puede ver como la debilidad de la demanda agregada presionó los precios a la baja de forma general durante la mayor parte del 2019. En 2020, las tasas de inflación a nivel global se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados el año anterior, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. En la eurozona, la media anual durante del 2020 fue del -0,3% y este descenso se debió a la fuerte caída del petróleo. Esta caída del petróleo no tardó en reflejarse en los productos energéticos luego de que su tasa de inflación se situara en un -9,8% y dejando en visto que el covid-19 generó un efecto deflacionista sobre estos productos. Los alimentos no elaborados fueron unos de los subgrupos que sufrieron uno de los mayores movimientos luego de que su tasa de inflación llegara hasta un 3,8%. Este movimiento se debe a las alteraciones provocadas por la pandemia y el cierre de las cadenas de suministros y desempleo masivo sobre el sector agrícola (Fernández, 2021).

En relación con los servicios, la tasa de inflación descendió hasta situarse en un 0,8% en el 2020 y se estima que el descenso fue incluso mayor que el presentado por la tasa de inflación ya que durante los confinamientos muchas empresas de servicios cerraron y por lo tanto no había precios de referencias para todas. Por ende, el Instituto Nacional de Estadística (INE) decidió asignarle precios estimados para que fuera posible calcular la tasa general de inflación.

La situación cambia con los nuevos avances científicos en el desarrollo de las vacunas contra el virus al mejorar las expectativas de cara al futuro de los precios de los bienes y servicios. La vacunación masiva daba señales positivas de una posible recuperación tanto de la demanda y de la oferta que ayudaría notablemente en la recuperación de los sectores que se vieron muy afectados por la crisis. Las expectativas para el 2021 era que con la posible desaparición de las restricciones y movilidad de las poblaciones se produjera un repunte inflacionista, es decir, un aumento exponencial de los precios de los bienes y servicios.

Analizando los gráficos 15 y 16 se puede observar los niveles de inflación tras el alivio de los efectos causados por la pandemia:

Gráfico 15. Niveles de inflación



Gráfico 16. Inflación subyacente



Fuente: INE y Eurostat

Las previsiones sobre un posible repunte de la inflación ya se convertían en una realidad durante el 2021, luego de que la inflación en el euro zona pasara de un  $-0,3\%$  a finales de 2020 hasta un  $5\%$  en diciembre de 2021, registrado su valor más alto desde la introducción del euro. España incluso experimentó un incremento superior al de la eurozona luego de que en el mismo periodo la tasa de inflación llegó hasta un  $6,6\%$  en el mes de diciembre. En cuanto a inflación subyacente, la eurozona paso de estar en un  $0,2\%$  hasta el  $2,6\%$  en 2021, mientras que en España paso del  $-0.1\%$  al  $1.9\%$  (Banco de España, 2022).

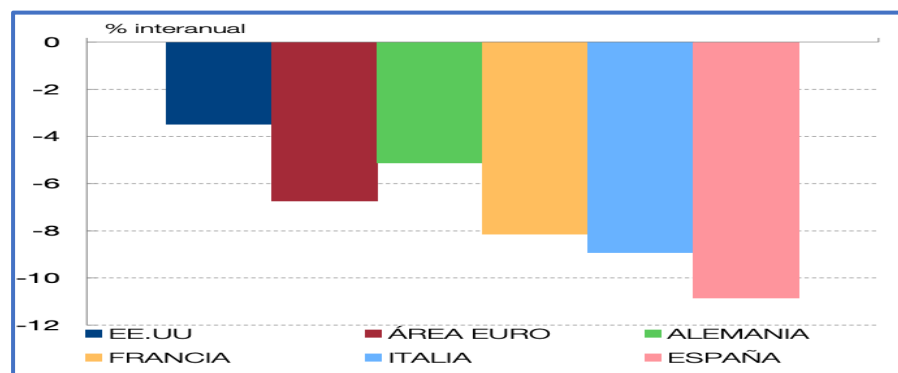
Hay varios factores a los que se le atribuye el incremento generalizado del ritmo de variación de los precios durante el 2020-2021, donde fundamentalmente tres factores tuvieron la mayor influencia y los cuales no son del todo independientes entre sí. El primer factor se debe a la intensa desaceleración de los precios de numerosos bienes y servicios durante los primeros meses de la pandemia. Esto ha generado a partir de marzo de 2021, efectos base significativos que han contribuido notablemente al aumento de los precios. Estos efectos fueron especialmente intensos en los elementos relacionados con la movilidad y la interacción social, tales como los bienes energéticos no eléctricos y ciertos servicios. El segundo factor que explica la aceleración de la inflación fue la intensa recuperación de la actividad económica tras los momentos más difíciles de la pandemia, lo que causó un fuerte incremento de la demanda global, especialmente en grupos de bienes (Banco de España, 2022).

Sin embargo, no todos los procesos productivos fueron capaces de adaptarse al ritmo de la recuperación de la demanda, causando intensos cuellos de botella en los procesos productivos y provocaron el aumento de precios en una amplia gama de productos intermedios utilizados en los mismos. Al mismo tiempo, las interrupciones en la red global de transporte marítimo provocaron retrasos en los plazos de entrega, lo que también contribuyó al aumento de los precios de muchos productos. Según los datos disponibles por las encuestas del Banco de España, la incorporación a de estos aumentos de costos al precio de venta final siguió una tendencia creciente todo el 2021. El tercer y último factor consistió en el aumento significativo en los precios de electricidad en los mercados mayoristas europeos como consecuencia de los incrementos constantes del precio del gas desde inicios del 2021. Este incremento hizo que los precios de la energía contribuyeran con  $2,3\%$  y  $3,9\%$  a la tasa de la inflación general en el área del euro y en España, respectivamente. En resumen, el incremento de la inflación durante este periodo fue trascendental tanto en su escalada como en la rapidez con la que evolucionó, logrando superar las previsiones realizadas por los expertos en cuanto a prolongación e impacto de forma general (Banco de España, 2022).

## 4.3.2 Efectos en el PIB

En este apartado analizaremos el impacto económico de la pandemia sobre el producto interior bruto (PIB) español durante la crisis. Cabe destacar que el efecto del Covid-19 en la economía española fue de los más intensos entre los países desarrollados y que fue extremadamente elevado, tanto de un punto de vista histórico como comparativamente a un nivel internacional (Banco de España, 2020). El gráfico 17 muestra el PIB español en el año 2020 comparado con el de los países de su entorno, la zona euro y EE. UU.

Gráfico 17. Caída del PIB 2020



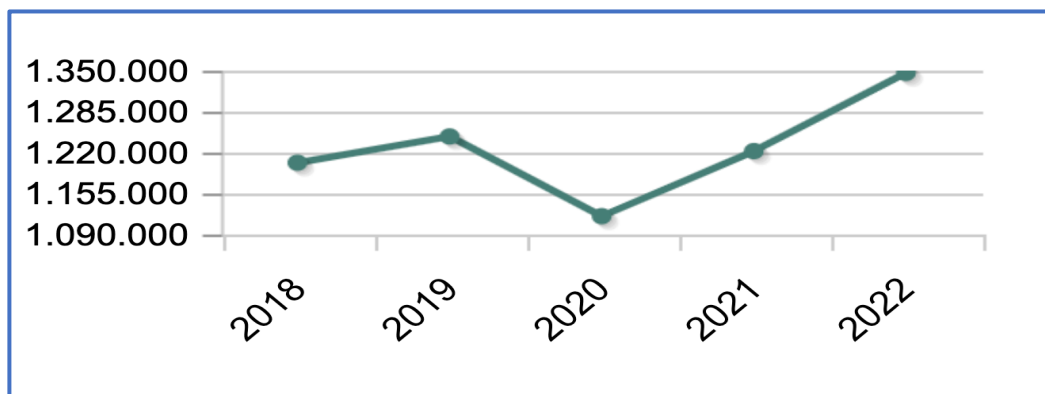
Fuente: Bureau of Economic Analysis, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística

El primer semestre del 2020 el PIB español se depreció de manera intensa hasta haber caído un 5,2%, mostrando ritmos de retroceso muy por encima del que sufrían el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Posteriormente, durante el tercer trimestre el PIB español iba en camino a una posible recuperación hasta que se estancó en el tramo final de 2020 y cerró el año alcanzado la mayor caída dentro de la Unión Europea de un 11,3%, e incluso llegando a retroceder un poco más en el primer trimestre del año siguiente. Algunos de los factores que explican el mayor impacto del virus sobre la crisis española son diversos ya que algunos se deben como evoluciono la pandemia dentro del país, pero otros fueron de un carácter más estructural y estaban relacionados con la estructura productiva española, en la que los sectores y empresas con un peso elevado en la economía, fueron precisamente los que se vieron más afectados por el Covid-19 (Banco de España, 2020).

Las perspectivas de la economía española en un corto plazo durante el 2021 señalaban una posible recuperación a partir de la segunda mitad del año, aunque los efectos de la pandemia sobre el nivel del PIB, el empleo y las cuentas públicas podían prolongarse más. Esta recuperación a partir del segundo semestre de 2021 se vio favorecida por el avance de la campaña de vacunación y un posible retorno gradual de la normalidad sanitaria. Un factor muy importante en esta recuperación fue la implementación del programa europeo Next Generation EU (NGEU) en territorio español (Banco de España, 2020). Este programa consistía la financiación para crear el mayor paquete de estímulo jamás financiado en Europa, en el cual a través del Fondo de Recuperación y Resiliencia (FRR) y los Planes Nacionales de Recuperación y Resiliencia (PRR), se asignaron fondos a las necesidades específicas de cada país para hacer frente a las consecuencias sufridas durante la pandemia. En julio de 2020, el Consejo Europeo aprobó este instrumento y otorgó fondos de 750.000 millones de euros para los estados miembros, permitiendo a los estados miembro conceder préstamos de hasta 360.000 millones de euros y transferencias por cifras de 390.000 millones de euros (Ministerio de Hacienda, 2021).

Sin embargo, se esperaba que la intensidad de esta recuperación variara en función de ciertos factores que eran inciertos. Estos factores eran la velocidad de recuperación de los flujos de turismo internacional y la intensidad con la que los hogares españoles utilizaran la bolsa de ahorro que habían acumulado desde el comienzo de la pandemia, dentro de los próximos trimestres del 2021. El gráfico 18 muestra la evolución del PIB en el periodo 2018-2021:

**Gráfico 18. Producto interior bruto a precios de mercado 2018-2021**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

En este contexto económico desafiante, al cierre del 2021, el PIB español registró un crecimiento de un 5,1%, una mejora con respecto al 2020 pero inferior a los niveles alcanzados previos a la pandemia. Este incremento reflejó la recuperación gradual que iniciaba tras la pandemia y la persistencia de los obstáculos en la economía. Este panorama económico complejo, describe las condiciones desfavorables a los que se enfrentaron los mercados bursátiles en este periodo.

#### *4.3.3 Política Monetaria Y Fiscal Aplicada Para Combatir El COVID*

La pandemia de COVID-19 ha representado un desafío sin precedentes para los gobiernos y las autoridades monetarias en todo el mundo. En respuesta a la crisis sanitaria y sus impactos económicos, se implementaron una serie de políticas monetarias y fiscales extraordinarias destinadas a estabilizar las economías, proteger a los ciudadanos y mitigar el impacto negativo en los mercados financieros. En este apartado, examinaremos detalladamente las políticas monetarias y fiscales aplicadas para combatir el COVID-19, analizando las estrategias adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos para sostener la actividad económica, proteger el empleo y garantizar la estabilidad financiera durante estos tiempos turbulentos.

La magnitud de las perturbaciones generadas por el virus requirió medidas políticas económicas drásticas a lo largo de todo el 2020. El Banco Central Europeo desempeñó un papel fundamental para equilibrar los mercados financieros y asegurar condiciones de financiación favorables tanto para los gobiernos como las empresas y hogares. Gracias a estas acciones, las autoridades consiguieron implementar medidas de apoyo económico sin precedentes que evitaron problemas de fragmentación financiera en zona del euro. Estas medidas han jugado un papel crucial en la mitigación del impacto económico de la pandemia y proporcionaron un sólido respaldo para la recuperación económica en el largo plazo. El propósito de las medidas de emergencia de política económica implementadas inicialmente tras la llegada del Covid-19 consistían en prevenir un trastorno elevado que generara efectos duraderos en un largo plazo.

En esta situación, la política fiscal era la herramienta ideal para contrarrestar los efectos económicos generados por la pandemia, con acciones inmediatas y focalizadas. La política monetaria también respondió de manera adecuada. Es importante saber que la llegada del Covid-19 en la eurozona ocurrió en un contexto de baja inflación y un amplio estímulo monetario con los tipos de interés en mínimos históricos (Banco de España, 2021).

A medida que los distintos gobiernos implementaban medidas para contener la propagación de los efectos causados por la pandemia, los mercados financieros empezaron a sufrir fuertes caídas en su actividad junto con un aumento del endeudamiento público y privado. Estos factores causaron que un aumento de las primas de riesgos, es decir, la compensación exigida por los inversores en bonos debido a la mayor improbabilidad de pago, lo que, a su vez, encareció los costes de financiación para gobiernos, familias y empresas. Ante este escenario, el Consejo de Gobierno del BCE actuó de inmediato, con el fin de contrarrestar el endurecimiento de las condiciones de financiamiento para los distintos agentes económicos, evitando a la vez una mayor disminución económica y una posible situación deflacionaria. Por otra parte, hay que valorar que las fases iniciales del Covid-19 impactaron de manera distinta en los países del área del euro. En el caso de España que ya tenían niveles significativamente elevados de deuda pública, se vieron más afectados por las primeras olas del virus. Como resultado, el aumento de los costes de financiación fue más pronunciado en España y países con características similares (Banco de España, 2021).

