

El comportamiento bursátil de la banca española



UNIVERSITAT DE
BARCELONA

Pere Antoni Taberner Llinàs

Dr. Antoni Garrido Torres

Administración y Dirección de Empresas

Curso 2015/2016

Resumen ejecutivo y palabras clave

Ante la crisis financiera de estos años y la gran volatilidad en la que están sumergidos los mercados financieros, el objetivo de este trabajo es analizar el comportamiento en el mercado bursátil del sector español que más expuesto está a los vaivenes de la economía, el sector bancario. Mediante el análisis de gráficos, tendencias y correlaciones, se identifican los distintos movimientos de las entidades financieras españolas, analizando cuáles se han comportado mejor y cuáles peor. Seguidamente se analiza el sector bancario español en conjunto creando un índice bursátil sectorial. Posteriormente, se realiza una comparación de la banca española en conjunto con los principales europeos y se analizan las diferencias entre los sistemas bancarios más importantes de Europa.

banca española, mercados financieros, sistema bancario, bolsa de valores, comportamiento bursátil

Title, abstract and key words

The stock market behaviour of the main Spanish banks

In recent years there has been an economic crisis and consequently financial markets have been exposed to profound transformations. In light of this, the present paper analyses the behaviour on the stock markets of one of the sectors in Spain that it is most exposed to the changes in economy: the banking system. The first part of the paper examines the behaviour on the stock market of the most important Spanish banks. In order to explore the similarities and differences among these entities, their developmental stages are identified, several graphs are designed, the temporal variations in their shares' prices are computed and correlations between shares and indexes are estimated. Following that, a stock index, which was composed by the main Spanish banks, is developed. This index is compared to the IBEX-35 and the stock index designed by *Banco de España*. Finally, following the same schema employed in the first part, the main Spanish banks with the most important European banking systems are compared. This is made through the development and comparison of a stock index of the banking sector for each selected country. This last part provided an overview that describes, contrasts, and evaluates the Spanish banking system with the main European banking systems.

Spanish banks, financial markets, banking system, stock markets, stock behaviour

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DE LOS GRANDES BANCOS ESPAÑOLES	5
2.1 Contextualización	5
2.2 Evolución de las cotizaciones	8
2.3 Correlaciones entre los bancos españoles y el IBEX-35	13
2.4 El caso de Caixabank y Bankia	16
3. ANÁLISIS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL.....	20
3.1 Construcción del índice bursátil bancario	20
3.2 Índice bancario español	21
4. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS BANCARIOS EUROPEOS	26
4.1 Contextualización	26
4.2 Índices bursátiles de los principales sistemas bancarios europeos.....	28
4.2.1 Índice bancario francés.....	28
4.2.2 Índice bancario alemán	29
4.2.3 Índice bancario italiano	30
4.3 Comparación de los índices bancarios	33
4.3.1 Análisis de variaciones.....	36
4.3.2 Análisis de correlaciones entre índices.....	39
5. CONCLUSIONES.....	40
6. BIBLIOGRAFÍA.....	42
7. ANEXO.....	43

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo principal del presente trabajo es analizar el comportamiento de la banca española en el mercado bursátil. Este propósito general se divide en tres objetivos secundarios: analizar el comportamiento bursátil individual de los principales bancos españoles, analizar el comportamiento del sector bancario español en su conjunto y comparar el comportamiento bursátil del sistema bancario español con los principales sistemas bancarios europeos.

La motivación de este trabajo nace de la curiosidad de poder descubrir por una parte las relaciones que se establecen entre las cotizaciones de distintos valores de un mismo sector, así como las diferencias. Poder ver cómo se han comportado en un periodo dado y las interconexiones que se establecen. Por otra parte, se busca poder ver si los sucesos macroeconómicos y las diferentes decisiones estratégicas de las empresas de un mismo sector afectan en las cotizaciones de las acciones. En las últimas décadas, el gran avance tecnológico en el mundo de las finanzas y el desarrollo global de la economía ha permitido que el público en general, ya sean pequeños inversores, empresas o grandes instituciones, puedan acceder a los mercados financieros con mucha facilidad. Esto ha provocado un gran aumento del volumen de negociación en ellos y un cambio importante en la forma de ser y de funcionar. Han aparecido nuevos mercados y nuevos activos financieros. Todo estos hechos han provocado que sean unos mercados muy volátiles, muy especulativos y con mucha incertidumbre.

La razón de elegir el sistema bancario como sector objeto de este estudio es por la gran problemática que está viviendo estos años de crisis. El sistema financiero español ha sufrido y está sufriendo un proceso de transformación y reestructuración enorme debido a sus ineficiencias y su mala gestión durante la época de expansión. Además, este sector tiene la curiosidad que tanto su negocio como su comportamiento bursátil dependen de las decisiones de una institución independiente, el Banco Central Europeo. El fuerte castigo de la crisis y todos los problemas financieros en los países hace que la volatilidad de la banca en las bolsas sea muy elevada. Todos estos ingredientes hacen que sea un sector muy interesante para analizar su comportamiento en los mercados.

El trabajo está estructurado en tres partes:

La primera parte trata sobre el primer objetivo secundario. A partir de los datos de las cotizaciones diarias de las acciones de los principales bancos españoles, procedemos a analizar su comportamiento mediante la elaboración de distintos gráficos, el cálculo de las variaciones de los precios de las acciones en las principales etapas que hemos detectado en el periodo y finalmente las correlaciones existentes entre los valores. Siguiendo esta línea

resulta interesante comparar la evolución de la banca española con el índice de referencia español, el IBEX-35.

La segunda parte trata sobre el segundo objetivo secundario, en la cual construimos un índice bursátil bancario español con el fin de poder agrupar el comportamiento de todas las entidades elegidas en un solo índice. En esta parte utilizamos precios mensuales de cada entidad para elaborar los índices. El motivo de esta decisión es por la existencia de un índice sectorial que ofrece el Banco de España de forma mensual. De esta forma, una vez creado el índice bancario español, podemos comparar y ver la exactitud con el otro elaborado por una institución importante. Además, en este apartado comparamos el índice sectorial con cada banco para poder ver como se han comportado en relación a su sector y después lo comparamos con el IBEX-35.

La tercera parte se centra en el tercer objetivo secundario y consiste en comparar el comportamiento del sistema bancario español con la principal banca europea. Ante la gran cantidad de entidades financieras en Europa, mediante unos criterios de selección, elegimos los países para nuestro estudio y los bancos más importantes de cada uno de ellos. La forma de proceder es mediante la creación del índice bancario de cada país a partir de las cotizaciones mensuales, se comparara los índices bancarios entre ellos y entre los cuatro índices de referencia de cada país. Por tanto, como podemos ver se analizan sectores bancarios y no bancos. También creamos un índice bancario europeo con todos los bancos seleccionados para ver el comportamiento del sector bancario europeo en conjunto.

Para poder realizar todo el trabajo descrito utilizamos *Thomson Reuters* como la base de datos principal. Allí hemos extraído las cotizaciones diarias de cada banco elegido y de los índices de referencia de cada país. Para la segunda y tercera parte también necesitamos los volúmenes de negociación de cada valor para poder construir los índices. Los datos mensuales necesarios para el segundo y tercer apartado los extraemos a partir de los datos diarios utilizando el *Microsoft Excel 2016*. Recalcar que los datos del índice del sector bancario que ofrece el Banco de España han sido extraídos de su página web. Para las correlaciones y su significación utilizamos el programa *IBM SPSS Statistics 22.0*.

Para poder realizar nuestro análisis en cada uno de los apartados llevaremos a cabo la elaboración de gráficos con fecha base el primer día o mes del periodo de estudio, cálculo de medias móviles para buscar las tendencias y diferenciar las etapas, cálculo de variaciones de las cotizaciones en las etapas detectadas y en todo el periodo. Finalmente, hallaremos las correlaciones existentes entre valores e índices.

2. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DE LOS GRANDES BANCOS ESPAÑOLES

2.1 Contextualización

En el año 2007 estalló una de las mayores crisis de la historia económica, recordando al famoso crac de 1929 en Estados Unidos. Después de una época de expansión económica en las principales economías mundiales, alimentada por la euforia, llegó el estallido de las hipotecas subprime en EEUU, dejando entredicho la solidez y la eficacia del sistema financiero. Este hecho, junto con la caída del banco de inversión *Lehmann Brothers* en septiembre de 2008, fueron los desencadenantes de la actual crisis económica y financiera.

A causa de la globalización y de las fuertes interconexiones entre todos los mercados del mundo, el contagio a otras economías se produjo de forma rápida y sin tener tiempo a poder reaccionar ante la nueva situación. Los problemas no tardaron en llegar a Europa, y más concretamente a España. En ese momento salieron a la luz todas las ineficiencias y todos los excesos producidos durante esa época de expansión.

Entre 1994 y 2007, España vivió un periodo de crecimiento económico mayor que la media europea impulsado por la demanda interna. El sector inmobiliario se convirtió en el motor de la economía española y rápidamente el sistema bancario empezó a financiar la burbuja inmobiliaria que más tarde estallaría. Ante esa situación de bonanza y las expectativas de la subida de los precios de las viviendas, las familias y las empresas se empezaron a endeudar, conduciendo a unos precios por encima del valor intrínseco y empujando el crecimiento del PIB. En ese momento, el sistema se estaba endeudando excesivamente, dejando expuesta la economía ante situaciones adversas.

En esa época de expansión, los bancos y las cajas de ahorro siguieron estrategias diferentes y divergentes. Los bancos, manteniendo su negocio entre familias y empresas, empezaron a reducir el número de sucursales en el territorio español y el número de empleados en plantilla. En el periodo 1995-2005, en número de trabajadores se redujo en 37.648 personas y el número de oficinas en 3.309¹. En el caso de las cajas de ahorro, empezaron una estrategia de *desterritorialización*², con el objetivo de expandirse fuera de sus regiones y poder llegar a más clientes. Su afán para aumentar las fuentes de ingresos condujo a las cajas de ahorro a realizar inversiones más agresivas comparadas con las que tradicionalmente hacían, financiando muchas actividades del sector de la construcción. En el periodo de tiempo comprendido entre 1994 y 2006 la exposición del crédito en la construcción era mayor en las cajas que en los bancos, mientras que el aumento de éste se produjo en

¹ García Delgado, J., Myro Sánchez, R., Alonso, J., Fernández-Otheo, C., Jiménez, J. y Garrido, A. (2011). *Lecciones de economía española*. Madrid: Civitas Thomson Reuters.

² *Idem que en el anterior.*

ambos casos. Finalmente, las cajas siguieron la estrategia opuesta a los bancos, aumentando el número de sucursales en 7.196 y el número de empleados en 33.736 personas³, en el periodo de tiempo comprendido entre 1995 y 2005.

