

Resumen Ejecutivo

Battilossi, S., Houpt, S. O. and Blanco M.A., "Spanish stock returns, growth, and inflation, 1900-2020", Economic History Review, (2025), pp. 1-35.
<http://doi.org/10.1111/ehr.70058>



Servicio de Estudios BME

Introducción

El estudio presenta el primer análisis exhaustivo de los rendimientos de la renta variable española a lo largo de 120 años, centrándose en su relación con las condiciones macroeconómicas y el rendimiento de las inversiones a largo plazo. Los autores han reconstruido más de un siglo del rendimiento de las acciones españolas a través de un nuevo índice histórico, el H-IBEX, que extiende la serie IBEX-35 hasta 1900. Utilizando datos archivados de precios y dividendos de la Bolsa de Madrid, analizan cómo interactuaron los rendimientos de las acciones con la inflación, el crecimiento económico y el cambio institucional.

Las acciones españolas obtuvieron un rendimiento real medio de alrededor del 3% anual, muy por debajo del 4-6% observado en otras economías avanzadas debido principalmente a las graves pérdidas durante los períodos de guerra, autarquía e inflación de los años 70-80. Sin embargo, tras la liberalización financiera, la estabilización macroeconómica y la integración europea en los decenios de 1980 y 1990, los rendimientos aumentaron bruscamente hasta el 7-8% en términos reales y la volatilidad disminuyó. El estudio destaca que la evolución de los mercados de capitales de España refleja la modernización económica más amplia del país, lo que demuestra que la fortaleza y estabilidad institucional son claves para el éxito a largo plazo de los inversores.

Metodología "H-IBEX"

Los autores elaboraron un índice original, el "H-IBEX" ("IBEX histórico"), que cubre el mercado español de acciones desde 1900 hasta 1987, enlazándolo sin interrupciones con el actual IBEX-35 (que existe oficialmente desde 1992 y se retrocalcula a 1987). El índice se basó exclusivamente en las acciones ordinarias (*common stock*) de las mayores empresas constituidas en España, ponderadas por capitalización bursátil y ajustadas por operaciones de capital, como *splits*, nuevas emisiones y derechos de suscripción. Luego, lo compararon con el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), disponible desde 1940, y concluyeron que los dos índices mostraban rendimientos y volatilidad casi idénticos, lo que significa que H-IBEX es un largo y muy preciso indicador del mercado español de renta variable y proporciona una reconstrucción histórica realista de lo que el inversor español podría haber poseído en cada período.

Los datos fueron recogidos a partir de anuarios y boletines diarios de la Bolsa de Madrid. Verificaron todas las empresas negociadas en la Bolsa cada enero de cada año. Si una empresa hubiese salido de bolsa, se hubiera fusionado o fallado de alguna manera, desaparece del índice al año siguiente y es sustituida por otra nueva. Luego, las clasificaron por capitalización de mercado. El número de empresas que estaban en el H-IBEX era el siguiente: a principios del siglo XX, el índice tenía unas 10 empresas.

En la década de los treinta, el número era de 34 y a partir de 1940 se fijó en 35 empresas.

Para evitar señales falsas, excluyeron las acciones que no tenían cambios de precio de más del 90% durante el año, manteniendo solo acciones líquidas negociadas activamente que representaban lo que un inversor realmente podría comprar y vender.

Calculando rentabilidades totales: Para representar lo que los inversores realmente ganaron:

- Agregaron dividendos al índice en el mes en que fueron pagados.
- Asumieron que los inversores reinvertieron inmediatamente dichos dividendos de vuelta en el índice.

Evasión de sesgos: El índice siguió estrictas normas históricas-financieras para evitar distorsiones:

- No hay sesgo de supervivencia: se incluyó a las empresas fallidas o que salieron de bolsa (debido a quiebra o nacionalización) hasta su salida.
- Sin relleno: no "rellenaron" retroactivamente los datos faltantes.
- Ningún sesgo sectorial: aunque, naturalmente, predominaban las grandes empresas, lo que implicaba una cierta sobreponderación - bancos y ferrocarriles (1900-1920), servicios públicos (1930-1960) y también bancos (después de 1970).