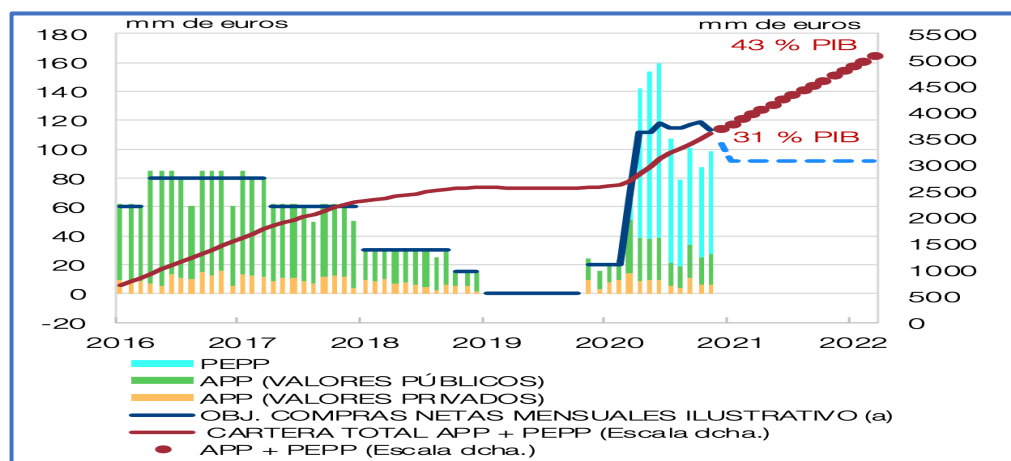
Estas disparidades implicaron un desafío exigente para una adecuada transmisión de política monetaria común en todos los países de la zona. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE se vio obligado a implementar un conjunto de medidas con el fin de reducir las dificultades financieras de los países del área. Estas medidas se centraron en la adquisición en la compra de activos y en operaciones de liquidez, las cuales se fueron ampliando posteriormente debido a la prolongación de la pandemia y sus efectos en la economía (Banco de España, 2021).

A continuación, se describe detalladamente las dos medidas aplicadas por el BCE:

- **Programa de compras de emergencia frente a la pandemia**

El 18 de marzo de 2020 el BCE anunció la implementación del Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Este programa consistía en la compra de bonos públicos y privados, así como otros instrumentos de deuda que apoyaron a las economías permitiendo a los distintos agentes de mercado a endeudarse de una forma más barata y a mantener el flujo de crédito, el gasto y la inversión (Banco Central Europeo, 2021). El gráfico 19 muestra como a partir del año 2020 se dispara la compra valores hasta un máximo de ciento sesenta mil millones de euros.

Gráfico 19. Programa de compra de valores



Fuentes: Banco Central Europeo

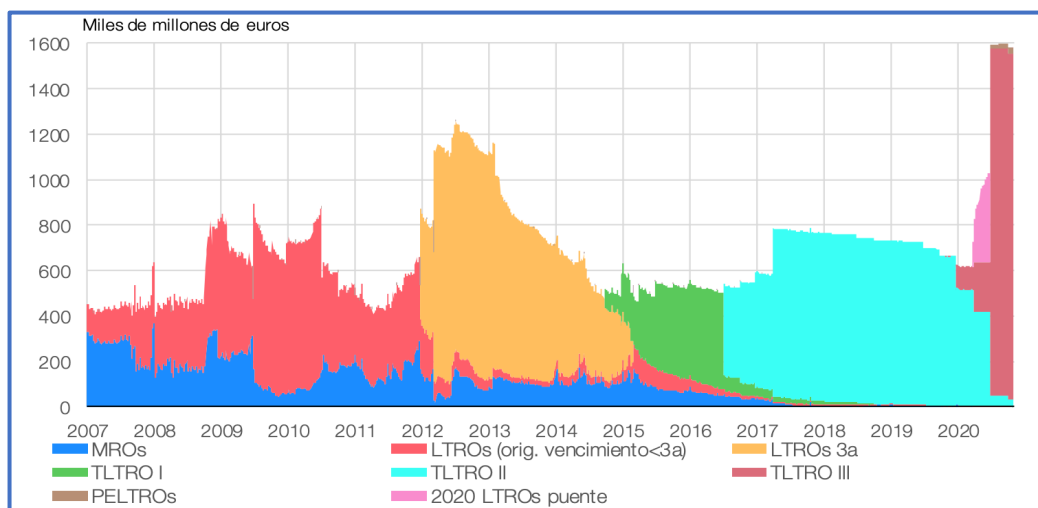
A pesar de que el BCE ya contaba con un programa de compra de activos denominado Programa de Compra de Activos (APP), que se había ampliado durante las crisis, generó dudas sobre la necesidad de implementar otro programa. La razón por la que al final fue necesario un segundo programa radicó en las características rígidas del APP tanto en lo relacionado con la distribución de las compras de activos a lo largo del tiempo como en las jurisdicciones que conllevaban. Sin embargo, debido al deterioro de las condiciones financieras, la elevada incertidumbre y signos de fragmentación de la economía, el Banco Central Europeo (BCE) reconoció la necesidad de acudir a una nueva herramienta que les facilitara la compra de activos en momentos específicos y en jurisdicciones de financiación más tensas. El diseño del PEPP ofreció precisamente este grado de flexibilidad, tanto en la distribución temporal y geográfica de las compras de activos. La implementación del PEPP contribuyó especialmente a que los países que se vieron más afectados por la pandemia como fue el caso de España, redujera los tipos de interés de la deuda soberana y explicó la mejora de los sectores bancarios. Sin embargo, la evolución de la crisis económica requirió una ampliación del PEPP el mes junio, aumentando sus fondos hasta los 1,35 billones de euros hasta el 2021. Mas adelante, debido a los posibles riesgos de una reactivación de la pandemia a finales de año, el Consejo del Banco Central Europeo decidió extender el PEPP con un incremento de 500 millones de euros, llevando el total del programa hasta los 1,85 billones de euros y ampliando el periodo de compras netas hasta inicios de 2022. (Banco de España, 2021)

- **Operaciones de provisión de liquidez**

Del mismo modo, el Consejo del Banco Central Europeo decidió introducir una serie de medidas dirigidas a promover la disponibilidad de crédito bancario en la economía durante la pandemia. Para hacer frente al posible deterioro de los mercados monetarios, el BCE aplicó una línea de operaciones de refinanciación a plazo extendido denominado Long-Term Refinancing Operations (LTRO). Esta medida consistía en la inyección de liquidez que proporcionaron a los bancos una “financiación puente” en términos favorables con vencimiento a finales de junio de 2020. Esta operación ayudó a estabilizar los costes de financiación del sector bancario en las fases iniciales de la pandemia. Ante una necesidad futura de aumentar la liquidez más allá del mes de junio, el BCE decidió implementar nuevas operaciones de financiación a un plazo más largo llamado PELTRO (Pandemic Emergency Long-Term Refinancing Operations) (véase gráfico 20). Cabe destacar, que, a diferencia de las LTRO, estas operaciones estaban asociadas

con costes superiores ya que estaban diseñadas para circunstancias especiales (Banco de España, 2021). El gráfico 20 muestra las operaciones de refinanciación del eurosistema:

**Gráfico 20. Operaciones De Refinanciación Del Eurosistema**



**Fuente: Altavilla, Barbiero, Boucinha, Burlon (2020)**

En la zona euro, los bancos representan la principal fuente de financiamiento para familias, trabajadores autónomos y empresas, especialmente las pymes, que tienen una menor capacidad para acceder a los mercados de capitales. Por ende, el BCE vio la necesidad de evitar una reducción significativa en el flujo en la economía. El riesgo de una contracción de este flujo derivaba principalmente de dos factores:

1. El posible deterioro de los mercados monetarios, que podrían obstaculizar el acceso de los bancos a financiamiento.
2. La posible desconfianza de las propias entidades bancarias en otorgar préstamos que suponía asumir altos niveles de riesgos en este contexto de incertidumbre económica.

Respecto al segundo riesgo, para reducir los niveles de desconfianza de los bancos a la hora de otorgar préstamos en este entorno económico, el BCE ya contaba con posibles medidas que incentivarán la entrega de créditos por parte de los bancos. Esta medida consistió en implementar operaciones de refinanciación del largo plazo denominado Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO). Este programa ofreció financiamiento a los bancos en condiciones particularmente favorables, siempre y cuando cumplieren con ciertos criterios de concesión de créditos a empresas y hogares, a excepción de crédito para compra de la vivienda. Posteriormente, el programa sería modificado con el objetivo de hacerlo más atractivo para los bancos, permitiéndoles acceder temporalmente a una financiación con intereses bajos como el -1%, con la condición de que no redujesen su volumen de crédito elegible (Banco de España, 2021).

En un ámbito nacional, las autoridades españolas igualmente implementaron mecanismos de defensa contra los efectos económicos generados por la pandemia en territorio nacional. Principalmente, adoptaron medidas de apoyo que fortalecieran el sistema sanitario con mayores recursos y salvaguardar el empleo. Una de las principales herramientas fue la utilización de los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), que apoyaron a los



hogares más perjudicados mediante diferimientos de pagos y el aumento de ciertas prestaciones para proveer liquidez a las empresas. Estas medidas implementadas por el gobierno español al igual que las medidas implementadas por entidades oficiales de la zona del euro y otros países europeos, fueron adaptándose y extendiéndose a medida que avanzaba la pandemia. Otra de las medidas cruciales para minimizar el impacto de la pandemia fueron los programas de avales públicos introducidos por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). Estos programas contribuyeron e incidieron notablemente en la financiación y suministro de liquidez de los trabajadores autónomos y empresas, especialmente las más pequeñas (Banco de España, 2020).

En resumen, las medidas de política monetaria implementadas por el Banco Central Europeo en este periodo, especialmente las relacionadas con el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) fueron de gran importancia para la política presupuestaria de los países de la zona euro, incluyendo España. Estas decisiones proporcionaron un margen de maniobra a las autoridades fiscales para mantener las medidas de estímulo económico y fueron un aspecto especialmente relevante en naciones como España, que fueron duramente impactadas por la crisis sanitaria y que enfrentaron niveles altos de déficit y deuda pública. La intervención del BCE evito un aumento en los costos de financiamiento que, de haber ocurrido, habría limitado significativamente la capacidad de las autoridades fiscales nacionales para respaldar la economía.

#### *4.3.4 Efectos En El Tipo De Interés*

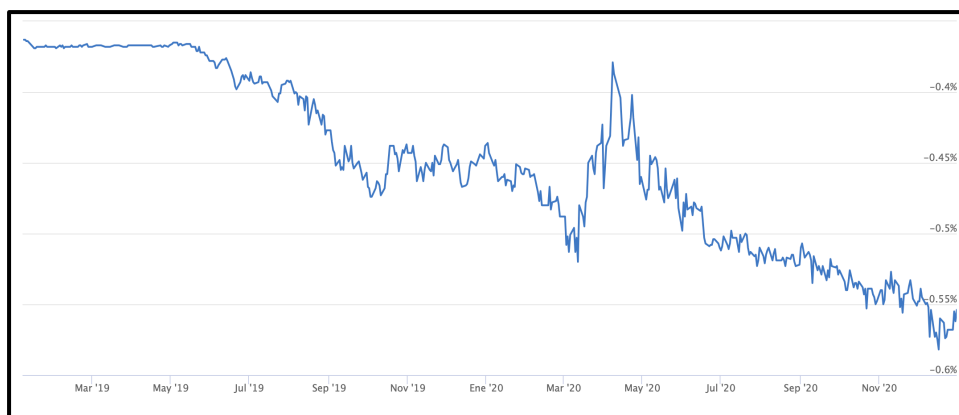
Entre los aspectos más significativos que han experimentado cambios radicales por el Covid-19 se encuentran los tipos de interés. Estas tasas, que juegan un papel fundamental en la determinación del costo del crédito, la inversión y el ahorro, se vieron profundamente afectadas por las medidas de emergencia implementadas en respuesta a la crisis sanitaria. En este apartado, exploraremos los diversos efectos que la pandemia de COVID-19 ha tenido en los tipos de interés, examinando cómo estas medidas han impactado en la política monetaria, la actividad económica y los mercados financieros a nivel global.

Como se ha visto anteriormente, las economías avanzadas se enfrentaban a épocas desinflacionarias con periodos de inflación constantemente bajas en los años previos a la llegada de la pandemia. Esto llevo a los bancos centrales a mantener sus tasas de interés de referencia en niveles cercanos a cero, e incluso negativos en algunos casos. A medida que el margen para reducir aún más las tasas de interés se volvía limitado, los bancos centrales empezaron a emplear una serie de herramientas como la orientación sobre la dirección futura de las tasas de interés o diversas medidas de expansión de su balance, denominadas relajaciones cuantitativas con el objetivo de aumentar la expansión monetaria. Estas medidas demostraron ser efectivas para hacer frente a situaciones en las que la política monetaria convencional alcanzaba su límite inferior, y como resultado, pasaron a formar parte del marco estructurar de la política monetaria en esos periodos. Estas perspectivas de la extensión del escenario de tipos de interés y tasas de inflación constantemente reducidos supusieron desafíos históricos para los bancos centrales (Banco de España, 2021).

La reacción de los bancos centrales con la llegada de la pandemia en el año 2020 se basó en el despliegue de operaciones de refinanciación y programas de compras previamente expuestas (LTRO, TLTRO, PEPP, PELTRO). Estas medidas fueron determinantes para mantener unas condiciones de financiación favorables en el área del euro y evitar una descomposición financiera significativa (Banco de España, 2021).

Visualizando el gráfico 21, se puede observar cómo desde las fases iniciales del Covid-19 las tasas interbancarias experimentaron una notable caída.

**Gráfico 21. Evolución del Euribor (2019-2020)**



**Fuente: Euribor Diario**

Una de las principales razones de esta caída fue la política monetaria expansiva adoptada por los Bancos Centrales. Además, la incertidumbre económica y la volatilidad en los mercados financieros durante la pandemia llevaron a una disminución en la demanda de crédito y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Como resultado, la oferta de préstamos interbancarios disminuyó y provocó que el Euribor disminuyera más. El 2021 la situación monetaria empezaría a cambiar respecto al año anterior luego de que la zona del euro empezó a encaminarse en una dirección de recuperación gracias a las vacunaciones masivas. La economía experimentó un buen crecimiento que se reflejó en un crecimiento del 5,3 % en el PIB real. No obstante, hacia finales del año, este crecimiento se vio ralentizado debido a las nuevas restricciones implementadas para hacer frente a la propagación de la variante Ómicron del virus. Este proceso de recuperación estuvo sobre todo caracterizado por una reactivación económica acelerada y un aumento de los precios de energía que dispararon los niveles de inflación como ya ha sido citado anteriormente. Ante esta situación el Banco Central Europeo reaccionó modificando su estrategia de política monetaria al ver que los niveles inflación crecían a un ritmo muy superior a sus expectativas. Como resultado, el BCE decidió mantener los niveles actuales en sus niveles actuales o incluso en niveles inferiores, con el fin de mantener la creciente inflación dentro de los rangos previstos por el Consejo del Banco Central Europeo (Banco Central Europeo, 2021).