Después de esta etapa de expansión económica, el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos tuvo sus consecuencias en la economía española. La crisis de las hipotecas subprime no tuvo incidencia directa en el sistema financiero español, sino fue la ralentización de la actividad económica en nuestro país lo que afectó a la estructura financiera, según el Banco de España.

El sistema bancario español ha sido y es el foco de atención en los mercados financieros. Su gran exposición en el sector inmobiliario, el aumento de la tasa de morosidad por insolvencia de sus clientes, su gran dependencia de los mercados internacionales y de las decisiones de las políticas monetarias del Banco Central Europea hacen que la evolución de las cotizaciones de sus acciones sean muy volátiles y con una tendencia negativa a partir del año 2008.

A raíz de lo explicado anteriormente y por las diferencias entre las formas societarias, las cajas de ahorro sufrieron en mayor medida los efectos de la crisis, conduciéndolas a su desaparición en los últimos años mediante la reestructuración bancaria.

Ante esta situación explicada, en España se ha llevado a cabo un proceso de reestructuración del sistema financiero durante estos años para sanear los balances de las entidades financieras más afectadas por el entorno adverso. Las autoridades e instituciones han realizado medidas con ese fin y para fortalecer nuestro sistema financiero. Entre ellas destacan la creación del *Fondo para la Adquisición de Activos Financieros*, el *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)*, la *Sociedad para la Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)*, entre otras muchas medidas importantes.

Una vez analizada la situación del sistema bancario español y del entorno económico, vamos a proceder con el estudio central del trabajo. Primero de todo, vamos a definir el periodo de tiempo y el conjunto de bancos españoles objeto de estudio.

El periodo elegido abarca del 2 de enero de 2008 al 31 de diciembre de 2015, lo que supone un lapso de tiempo de ocho años. La principal razón de la elección de este espacio de tiempo es poder estudiar la evolución de las acciones durante la crisis financiera, donde los bancos españoles han sido más castigados en los mercados financieros por las razones que hemos explicado anteriormente.

³ García Delgado, J., Myro Sánchez, R., Alonso, J., Fernández-Otheo, C., Jiménez, J. y Garrido, A. (2011). *Lecciones de economía española*. Madrid: Civitas Thomson Reuters.

La elección de los bancos españoles para realizar el análisis se basa en unos criterios lógicos para asegurar la obtención de un grupo de entidades financieras representativas del sistema financiero español y con gran liquidez de sus acciones.

Primero de todo, los bancos elegidos tienen que cotizar en la bolsa española y vamos a centrarnos en aquellos que pertenecen en el IBEX-35. La razón de este criterio es básicamente garantizarnos elegir los más importantes de España y garantizar que tienen la suficiente liquidez para poder trabajar con datos precisos. De esta forma obtenemos una lista de siete bancos:

- Banco Santander
- BBVA
- CaixaBank
- Banco Sabadell
- Banco Popular
- Bankinter
- Bankia

El único banco cotizado que dejamos fuera de la selección es *Liberbank* que pertenece al mercado continuo y no está incluido en el IBEX-35. Destacar que este banco se creó el 2011, por tanto, no cumple con el periodo de estudio elegido. Al no poder disponer de datos todo el periodo, el análisis no se podría realizar de forma correcta.

De los siete bancos elegidos descartamos *Bankia* porque fue creada el 2011 y nos encontramos con el mismo problema de que no abarca los ocho años del periodo. De las seis entidades restantes, nos encontramos con una situación especial con *Caixabank* que hay que tener en cuenta en nuestro análisis. A lo largo del año 2011 "*Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona*" segregó todos sus activos y pasivos convirtiéndose en *CaixaBank* y separándose de toda su obra social. Es el 1 de julio de 2011 cuando *Caixabank* empieza a cotizar como tal⁴. En la base de datos *Thomson Reuters*, encontramos que en el periodo 2008-2015 tratan a la cotización como la misma entidad y no hacen distinción a partir de la formación del banco actual. Para nuestro estudio entendemos que en el momento de crearse *Caixabank* pasa a ser otra entidad y no sería correcto para el análisis tratar el banco en todo momento como el mismo, ya que hay nuevas variables que afectan a la cotización.

⁴ Caixabank,S.A. (2011) *Revista del Accionista*. Número 4. Julio/Agosto 2011. Recuperado de https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Espacio_accionista/revista_Jul-ESP.PDF

2.2 Evolución de las cotizaciones

Al tener cada banco un precio por acción diferente no podemos comparar entre ellos su evolución a lo largo del tiempo. Para poder proceder, tenemos que calcular el índice de cotización de las acciones de cada uno de ellos, con fecha base el 2 de enero de 2008, y de esta forma ya podremos comparar su evolución en el periodo. A continuación, en el Gráfico 2.1 podemos ver el resultado:

Gráfico 2.1 Índices de los bancos españoles. Base 02/01/2008=100



Elaboración propia de los índices a partir de las cotizaciones extraídas de Thomson Reuters.

Observando el gráfico 2.1 podemos ver que los bancos de forma general se comportan peor que el índice español, el IBEX-35. Al principio del periodo las fluctuaciones entre los bancos están más juntas, para posteriormente ir separándose paulatinamente. A principio del 2010 empiezan a separarse y a mediados del 2013 las diferencias aumentan ligeramente.

Ahora si nos fijamos en los bancos, vemos que Banco Santander y BBVA son los que tienen mejor comportamiento durante casi todo el periodo, exceptuando el último año en el cual son superados por Bankinter. En ese año el banco cántabro se comporta peor que su competidor directo, hecho que analizaremos en detenimiento más adelante.

El banco que peor se comporta a simple vista es el Banco Popular, destacando en el año 2013. En ese periodo vemos una primera bajada abrupta y una segunda subida vertical. Leyendo los hechos relevantes de la entidad en su página web oficial, vemos que el 14 de noviembre de 2012 Banco Popular realiza una ampliación de capital de 2.500 millones de

euros⁵ y su cotización pasa de los 1,03€/acción que había cerrado el día anterior a 0,58€/acción al cierre de ese día. La siguiente anomalía que vemos en el gráfico sucede el 14 de junio de 2013 en el cual la entidad realiza un *contrasplit* de 5 acciones antiguas por 1 de nueva⁶ pasando de cotizar el día anterior a 0,57€/acción a 2,84€/acción al cierre.

En el segundo trimestre de 2013 podemos ver una caída de Bankinter. Día 3 de abril la entidad realizó una ampliación de capital de 313,22 millones de acciones con un valor de 93,97 millones de euros⁷. Consiste en una entrega de acciones liberadas con cargo a la reserva de revalorización de activos por unas plusvalías latentes acumuladas desde 2004. Posteriormente a este evento, la acción de la entidad empieza a subir considerablemente hasta el final del periodo, destacando por encima de todos los otros bancos. Leyendo la presentación de Bankinter, con fecha el 21 de enero de ese año, sobre los resultados del último cuatrimestre de 2015⁸, vemos que desde el 2012 el resultado neto ha ido aumentando considerablemente esos años, con ascensos del 52,3% en 2013, 45,29% en 2014 y 36,24% en 2015 (mirar en el Anexo la Tabla 1). Finalmente, añadir que a lo largo de este último año ha adquirido Barclays Portugal⁹, consiguiendo una mayor diversificación de su negocio.

A continuación, vamos a estudiar las principales tendencias de los bancos y el IBEX-35. Primero, vamos a identificar las diferentes etapas que componen este periodo. El objetivo es buscar diferentes lapsos de tiempo que estén caracterizados por una tendencia clara de la evolución de los precios. Para tal fin, aplicamos medias móviles al gráfico anterior con K=28 (1 mes) para poder identificar con más facilidad tales tendencias y etapas. El resultado final se puede ver en el siguiente gráfico:

⁵ Banco Popular Español, S.A. (2012) *Hecho Relevante 10 de noviembre 2012*. Recuperado de http://www.grupobancopopular.com/_layouts/GBPCorp.Portal/Descargas.ashx?u=%2fES%2fAccionistasInversores%2fBiblioHechosRelevantes%2f10-11-2012%2520-%25202.pdf

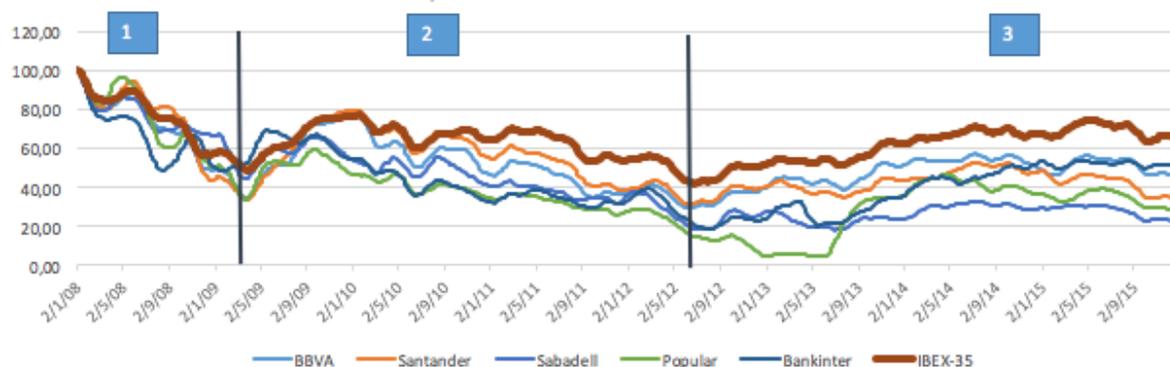
⁶ Banco Popular Español, S.A. (2013) *Hecho Relevante 10 de junio 2013*. Recuperado de http://www.grupobancopopular.com/_layouts/GBPCorp.Portal/Descargas.ashx?u=%2fES%2fAccionistasInversores%2fBiblioHechosRelevantes%2f10-06-2013%2520-%25202.pdf

⁷ Bankinter, S.A (2013) *Documento Informativo: Aumento de capital con cargo a reservas de revalorización de activos*. Recuperado de https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/informacion_financiera/hechos_relevantes_cnmv/2013/hrampliacioncapital.pdf

⁸ Bankinter, S.A (2016) *Presentación de Resultados 4T 2015*. Recuperado de https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/accionistas_e_inversores/info_financiera/resultados/2015/cuarto_trimestre/presentacionresultados4t2015.pdf

⁹ Bankinter, S.A. (2016) *Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal*. Recuperado de https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/accionistas_e_inversores/otras_presentaciones/rrii_post_firma_eng.pdf

Gráfico 2.2 Media Móviles(k=28) de los índices de los bancos españoles. Base 10/08/2011=100.



Elaboración propia a partir de las cotizaciones extraídas de Thomson Reuters.

Analizando el gráfico podemos distinguir tres etapas. El criterio para elegir la fecha que da paso de una etapa a otra es el cambio de tendencia dado por el IBEX-35. Los cambios de tendencia se producen igual entre los bancos pero en distintos días, de esta forma centrándose en el índice de referencia podemos unificar con un criterio sólido.