Resultados del "H-IBEX":

- Rendimiento nominal total medio: 8,3% anual (7,8% después de impuestos).
- Inflación media: 5,2 % → rendimiento real: 3,1% anual.
- Dividendos: representaron el 56% de los rendimientos totales.
- Se produjeron rendimientos reales negativos en los años 1910, 1930-40 y década de 1970 (períodos de guerra, agitación política y alta inflación).
- Mejores décadas: 1920, 1960, 1980-90 - cuando la liberalización financiera y la estabilidad prevaleció.

Precios reales y actividad económica real

Los autores examinaron si el mercado de valores español se comportó como un indicador prospectivo del rendimiento económico - es decir, si los precios de las acciones aumentaron durante los períodos de expansión y cayeron antes de las recesiones.

Los precios de las acciones fueron fuertemente procíclicos en los "felices años 20", la "Edad de Oro" de la posguerra (1950-74) y por el crecimiento impulsado por la integración europea (1985-2008). Por otro lado, registraron un lento crecimiento o incluso negativo durante la Gran Depresión, la estanflación de los años 70-80 y la Gran Recesión después de la crisis de la deuda bancaria de 2008-12.

Se encontró una relación positiva entre la actividad económica futura y los rendimientos de las acciones durante el período analizado, con las acciones prediciendo correctamente ciclos comerciales con una ventaja de hasta 10 trimestres, pero su poder predictivo fue más fuerte para la inversión que para el PIB. Sin embargo, observaron un menor poder predictivo en el período 1941-84, lo que puede sugerir una disminución de la calidad de la información reportada de los precios de las acciones en un régimen de fuerte represión financiera. A su vez, el poder predictivo de las acciones alcanzó su punto máximo después de mediados del decenio de 1980, con la liberalización financiera, la integración de la Unión Europea y la modernización de las instituciones mercantiles y los participantes, cuando los precios de las acciones y el PIB comenzaron a moverse en tandem, similar al patrón observado en las economías desarrolladas.

El mercado de valores español no empezó a reflejar y anticipar la actividad económica real hasta que las reformas estructurales abrieron, liberalizaron e internacionalizaron el sistema financiero.

El impacto de la guerra civil

A pesar de una contracción del PIB del 31,6% en sólo tres años, el impacto de la guerra sobre los rendimientos de las acciones fue sorprendentemente moderado en comparación con otras grandes crisis del siglo XX. Utilizando el índice H-IBEX reconstruido, los autores mostraron que los inversores que poseían acciones desde julio de 1936 hasta marzo de 1940 habrían experimentado rendimientos totales nominales de alrededor del 36%, en gran parte debido a los dividendos, pero pérdidas reales que oscilaban entre el 2% y el 18% una vez ajustada por la inflación del período de guerra.

Los daños limitados se debieron principalmente a que durante la guerra se suspendió casi por completo el comercio: se cerraron los mercados de valores en los bandos republicanos y nacionalistas, y los inversores no pudieron liquidar sus activos. Esta "congelación" de las carteras evitó ventas por pánico y la realización de grandes pérdidas latentes. Hacia el final de la guerra, los mercados de coros fueron brevemente reabiertos, revelando que los precios de las acciones ya estaban por encima de los niveles de antes de la guerra y que los inversores anticipaban una recuperación.

Ciclos del mercado de valores desde la represión hasta la liberalización

Utilizando un análisis detallado de 29 mercados bajistas y 30 mercados alcistas entre 1900 y 2020, los autores encontraron que el mercado español pasó alrededor del 60% de su tiempo en fases alcistas y 40% en bajistas, con expansiones cada vez más largas y contracciones cada vez más cortas.

Durante el período autoritario (1940-1980), el mercado de valores estaba muy segmentado y era ineficiente: la mala divulgación, la débil regulación y la participación limitada de los inversores mermaban la informatividad de los precios. La negociación se mantuvo baja, a pesar de que se duplicó el número de empresas cotizadas en bolsa, ya que las transacciones fuera de la bolsa y las normas anticuadas restringieron la liquidez.