Contemplando los niveles del Euribor en el conjunto del año (Véase grafica 22), se puede observar cómo los niveles del índice se mantuvieron constantes con pequeñas disminuciones en la mayor parte del año.

**Gráfico 22. Evolución Euribor 2021**

**Fuente: Euribor Diario**

Estos patrones corroboran o se alinean con las modificaciones ejecutadas por el BCE de mantener los tipos de interés en niveles constantes. Esto puede interpretarse como una respuesta estratégica a los desafíos económicos y las fluctuaciones del mercado, con el objetivo de promover condiciones favorables para el crecimiento económico y controlar la inflación dentro de los límites establecidos por el BCE. En resumen, el comportamiento del Euribor en el año 2021 refleja la interacción entre las políticas del BCE y las condiciones económicas, exhibiendo un enfoque importante sobre la estabilidad financiera en la eurozona en los años de la crisis económica y sanitaria.

#### *4.3.5 Efectos En La Evolución De Los Beneficios Empresariales*

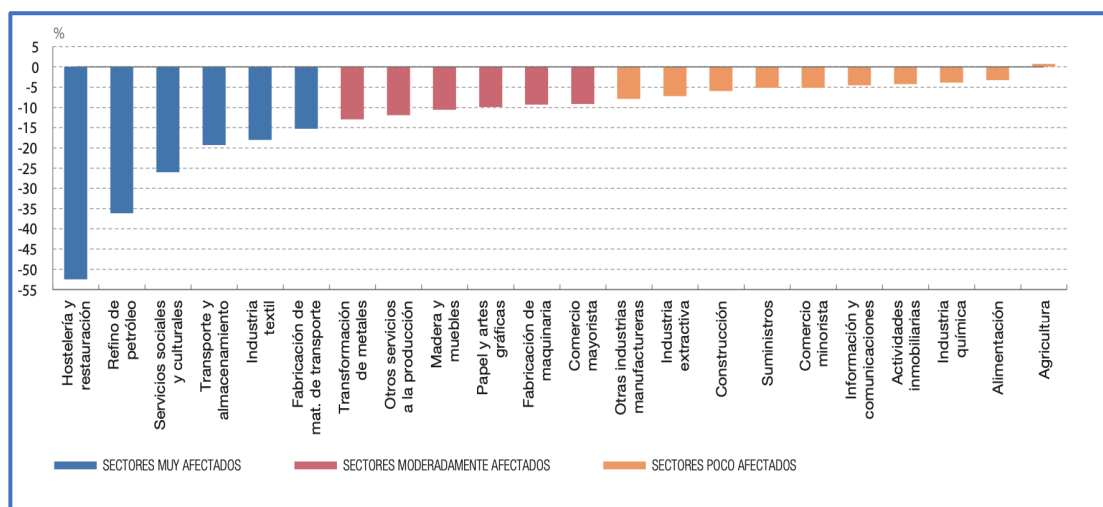
En este apartado, nos centraremos en el análisis de los efectos en la evolución de los beneficios empresariales provocados por el Covid-19. La pandemia desató una serie de impactos económicos significativos que afectaron notablemente a las empresas globalmente. A lo largo de esta sección, examinaremos detalladamente como la pandemia afectó los beneficios empresariales de distintos sectores e identificaremos las principales tendencias y patrones observados en este periodo con la finalidad de entender como las empresas afrontaron los desafíos generados por la pandemia.

Tomando en cuenta que España fue una de las economías avanzadas más afectadas por el Covid-19, es normal que sus empresas hayan sido de las más vulnerables ante los impactos negativos provocados por el virus. La crisis económica ocasionada por el Covid-19 elevó exponencialmente los riesgos asumidos por los sectores productivos de la economía española luego de que en las primeras fases de la pandemia experimentaron grandes descensos de ingresos a la vez que aumentaban los pagos fijos de las empresas. Esto propició un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas y debido al contexto de alta incertidumbre que caracterizó este periodo, aumentó la preocupación de ceder fondos por parte de las entidades bancarias e inversores particulares a las empresas. Como consecuencia, la solvencia y el cumplimiento de sus obligaciones se vieron en un estado crítico, pero gracias a las medidas implementadas por las autoridades oficiales ayudaron a mitigar esta situación (Banco de España, 2020).

Sin duda alguna, los riesgos de liquidez generados por la pandemia fue uno de los factores que tuvo el mayor impacto en el tejido empresarial luego de que los ingresos de las

empresas disminuyeron con mucha intensidad en el año 2020, aunque se observa una significativa dispersión por tamaño y sector (véase grafica 23).

**Gráfico 23. Evolución de la facturación empresarial por sectores en 2020.**

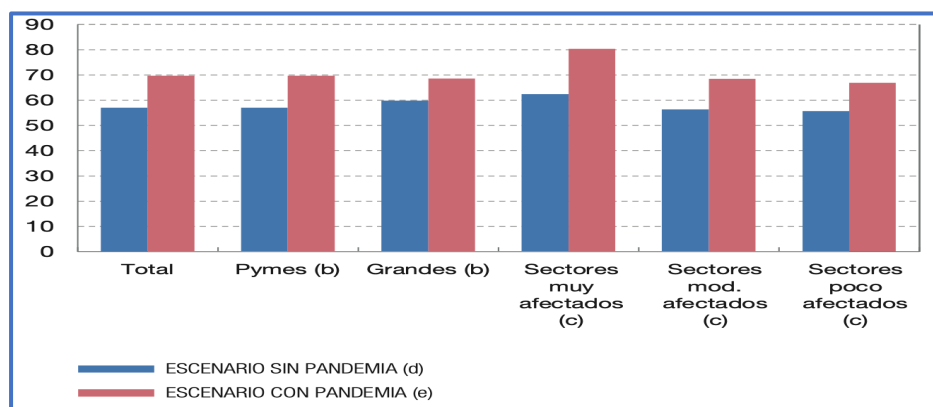


**Fuente: Banco de España**

Las medidas y programas utilizados como mecanismos de defensa, junto con la caída de la demanda de bienes y servicios debido a la alta incertidumbre provocaron un descenso elevado de la facturación empresarial. Esta caída fue muy heterogénea por ramas de actividad donde claramente la hostelería y la restauración fue el sector más afectado por el Covid-19 luego de haber descendido más de un 50%. El gobierno español se vio obligado a implementar medidas de confinamiento y restricciones de movilidad para contener la propagación del virus, que paralelamente supuso el cierre temporal de muchos restaurantes, bares y hoteles a los que se les impusieron restricciones de horarios de apertura y aforo permitido en sus establecimientos. Estas condiciones limitaron estrictamente la actividad económica del sector y los ingresos esperados para un corto y medio plazo. A este sector le seguiría la industria de refino de petróleo, los servicios sociales y culturales, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte, todas registrando caídas superiores al 15% y convirtiéndose junto con la hostelería y restauración en los sectores clasificados como los más perjudicados por los efectos de la pandemia (Banco de España, 2020).

Esta notable reducción del volumen de negocio, acompañado a los costos fijos existentes, resultó en un incremento en el número de empresas que generaron déficits en su actividad de explotación, es decir, empresas que no fueron capaces de generar ingresos suficientes para cubrir los gastos corrientes como suministros, alquileres, gastos financieros y costes de personal. A estas pérdidas se sumaron igualmente las necesidades de liquidez relacionadas con la inversión en activos fijos y la amortización de sus deudas, que se tradujo en mayores necesidades de liquidez. Según las simulaciones realizadas por el Banco de España en este periodo, entre los meses de abril y diciembre de 2020, el 70% de las empresas no financieras española declararon necesidades de liquidez. Esto implicaba un 13% más con respecto a un escenario hipotético en el que no hubiera pandemia. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, el impacto de la crisis fue heterogéneo. Tomando en cuenta el tamaño de las empresas, el porcentaje de empresas con necesidades de liquidez sería mayor en las empresas de menor tamaño. Por sectores, lo más afectados fueron los que con una mayor proporción presentaron déficits de liquidez, concretamente un 80%, véase gráfico 24.

**Gráfico 24. Porcentaje de Empresas con Necesidades de Liquidez**

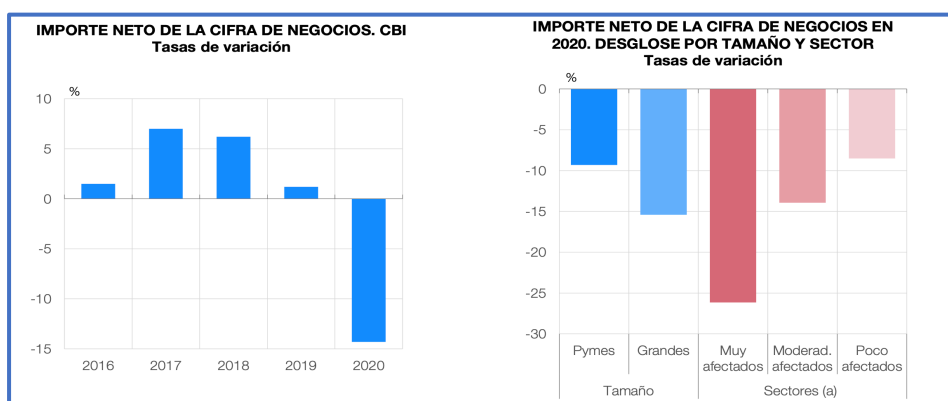


Fuente: Banco de España

Las políticas fiscales de apoyo destinadas a respaldar los bajos ingresos de las empresas, como los ERTes y el aplazamiento del pago de alquileres, cotizaciones sociales e impuestos, jugaron un papel fundamental en la reducción de las necesidades de liquidez de las empresas. No obstante, a pesar de la incorporación de estas medidas se estimaba que el déficit de liquidez generado entre abril y diciembre fue aproximadamente 67 millones de euros más alto en comparación con un escenario hipotético sin pandemia. La mayor parte de estas necesidades de liquidez procedían de la amortización de las deudas que las empresas tenían que hacer frente. A pesar de que las empresas contaban con colchones de liquidez, la magnitud de la perturbación provocada por el Covid-19 sobre estas reservas resultaron ser insuficientes para cubrir una parte significativa de las necesidades de liquidez acumuladas.

En este contexto de fragilidad financiera, el conjunto del sector empresarial sufrió un descenso significativo de rentabilidad durante el año 2020. Según los datos de la Central de Balances Integrados (CBI), la cual se estableció con el objetivo de recopilar y mantener bases de datos de información económico-financiera de miles de empresas no financieras españolas, durante el 2020 la facturación del conjunto de empresas registradas en la CBI redujo sus beneficios un 14,3% y se convirtió en la mayor caída registrada en su base de datos desde su creación como muestra el gráfico 25.

**Gráfico 25. Importe Neto de las Cifras de Negocios**



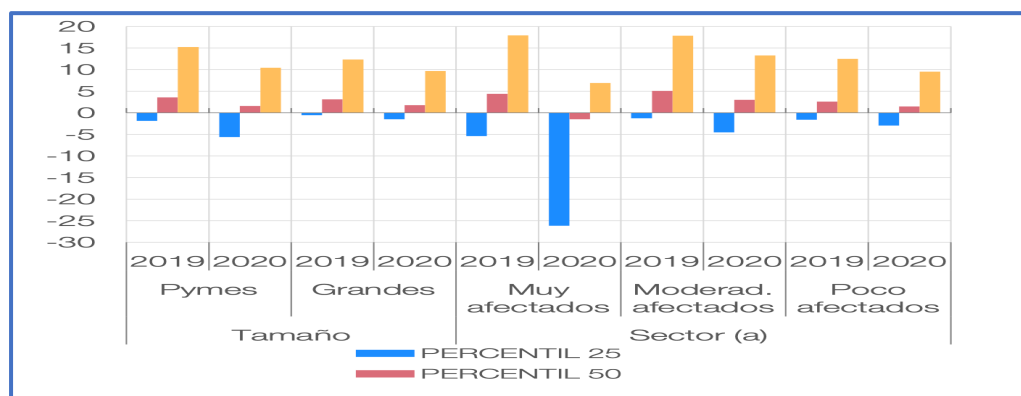
Fuente: Banco de España

Esta reducción de los ingresos por ventas fue superior en las ramas más afectadas por el Covid-19, por tamaño, fue más intensa en las grandes empresas que en las pymes. El peso de las ventas de las empresas en los grandes sectores que fueron catalogados como muy afectados

fue superior al de las pymes, tanto en las muestras de la CBI como en el total del sector de sociedades compuestas por empresas no financieras. Como consecuencia de esta caída en la facturación, las empresas se vieron obligadas a ajustar los niveles de empleo. En este contexto, las empresas redujeron su empleo efectivo en un 5,6% en promedio y la cual también fue más intensa en los sectores muy afectados por la crisis (Banco de España, 2021).

A pesar de los ajustes que realizaron las empresas para contrarrestar esta caída de sus ingresos, los niveles de rentabilidad siguieron disminuyendo mientras que crecía al mismo tiempo el porcentaje de las empresas con rentabilidad negativa. Esto se puede apreciar estudiando la ratio financiera de retorno sobre los activos ROA (véase gráfico 26), el cual indica que tan rentable es una empresa en relación con sus activos totales.

**Gráfico 26. Distribución del ROA 2019-2020**

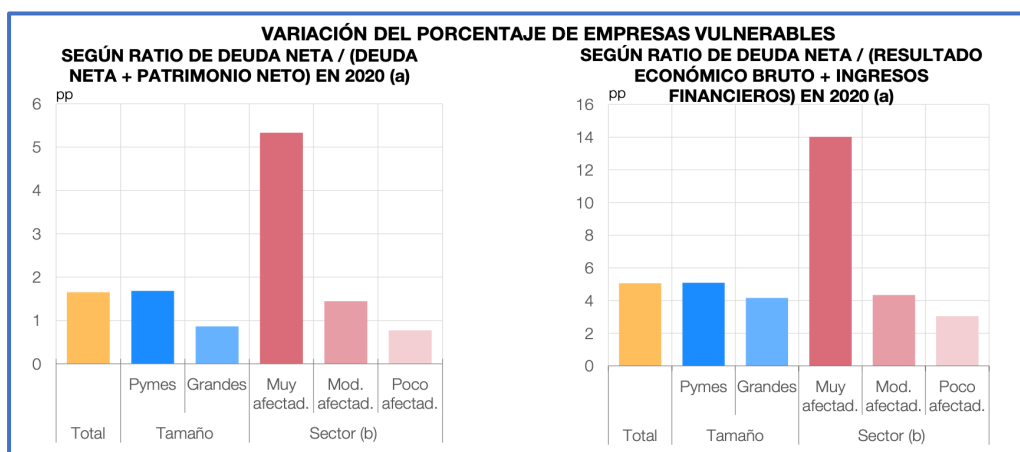


**Fuente: Banco de España**

Analizando la variación del ROA se observa como las empresas pertenecientes a los sectores muy afectados experimentaron una disminución impactante en este indicador financiero que es a menudo utilizado para medir la salud financiera de las empresas. Esta caída del ROA durante el año más fuerte de la pandemia aclara la inestabilidad financiera que caracterizó el año 2020. El deterioro de la actividad económica, las medidas de confinamiento y las restricciones impuestas causaron que muchas empresas operaran por debajo de su capacidad óptima, lo que afectó directamente a su capacidad para generar beneficios con sus activos (Banco de España, 2021).