Estas tres etapas están formadas por los siguientes periodos:

- Primera Etapa: 02/01/2008 al 09/03/09 día en el que el IBEX-35 cerró en 6.817,4 puntos básicos.
- Segunda Etapa: 09/03/09 al 24/07/12 día en el que cerró en 5.956,3 puntos básicos.
- Tercera Etapa: 24/07/12 al 31/12/15 cerrando en 9.544,2 p.b.

Las variaciones que se han producido en las cotizaciones de las acciones en cada una de las etapas y en el periodo completo están resumidas en la siguiente tabla:

Tabla 2.1 Variaciones de los bancos españoles en las etapas y en el conjunto del periodo

	BBVA	Santander	Sabadell	Popular	Bankinter	IBEX-35
1ª Etapa	-71,77	-72,58	-58,69	-70,96	-46,76	-54,56
2ª Etapa	-5,34	0,95	-55,66	-61,98	-68,33	12,63
3ª Etapa	52,12	12,88	22,11	136,81	210,29	60,24
Total periodo	-59,35	-68,76	-77,63	-73,86	-47,69	-36,38

Elaboración propia. Nota: números en porcentajes.

El periodo que comprende los ocho años de estudio, el IBEX-35 ha descendido un 36,38%, comportándose mejor que los seis bancos seleccionados y confirmando que el

sistema bancario español ha sufrido más descensos en la bolsa que los demás sectores en conjunto. Destacamos que es un porcentaje bajo por todo lo ocurrido a lo largo de estos años, pero también hay que ver que en el 2015 se produce una tendencia alcista recuperando parte de lo perdido.

En la primera etapa es cuando se produce el estallido de la crisis y se produce un gran shock en las economías mundiales y en los mercados financieros, siendo la peor etapa de las tres. En ese lapso de tiempo BBVA, Banco Popular y Banco Santander son los que sufren un mayor descenso, alrededor del 70%. El valor que mejor se comporta es Bankinter, con una bajada del 46,76%, batiendo el índice español (-54,56%).

La caída de *Lehmann Brothers* en septiembre del 2008 supuso un golpe muy duro en el sistema financiero mundial, el cual afectó en menor medida al sistema bancario español debido a que su modelo de negocio minorista es distinto al modelo bancario que originó la crisis, el que el Banco de España llama “originar para distribuir”¹⁰. A finales de 2008, principios de 2009, según el Banco de España, los mercados financieros internacionales se encuentran en una situación complicada, donde las entidades financieras tienen problemas para acceder a la financiación mayorista. En ese momento la economía real se contrae y los países empiezan a actuar para evitar el colapso de sus sistemas financieros. En España, se produce también un desgaste de la economía real, la concesión del crédito a clientes se hace con más precaución y el acceso de financiación cada vez es más complicada. Juntamente con un aumento de la morosidad de los clientes, el riesgo bancario empieza a hacerse presente. El cambio de tendencia se produce en el segundo trimestre del 2009 cuando la economía mundial empieza a recuperarse ligeramente mientras que la española sigue deteriorándose pero a un ritmo menor. En algunos mercados financieros vuelve la confianza perdida y hay algunos síntomas de mejora, según explica el Banco de España en sus informes.

En esta segunda etapa, vemos en el gráfico 2.2 una ligera recuperación del vertiginoso descenso de la etapa anterior para rápidamente empezar una tendencia ligeramente bajista causada por la crisis de deuda que se produjo en Europa. En ésta, ningún banco logra batir al IBEX-35, el cual aumenta un 12,63%. Banco Santander es la entidad que más se acerca al índice y es la única que termina la etapa en positivo, pero muy cercano a cero. En este periodo las acciones de Bankinter son las que más descienden con un 68,33%, mientras que Sabadell y Popular le siguen muy de cerca.

El paso de una etapa a otra viene dado por ese cambio de tendencia que podemos observar en el Gráfico 2.2. En esos meses finales del segundo periodo vemos una bajada llamativa producida por la incertidumbre macroeconómica que estaba viviendo Europa y por las dificultades del sistema financiero español. A nivel europeo, las dudas acerca de la

¹⁰ Banco de España (2009) *Informe de Estabilidad Financiera*. Mayo 2009.

viabilidad del euro y los rumores de una posible salida de Grecia provocaron tensiones en los mercados financieros, perjudicando concretamente al sector bancario. En esos momentos, España e Italia también empezaban a ser objeto de dudas. A nivel español, las finanzas públicas empezaban a ser cuestionadas y el sistema financiero español necesitaba ser saneado¹¹. Fue el 9 de junio de 2012 cuando el Ministro de Economía, Luis de Guindos, anunció que el gobierno había solicitado un rescate bancario a la Unión Europea y el 29 de junio el Eurogrupo aprueba la asistencia financiera de hasta 100.000 millones de euros para recapitalizar la banca a través del FROB¹².

El cambio de tendencia entre la etapa dos y tres viene dada por la actuación del Banco Central Europeo. A finales de julio del 2012 Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, declaró que harían todo lo posible para garantizar la continuidad del euro. Días después, el 2 de agosto, el BCE anunció un programa de compra de deuda pública de forma ilimitada. Este hecho, junto con la mejora del Mecanismo Único de Supervisión y la mejora de Portugal y Grecia, provocaron una cierta recuperación de los mercados financieros, según explica el Banco de España.

En la tercera etapa las tendencias son más dispares y podemos ver en la tabla 2.1 que hay dos bancos que se comportan mucho mejor que el IBEX-35, destacando la gran revalorización de Bankinter en un 210,29% frente los 60,24% del índice. Podemos ver en el gráfico 2.2 como este banco tiene una tendencia alcista más pronunciada que las otras entidades, sobretodo en el último mes, donde todos sufren un pequeño descenso mientras que Bankinter se mantiene. El otro banco que consigue batir al índice español es el Popular con un 136,81%. En cuanto el Banco Santander solo consigue subir un 12,88% siendo el que peor se comporta en esta etapa.

Si miramos el periodo en conjunto, Bankinter es el mejor, bajando tan solo un 47,69% y es el que más se acerca al IBEX-35. Este buen comportamiento de la cotización a lo largo del tiempo es debido a la tendencia alcista de los dos últimos años que hemos comentado anteriormente. En cambio, el peor banco es el de Sabadell, el cual desciende un 77,63%. En la Informe Anual Ejecutivo del 2015¹³, podemos ver como la entidad en el 2014 empieza una estrategia de digitalización e internacionalización que en este último año se materializa con la compra de TSB (Reino Unido), Banco GNB Sudameris (Perú) y la apertura de nuevas oficinas en Colombia y Perú. Al realizarse en la segunda parte del año, los posibles efectos beneficiosos no se pueden apreciar en los mercados financieros.

¹¹ Banco de España (2013) *Informe de Estabilidad Financiera*. Mayo 2013.

¹² Calvo, A., Parejo, J.A., Rodríguez, L. y Cuervo García, A., (2014). *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel.

¹³ Banco de Sabadell, S.A. (2015) *Executive Annual Report 2015. 134th Year*. Recuperado de <https://www.grupbancsabadell.com/memoria2015/en/>

Banco Popular tiene un descenso de su cotización muy cercano al del Banco de Sabadell, con un 73,86% en el periodo de estudio. De esta forma vemos que estos dos bancos son los que han sufridos mayores caídas en sus cotizaciones. Destaca el descenso del Banco Santander de un 68,76%, estando cerca de las dos entidades mencionadas. Parte de este descenso viene dado por la caída particular del 2015. Finalmente, BBVA se consolida como el segundo mejor banco con una variación alrededor del -59%.

2.3 Correlaciones entre los bancos españoles y el IBEX-35

En este apartado procedemos a hallar las correlaciones entre los distintos bancos, así como la correlación de cada uno de ellos con el índice de referencia español. Con este análisis estadístico podemos ver de una forma numérica qué bancos tienen un comportamiento más similar y cuáles más diferentes.

Para hacer el cálculo de las correlaciones primero procedemos a hallar la variación diaria de las cotizaciones y posteriormente utilizaremos la siguiente fórmula de la correlación de Pearson para poder hallar la correlación entre los movimientos de dos acciones:

$$Corr(R_i, R_j) = \frac{\sum(R_{ti} - \bar{R}_i)(R_{tj} - \bar{R}_j)}{\sqrt{\sum(R_{ti} - \bar{R}_i)^2 \sum(R_{tj} - \bar{R}_j)^2}} \quad (2.1)$$

R_{ti} = variación diaria de la acción i en el día t

R_{tj} = variación diaria de la acción j en el día t

\bar{R}_i = media aritmética de todas las variaciones de la acción i en el periodo

\bar{R}_j = media aritmética de todas las variaciones de la acción j en el periodo

El cálculo de las correlaciones lo realizamos mediante el programa *IBM SPSS Statistics 22.0* y los resultados se encuentran detallados en la siguiente tabla 2.2 en forma de matriz. Se trata de una matriz simétrica por la propiedad de simetría de las covarianzas, por tanto podemos afirmar: $corr(R_i, R_j) = corr(R_j, R_i)$. La diagonal de la matriz estará completada por 1 porque la correlación de una variable consigo misma es totalmente perfecta.

Tabla 2.2 Correlaciones de las variaciones diarias de los bancos españoles

	BBVA	Santander	Sabadell	Popular	Bankinter	IBEX-35
BBVA	1	0,93***	0,68***	0,23***	0,68***	0,94***
Santander		1	0,68***	0,22***	0,65***	0,94***
Sabadell			1	0,21***	0,62***	0,70***
Popular				1	0,18***	0,24***
Bankinter					1	0,70***
IBEX-35						1

Elaboración propia.

*** Significativas al 1% aplicando un contraste de t student a dos colas, en el cual la hipótesis nula es $r=0$ y la hipótesis alternativa es $r \neq 0$.

** Significativas al 5%.

En la tabla 2.2 podemos ver como Banco Santander y BBVA son las dos entidades que presentan mayor correlación con el IBEX-35. Fijándonos en el tabla 2.3 (en la siguiente página), las ponderaciones de ambos bancos en el índice son bastante elevadas, siendo casi un 14% para el Santander y alrededor de 9% para BBVA. Esto supone casi un 23% de ponderación en el índice de referencia, denotando una cierta dependencia del IBEX en las fluctuaciones de ambos bancos. Al ser las dos grandes entidades financieras españolas y tener una gran importancia, sus fluctuaciones están fuertemente correlacionadas en un 0,93. Eso quiere decir que sus comportamientos son muy similares en el mercado bursátil.

Otro hecho que destaca de los dos mayores bancos es que son los que más se han internacionalizado, buscando una mayor diversificación geográfica de su negocio. Durante estos años de crisis han ido realizando adquisiciones de bancos extranjeros y aumentando su exposición en otros países. En 2009 ambos bancos quieren empezar a enfocar su estrategia de diversificación hacia los mercados emergentes, al ser economías con gran potencial de crecimiento. En el caso de Banco Santander habla de realizar una diversificación dual: economías maduras y mercados emergentes¹⁴.