El punto de inflexión se produjo a finales del decenio de 1980 y principios del de 1990, cuando la entrada de España en la Comunidad Europea y una ola de reformas liberalizadoras (como las instituciones reguladoras modernas, la integración tecnológica de las bolsas y creación de Bolsas y Mercados Españoles) transformaron el mercado en un sistema moderno, transparente e integrado a escala mundial. Como resultado, los ciclos de renta variable se volvieron más volátiles y sincronizados con los mercados internacionales, lo que refleja la transición de España de un régimen financiero cerrado y reprimido a uno liberalizado e internacionalmente competitivo.

Acciones e inflación

El estudio muestra que en períodos como las guerras mundiales, la guerra civil y especialmente la estanflación de los años 70-80, las acciones españolas ofrecían poca protección contra la inflación. Sin embargo, la situación cambió a partir de mediados del decenio de 1980, cuando la entrada de España en la Comunidad Económica Europea y, más tarde, a la Unión Monetaria

trajeron estabilidad monetaria, disciplina fiscal y liberalización financiera. A partir de ese momento, las acciones se volvieron más resistentes a la inflación y generaron ganancias reales sustanciales: los inversores solo necesitaron siete años de tenencia para asegurar rendimientos reales positivos en la mayoría de los casos. El análisis de las cohortes de inversores confirma esta transformación: los que ingresaron al mercado después de las reformas disfrutaron de una apreciación real sostenida de la riqueza en renta variable, revirtiendo décadas de bajo rendimiento.

Rendimiento de la inversión en una perspectiva internacional

El mercado de valores español pasó del aislamiento y la represión a la liberalización y la integración global, pasando de ser uno de los mercados más débiles de Europa a convertirse en uno de los más dinámicos a finales del siglo XX. El punto de inflexión llegó cuando las reformas macroeconómicas e institucionales se alinearon con la apertura de los mercados, confirmando que el rendimiento del mercado de capitales refleja la madurez institucional. La creación de la CNMV, la modernización de los sistemas de negociación y la entrada en la UE fomentaron la transparencia, la liquidez y la inversión directa extranjera (*Foreign direct investment*, FDI por sus siglas en inglés). Desde entonces, la renta variable ha ofrecido rendimientos reales fuertes y estables, haciendo que el mercado español sea comparable a otros sistemas europeos maduros.

Observaciones finales

En una perspectiva más amplia, los autores relacionan sus hallazgos con la narrativa del "Triunfo de los Optimistas" (Dimson, Marsh y Staunton, 2002): a pesar de largos períodos de mal rendimiento, finalmente prosperaron los pacientes inversores que mantuvieron acciones en cartera durante la modernización institucional y económica de España. La lección histórica es clara: la fortaleza institucional, la disciplina macroeconómica y la apertura al capital internacional son los fundamentos del crecimiento sostenido de la renta variable y la confianza de los inversores.

This material has been prepared by Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME), its subsidiaries, affiliates and/or their branches (together, "BME") for the exclusive use of the persons to whom BME delivers this material. This material or any of its content is not to be construed as a binding agreement, recommendation, investment advice, solicitation, invitation or offer to buy or sell financial information, products, solutions or services. The information does not reflect the firm positions (proprietary or third party) of the entities involved in the Spanish Securities Market. BME is under no obligation to update, revise or keep current the content of this material, and is subject to change without notice at any time. No representation, warranty, guarantee or undertaking – express or implied – is or will be given by BME as to the accuracy, completeness, sufficiency, suitability or reliability of the content of this material.

The opinions presented are theoretical and, therefore, the content hereof is intended for informational purposes only and should not be used for portfolio or asset valuations, or as the basis for any investment recommendations. Neither contributing Entities, nor Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S.A.(BME) nor any of its subsidiaries, accept responsibility for any financial loss or decision made based on the information contained in this material. In general, neither Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME) nor any of its subsidiaries, nor the contributing Entities, their directors, representatives, associates, subsidiaries, managers, partners, employees or advisors accept any responsibility for this information or unauthorised use of the same.

This material is property of BME and may not be printed, copied, reproduced, published, passed on, disclosed or distributed in any form without the express prior written consent of BME.

2023 Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. All rights reserved.

BME
Plaza de la Lealtad,1
Palacio de la Bolsa
28014 Madrid
www.bolsasymercados.es