Esta tendencia de inestabilidad financiera se puede observar igualmente con el estudio de otro indicador financiero como la ratio de endeudamiento. Este indicador evalúa la proporción de financiación ajena que posee una empresa en relación con sus propios recursos y un aumento sobre esta métrica se puede traducir como un signo de vulnerabilidad económica. Al aumentar la ratio de endeudamiento notablemente de las empresas afectadas por la crisis (véase gráfico 27), las empresas tuvieron que utilizar los constantes ingresos decrecientes que registraban para el cumplimiento de sus obligaciones.

Gráfico 27. Variación del Ratio de Deuda Neta



Fuente: Banco de España

No obstante, en este contexto de inestabilidad económica no todos los sectores fueron perjudicados. Durante la crisis del Covid-19 algunos sectores o actividades específicas se vieron beneficiadas por la llegada de la pandemia, luego de que experimentaron aumentos inesperados en la demanda de sus productos y servicios. A continuación, se mencionan algunos de los sectores que se beneficiaron gracias a la crisis sanitaria:

- **Telecomunicaciones**

Las restricciones de movilidad y confinamiento obligaron a las empresas y autónomos a implementar el trabajo remoto. Esta necesidad de mantenerse conectados digitalmente durante los confinamientos disparó la demanda de empresas tecnológicas y proveedores de servicios de telecomunicaciones.

- **Sanidad**

Al tratarse de una crisis sanitaria, este sector experimentó un crecimiento significativo de sus servicios durante la pandemia. La fabricación de equipos médicos, productos de protección y la prestación de servicios de atención médica eran de los más demandados durante este periodo. Por otro lado, el sector de la sanidad jugó un papel importante en la investigación, desarrollo y distribución de las vacunas contra el virus.

- **E-Commerce**

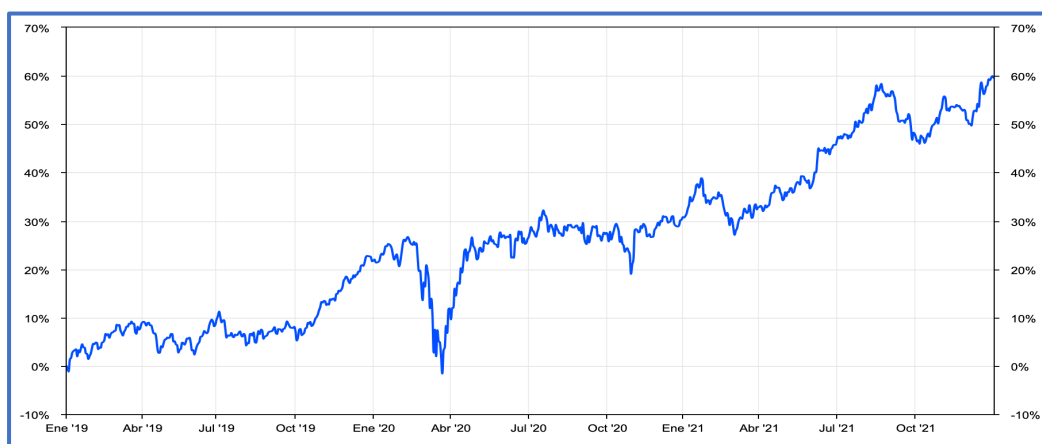
El confinamiento de las personas y la escasa movilidad de las mismo hizo que los consumidores acudieran constantemente a las compras en línea. Las empresas de comercio electrónico, así como algunas empresas encargadas al almacenamiento y entrega de estos productos experimentaron un crecimiento de la demanda de sus servicios. Según informes del Global E-Commerce 2020, España se encontraba entre los países en el que comercio electrónico registro un crecimiento superior al 20%.

En resumen, la pandemia del Covid-19 generó un impacto profundo y heterogéneo sobre los distintos sectores de la economía española, afectando negativamente a muchos sectores del tejido productivo, mientras que otros lograron sacar provecho a la situación y se beneficiaron de las circunstancias.

#### 4.3.6 Análisis De Farmacéuticas

Tal y como se menciona en el apartado anterior, el sector farmacéutico jugó un papel crucial en la pandemia generada por el Covid-19. Las empresas pertenecientes a esta industria tuvieron que adaptar sus procesos y estrategias para la manufacturación y distribución de sus productos y servicios. Pero, sobre todo, su función más importante en la crisis fue la relacionada con la investigación y desarrollo de las vacunas contra el virus. Este factor puso a las farmacéuticas en el punto de mira tanto de los inversores e instituciones por la posible implicación económica que conllevaba el desarrollo de las vacunas en las empresas pertenecientes a este sector. Analizando la evolución en bolsa de este sector, se estudiará la evolución de índices relacionados con el sector farmacéutico, como el MSCI World Pharmaceutical, Biotechnology and Life Science Index. Este índice forma parte de los grupos de índices creados por la firma global de servicios financieros, MSCI inc., la cual se especializa en la elaboración de índices bursátiles que reflejen la evolución de los mercados más importantes del mundo. Concretamente, el índice World Pharmaceutical, Biotechnology and Life Science Index es el índice que ofrece una representación del rendimiento de las empresas de mediana y gran capitalización cotizadas en bolsa y pertenecientes a los sectores farmacéutico, biotecnológico y ciencias de la vida a nivel mundial. Este índice se convirtió en un punto de referencia para los inversores luego de que las farmacéuticas eran el centro de atención debido a las constante competencias de las farmacéuticas en ser las primeras en producir las vacunas contra el virus. De ahí que este índice permitió a los agentes del mercado realizar un seguimiento del desempeño de las empresas involucradas en este proceso, así como el rendimiento del sector en general (MSCI, 2024). El gráfico 28 muestra la evolución de este índice en el periodo 2019-2020:

**Gráfico 28. MSCI World Pharmaceutical, Biotechnology and Life Science Index 2019-2020**



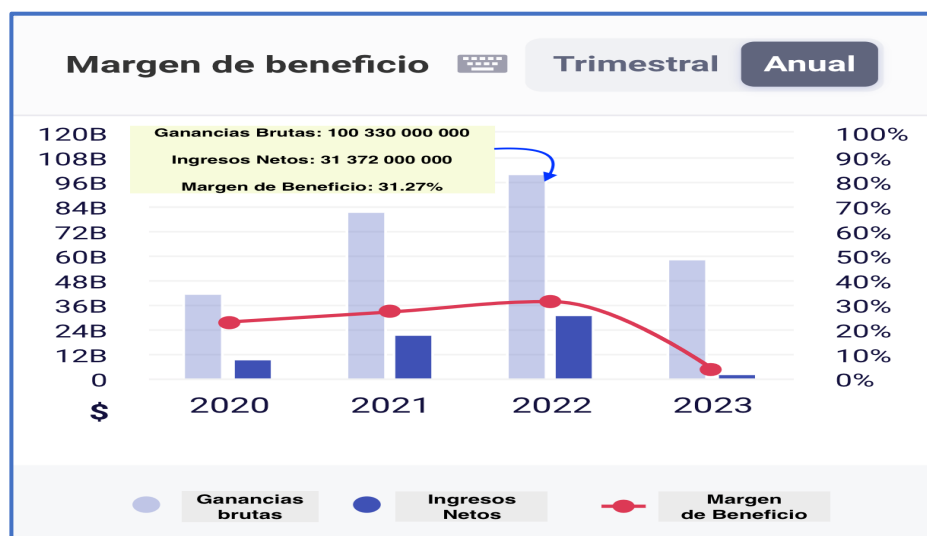
Fuente: Market Screener

Examinando la fluctuación del índice, se puede observar cómo durante las primeras fases de la pandemia el índice descendió significativamente pero luego fue recuperando sus niveles anteriores a medida que avanzaba la pandemia. Posteriormente, a finales del 2020 se contempla el inicio de una nueva tendencia alcista que se prolongó hasta finales del año 2021. Uno de los factores principales que provocó este impulso alcista fue la creación y distribución de las vacunas contra el Covid-19 a finales de 2020 por las farmacéuticas Pfizer-BioNTech, Johnson & Johnson, Moderna y AstraZeneca. Puesto que las farmacéuticas tienen el mayor peso sobre este índice (65,26%), la creación de las vacunas aumentó la demanda y la confianza de mercado sobre estas empresas luego de que un gran número de inversores e instituciones vieron esta situación como una oportunidad única de obtener grandes rentabilidades a través de



estas empresas. Esto provocó un crecimiento significativo en las acciones de muchas empresas que forman parte de este índice. Un claro ejemplo de esto se pudo observar con la farmacéutica Pfizer, luego de que se proclamó como la empresa más beneficiada por el virus. El 11 de diciembre de 2020, la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) aprobó la primera vacuna contra el Covi-19 creada por la farmacéutica norteamericana. A partir de este momento la empresa logró romper todos los récords históricos del sector tras convertirse en la primera empresa del sector en superar los 100.000 millones de dólares (véase gráfico 29) en facturación y experimental un nuevo máximo histórico en el precio de sus acciones en el año 2022 (Véase gráfica 30).

Gráfico 29. Margen Beneficio Pfizer



Fuente: Wallmine

Gráfico 30. Pfizer 2002-2023



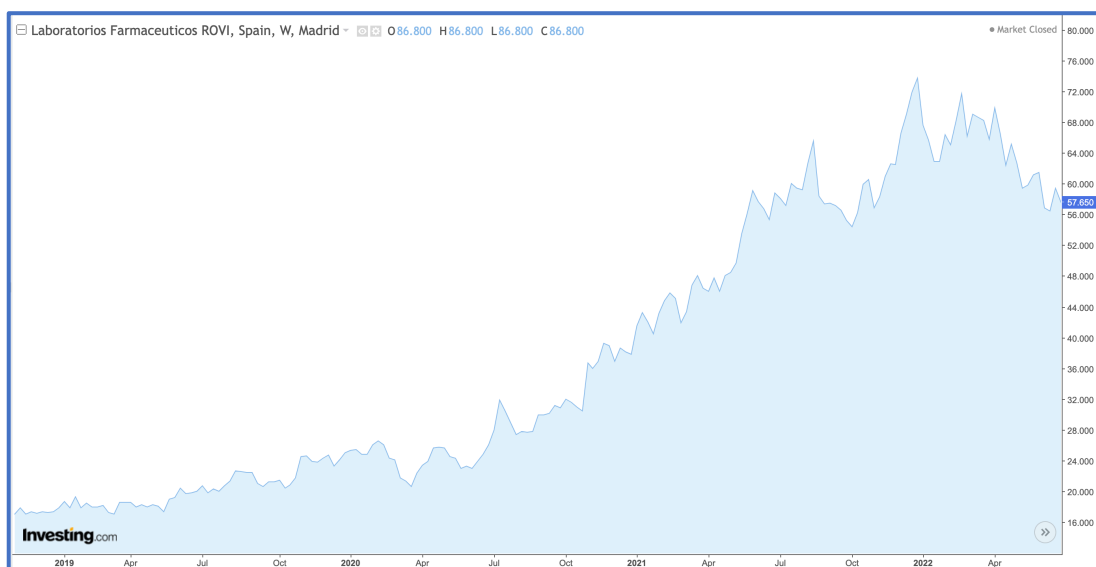
Fuente: Investing

Esta misma tendencia en la que las farmacéuticas resultaron beneficiadas se pudo observar en el mercado español, específicamente con la farmacéutica española Laboratorios Rovi. Luego de que la farmacéutica Moderna desarrolló su propia vacuna, llegó a un acuerdo con la farmacéutica española con el fin de implementar una amplia red de distribución de las vacunas de la empresa norteamericana. El acuerdo se basaba en la producción masiva de las

vacunas contra el Covid-19 en las instalaciones de la empresa española, para su posterior distribución tanto en el territorio nacional como en el resto de Europa. Con este acuerdo, Moderna se comprometió a realizar inversiones masivas sobre Laboratorios Rovi, sobre todo en sus infraestructuras con el objetivo de aumentar la capacidad de producción de las instalaciones de la empresa ubicadas en Madrid. Esta alianza no solo facilitó el suministro de las vacunas en España, sino que también aumentó los volúmenes de distribución en toda Europa, donde la demanda de las vacunas fue extremadamente alta (Diariofarma, 2022).

Luego de que la empresa española se convirtió en un socio clave para Moderna, se aumentaron significativamente las expectativas financieras sobre la empresa española. Como resultado de las grandes inversiones recibidas por parte de Moderna y la cesión de derechos de producción y distribución de las vacunas, los beneficios de ambas empresas se duplicaron. Estas expectativas de gran crecimiento para laboratorios Rovi en el largo plazo llamó la atención de muchos inversores particulares y entidades financieras, lo que disparó el precio de las acciones de la empresa española. A continuación, se analiza como cambiaron los datos empresariales de Laboratorios Rovi. El gráfico 31 muestra la cotización de Laboratorios Rovi en el periodo 2019-2020:

**Gráfico 31. Laboratorios Rovi 2019-2020**



Fuente: Investing

Analizando la cotización de la empresa durante estos años (véase gráfico 31) se puede observar cómo durante a los años previos a la pandemia en el 2019 e inicios del 2020 las acciones de la empresa fluctuaban constantemente en niveles bajos sin ninguna dirección específica. Posteriormente, a partir de mitad del año 2020 la acción entro en una tendencia alcista creando máximos históricos constantemente, extendiéndose hasta finales del año. Al cierre del 2020 el índice creció un 70% en el conjunto del año. El año siguiente la acción siguió cotizando en una tendencia alcista y se siguió impulsando hacia niveles que la empresa nunca había alcanzado desde su creación. Se puede observar un patrón donde este crecimiento exponencial de la cotización de las acciones de Laboratorios Rovi coincide con el acuerdo llegado con Moderna.