La estrategia que han adoptado ambos bancos les permite ser menos dependientes del mercado español, cuya economía ha sufrido durante el periodo de estudio. Ambas entidades se fijan en el mercado suramericano y empiezan a aumentar su exposición allí. También destaca la entrada al accionariado de Garanti Bank por parte de BBVA en el 2010 con la

¹⁴ Álvarez, J.A., Banco Santander, S.A.(2009) *Defining a Winning Strategy: Specialization vs Diversification*. Recuperado de <http://www.santander.com/csgs/StaticBS?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=applD&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3Bfilename%3DPres+JAA+Goldman+0609+nuevo+5.pdf&blobheadervalue3=santander.wc.CFWCSancomQP01&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1278680595331&ssbinary=true>

adquisición de un 25% de sus acciones¹⁵. Exposición que aumentó en 2014 con la compra de alrededor del 15% más¹⁶, entrando plenamente en el mercado turco.

En cuanto al Banco de Santander, en el año 2008 alrededor del 50% de su resultado neto provenía de Europa Continental, mientras que en el 2015 era tan solo un 25%, como podemos ver en las tablas 2 y 3 del Anexo. Mientras tanto, en ese periodo los resultados netos provenientes de Estados Unidos pasan de un 5% a un 19%, así como los de Latinoamérica aumentan cuatro puntos porcentuales. Otro hecho que afecta considerablemente a la cotización de la entidad cántabra es el anuncio a principios del 2015 de la disminución del dividendo y de la ampliación de capital en 7.500 millones de euros para poder seguir su internacionalización, tal como explica el banco en el Hecho Relevante con número de registro 216810 en la Comisión Nacional de Mercados y Valores (CNMV). Estas dos noticias en el mismo día fueron vistas con malos ojos por parte de los accionistas, el cual vieron como una señal de posibles dificultades en sus balances. Este hecho nos da la explicación de la tendencia bajista destacada de la entidad durante el 2015, que hemos estado comentando anteriormente y que llamaba la atención.

Tabla 2.3 Ponderación de las entidades en el IBEX-35 a 31 de diciembre 2015.

	Santander	BBVA	Popular	Sabadell	Bankinter	Total
Ponderación	13,78%	8,98%	1,38%	1,86%	1,23%	27,23%

Elaboración Propia a partir de los datos extraídos en la fuente:

<http://www.bmerv.es/docs/SBolsas/InformesSB/anual.pdf>

El siguiente caso que destaca es el del Banco Popular. Presenta unas correlaciones bajas con todos los otros bancos y el índice. Una razón es por los hechos comentados anteriormente: la ampliación de capital y el *contrasplit*. Además de la diferencia en su evolución comparada con las otras entidades que hemos visto en el gráfico 2.1.

En cuanto a los dos bancos restantes, Banco Sabadell y Bankinter, presentan unas correlaciones entre 0,62 y 0,68. Vemos unas correlaciones aceptables pero no tan elevadas como en el caso de las dos grandes entidades. Destacan dos hechos en estas dos acciones: por una parte las correlaciones son mayores con Santander y BBVA que con el resto y por otra parte su correlación con el IBEX-35 es en los dos casos de 0,70. Sus ponderaciones en el índice no son demasiado elevadas y por tanto individualmente no tienen mucha relevancia. Por tanto, vemos una cierta dependencia con los dos bancos principales y con el índice de

¹⁵ Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (2010) *Acquisition of a 24,9% Strategic Stake in Garanti*. Recuperado de http://inversores.bbva.com/TLBB/fbinir/mult/20101102_Garanti_tcm926-392072.pdf

¹⁶ Sáenz de Tejada, J., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (2014) *Investing for growth: Acquisition of an additional 14,89% stake in Garanti*. Recuperado de http://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/fbinir/mult/Presentation_Garanti_Ad.pdf

referencia. La compraventa de acciones de estos dos bancos viene dada en parte por la evolución del IBEX y del estado del sistema financiero español en general.

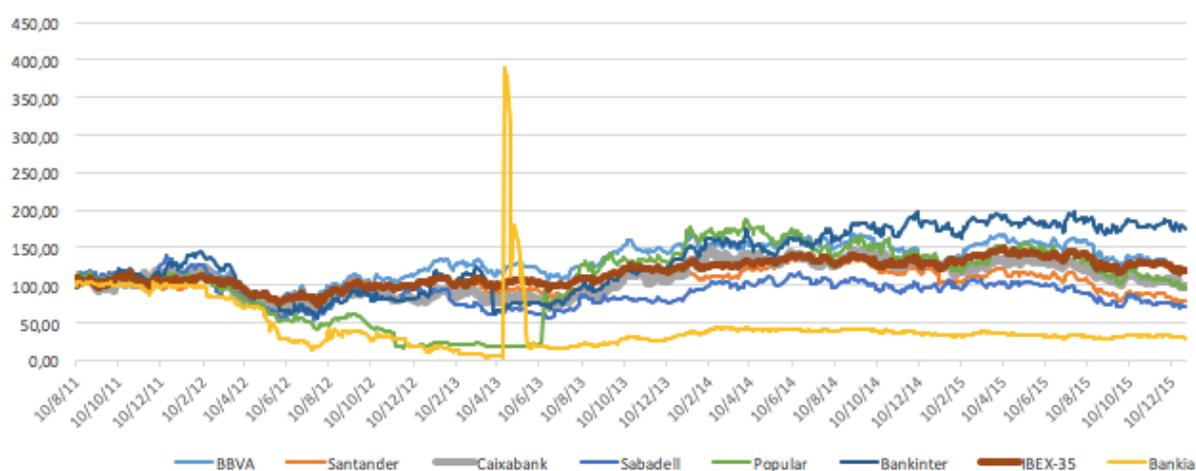
Finalmente, podemos ver en la tabla 2.3 que el sistema bancario tiene una fuerte ponderación de alrededor del 27%, que si añadimos a Bankia y Caixabank sube hasta casi el 32% (Tabla 2.6). Eso quiere decir que el comportamiento de la banca en el parqué tiene una fuerte influencia en el índice español.

2.4 El caso de Caixabank y Bankia

En este subapartado analizamos el comportamiento de Caixabank y Bankia en el mercado bursátil. Debido a las razones que hemos expuesto en el apartado 2.1, no hemos podido incluirlos en el análisis anterior. Al ser dos bancos españoles de gran peso, creemos que es importante estudiar su comportamiento bursátil. Bankia empieza a cotizar en bolsa por primera vez el 20 de julio de 2011 y Caixabank empieza a cotizar como tal el 1 de julio de ese mismo año, como hemos comentado anteriormente. Para elegir una fecha base para construir el índice hemos elegido el día 10 de agosto de 2011, fecha posterior a la salida de Bankia y momento en el cual las dos cotizaciones estaban más estables y menos volátiles.

El gráfico siguiente muestra los índices de los siete bancos españoles y del IBEX-35 en el periodo comprendido entre 10 de agosto del 2011 hasta día 31 de diciembre del 2015.

Gráfico 2.3 Índices de los bancos españoles en base 100 a fecha 10/08/2011



Elaboración propia a partir de las cotizaciones extraídas de Thomson Reuters.

Rápidamente vemos un comportamiento anómalo de Bankia en abril de 2013. Revisando los hechos relevantes en su página web, vemos como el día 22 de abril de ese año realizó dos reducciones de capital y un *contrasplit* de 100 acciones antiguas por cada 1 de

nueva, incrementando considerablemente el precio de cotización ese día¹⁷. Posteriormente, el 30 de ese mismo mes lleva a cabo una ampliación de capital con derechos de suscripción¹⁸, empujando el precio de la acción hacia abajo.

Vemos que en mayo del 2012 la cotización de Bankia sufre un descenso peculiar que no ocurre en los demás bancos. En esos días el entonces presidente del banco presentó su dimisión ante toda la tensión generada por los problemas del banco. A finales de mes, BFA, la matriz de Bankia, solicitó al FROB una asistencia financiera de 19.000 millones de euros¹⁹ con el fin de sanear las cuentas de la entidad. Esos meses fueron complicados para la entidad, sobretudo el de mayo, que admitieron haber cerrado el año 2011 en quiebra técnica²⁰.

Todos estos hechos añadiendo la problemática de las acciones preferentes y su salida a bolsa en julio de 2011 hacen que los inversores hayan sido cautelosos a la hora de invertir en sus acciones y haya tenido un mal comportamiento bursátil en el periodo estudiado.

Debido a este gran salto en la cotización del banco, en el gráfico 2.3 no podemos ver la evolución de CaixaBank con claridad. Por eso, procedemos a construir el mismo gráfico pero sin Bankia, con el fin de poder ver con más detalles el comportamiento de la entidad catalana.

Gráfico 2.4 Índices de los bancos españoles en base 100 a fecha 10/08/2011. Sin Bankia.



Elaboración propia a partir de las cotizaciones extraídas de Thomson Reuters.

En el gráfico 2.4 podemos ver a CaixaBank de forma resaltada de color gris. El comportamiento del banco es similar al del IBEX-35, sobretudo hasta el último trimestre del 2012. Luego vemos ligeras diferencias en sus fluctuaciones, destacando enero de 2014, en el

¹⁷ Bankia, S.A. (2013) *Hecho Relevante* 19 de abril 2013. Recuperado de <http://www.bankia.com/recursos/doc/corporativo/20130115/2013/20130419-hr-bkia-inscripcion-ajustes-capital.pdf>

¹⁸ Bankia, S.A. (2013) *Hecho Relevante* 29 de abril 2013. Recuperado de <http://www.bankia.com/recursos/doc/corporativo/20130115/2013/20130429-hr-bkia-comienzo-periodos-salomon-ii.pdf>

¹⁹ Bankia, S.A. (2012) *Hecho Relevante* 25 de mayo 2012. Recuperado de <http://www.bankia.com/recursos/doc/corporativo/20120925/2012/120525-hr-bkia-plan-recapitalizacion-nota-prensa.pdf>

²⁰ Jiménez, M. (28 de mayo 2012). La matriz de Bankia admite que cerró el ejercicio 2011 en quiebra técnica. *El País*. Recuperado de http://economia.elpais.com/economia/2012/05/29/actualidad/1338280844_747337.html

que CaixaBank sufre una subida ligeramente mayor en comparación a los otros bancos. Si miramos la Nota de Prensa que efectúa la entidad a finales de enero de 2015 sobre los resultados del ejercicio 2014²¹ destacan dos hechos: el día 2 de enero de 2014 se materializa la compra que había efectuado de Barclays Bank SAU y durante el ejercicio sus resultados netos aumentan un 96,3% respecto al 2013. De esta forma, entre la nueva adquisición y los resultados trimestrales muy positivos de ese año, la acción se revalorizó más que las otras entidades. En el 2015 vemos que sigue la misma tendencia que los otros bancos, pero un poco peor que Bankinter, BBVA y por debajo del IBEX-35. Finalmente, destacar que el banco catalán ha tenido una estrategia comercial centrándose en el mercado español, convirtiéndose en el líder del sector en el ámbito nacional.