En el año 2020 los ingresos totales de la empresa aumentaron un 10% con respecto al año anterior luego de alcanzar la cifra de los 419,96 millones de euros en el año más fuerte de la pandemia. En este año el negocio de fabricación a terceros, gracias al acuerdo con Moderna, creció un 39% en ventas. Para el año siguiente el crecimiento de los ingresos llegó incluso a superar las estimaciones de crecimiento de la propia empresa luego de que estos se hubieran duplicado y aumentarían un 54% en el 2020 y un 26% el 2021. El beneficio neto de la empresa creció un 55% (Véase tabla 3) con respecto al año anterior a la pandemia y el cual siguió aumentando cada vez más los dos años siguientes (Laboratorios Farmacéuticos Rovi, 2021). En la tabla 3 se puede observar la cuenta de resultados de la Laboratorios Rovi en el periodo 2020-2023:

**Tabla 3. Cuenta de resultado Laboratorios Rovi 2020-2023**

Cuenta de Resultados ROVI					
		Anual		Trimestral	
		Desplegar todo			
Final del periodo:		2023	2022	2021	2020
		31/12	31/12	31/12	31/12
<b>Los Ingresos totales</b>		829.51	817,7	648,68	<b>419,96</b>
Costo de ingresos, total		337.22	305.27	263,86	178,65
<b>Beneficio bruto</b>		492.28	512.43	384,82	241.31
<b>Gastos totales de operación</b>		610.04	563,96	467.29	345.28
<b>Ingresos de explotación</b>		219,47	253,74	181,39	74,68
Ingresos (gastos) por intereses, netos no operativos		-	-	1.47	-1,83
Ganancia (Pérdida) en Venta de Activos		-	1,76	-	-
Otros, Neto		-0,935	-5,99	-0,24	-0,27
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>		220,41	257,97	182,63	72,58
Provisión para impuestos sobre la renta		50,11	58,3	29,55	11,52
<b>Utilidad neta después de impuestos</b>		170,3	199,66	153,08	61,06
Interés minoritario		4,11	1,37	-	-
Equidad en afiliados		-	-	-	-
Ajuste de los PCGA de EE. UU.		-	-	-	-
<b>Utilidad neta antes de partidas extraordinarias</b>		170,34	199,67	153,08	61,06
Total de partidas extraordinarias		-	-	-	-
<b>Ingresos netos</b>		170,34	199,67	153,08	61,06

Fuente: Investing

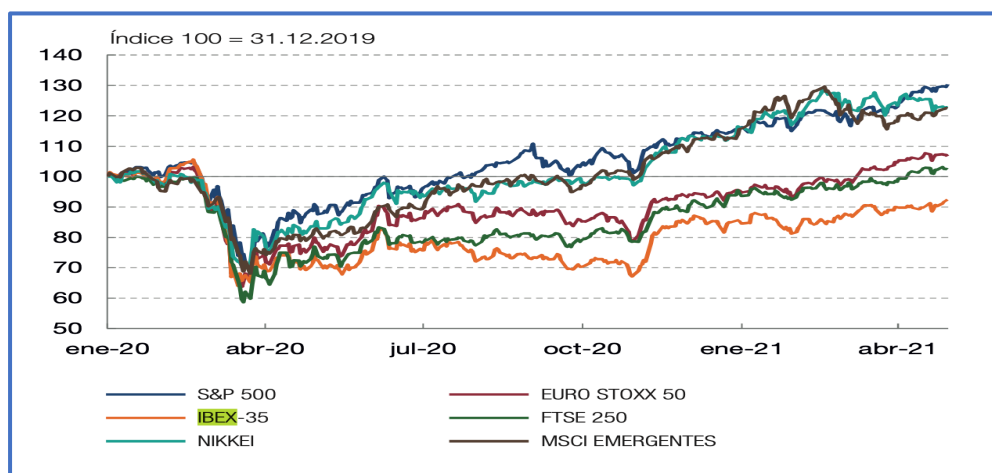
En resumen, a diferencia de la mayoría de los sectores económicos que resultaron afectados negativamente por el virus, el sector de las farmacéuticas fue una de las excepciones luego de experimentar incrementos de beneficios significativos con la llegada del virus. Este contexto de crisis sanitaria inesperado ofreció grandes oportunidades de innovación y crecimiento para las empresas de este sector. Ejemplos de este caso fueron empresas como Pfizer y Laboratorios Rovi, las cuales con la llegada del virus registraron beneficios y mejoras en el desempeño de su actividad que nunca habían experimentado en el pasado dentro de un contexto sanitario normal sin perturbaciones iguales a las generadas por el Covid-19.

#### 4.3.7 Comparación con índices bursátiles europeos y americanos

Los Índices bursátiles a nivel mundial experimentaron aumentos y descensos significativos en el año 2020, con incrementos entre el 11%-14%. Este comportamiento estuvo caracterizado por altos niveles de volatilidad marcado por una fuerte caída en el mes de marzo y una posterior recuperación que fue especialmente provocada por el buen desempeño de los mercados bursátiles estadounidense, japoneses, y de los mercados emergentes de Asia como el de China. La explicación de estos aumentos tras las caídas intensas a inicios de año fue gracias a diversos factores, incluyendo las políticas monetarias expansivas implementadas por los bancos centrales, el éxito de china en la lucha contra el virus, y el creciente peso de los sectores y empresas que lograron consolidarse durante la pandemia, sobre todo en Estados Unidos. Ejemplos de estos sectores fueron el sector sanitario o el de las nuevas tecnologías de la

información que buscaron innovaciones en múltiples ámbitos de la economía. Esto demuestra porque el S&P 500 estuvo por encima de todos los índices desde la llegada del virus hasta mitad del año (véase gráfico 32) (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

**Gráfico 32. Principales Índices bursátiles durante el 2020-2021**



Fuente: Banco de España

Analizando la gráfica 32, destaca especialmente en los mercados bursátiles el mes de noviembre donde se puede apreciar una subida general en el conjunto de todos los índices. Estos movimientos alcistas estaban respaldados por los resultados positivos en las pruebas de las recientes vacunas contra el Covid-19. Sin embargo, las bolsas europeas siguieron acumulando pérdidas durante el año, aunque con gran diversidad. El índice Eurostoxx50 experimentó una disminución del 5,1%, aunque, por otro lado, los índices de Holanda crecieron un 3,35%, el portugués un 12,9%, Suiza un 0,9%, y Alemania un 3,6%. En sentido opuesto, Italia disminuyó un 5,4% y Francia un 7,14%. Las mayores pérdidas se observaron en los índices de Reino Unido con un deterioro del 14,3% o Grecia con un 11,8%.

Los mercados estadounidenses experimentaron una notable recuperación después del declive de inicios del año, cerrando el año 2020 en números positivos apoyados por las medidas implementadas por la Reserva Federal, los estímulos fiscales del gobierno y el peso de las grandes empresas tecnológicas. El Dow Jones creció un 7,3%, el S&P 500 un 17,3% y el Nasdaq 100 el cual es un índice compuesto por empresas tecnológicas, incrementó un 47,6%, registrando nuevos máximos históricos y prolongando su racha de once años consecutivos registrando ganancias anuales. En cuanto a los mercados emergentes, estos aumentaron un 16,6% durante todo el año según el índice global MSCI EM, con los índices latinoamericanos registrando los peores movimientos (Bolsas y Mercados Españoles , 2021).

#### 4.4 Impacto de la Guerra de Ucrania

A medida que los mercados se recuperaban de los efectos negativos generados por el Covid-19, emergieron nuevas preocupaciones sobre la estabilidad global. Concretamente, el detonante de estas nuevas inquietudes fue el recién estallido de la invasión ucraniana por parte de Rusia, que aumentó una vez más la ya frágil situación económica mundial. Este conflicto desencadenó tensiones geopolíticas y humanitarias que volvieron a plantear desafíos adicionales para la recuperación económica en curso. En esta parte del trabajo se procederá a

analizar los efectos económicos de la guerra de Ucrania y como esta nueva crisis influyó en los mercados financieros, el comercio internacional y la estabilidad económica a nivel mundial.

Como ya se analizó anteriormente, tras las vacunaciones masivas y el levantamiento de las restricciones en el año 2021, la economía española experimentó una recuperación económica importante que se prolongó hasta inicios de 2022 donde se estancó con el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania. La invasión sobre Ucrania impulsó el repunte de los precios de las materias primas, provocando una intensificación de las presiones inflacionistas y la necesidad de implementar políticas monetarias estrictas. Como resultado, se observó una desaceleración significativa del producto interior bruto español en la segunda mitad del año. En todo caso, la actividad económica demostró ser más resistente de lo que anticipaban previamente los expertos y en el conjunto del año 2022 el PIB real español se situaba en un 5,5% y un 3,5% en comparación con la zona del euro. A esta mejora económica contribuyeron factores como el descenso de los precios energéticos en la segunda mitad del año al haberse calmado la crisis energética acelerada por la invasión ucraniana y que llevó a una moderación progresiva de los niveles de inflación en la segunda mitad del año. Otro factor clave fueron los colchones de ahorros que habían acumulado los hogares durante la pandemia y el repunte de la demanda que se siguió prolongando durante el año 2022 (Banco de España, 2022).

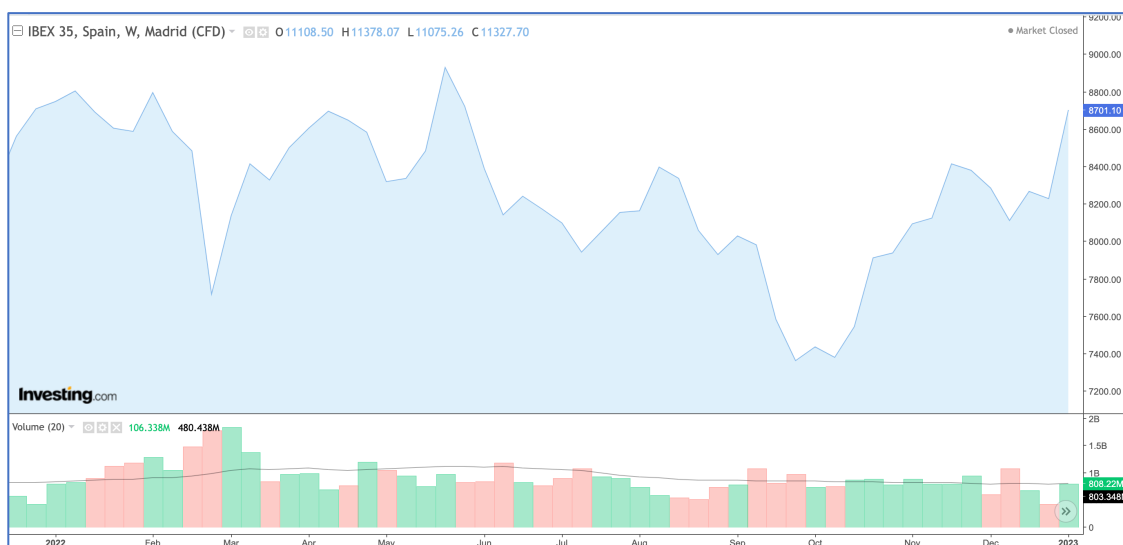
Durante este periodo fue destacable por igual el aumento del empleo en comparación con los años recién finalizada la pandemia, el cual fue favorecido por la moderación salarial y registró el mayor aumento en el número de ocupados acumulados desde el inicio de la pandemia. En términos de composición, el sector de servicios fue el principal motor de este crecimiento durante el año. En contraste, las ramas manufactureras que dependen significativamente del consumo energético se vieron más afectadas por el aumento de los costes energéticos. Este repunte de la inflación en España se intensificó en el 2022 y sorprendió a la economía española por su fuerza y persistencia (Banco de España, 2022).

#### *4.4.1 Pánico En El IBEX35*

En este contexto de altos niveles inflacionarios, los mercados financieros mundiales atravesaron un año sumamente complicado, caracterizado por una progresiva desaceleración económica y caídas en los precios de casi todos los activos de inversión. Estas pérdidas fueron significativas durante gran parte del año, aunque en algunos casos se mitigaron con la recuperación observada en el último trimestre.

Tras una fase de recuperación sostenida en el índice español después de los daños causados por la pandemia del Covid-19, el IBEX-35 experimentó una ola de pánico a principios de 2022. El estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania, junto con las repercusiones económicas que provocaron, elevó la incertidumbre entre los inversores. Justo cuando el índice español se dirigía a recuperar los niveles pre-pandemia, este conflicto junto las consecuentes sanciones internacionales que surgieron a inicios de año, impulsados por los altos niveles de inflación impactaron negativamente a los mercados bursátiles. Como resultado, el IBEX-35 experimentó una notable disminución, sobre todo una caída pronunciada a inicios de año si observamos el gráfico del índice durante el año 2022 (véase gráfico 33), donde el mes de febrero, la misma fecha en la que inicio la invasión ucraniana, el IBEX-35 descendió un 12% (Bolsas y Mercados Españoles, 2023). El gráfico 33 muestra la cotización del IBEX-35 en el año 2022:

Gráfico 33. IBEX-35 2022



Fuente: Banco de España

A pesar de la complejidad del panorama económico y financiero global, la bolsa española mostró cifras anuales superiores al de otros mercados internacionales. Durante el 2022, el IBEX-35 cerró el año con una pequeña caída del 5,65% (véase tabla 4), que se reduce al 2% cuando se considera el IBEX-35 con dividendos que toma en cuenta los pagos efectuados a los accionistas por parte de las empresas del índice. Durante este periodo la economía española había triplicado su PIB, mientras que el valor de las empresas del índice incrementaba al mismo tiempo (Bolsas y Mercados Españoles, 2023). La tabla 4 recoge las cifras del IBEX-35 en el año 2022:

Tabla 4. Cifras del IBEX-35 2022

	31/12/20	31/12/21	31/12/22	Variación**	Máximo*	Fecha	Mínimo*	Fecha
IBEX 35	8.073,70	8.713,80	8.229,10	-5,56%	8.933,60	27-may	7.261,10	12-oct
IBEX 35 con dividendos	24.262,00	26.878,00	26.332,90	-2,03%	27.983,60	27-may	23.061,70	12-oct
IBEX MEDIUM CAP	12.715,90	13.815,40	12.798,50	-7,36%	13.890,60	5-ene	11.580,20	29-sept
IBEX SMALL CAP	8.098,10	8.241,80	7.185,20	-12,82%	9.000,90	8-jun	6.535,90	12-oct
IBEX TOP DIVIDENDO	2.174,00	2.498,70	2.527,90	1,17%	2.806,10	27-may	2.266,30	12-oct
FTSE4Good IBEX	8.411,30	9.267,40	8.795,90	-5,09%	9.630,80	30-may	7.739,90	12-oct
FTSE Latibex Top	4.364,50	4.952,30	5.340,80	7,84%	6.479,30	12-abr	4.889,00	6-ene
FTSE Latibex Brasil	9.793,30	10.611,10	11.196,80	5,52%	14.848,50	12-abr	10.351,50	6-ene
IBEX GROWTH MARKET 15	2.312,80	2.432,40	2.381,60	-2,09%	2.497,10	12-may	1.972,80	7-mar
IBEX GROWTH MARKET All Share	1.794,90	1.984,30	1.967,30	-0,86%	2.058,10	30-may	1.739,50	7-mar

Fuente: Banco de España

Analizando la tabla 4 se puede observar como las grandes y medianas empresas tuvieron un desempeño superior que las pequeñas empresas durante el 2022. El índice IBEX Medium Cap registro una pérdida del 7,4%, mientras que el IBEX Small Cap, en el cual se encuentran las empresas pequeñas, registro un descenso superior del 12,8%. La estructura sectorial del mercado permitió un mejor desempeño en términos relativos del mercado español, donde a cierres del 2022, el IBEX Bancos creció un 12,96% y el IBEX Energía un 5,96%. La capitalización de mercado del conjunto de las empresas del IBEX-35 se mantuvo por encima

del billón de euros, registrando 1,03 billones al cierre del ejercicio económico y resultando en una caída del 4,9% respecto al año anterior. Los sectores cuya capitalización aportaron más al desempeño del IBEX-35 fueron el petróleo y la energía, y los servicios financieros (Bolsas y Mercados Españoles, 2023). Aun con todos los obstáculos durante el 2022, los dividendos de las empresas cotizadas en la bolsa española siguieron teniendo una gran relevancia internacional. En el conjunto del año, la retribución directa al accionista del IBEX-35 fue de 25.973 millones de euros y suponiendo un incremento del 26,9% respecto al año anterior (Bolsas y Mercados Españoles, 2023).

#### 4.4.2 Hiperinflación De MMPP

A partir de las fases finales de la pandemia ya se preveía una recuperación económica global con la reapertura de la economía y la eliminación de las restricciones de movilidad. Este relanzamiento económico estuvo caracterizado por niveles crecientes de la inflación general debido a los altos niveles de demanda globalmente. Simultáneamente, a esta creciente inflación se le unió los impactos provocados por la reciente invasión a ucrania sobre los precios de las materias primas que crecieron significativamente, los cuales afectaron negativamente a la economía española. Entre los motivos que provocaron esta hiperinflación de las materias primas destacan:

- **Importancia de Rusia y Ucrania en el mercado global de las MMPP**

Ambos países involucrados en el conflicto armado son productores y exportadores de materias primas esenciales en el mercado global. Rusia es uno de los mayores productores de petróleo y gas natural mundialmente junto con Ucrania, que también posee algunas reservas de estas materias primas, aunque de menor tamaño. Ucrania también es uno de los países con mayores exportaciones de cereales como el trigo y el maíz en el mundo. El inicio de la invasión afectó la oferta global de estos productos.

- **Sanciones económicas e interrupción en la cadena de suministro**

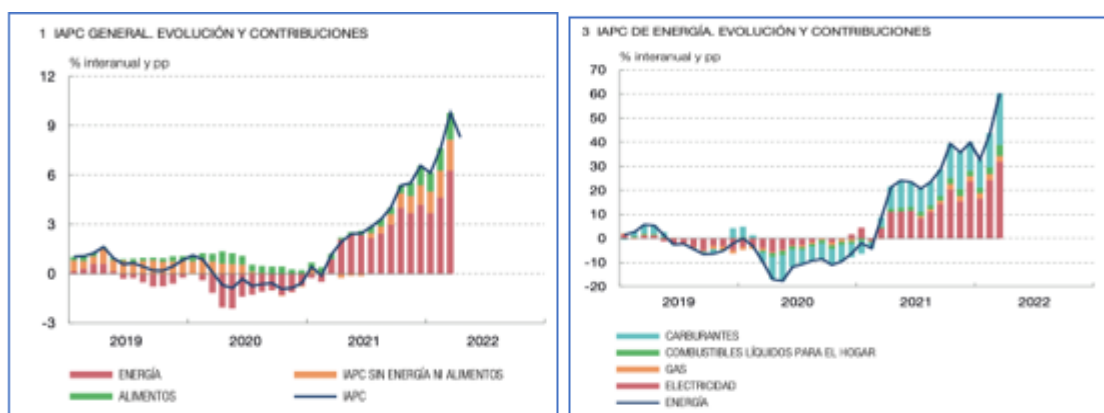
Las sanciones impuestas por los distintos gobiernos y entidades occidentales y norteamericanas a Rusia limitaron las cantidades de materias primas disponible en el mercado global, conduciendo a un aumento exponencial de los precios de estos productos. Estas sanciones también provocaron disrupciones en las cadenas de suministros que dificultaron el transporte y distribución de estas. Como consecuencia, este desequilibrado flujo de las materias primas aumentó los costes de transporte.

- **Encarecimiento de la energía**

Dado que Rusia es un proveedor clave de gas natural en Europa. La interrupción en el suministro de este producto y la incertidumbre sobre su disponibilidad en el futuro causaron un disparo al alza en los precios del gas y del petróleo.

El gráfico 34 refleja la evolución del IAPC durante el periodo 2019-2022 y la influencia de los precios energéticos en este indicador económico:

**Gráfico 34. Evolución del IAPC 2019-2022**



**Fuente: Banco de España**

Analizando el gráfico 34 se puede apreciar como desde inicios de 2021 la inflación fue registrado niveles cada vez más altos, impulsado sobre todo por los precios de la electricidad y de los derivados del petróleo. Este encarecimiento del gas y del petróleo que se observa desde inicios 2021 e intensificados por el conflicto geopolítico influyeron notablemente en los precios minoristas de la electricidad en España con una intensidad muy por encima que en el caso de otros países de la Unión Europea. Asimismo, los precios en los mercados de hidrocarburos y algunos metales registraron una mayor presión por la invasión. Esto causó que factores que en primera instancia era considerados transitorios adquirieran más fuerza, incrementando la probabilidad de su transmisión a otras variables de la economía y que podrían generar efectos negativos sobre la actividad global. En particular, la prolongación de los altos precios de los insumos limitó la capacidad de absorberlos por las empresas y se tradujo en una mayor incorporación sobre los precios finales. En este contexto donde los trabajadores vieron reducido su poder adquisitivo real, una extensión de la inflación inquietaba a las economías globales sobre posibles nuevas demandas salariales y, por consiguiente, un aumento de los costes laborales que daría lugar al fenómeno económico conocido como los efectos de segunda vuelta (Banco de España, 2021).

Este fenómeno aparece cuando una alteración inicial en la economía desencadena una serie de reacciones indirectas que impactan sobre otras variables económicas. En un contexto inflacionario, este hecho supone que, ante un incremento de los precios de ciertos bienes, puede llevar al incremento de los costes de transporte y producción de otra amplia gama de productos. Esto obliga a las empresas a trasladar estos elevados costes operativos a los precios finales de sus productos, generando una inflación adicional. Por otro lado, los hogares y oferentes de trabajo pueden exigir aumentos salariales para compensar los altos niveles de inflación y causando como consecuencia un ciclo inflacionario.

En resumen, esta hiperinflación de las materias primas iniciada tras la recuperación de la pandemia e intensificada por los conflictos geopolíticos provocados por la Invasión Ucraniana desencadenaron una serie de efectos negativos sobre la economía global, en especial países europeos, que afectó tanto a las empresas como a los mercados bursátiles.



#### 4.4.3 Políticas Monetaria

Las prolongadas presiones inflacionistas generadas por la reapertura económica tras la pandemia e intensificada por la invasión provocaron que el BCE iniciara un proceso de endurecimiento de sus políticas monetarias para alcanzar su objetivo de garantizar una estabilidad de los precios y así poder mantener los niveles de inflación en la eurozona en un 2% en el medio plazo. Este ajuste de la subida en los tipos de interés fue el más intenso y rápido en la historia de la UEM. Aunque este endurecimiento de su política monetaria implicaba costos en el corto plazo con una disminución de la actividad económica, equilibrar los precios era la mayor contribución que el Banco Central podía hacer con el fin de asegurar un crecimiento económico sostenible en el largo plazo. Por ende, el BCE esperaba que la inflación se mantuviera en niveles elevados hasta finales de año y durante el resto de 2023, aunque en un panorama con políticas monetarias contractivas, podría acercarse al objetivo del 2% (Banco de España, 2022).

Esta reducción se basaría en varios factores como: la desaparición de los efectos relacionados con la reapertura económica, las anteriores interrupciones en la oferta y la depreciación del euro. Además, se esperaba que una posible caída en los precios energéticos, una apreciación del tipo de cambio y una moderación de la demanda interna influenciada por las decisiones de política monetaria podrían influir notablemente en la lucha contra la inflación. Sin embargo, estas perspectivas estuvieron marcadas por una alta incertidumbre debido a la eventual duración de la invasión ucraniana. Si las tensiones en los mercados por los efectos de la guerra se prolongaran en el futuro, se esperaba que se endurecieran más las condiciones crediticias más de lo esperado. No obstante, sí en cambio las recientes interrupciones en la oferta continuaran revirtiéndose, se anticipaba una mejora en la confianza y un crecimiento superior al previsto por el BCE (Banco de España, 2022).

Una de las primeras acciones fue la compra neta de activos por parte del BCE que finalizaron en el mes de marzo. Esta herramienta es muy utilizada por los bancos centrales para influir en las condiciones financieras y económicas generales. Este mecanismo tenía como objetivo llegar a una normalización de las condiciones financieras a través de la eliminación de los estímulos monetarios que se habían generado los años anteriores en un contexto de niveles de inflación que estaban dentro del rango deseado por el BCE. Una vez finalizada la compra neta de activos, se inició un aumento de los tipos de interés oficiales. En julio de 2022 se produjo el primer incremento después de más de una década, con aumentos de 50 puntos básicos, lo que dirigió a los tipos de interés fuera de los niveles negativos que ya venían situándose durante varios años. A partir de entonces, debido a la gran incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación, el BCE adoptó un enfoque en el que las decisiones se tomarían en función de los nuevos datos recibidos. En total, hasta finales de 2023, los tipos de interés oficiales incrementaron 375 puntos básicos (Banco de España, 2022).

Después de estos cambios, las tasas de interés oficiales pasaron a situarse en una posición restrictiva y un entorno caracterizado por expectativas de inflación continuamente elevada. Con el objetivo de mejorar esta subida en los tipos de interés, el BCE decidió ajustar los criterios de las operaciones de refinanciación a largo plazo (TLRO por sus siglas en inglés) que hemos mencionado anteriormente. Esta modificación tenía como objetivo incentivar los reembolsos anticipados de los saldos pendientes y contribuir a agilizar la reducción del balance del Eurosistema. En este contexto, el BCE afirmó su compromiso de asegurar una transmisión homogénea de su política monetaria en todos los países de la zona euro, con la finalidad de

evitar que se generara una fragmentación financiera injustificada en los mercados financieros (Banco de España, 2022).

En definitiva, este panorama inflacionario presentó un nuevo desafío significativo para el BCE una vez finalizada la pandemia. En vista de esto, desde el consejo del BCE se aclaró que sus políticas monetarias futuras dependerían de las evaluaciones sobre las perspectivas inflacionarias y en función de los recientes datos económicos y financieros que fueran emergiendo, así como por la evolución de la inflación subyacente y el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En cualquier caso, estas medidas buscarían garantizar que los tipos de interés se situaran en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo necesario para lograr que la inflación regresara al objetivo del 2%.

#### *4.4.4 Análisis Del Sector Energico*

Como se ha expuesto anteriormente, unos de los mayores impactos generados por la guerra entre Rusia y Ucrania fueron las profundas alteraciones en el sector energético. El conflicto bélico no solo generó una crisis humanitaria, sino que también alteró drásticamente los mercados energéticos, afectando la producción y suministro de las principales fuentes de energía. Antes del conflicto, el mix energético de la economía europea, incluyendo la española, dependían en gran medida de los combustibles fósiles, que representaban casi tres cuartas partes del consumo total de energía. Aunque las fuentes de energía renovables venían incrementado su peso en el mix energético español, los combustibles fósiles seguían representando cerca del 70% del consumo energético primario. Dentro de los combustibles fósiles, el petróleo seguía ocupando la primera posición en cuanto a su uso, seguido por el gas natural. Durante este periodo, las energías renovables representaban el 16% del consumo energético primario español y el 18% de la Unión Europea (Banco de España, 2022).

Diversos factores contribuyeron a este cambio en la forma que se transformaba la energía, entre los cuales destacan el aumento en la generación de electricidad mediante fuentes renovables. Entre el año 1991 y 2022, la utilización de energías renovables para la generación eléctrica aumentó y representó el 38% del total de España y el 47% de la Unión Europea. Por otro lado, el gas natural fue adquiriendo más importancia para la producción de electricidad, mientras que el uso del petróleo y carbón ha ido disminuyendo. A nivel europeo, España destacaba por un mayor uso relativo de petróleo debido al alto consumo del sector de transporte en el país, el cual demanda aproximadamente tres cuartas partes del total de esta materia prima. Antes del inicio de la guerra en Ucrania, la proporción del petróleo en el mix energético primario español era significativamente superior al promedio de la UE, representando un 46%. El consumo de gas natural en España era comparable al de la UE, representando alrededor de un 24% del total, aunque con una composición diversa. En el 2021, la demanda de gas era mayor para la producción de electricidad y, entre los usuarios finales, principalmente la industria. Entre los años 2021 y 2022, más del 50% del consumo final de gas en España fue por parte de la industria, debido en parte al notable peso del sector químico y de la construcción en la estructura productiva española. Por otro lado, el consumo de gas natural por parte de los hogares españoles era relativamente bajo, representando alrededor de un 24% del consumo final y muy superior que la UE con un 41% (Banco de España, 2022).