Las variaciones de las cotizaciones (Tabla 2.4) en el periodo señalado nos confirman el análisis que acabamos de hacer. El precio de la acción de CaixaBank cae un 3,11%, seguido muy de cerca por el Banco Popular con un -2,31%. En este periodo BBVA y Bankinter son las dos entidades que su cotización sufre una variación positiva, destacando notablemente el caso de Bankinter, que es el banco que tiene mejor comportamiento con diferencia en este periodo de estudio. En cuanto a Bankia, vemos que es el valor que más cae en este lapso de tiempo, sumergido por todo los problemas financieros e institucionales que hemos comentado.

Tabla 2.4 Variaciones de los bancos españoles periodo 2011-2015

	BBVA	Santander	CaixaBank	Bankia	Sabadell	Popular	Bankinter	IBEX-35
Total periodo	15,85	-21,68	-3,11	-70,11	-28,60	-2,31	75,63	19,81

Elaboración propia. Notas: números en porcentajes.

A continuación, analizamos las correlaciones de los dos bancos con los demás y con el índice de referencia español. En el caso de Bankia vemos en la tabla 2.5 que las correlaciones son muy cercanas a cero y no son significativas, por tanto podemos concluir que no hay correlación con las otras entidades. Este hecho viene dado por dos motivos. Por una parte, por los grandes cambios que sufre la cotización debido a las reducciones/ampliaciones de capital y el *contrasplit*. Por otra parte, en el gráfico 2.3 vemos que su comportamiento bursátil es bastante diferente al resto del sector bancario debido a sus situación particular.

²¹ CaixaBank, S.A. (2015) *Nota de Prensa – Resultados Ejercicio 2014*. Recuperado de https://www.caixabank.com/StaticFiles/pdfs/150130_HR_NP_Rtados2014_es.pdf

Tabla 2.5 Correlaciones de las variaciones diarias de los bancos españoles

	BBVA	Santander	Caixabank	Bankia	Sabadell	Popular	Bankinter	IBEX-35
BBVA	1	0,91***	0,69***	0,02	0,62***	0,15***	0,67***	0,93***
Santander		1	0,69***	0,03	0,62***	0,14***	0,65***	0,94***
Caixabank			1	0,03	0,67***	0,14***	0,58***	0,71***
Bankia				1	0,02	0	0,07**	0,03
Sabadell					1	0,14***	0,56***	0,66***
Popular						1	0,12***	0,16***
Bankinter							1	0,69***
IBEX-35								1

Elaboración propia.

*** Significativas al 1% aplicando un contraste de t student a dos colas, en el cual la hipótesis nula es $r=0$ y la hipótesis alternativa es $r \neq 0$.

** Significativas al 5%.

En cuanto a Caixabank, vemos en la tabla 2.5 que es el valor que presenta más correlación con el IBEX-35 después de los dos grandes bancos españoles con un 0,71. Además, de todas las entidades restantes, es la que tiene más correlación con Banco Santander y BBVA, con un 0,69 en ambos casos.

Finalmente analizamos las ponderaciones de los dos bancos en el IBEX-35, las cuales podemos ver en la tabla 2.6. Caixabank supone un 3,14% mientras que Bankia solo un 1,55%. En el caso del banco catalán vemos que es la tercera entidad bancaria que más aporta al índice, hecho que concuerda al ser el tercer valor más correlacionado con éste. Mientras que en el caso de Bankia, su ponderación es muy similar a B. Popular, B. Sabadell y Bankinter.

Tabla 2.6 Ponderación de las entidades en el IBEX-35 con Caixabank y Bankia

	Santander	BBVA	Caixabank	Bankia	Popular	Sabadell	Bankinter	Total
Ponderación	13,78%	8,98%	3,14%	1,55%	1,38%	1,86%	1,23%	31,92%

Elaboración Propia. Fuente: <http://www.bmerv.es/docs/SBolsas/InformesSB/anual.pdf>

3. ANÁLISIS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

3.1 Construcción del índice bursátil bancario

A continuación explicamos cómo vamos a construir el índice bursátil del sector bancario. El periodo de estudio será el mismo que en el apartado anterior abarcando los ocho años entre 2008 y 2015. La diferencia en este caso es que las cotizaciones serán mensuales en lugar de diarias, por tanto tenemos menor periodicidad e información. La razón de este cambio lo hemos explicado en la introducción del trabajo.

El cálculo del índice bursátil bancario se realiza en dos pasos:

1. Se suman los precios de cada banco del país ponderado según el volumen de negociación relativo, es decir, el peso de cada entidad en el índice está determinado por su volumen de negociación mensual comparado con el volumen total de los bancos que forma el índice. De forma matemática lo podemos expresar de la siguiente manera:

$$Y_{i,t} = \sum P_j * \frac{Vol_j}{Vol\ Total} \quad (3.1)$$

Para un mes t dado:

i = indicando el país

P_j = precio de la cotización del banco j

Vol_j = volumen de negociación del banco j

Volumen total= suma de los volúmenes de negociación de los bancos en el mes t

2. Una vez calculado el primer paso para cada país y para todo el periodo, procedemos a fijar la fecha base, que en nuestro caso es enero de 2008. En ese mes el índice tendrá un valor igual a 100 puntos básicos y los demás meses se calcularán en función de este valor inicial:

$$IBB_{i,t} = \frac{Y_{i,t}}{Y_{i,1}} * 100 \quad (3.2)$$

$IBB_{i,t}$ = índice bursátil bancario del país i en el mes t

Y_t = la formula calculada en el paso anterior en el mes t

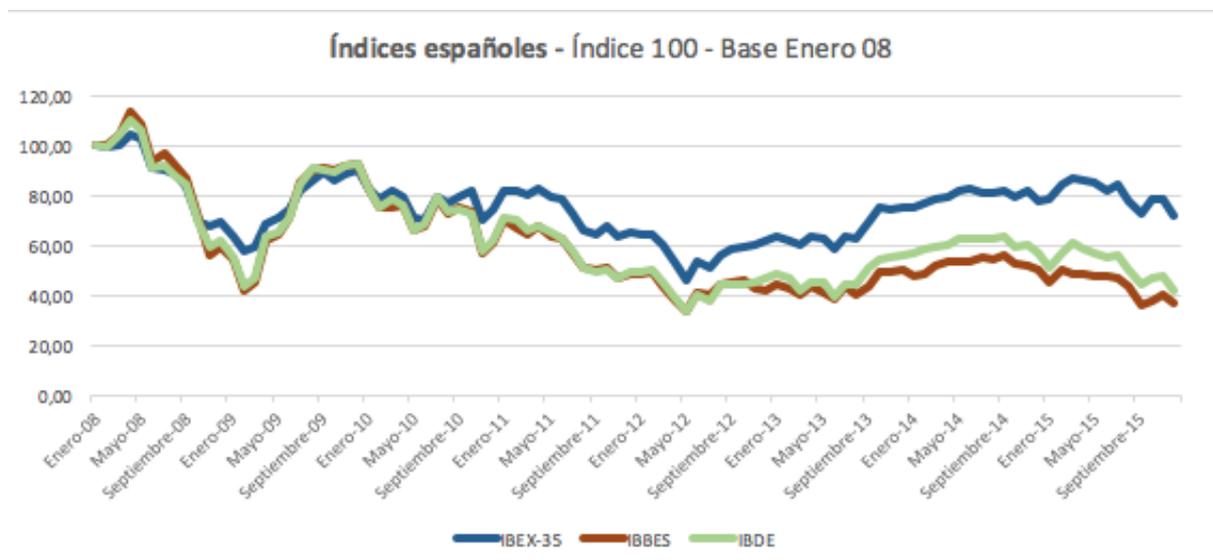
Y_1 = la formula calculada en el paso anterior en la fecha base

3.2 Índice bancario español

Al ser la banca española el objeto central de estudio de este trabajo, es interesante comparar el índice creado con los bancos que forman parte de éste, con el índice bancario que ofrece el Banco de España y con el IBEX-35.

Al ser el periodo de estudio del 2008 al 2015, Bankia y Caixabank no están incluidos en el índice por las razones expuestas en el apartado 2.1. Por tanto, el índice está compuesto por BBVA, Banco Santander, Banco Popular, Banco Sabadell y Bankinter. Una vez calculado el índice bursátil bancario español mediante el procedimiento anteriormente explicado, procedemos a obtener el índice bancario del Banco de España y del IBEX-35 en base enero 2008 igual a 100, obteniendo el Gráfico 3.1:

Gráfico 3.1 Índices bancarios e IBEX-35. Base enero 2008=100.



Elaboración Propia.

Podemos ver en el Gráfico 3.1 que el IBB_{ES} es casi idéntico al índice bancario ofrecido por el Banco de España (a partir de ahora lo notaremos IBDE para facilitar la redacción). Más adelante ya nos dispondremos a analizar la correlación entre ambos. Destaca que los comportamientos de los índices bancarios son muy similares al IBEX-35 desde el inicio del periodo hasta el último trimestre del 2013, momento el cual el índice general empieza a comportarse mejor que los dos otros. Si nos fijamos en el gráfico mencionado, a finales del 2010 vemos un pico destacable, el cual es más pronunciado en los dos índices bancarios. Esto se debe a que en esos meses el sistema bancario irlandés tenía problemas y los mercados financieros empezaron a dudar que el gobierno irlandés pudiese gestionar la situación. Al final, el 21 de noviembre, Irlanda aceptó una línea de crédito de hasta 80.000 millones de euros

para reestructurar el sistema financiero²². Ese hecho hizo que los mercados volviesen a dudar del sistema bancario español y sobretodo de las cajas de ahorro, castigando al sector y provocando esta diferencia con el IBEX-35.

En el Gráfico 1 del Anexo encontramos el mismo gráfico que el anterior pero hemos incluido los cinco bancos españoles. Podemos ver como Banco popular tiene un extraño comportamiento a mediados de 2013. Esto se debe al *contrasplit* 5 a 1 comentado en el apartado 2. En este caso el efecto es mayor ya que las cotizaciones son mensuales y por tanto se pierde mucha información. A estos dos hechos le sumamos que el índice se calcula en función de la cotización de la fecha base, hace que la evolución de Banco Popular se distorsione y no sea fiable a partir de ese momento.

En el Gráfico 1 del Anexo vemos una tendencia más pronunciada a la baja por parte de todos los bancos a partir de marzo de 2011 hasta septiembre. A finales de marzo de ese año Portugal solicitó asistencia financiera a Europa y los mercados reaccionaron con dudas ante los acontecimientos.

A continuación procederemos a dividir el periodo en las mismas tres etapas que en el capítulo anterior. Al tener datos mensuales no podemos hacer la segregación en las mismas fechas que en el apartado 2, pero seguiremos con el mismo criterio: el paso de una etapa a otra se establecerá en el mes donde el IBEX-35 cambia de tendencia. De esta forma la división del periodo quedará:

- Primera etapa: enero 2008 hasta febrero 2009 cuando el índice español se situó en 7.620,0 puntos básicos.
- Segunda etapa: inicio en febrero 2009 hasta mayo 2012 con un mínimo de 6.090,4 p.b.
- Tercera etapa: hasta el fin del periodo de estudio, diciembre 2015, donde el índice de referencia alcanzó los 9.544,2 p.b.

Las variaciones de las acciones y de los índices en las distintas etapas y en el periodo completo están recogidas en la siguiente tabla:

²² Pérez,C. (22 de noviembre 2010) Irlanda pide el rescate de Europa y aprueba un drástico recorte social. *El País*. Recuperado de http://economia.elpais.com/economia/2010/11/21/actualidad/1290328374_850215.html

Tabla 3.2 Variaciones de los bancos españoles en las tres etapas

	BBVA	Santander	Sabadell	Popular	Bankinter	IBB _{ES}	IBDE	IBEX-35
1ª Etapa	-58,85	-58,58	-47,85	-63,41	-37,20	-58,17	-56,40	-42,39
2ª Etapa	-21,04	-13,27	-59,54	-56,48	-59,57	-21,58	-23,80	-20,08
3ª Etapa	47,40	7,35	23,21	84,98	149,01	8,65	25,91	56,71
Total periodo	-52,10	-61,47	-74,01	-70,54	-36,77	-64,36	-58,17	-27,85

Elaboración propia. Notas: números en porcentajes.

En este apartado no comparamos las variaciones entre entidades porque ya lo realizamos en el apartado 2. Solo destacar que los porcentajes de las entidades financieras son ligeramente diferentes que en la Tabla 2.1 debido a dos razones: por la menor precisión de los datos al ser mensuales y porque la fechas de las etapas no son exactamente las mismas. Recalcar que observando las variaciones en cada etapa y en el periodo, llegamos a las mismas conclusiones que en el apartado 2.3.

Si centramos nuestro análisis en el índice bursátil bancario y el índice del Banco de España, ambos tienen porcentajes de variación muy similares exceptuando la tercera etapa, en la cual la diferencia es destacable. Si nos fijamos en el Gráfico 3.1, en la última etapa es cuando ambos índices divergen un poco y el IBDE se comporta ligeramente mejor que el elaborado. Estas diferencias deben venir dadas por la composición de ambos índices y por el sistema de ponderación de éstos.

Si añadimos el IBEX-35 en el análisis, podemos observar en la tabla 3.2 que éste es menos volátil que los índices bancarios y que se comporta mejor, teniendo descensos más suaves que éstos y subidas más pronunciadas. En este aspecto, es interesante poder analizar la composición del índice de referencia y ver la ponderación del sector bancario en él. Hecho que realizaremos más adelante.

Si comparamos las variaciones del IBB_{ES} y IBDE con los bancos españoles, podemos ver que BBVA y Banco Santander tienen un peso importante en ellos ya que los porcentajes de los índices se asemejan a ellos, excepto en la tercera etapa, en la cual las variaciones son más dispersas entre todos ellos.

El análisis del gráfico y de las tendencias, nos permite una primera visión de las similitudes y diferencias de los índices. Vamos a completar este estudio hallando la correlación entre ellos y luego cada uno con los bancos. En la siguiente tabla tenemos los resultados obtenidos:

Tabla 3.3 *Correlaciones índices españoles*

Correlaciones	IBB _{ES}	IBDE	IBEX-35
Santander	0,95***	0,98***	0,89***
BBVA	0,91***	0,96***	0,92***
Popular	0,2**	0,16	0,15
Sabadell	0,57***	0,67***	0,62***
Bankinter	0,52***	0,57***	0,54***
IBB _{ES}	1	0,95***	0,88***
IBDE		1	0,93***
IBEX-35			1

Elaboración propia.

*** significativas al 1% a dos colas

** significativa al 5% a dos colas

La tabla 3.3 nos da mucho información a analizar. Primero de todo, destaca que el índice que hemos construido en el presente trabajo está correlacionado un 0,95 con el índice proporcionado por el Banco de España, indicando una buena construcción del nuestro y, como hemos indicado anteriormente, la pequeña diferencia debe estar dada por la forma de composición.

Las altas correlaciones de los índices bancarios con el IBEX-35 nos indican que este tiene una gran dependencia del sector bancario y por tanto, está ligado a sus fluctuaciones. En la tabla 3.3 podemos ver la gran importancia de Banco Santander y BBVA en los tres índices, ya que presentan correlaciones muy elevadas y significativas. No resulta extraño este resultado porque ambos bancos son los dos mayores de España, con un gran volumen de negociación diario y con una gran capitalización bursátil, dos variables que definen las ponderaciones en los índices y, en consecuencia, la relación en sus movimientos. Destacamos que las correlaciones del Banco Popular con el IBDE y IBEX-35 no son significativas.

Una vez analizado los gráficos, las variaciones en las distintas etapas y las correlaciones, es interesante estudiar las ponderaciones de nuestro índice y así dar explicación a los movimientos del IBB_{ES} e IBEX-35.

A raíz de la metodología utilizada para construir los índices, podemos notar que la ponderación de cada acción varía mensualmente. Para simplificar el estudio, una vez obtenida la ponderación mensual de cada banco, calcularemos la media aritmética de todos ellos:

Tabla 3.4 *Ponderación del índice bursátil bancario español IBB_{ES}*

	Santander	BBVA	Popular	Sabadell	Bankinter
Ponderación	54,70%	26,68%	6,05%	10,08%	2,49%

Elaboración propia.

Como podemos observar, Santander supone un 54,70% del índice, indicando una fuerte dependencia a sus movimientos. Al estar ponderado en función del volumen de negociación mensual, no es de extrañar que el banco cántabro tenga un mayor peso al ser uno de los valores más negociados de la bolsa española. Seguidamente, BBVA es la segunda acción con más peso, con un 26,68%. Esto supone que solo los dos bancos determinan el 81,37% de los movimientos del IBB_{ES}, perteneciendo el 18,63% restante a los otros tres bancos. Este resultado nos confirma la alta dependencia de las fluctuaciones del IBB_{ES} en las variaciones de las dos entidades y, consecuentemente, las altas correlaciones obtenidas anteriormente.

4. COMPORTAMIENTO BURSÁTIL DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS BANCARIOS EUROPEOS

4.1 Contextualización

En el periodo pre-crisis el sistema económico europeo se empezó a endeudar en gran medida y el sistema bancario era el encargado de proveer dicha financiación. Esto provocó que determinados sectores de la economía europea tuviesen enormes cantidades de pasivo en sus balances. En ese momento, se estaban construyendo fuertes lazos entre las finanzas públicas y los bancos europeos, hecho que se hizo patente después de estallar la crisis²³.

Como explican Lazarides&Pitoska (2014), a principios del 2000 las cooperativas europeas sufrían más que la banca comercial debido a su tamaño pequeño y su eficiencia en la gestión. En el periodo 1999-2002, fue cuando se produjeron más quiebras de bancos europeos debido a la crisis tecnológica. En ese mismo documento, argumentan que en el periodo 1998-2002 las gran cantidad de fusiones fueron causadas por el aumento de la competencia del sector y posteriormente por el estallido de la burbuja tecnológica.

Más tarde vino el estallido de la actual crisis que ya hemos estado explicando a lo largo del trabajo. Los problemas en el sistema financiero norteamericano no tardaron en contagiar a la economía europea. El Banco Central Europeo no previó la situación y empezó a tomar medidas cuando los problemas ya eran latentes. Los principales gobiernos europeos rápidamente actuaron para salvaguardar sus sistemas bancarios y evitar el pánico financiero.

Ante esta situación, es interesante estudiar el comportamiento bursátil de la banca española en comparación con los principales sistemas bancarios europeos. Debido a la gran cantidad de países europeos y sus respectivos bancos, el estudio se haría más extenso del alcance de un trabajo final de grado y sobretodo de un apartado. Por ello, en lugar de comparar banco a banco, creamos un índice bursátil bancario de cada país seleccionado formado por los bancos elegidos.

El primer criterio de elección es que el país sea miembro de la Zona Euro, de esta forma evitamos posibles sesgos en el análisis por el efecto de la divisa y poder simplificar el estudio. Por tanto, quedan excluidos dos países con un sistema bancario importante en Europa, Reino Unido y Suiza, al tener diferente moneda.

Ante esta primera restricción, nos quedan 18 países sin tener en cuenta España. Ahora nos centramos en esos países que tienen un sistema bancario importante en Europa y que sus

²³ Viñals Íñiguez, J. (2013). *La Respuesta de Europa a la crisis financiera*. Revista ICE: "Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero en la UE", 874, 15-28.

bancos tienen un gran peso en la economía europea. El indicador que utilizamos para poder realizar la selección es el valor del activo total del sistema bancario de cada país. . El total de los activos del sistema bancario en la Zona Euro es de 28 trillones de €²⁴. A partir de este criterio, vemos que los cuatro países cuyos sistemas bancarios tienen más peso en la Zona Euro son Alemania, Francia, España e Italia, con unos activos totales de 3,7 trillones de €, 3,1 trillones de €, 3,6 trillones de € y 2,7 trillones de €, respectivamente²⁵. La suma de los cuatro países supone un 73,09% del activo total de los sistemas bancarios de la Zona Euro, siendo bastante significativa para poder realizar el estudio.

Una vez seleccionados los tres países, vamos a establecer los criterios para seleccionar los bancos de cada uno de ellos. Seguimos los mismos puntos que en el capítulo anterior: bancos cuyas acciones coticen en los mercados financieros y formen parte del índice de referencia de sus respectivos países. En el siguiente cuadro podemos ver los bancos seleccionados ordenados según país:

Tabla 4.1 Elección bancos europeos

País	Bancos
Alemania	<i>Deutsche Bank</i> <i>Commerzbank</i>
Francia	<i>Société Générale</i> <i>BNP Paribas</i> <i>Crédit Agricole</i>
Italia	<i>Banca Popolare</i> <i>Banca Monte dei Paschi di Siena</i> <i>Banca Popolare dell'Emilia Romagna</i> <i>Intensa Sanpaolo</i> <i>Mediobanca</i> <i>Banca Popolare di Milano</i> <i>Unione di Banche Italiane (UBI)</i> <i>UniCredit</i> <i>Banca Mediolanum</i>

En el caso de Italia hemos descartado *FinecoBank* porque empezó a cotizar en el año 2014, por tanto no hay suficiente información para el análisis pertinente.