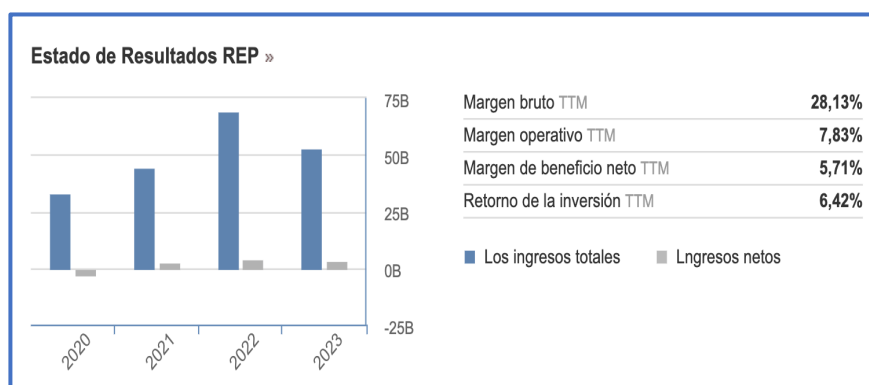
Es relevante señalar que la dependencia energética externa de la UE aumentaba constantemente y superaba la de las principales economías mundiales. Entre el Covid-19 y el estallido de la en Ucrania, el porcentaje de energía consumida en la UE aumento un 60%. Esta dependencia energética de la UE hacia países terceros incluso llego a superar la de Estados

Unidos que ha sido de los principales exportadores de productos energéticos y China que en este mismo periodo solo importaba un 22% de su consumo final de energía. Concretamente en España, las importaciones de energía estaban más diversificadas en comparación con la UE. Durante el 2021, el valor del índice utilizado para medir la concentración de importaciones energéticas de terceros países situó a España un 70% por debajo del valor mediano observado para el conjunto de los países de la UE. No obstante, la dependencia energética de España respecto al exterior era superior al de la UE y venía creciendo durante las últimas décadas. En España, el porcentaje de energía importada de países fuera de la UE aumento hasta un 70% a finales de 2021, situando a España en el quinto intervalo superior de las economías europeas con mayor dependencia externa. Como mecanismos de defensa ante esta crisis energética, las autoridades actuaron de forma decidida ante la invasión rusa sobre Ucrania y a los efectos que generaron implementaron un amplio abanico de medidas. En España, principalmente establecieron ayudas del estado que flexibilizaron la concesión de subvenciones y préstamos a los sectores más perjudicados por esta crisis. En cuanto a la UE, se lanzó el programa REPowerEU que buscaba diversificar las fuentes de suministro de combustibles de la UE, aumentar los niveles de reservas de energía, pero, sobre todo, fomentar el uso de las energías renovables con el objetivo de disminuir la dependencia de fuentes energéticas frente a países terceros (Banco de España, 2022)

A pesar de que la mayoría de los sectores se vieron afectados por esta crisis energética, algunos sectores y empresas de la misma forma que sucedió con el COVID lograron beneficiarse de este contexto de inestabilidad, pero ahora con los aumentos de los precios energéticos. Grandes empresas productoras de energía como Repsol, Iberdrola, Naturgy, Endesa entre otras, registraron sus mayores ganancias históricamente durante este periodo de crisis energética. A modo de estudio analizaremos la empresa Repsol ya que fue una de las beneficiadas por este contexto. Según el informe anual de la empresa para el año 2022, las interrupciones en la cadena de suministro energético, en este contexto volátil y de evolución incierta con aumentos de los precios energéticos y, en general, con la intensificación de los procesos inflacionarios aumentaron notablemente la demandó de los productos de la empresa.

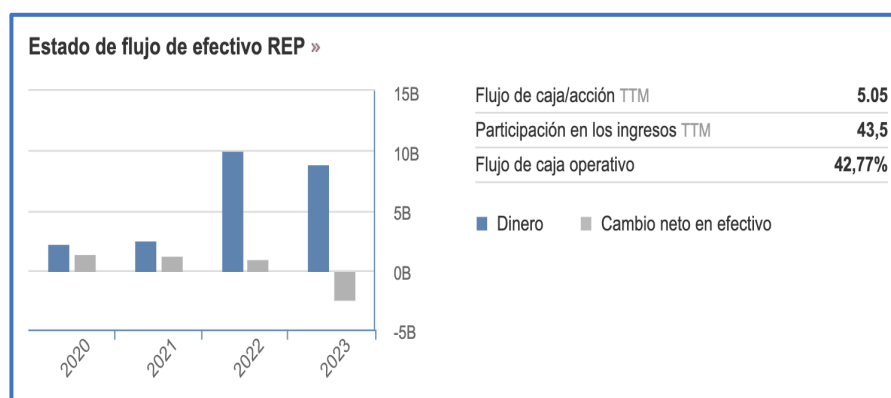
Los gráficos 35 y 36 muestran el estado de resultado y el flujo de efectivo que registro la empresa española durante este periodo:

**Gráfico 35. Margen de Beneficios Repsol**



Fuente: Investing

Gráfico 36. Flujo de Efectivo de Repsol



Fuente: Investing

La tabla 5 muestra la cuenta de resultados de Repsol en el periodo 2020-2023:

Tabla 5. Cuenta de Resultados Repsol 2020-2023

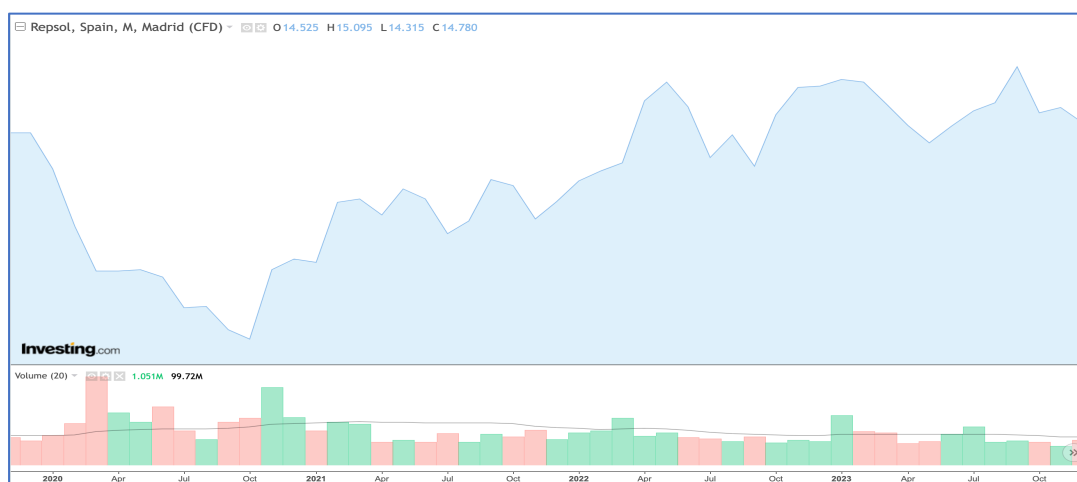
Final del periodo:	2023 31/12	2022 31/12	2021 31/12	2020 31/12
<b>Los ingresos totales</b>	53118	69291	44529	33282
Ganancia	53118	69291	44529	33282
Otros ingresos, total	-	-	-	-
Costo de ingresos, total	38272	50866	32512	26015
<b>Beneficio bruto</b>	14846	18425	12017	7267
<b>Gastos totales de operación</b>	48518	61052	40364	35779
<b>Ingresos de explotación</b>	4600	8239	4165	-2497
Ingresos (gastos) por intereses, netos no operativos	-	-	801	-369
Ganancia (Pérdida) en Venta de Activos	4	77	10	-
Otros, Neto	231	982	-174	-438
<b>Utilidad neta antes de impuestos</b>	4365	7180	4329	-3304
Provisión para impuestos sobre la renta	1081	2835	1801	dieciséis
<b>Utilidad neta después de impuestos</b>	3284	4345	2528	-3320
Interés minoritario	2873	679	380	31
Equidad en afiliados	-	-	-	-
Ajuste de los PCGA de EE. UU.	-	-	-	-
<b>Utilidad neta antes de partidas extraordinarias</b>	3168	4251	2499	-3289
Total de partidas extraordinarias	-	-	-	-
<b>Lngresos netos</b>	3168	4251	2499	-3289

Fuente: Investing

Observando las cifras de la tabla 5 registradas por la empresa se puede apreciar como los datos financieros de la empresa española empezaron a aumentar significativamente desde finales de la pandemia y el inicio de la crisis energética. En el año 2022, la empresa obtuvo 4.251 millones de euros en beneficios neto, lo que supuso un aumento de los ingresos en un 34% respecto al año anterior. Cabe destacar que estos beneficios netos incluyen los gastos por impuestos más grande en la historia de la empresa, luego de que la empresa tuviera que pagar 11.923 millones de euros en impuestos. Esta mejora en los ingresos fue debido a los buenos resultados de explotación y producción de la empresa, marcados por la subida de los precios de crudo y gas, el aumento de los márgenes y de la producción de los negocios de refino de la empresa. El EBITD de la empresa creció en este periodo un 70% respecto al año anterior. Este aumento permitió a la empresa obtener unos elevados flujos de caja libre y el flujo de caja de las operaciones que la empresa pudo utilizar para aumentar la liquidez y reducir la deuda neta de la empresa que se encontraba en los 2.256 millones de euros (Repsol, 2023).

Este gran desempeño de la empresa española se reflejó por igual en la cotización de sus acciones. Analizando la fluctuación de los precios se puede ver como con el Covid-19 las acciones caerían drásticamente un 60% (véase gráfico 37), pero una vez finalizada la pandemia, con la reapertura económica del país y la creciente presión inflacionaria las acciones de la empresa empezaron a recuperarse hacia a los niveles pre-pandemia. Entre el periodo de 2021-2022, las acciones de Repsol crecieron más de un 100%, llegando a niveles que no alcanzaba desde el año 2010 y superando la media del IBEX-35 y de las compañías comparables pertenecientes al sector Oil&Gas que igualmente se vieron positivamente impactadas por la recuperación de la demanda y el aumento de los precios. En el año 2022 las retribuciones a los accionistas fueron superiores a las de la era Pre-COVID sin una crisis energética, creciendo un 6.77% en comparación al año 2020 (Repsol , 2023). El gráfico 37 muestra la evolución de Repsol durante el periodo 2020-2023:

**Gráfico 37. Repsol 2020-2023**



Fuente: Investing

En definitiva, la crisis energética de 2021-2022 tuvo un impacto significativo en la economía española y el resto de los países europeos dependientes de productos energéticos provenientes de Rusia u otros países fuera de la UE. Sin embargo, este fenómeno impulsó un cambio estratégico tanto en España como en todos los países europeos en general, fomentando grandes inversiones en energías renovables y tecnologías de eficiencia energética. Como resultado, España inició campañas y programas con la misión de reorientar sus políticas energéticas hacia una mayor estabilidad y resiliencia, afrontando y adaptándose a los desafíos causados por la crisis.

## VII. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DEL IBEX35 FRENTE AL DE LOS SELECTIVOS DE EUROPA Y DE ESTADOS UNIDOS

Todos los factores macroeconómicos y geopolíticos causados por la finalización de la pandemia y la reciente guerra entre Rusia y Ucrania impactaron fuertemente a todos los mercados bursátiles en el 2022. Al cierre del año, los principales índices bursátiles globales registraron pérdidas de alrededor del 19%, oponiéndose a las ganancias obtenidas el año anterior de un 15%.

Los gráficos 38-41 muestran la fluctuación de los principales índices bursátiles tanto a nivel europeo, norteamericanos y asiático:

**Gráfico 38. Eurostoxx 50 2021-2022**



Fuente: Trading View

Las pérdidas en las bolsas europeas fueron ligeramente menores que el promedio anual, con el Eurostoxx-50 y el STOXX EUROPE 60 disminuyendo un 12% en el año 2022. Este desempeño se vio favorecido por el comportamiento relativamente mejor de índices europeos como el portugués (+2,8%), el ATHEX griego (+4,1%), el FTSE inglés (+0,9%), el IBEX español (-5,6%) y el CAC francés (-9,5%), así como por sectores como el bancario, cuyo índice continental perdió algo menos del 5%. Con rendimientos inferiores al Eurostoxx 50 (-11,7%) se encuentran índices nacionales como el DAX alemán (-12,6%), el SMI suizo (-16,7%), el MIB italiano (-13,3%) y el ATX austriaco (-19,1%) (Bolsas y Mercados Españoles, 2023).

**Gráfico 39. Dow Jones 2021-2023**



**Gráfico 40. S&P 500 2021-2023**



**Gráfico 41. NASDAQ 2021-2023**



Fuente: Trading View

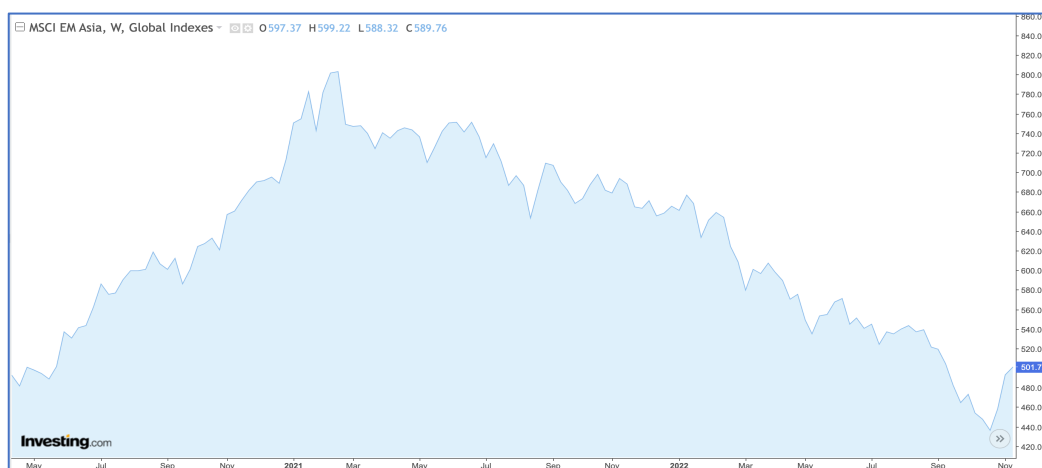
Después de que los mercados norteamericanos, lo más influyentes en los índices mundiales, marcaron récords históricos por varios años consecutivos, el año 2022

experimentaron fuertes caídas en todos sus índices. Esta breve recesión económica de la economía se debió sobre todo a las subidas de los tipos de interés de referencia por parte de la Reserva Federal para combatir la creciente inflación que alcanzaba máximos históricos. Este aumento provocó un menor desempeño en las empresas que componen los índices estadounidenses luego de que esta subida de los tipos se tradujera en costes elevados de financiación e inversión de las empresas, al mismo que tiempo que se redujeron los márgenes de ganancias, afectando los resultados empresariales y, en consecuencia, disminuyendo el valor de las acciones.

Estos factores se reflejaron en los mercados principales del país con pérdidas significativas, pero con comportamientos heterogéneos según los índices. Mientras que el Dow Jones, compuesto por las 30 principales compañías norteamericanas, descendió un 8,8%. El S&P 500 cayó un 19,4% y el índice Nasdaq 100, compuesto por empresas tecnológicas, registro pérdidas de hasta un 33%, finalizando la racha de 12 años consecutivos cerrando con ganancias (véase gráfico 39-41). La principal causa de esta caída fue el impacto del alza de los tipos de interés en la valoración de las empresas tecnológicamente líderes en el mercado (Bolsas y Mercados Españoles, 2023).

El otro gran foco de pérdidas en los mercados bursátiles mundiales en este periodo fueron las caídas pronunciadas en los mercados emergentes asiáticos, con las bolsas chinas en cabeza. El MSCI Emerging Markets Asia (véase gráfico 42), que mide el desempeño de los mercados emergentes asiáticos, caía un 22,4%, influenciado por el Hang Seng de Hong Kong con una disminución del 15,5% y el DJ Shanghai con un -17,7%. En China, el enfriamiento económico, las políticas de COVID que persistieron y un intervencionismo estricto de las autoridades sobre las principales empresas del país tuvieron un peso negativo en las valoraciones de los índices del país asiático (Bolsas y Mercados Españoles, 2023). El gráfico 42 muestra la evolución de los Mercados Emergentes Asiáticos en el periodo 2021-2022:

**Gráfico 42. MSCI Mercados Emergentes Asiáticos**



Fuente: Investing

## CONCLUSIONES

En definitiva, el análisis realizado sobre el IBEX-35 y los índices bursátiles mundiales en general revela una serie de desafíos y obstáculos que marcaron la evolución de los mercados bursátiles en el periodo estudiado. Antes del inicio de la pandemia del Covid-19, el índice de referencia español ya estaba siendo impactado en su desempeño por las consecuencias de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Este conflicto comercial generó grandes incertidumbres en los mercados bursátiles globales, incluyendo el español.

Con la llegada de la pandemia del Covid-19, tanto el IBEX-35 como el resto de los índices bursátiles sufrirían caídas aún más pronunciadas y relevantes, con el índice español descendiendo un 15% aproximadamente en el año 2020. Las medidas de confinamiento, las restricciones de movilidad, la reducción de la actividad económica debido a la interrupción de las cadenas de suministros y la incertidumbre sobre la duración y el impacto de la pandemia llevaron a los mercados a los deterioros más profundos en la era moderna. En su conjunto los principales índices bursátiles globales registraron caídas que oscilaron aproximadamente entre un 27% y 38%. Esta situación económica se reflejó rápidamente en grandes olas de volatilidad en los índices bursátiles. No obstante, con las campañas de vacunación masivas tras el desarrollo de varias vacunas contra el virus, a medida que avanzaba el 2021 el panorama económico empezó a ser más optimista. La reapertura de la economía y los estímulos económicos implementados por los gobiernos y bancos centrales contribuyeron en una notable recuperación de los índices bursátiles, como el IBEX-35, el cual pudo recuperarse en un 5,4% aproximadamente y alcanzó los 8.700 puntos, logrando llegar a niveles cercanos a los de pre-pandemia de los 9.000 puntos. Mientras que otros índices bursátiles incluso llegaron a alcanzar nuevos máximos históricos al finalizar la pandemia, ejemplo de esto fueron índices norteamericanos como el Nasdaq-100, que logró crecer más de un 100% aproximadamente y registro los niveles más altos históricamente del índice.

Posteriormente, esta recuperación de los mercados bursátiles fue interrumpida una vez más por un nuevo obstáculo económico, específicamente la crisis energética e inflacionaria del periodo 2021-2022. La disparada reapertura de la economía y la eliminación de las restricciones de movilidad por la pandemia generaron una demanda económica que superaba significativamente la oferta real disponible. Esto desencadenó una serie de efectos negativos en el que destacó notablemente las crecientes presiones inflacionarias junto con un aumento de los costes energéticos como consecuencia de la invasión a Ucrania, que azotaron una vez más contra el desempeño de los índices bursátiles y frenaron de nuevo la recuperación de los mercados bursátiles. Aunque cabe destacar que, aun en medio de estos momentos desafiantes para los mercados bursátiles, se pudo observar como algunos sectores como el energético y farmacéutico consiguieron mantener un rendimiento notable ante las adversidades.

Estos hechos demostraron y validan como la evolución general de la economía de un país está estrechamente correlacionado con el desempeño de los mercados bursátiles, y como en un mundo cada vez más globalizado las economías están conectadas entre sí, lo que significa que acontecimientos económicos, políticos o sociales en un país en específico tienen repercusiones en todos los mercados bursátiles mundiales. Buenos ejemplos que corroboran esto fueron eventos como la crisis comercial entre Estado Unidos y China, la pandemia del Covid-19 y la guerra entre Rusia y Ucrania. Por otro lado, estos acontecimientos resaltan la importancia de la psicología y subjetividad de los inversores para comprender el desempeño de



los índices bursátiles y la economía en general. El comportamiento de los inversores, guiados por la confianza, miedo o especulación influyen notablemente en el desempeño de los mercados bursátiles. Esta interacción entre psicología de los inversores y la evolución de la economía en general resalta gran parte del funcionamiento y comportamiento de los mercados financieros en general.

Con todo lo expuesto durante la investigación no cabe duda de que hay una gran importancia en tener una buena comprensión sobre el comportamiento de los mercados bursátiles y las variables que afectan en su desempeño por parte de aquellas personas que estén interesados en introducirse en los mercados financieros. Por esto algunas recomendaciones útiles para aquellos interesados en el tema es la necesidad de desarrollar una educación financiera continua para poder adquirir conocimientos sobre el papel clave que juega el análisis técnico y fundamental en el mundo bursátil, pero saber identificar que no solo estos análisis son los únicos necesarios para poder entender los mercados, sino que también como ya se demostró en el trabajo hay que analizar y comprender por igual el contexto macroeconómico en el que se desarrollan los índices bursátiles. Donde factores geopolíticos o eventos excepcionales como el Covid-19 y la invasión ucraniana pueden alterar drásticamente variables que influyen sobre los mercados bursátiles como las magnitudes macroeconómicas, las políticas monetarias y fiscales y que condicionan la psicología de los inversores. En conclusión, es fundamental que aquellos lectores interesados en el mundo bursátil tengan estos factores en cuenta a la hora de operar en ellos y estén capacitados para afrontar posibles situaciones similares a las estudiadas en el futuro.

## BIBLIOGRAFÍA

- Barandalla, I. C. (2018). Conceptos de análisis bursátil. En I. C. Barandalla, *Apuntes de Dirección Financiera II* (págs. 10-16).
- Casas, J. d. (2 de Marzo de 2023). *Business Insider*. Obtenido de <https://www.businessinsider.es/que-es/indice-bursatil-sirve-1184876#Para-que-sirven-los-indices-bursatiles-1673813587309>
- BME. (13 de Enero de 2022). *BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES*. Obtenido de [https://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota-Prensa/20220113/nota\\_20220113\\_1/El\\_IBEX\\_35\\_cumple\\_30\\_anos\\_y\\_se\\_consolida\\_como\\_marca\\_lider\\_de\\_la\\_economia\\_y\\_las\\_empresas\\_espanolas](https://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota-Prensa/20220113/nota_20220113_1/El_IBEX_35_cumple_30_anos_y_se_consolida_como_marca_lider_de_la_economia_y_las_empresas_espanolas)
- Banco Santander. (s.f). *Banco Santander*. Obtenido de <https://www.bancosantander.es/glosario/ibex-35#:~:text=El%20Ibex%2035%20muestra%20el,durante%20los%20%C3%BAltimos%20veinte%20a%C3%B1os.>
- Blanco, I. (4 de Diciembre de 2023). *elEconomista* . Obtenido de <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/12567139/12/23/el-ibex-35-cerrara-el-primer-ano-de-toda-su-historia-sin-cambiar-de-empresas.html#:~:text=En%20las%20tres%20d%C3%A9cadas%20de,vender%20con%20precios%20m%C3%A1s%20estables.>
- Bankinter. (16 de Junio de 2023). *Bankinter*. Obtenido de Bankinter: <https://www.bankinter.com/blog/mercados/mercado-continuo#:~:text=El%20mercado%20continuo%20es%20un,Barcelona%20y%20la%20de%20Valencia.>
- Arias, A. S. (1 de Marzo de 2020). *Economipedia*. Obtenido de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/capitalizacion-bursatil.html>
- Datos macro. (2018). *Datos macro*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/espana?dr=2018-12>
- Banco de España. (2021). *Banco de España*. Obtenido de <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/politica-monetaria-y-estabilidad-precios/que-es-politica-monetaria.html>
- EuriborDiario. (2024). *EuriborDiario*. Obtenido de [https://www.euribordiario.es/#google\\_vignette](https://www.euribordiario.es/#google_vignette)
- Ministerio de Hacienda . (Julio de 2018). *Ministerio de Hacienda*. Obtenido de Ministerio de Hacienda: <https://www.hacienda.gob.es/en-GB/Paginas/Home.aspx>
- BME. (2018). *Bolsas y Mercados Españoles*. Obtenido de Bolsas y Mercados Españoles: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2018#:~:text=Las%20cotizaciones%20en%20la%20Bolsa,derivada%20del%20cambio%20de%20Gobierno.>
- Banco de España. (2019). *Informe Anual 2018*. Madrid: Banco de España . Obtenido de Banco de España.
- Haro, J. L. (4 de Marzo de 2019). *El Economista*. Obtenido de El Economista Web Site: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/9739807/03/19/El-SP-500-aspira-crecer-a-doble-digito-en-2019-tras-las-subidas-de-enero-y-febrero.html>
- Palumbo, D. (9 de Mayo de 2019). *BBC NEWS*. Obtenido de BBC NEWS web site: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-48215625>
- BBC. (6 de Julio de 2018). *BBC NEWS*. Obtenido de BBC NEWS: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-internacional-44735016>
- Bolsas y mercados españoles. (2019). *BME*. Obtenido de BME: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2018/esp/IM2018.pdf>

- Economipedia. (1 de Julio de 2021). *Economipedia*. Obtenido de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/msci-emerging-markets-mercados-emergentes.html>
- Banco de España. (2019). *Banco de España*. Obtenido de Banco de España.
- Caixabank. (2020). *Caixabank*. Obtenido de Caixabank: [https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2020/06/90679-im06\\_20\\_06\\_web\\_ei-ue\\_focus\\_1\\_es.pdf](https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2020/06/90679-im06_20_06_web_ei-ue_focus_1_es.pdf)
- Fernández, M. J. (2021). *Funcas*. Obtenido de Funcas: [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/01/07-2101-Fernandez.indd\\_.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2021/01/07-2101-Fernandez.indd_.pdf)
- Banco de España. (2022). *Banco de España*. Obtenido de Banco de España: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/220223-art-hdc.pdf>
- Banco de España. (2020). *Informe Banco de España 2020*. Banco de España. Obtenido de Banco de España.
- Ministerio de Hacienda. (2021). *Hacienda.gob*. Obtenido de Hacienda.gob: <https://www.hacienda.gob.es/es-ES/CDI/Paginas/FondosEuropeos/Fondos-relacionados-COVID/Next-Generation.aspx>
- Banco de España. (26 de Abril de 2021). *Banco de España*. Obtenido de Banco de España: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/hdc260421.pdf>
- Banco Central Europeo. (28 de Julio de 2021). *Banco Central Europeo*. Obtenido de Banco Central Europeo: <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/pepp.es.html>
- Banco de España. (2021). *Banco de España*. Obtenido de Banco de España: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/20/Fich/do2026.pdf>
- Banco Central Europeo. (Marzo de 2021). *Banco Central Europeo*. Obtenido de Banco Central Europeo: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Informe%20trimestral/21/Recuadros/Fich/be2103-it-Rec4.pdf>
- Banco de España. (2021). *LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2020 Y 2021 SEGÚN LA CENTRAL DE BALANCES*. Banco de España.
- MSCI. (2024). *MSCI World Pharmaceuticals, Biotechnology and Life Sciences Index*.
- Diariofarma. (16 de Febrero de 2022). *Diariofarma*. Obtenido de Diariofarma: <https://diariofarma.com/2022/02/16/rovi-y-moderna-colaboraran-durante-los-proximos-10-anos-en-la-fabricacion-de-farmacos-arnm>
- Laboratorios Farmacéuticos Rovi. (24 de febrero de 2021). *Rovi*. Obtenido de Rovi: [https://www.rovi.es/sites/default/files/03\\_02\\_Resultados%202020\\_Nota%20de%20prensa\\_1.pdf](https://www.rovi.es/sites/default/files/03_02_Resultados%202020_Nota%20de%20prensa_1.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles . (2021). *Informe anual 2020*. BME.
- Banco de España . (2022). *Banco de España* . Obtenido de Banco de España : [https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual\\_2022.pdf](https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual_2022.pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles. (2023). *Bolsas y Mercados Españoles*. Obtenido de Bolsas y Mercados Españoles: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2022/esp/Informe-Mercado-BME-2022.pdf>

Repsol . (2023). *Repsol* . Obtenido de Repsol : <https://www.repsol.com/content/dam/repsol-corporate/es/accionistas-e-inversores/informes-anuales/2022/informe-gestion-integrado-2022.pdf>

Banco de España. (2019). *Banco de España*. Obtenido de Banco de España: [https://www.bde.es/bde/p/1b9ce068b89fa610VgnVCM10000064de14acRCRD/webbde/GAP/informacion-embargada/InfAnual\\_2018.pdf](https://www.bde.es/bde/p/1b9ce068b89fa610VgnVCM10000064de14acRCRD/webbde/GAP/informacion-embargada/InfAnual_2018.pdf)