La periodicidad de las cotizaciones utilizadas en este estudio vuelve a ser mensual. De esta forma, permite poder comprar el sistema bancario español con los demás países europeos con el índice elaborado en el apartado anterior.

²⁴ European Central Banking (2015) *Report on financial structures*. October 2015.

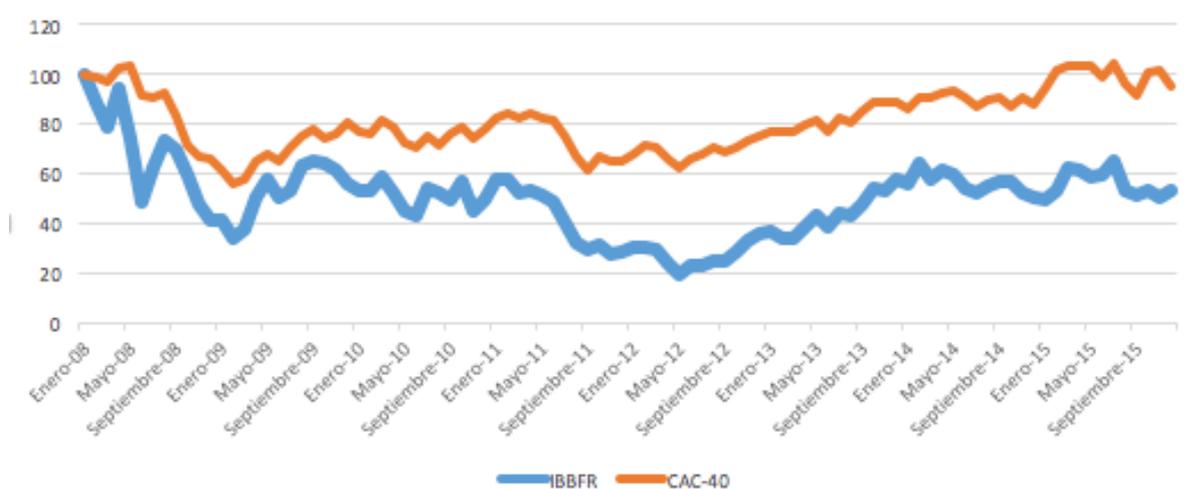
²⁵ *Idem* nota 22.

4.2 Índices bursátiles de los principales sistemas bancarios europeos

4.2.1 Índice bancario francés

A partir de los datos mensuales de los tres bancos franceses elegidos (Société Générale, BNP Paribas, Crédit Agricole) hemos procedido de la misma forma que en el caso del índice español para obtener el IBB_{FR} mensual. En el gráfico 4.2 también hemos incluido el índice de referencia francés, el CAC 40. Ambos índices están en base enero 2008 para poder comparar su evolución a lo largo del tiempo.

Gráfico 4.2 Índice bancario francés y CAC-40. Base enero 2008=100.



Elaboración Propia.

En este caso vemos una leve diferencia entre ambos índices. Rápidamente el CAC-40 destaca por encima del IBB_{FR} y tiene un mejor comportamiento durante todo el periodo. Vemos más perjudicado el sector bancario francés que el conjunto de todos los sectores. Este gráfico nos hace pensar que los bancos franceses tienen un peso moderado en el índice de referencia. Si consultamos en la página web oficial de la Bolsa de París²⁶, a día 19 de mayo de 2016, las ponderaciones de Société Générale, BNP Paribas y Crédit Agricole en el CAC son las siguientes.: 2,64% , 5,10%, 0,99%, respectivamente. Esto significa que el sector bancario tiene un peso bastante moderado con un 8,63%.

Si nos fijamos en la evolución, tienen una cierta semejanza, pero podemos encontrar en algunos periodos fluctuaciones diferentes. La correlación entre ambos índices, calculada con

²⁶ Página web "Bourse de Paris". Recuperado de <http://www.boursedeparis.fr/products/indices/FR0003500008-XPAP/market-information>

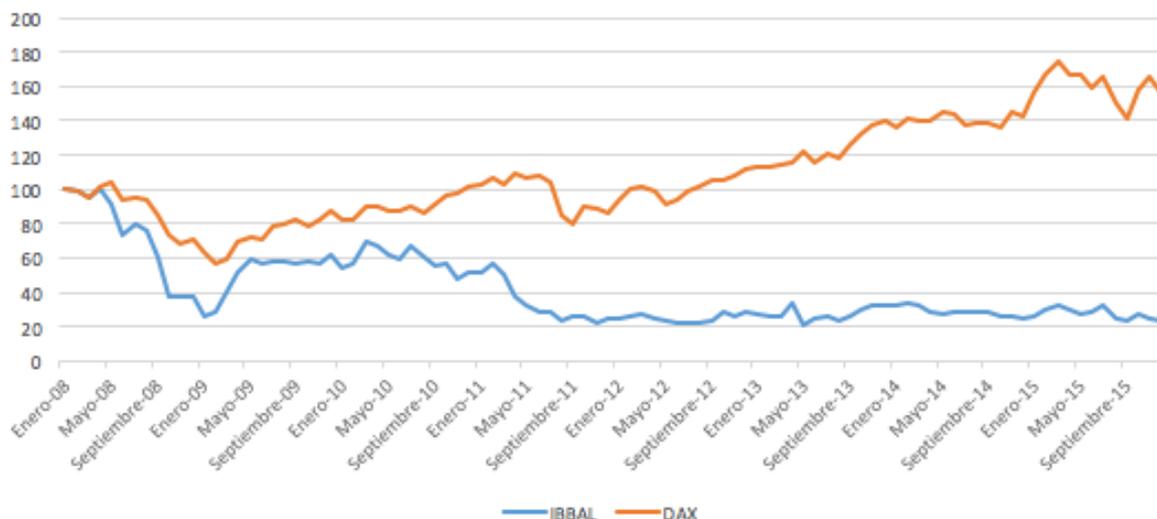
el programa IBM SPSS 22.0 , es de 0,70 con una significación del 1%. No es tan elevada como en el caso español, pero es relevante, debido a la similitud en las variaciones.

En el Anexo podemos encontrar el Gráfico 2 donde hemos añadido los tres bancos que componen el IBB_{FR} para poder tener más información sobre la evolución del índice creado y poder ver de dónde provienen las tendencias y su volatilidad. Vemos que Société Générale y Crédit Agricole calcan la evolución de nuestro índice, mientras que BNP Paribas sigue más el comportamiento del CAC-40. La volatilidad inicial del IBB_{FR} viene dada por los dos bancos que hemos comentado, mientras que BNP Paribas sufre una bajada importante unos meses después. Finalmente, destacar que a partir de mayo 2011 BNP Paribas se desmarca de la tendencia similar al índice nacional. En esos meses se produjo el rescate de Portugal, provocando tensiones en los mercados financieros, las cuales afectaron considerablemente a la banca francesa y en especial el banco comentado.

4.2.2  ndice bancario alemán

A partir de los datos mensuales de las dos entidades financieras elegidas (Deutsche Bank y Commerzbank) hemos procedido a construir el índice bursátil bancario, tal como hemos explicado en el apartado 3.1. Siguiendo los mismos pasos, también hemos incluido el índice de referencia alemán, el DAX.

Gráfico 4.3  ndice bancario alemán y DAX en base 100 a fecha enero 2008 (Mensual)



Elaboración Propia.

En el caso alemán vemos una gran diferencia con el índice de referencia, con unos comportamientos bastante opuestos. Mientras que el DAX ha tenido una tendencia alcista después del crash del 2009, el IBB_{AL} tiene una pequeña recuperación en 2009 para que en el

2011 vuelve a bajar y mantenerse estancado en la misma línea, entre un 70% y 80% por debajo del valor inicial. A primera vista, nos indica dos cosas: poca ponderación de la banca en el DAX y una diferencia destacable en el comportamiento del sector con los demás.

La ponderación media de los dos bancos en el IBB_{AL} es de 61,6% por parte de Deutsche Bank y 38,4% en el caso de Commerzabank. Destacar que estas ponderaciones no son muy constantes en el tiempo, ya que en el principio del periodo la ponderación del primer banco se encuentra entre 80% y 90%, mientras que posteriormente los porcentajes se igualan debido a un aumento en el volumen de negociación de Commerzbank.

Consultando la página web oficial de DAX, podemos encontrar el peso de cada acción de forma diaria. Cuando el índice cerró el 31 de diciembre de 2015, Deutsche Bank suponía un 3,47%, mientras que Commerzbank tan solo un 1,15%, sumando un total de 4,65%. A finales de 2009, las ponderaciones eran distintas, pero no mucho mayores, con un 6,08% por parte del primero y 0,84% en el segundo²⁷. Por tanto, vemos que el peso de la banca alemana en el DAX es muy bajo y por tanto influye poco en el comportamiento de este último. La correlación entre ambos índices es de 0,49, significativa al 1%.

En el Anexo podemos encontrar el Gráfico 3 donde hemos añadidos los dos bancos alemanes en el gráfico. Tienen unos comportamientos más dispares entre ellos, destacando la gran caída de Commerzbank en 2008, mientras vemos como Deutsche Bank y el IBB_{AL} siguen la misma evolución. Esto se debe a las ponderaciones antes comentadas de cada banco en el índice. Al principio, al depender básicamente de Deutsche Bank, el índice replica en gran medida los movimientos de sus acciones. A partir de enero de 2011 vemos que los movimientos de Commerzabank afectan más al índice bancario porque en ese momento las ponderaciones de cada entidad ya se han igualado más. Recalcar el salto que hace Commerzabank en abril de 2013 debido a un *contrasplit* que realiza 10 a 1²⁸. A partir de ese momento vemos que empieza a comportarse mejor mientras que el IBB_{AL} se mantiene igual de plano. Esto se debe a que al construir el índice y fijar la base 100 en enero 2008, las ponderaciones eran muy distintas que en el 2013, por tanto el índice no refleja de manera adecuada el aumento de Commerzabank.

4.2.3 Índice bancario italiano

La construcción de este índice ha resultado más complicado por el simple hecho de que hemos seleccionado nueve bancos, por tanto, la información contenida es mayor que en los

²⁷ Página web "Dax-Indices". Recuperado de <http://www.dax-indices.com/EN/index.aspx?pageID=4>

²⁸ Commerzbank AG (2013) *Disclosure Report 2013*. Recuperado de https://www.commerzbank.com/media/aktionaere/service/archive/konzern/2014_2/Disclosure_Report_2013.pdf

otros. Siguiendo la metodología explicada, hemos obtenido el IBB_{IT} para todo el periodo y hemos calculado el índice en base enero de 2008 del FTSE MIB, índice de referencia de Italia.

Gráfico 3.4 Índice bancario italiano y FTSE MIB. Base enero 2008=100.



Elaboración Propia.

En este caso vemos un comportamiento similar de ambos índices. El IBB_{IT} se encuentra ligeramente por debajo del FTSE MIB, pero le sigue muy de cerca. En los años 2011 y 2012 se separan ligeramente para después volver a evolucionar un poco más cerca. Al tener un mayor número de bancos, vamos a resumir sus ponderaciones en cada índice en la siguiente tabla:

Tabla 4.4 Ponderaciones de los bancos italianos en los índices

	FTSE MIB (30/12/15) ²⁹	IBB_{IT} (media del periodo)
Banca Popolare	1,56	0,96
Banca Monte dei Paschi di Siena	1	3,30
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	1,14	0,53
Intensa Sanpaolo	12,57	51,45
Mediobanca	1,65	1,96
Banca Popolare di Milano	1,37	14,71
Unione di Banche Italiane (UBI)	1,81	2,05
UniCredit	8,51	24
Banca Mediolanum	0,64	1,96
Total	30,25	100

Elaboración propia. Notas: números en porcentajes.

²⁹ Página web de FTSE Russell. Recuperado de http://www.ftse.com/analytics/factsheets/Home/ConstituentsWeights?_ga=1.25436989.1881983336.1465913311

Podemos observar que la banca italiana tiene un cierto peso en el índice de referencia, con un 30,25%, destacando Intensa Sanpaolo y UniCredit con un 12,57% y 8,51%, respectivamente. En cuanto al IBB_{IT}, destaca la ponderación de Intensa Paolo con un 51,45%, seguida de UniCredit con un 24% y Banca Popolare di Milano con un 14,71%. Destacar que estas ponderaciones no son constantes en el tiempo y a finales de diciembre 2015 Unicredit pesa un 19,07% en el IBB_I, Banca Popolare di Milano un 15,74%, Intensa Sanpaolo un 36,16% y Banca Monte dei Paschi di Siena un 22,96%.

Como en cada índice bancario que hemos construido, hemos calculado la correlación del IBB_{IT} con el FTSE MIB con un resultado de 0,71 con una significación del 1%. Vemos que el caso español es el que tiene mayor correlación con el índice de referencia y que el IBEX-35 es el índice con mayor ponderación del sector bancario en él.

Si nos fijamos en el comportamiento individual de cada banco en el Gráfico 4 del Anexo, destacan dos hechos considerables: el gran salto de Unicredit a finales de 2011 y el de Banco Popolare en febrero de 2013. En el primero caso consiste en una sucesión de eventos que ocurrieron en diciembre de 2011 y a principios del siguiente año. En la página web oficial del grupo, ofrecen una cronología detallada de todos los cambios en el capital del banco³⁰. En ella podemos ver como a finales de diciembre realizan una ampliación de capital de 2.500 millones de euros y al cabo de una semana un *contrasplit* de acciones 10 a 1. Esto explica este fuerte aumento en la cotización de la acción. Posteriormente, el 14 de febrero de 2012 realizan una ampliación de capital de 7.500 millones de euros, presionando el precio de la acción a la baja³¹. Estos hechos alteran nuestro índice bancario debido a la importancia de Unicredit en él, suponiendo un 24% del índice (Tabla 4.4).

En el caso de Banco Popolare, efectuó un *contrasplit* de 10 a 1 acciones que se realizó en marzo de 2014 y una posterior ampliación de capital de 1.500 millones de euros³², provocando esa gran subida inicial y la caída en menor medida posterior. Mirando la tabla 4.4 vemos que su ponderación en el índice no llega al 1% y por tanto esta fluctuación no afecta demasiado.

Dejando de lado estos dos casos, en el Gráfico 4 del Anexo podemos ver que casi todos los bancos mantienen un comportamiento parecido, destacando el caso de Banca Mediolanum que cotiza de forma positiva y Banca Popolare di Milano que tiene un compartimiento peor que todas las otras entidades.

³⁰ Página web oficial "Unicredit Group". Recuperado de <https://www.unicreditgroup.eu/en/investors/share-information/share-capital-development.html>

³¹ Ídem que la nota 25.

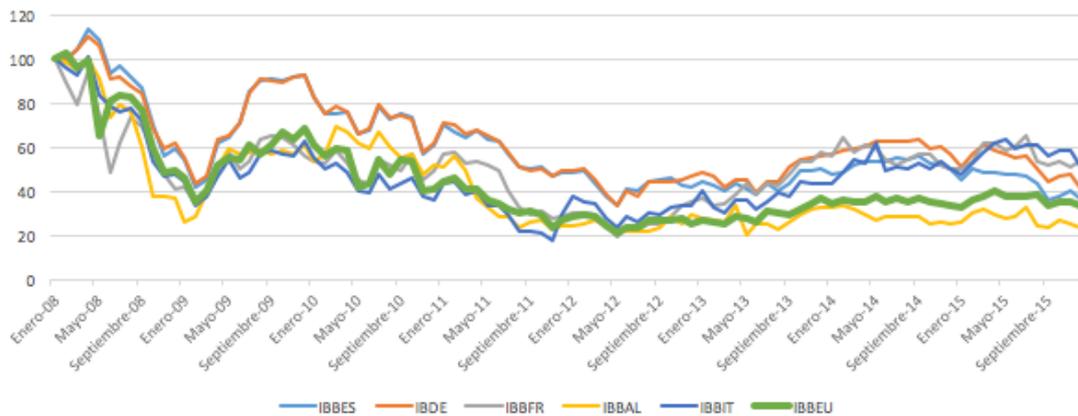
³² Gruppo Banco Popolare (2015) *Annual Report 2014*. Recuperado de http://www.gruppobancopopolare.it/media/sites/2/Annual-Report-2014_2.pdf

4.3 Comparación de los índices bancarios

Una vez ya hemos construido los principales índices bancarios de la Zona Euro, procedemos a comparar y analizar las diferencias en la evolución a lo largo del tiempo. Antes de empezar, construimos un último índice que recoja todos los bancos seleccionados, es decir, los españoles, franceses, alemanes e italianos. De esta forma tendremos un único índice que resuma el comportamiento de los principales bancos europeos en el mercado bursátil.

Con los diecinueve bancos seleccionados, construimos el índice con la metodología explicada en el apartado 3.1. Una vez obtenido, juntaremos los cinco índices (IBB_{ES}, IBB_{FR}, IBB_{AL}, IBB_{IT}, IBB_{EU}) en un solo gráfico fijando la fecha base en enero 2008. Así podremos ver las diferencias en su evolución en el periodo 2008-2015.

Gráfico 4.5 Índices bancarios de los principales países y IBB_{EU}. Base enero 2008=100.



Elaboración Propia.

En el gráfico 4.5 destaca que la banca española se encuentra por encima de los demás índices bancarios en una parte del periodo, hecho curioso y sorprendente con los problemas del sistema financiero que sufre España durante ese tiempo. En la caída pronunciada del 2008 y primer trimestre del 2009, destacan tres cosas: la volatilidad de la banca francesa, el mejor comportamiento de la española y vemos un descenso más pronunciado en la banca alemana a partir de septiembre 2008.

Vemos que en septiembre de 2008 la tendencia bajista se agudiza debido a la quiebra de *Lehmann Brothers*, especialmente en Alemania, donde su efecto es mayor. Esta diferencia con los otros países se debe que en octubre de 2008 se aprobó un rescate de 500.000 millones de euros para sanear el sistema bancario alemán³³.

³³ Connolly, K. (13 de octubre 2008). *Banking crisis: Germany earmarks €500bn for rescue package. The Guardian*. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2008/oct/13/germany-banks-europe>

La volatilidad francesa viene dada por una gran caída de los precios de los tres bancos en junio de 2008, la cual se recuperó en el siguiente mes para volver a bajar fuertemente en octubre de ese mismo año. De la misma forma que en el país alemán, el gobierno francés asistió a su sistema bancario en octubre con un paquete de ayuda que ascendía a un total de 360.000 millones de euros³⁴.

En el primer trimestre de 2009 los índices vuelven a recuperarse y protagonizan subidas moderadas, destacando el caso español, el cual asciende en mayor medida que las otras bancas europeas. Podemos explicar esta diferencia a partir del *Informe de Estabilidad Financiera* de noviembre de 2009, en el cual el Banco de España dice que “los resultados registrados [de la banca española] hasta la primera mitad de 2009 han de considerarse positivos en las circunstancias actuales, y comparativamente mejores que los registrados por muchas entidades de los sistemas bancarios de nuestro entorno.” Posteriormente y en el mismo documento, el Banco de España comenta:

“la ratio de solvencia de las entidades de depósito españolas ha aumentado en relación con el ejercicio precedente, permaneciendo tanto el coeficiente total como el básico por encima de los mínimos exigidos por la normativa. La comparación internacional de los niveles de solvencia sitúa a las entidades españolas en una posición intermedia, pero hay que tener en cuenta que numerosas entidades de otros países recibieron fondos públicos para reforzar su capital por importes significativos.” (Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera. Noviembre 2009, página 12)

De esta forma, interpretamos que el mercado valora estos mejores resultados en comparación con la banca europea y el hecho de no haber sido rescatada por parte del gobierno.

A partir de ese momento hasta el último trimestre de 2012 la banca española sigue por encima del resto de los sistemas bancarios. Mientras tanto la evolución de los demás índices es muy similar exceptuando dos hechos: la banca alemana destaca positivamente de febrero 2010 a abril 2011 y la banca francesa de noviembre 2010 a agosto 2011.

Posteriormente, a partir de octubre de 2012 la banca italiana y francesa empieza a mejorar en el mercado bursátil hasta alcanzar a la del sistema español, mientras que la alemana sigue estancada en los mismos niveles que anteriormente, sin mostrar signos de recuperación en el parqué.

Finalmente, en marzo de 2015 el IBB_{ES} desciende ligeramente mientras los demás índices siguen un comportamiento lateral. Mirando el penúltimo *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España (Noviembre 2015), esta disminución en los mercados financieros españoles podría venir dada por las dudas que empiezan a surgir sobre la

³⁴ Samuel, H. (13 de octubre 2008) *Banking bail-out: France unveils €360bn package. The Telegraph*. Recuperado de <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3190311/Banking-bail-out-France-unveils-360bn-package.html>

economía española ante la necesidad de seguir trabajando en nuevas medidas financieras y fiscales. Como dice el mismo informe, “una corrección abrupta de las valoraciones vigentes en los mercados podría generar pérdidas en la cartera de inversión de las entidades de crédito y de otros intermediarios, pero sobre todo podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación” (*Banco de España. Informe de Estabilidad Financiera. Noviembre 2015, página 15*)

Ahora vamos a fijarnos en el índice bancario europeo que hemos creado. En la caída de 2008 sigue a la perfección la evolución de los bancos y podemos observar el gran efecto de la volatilidad de la banca francesa en éste. En la corrección de principios de 2009 sigue muy de cerca los índices exceptuando España, que es cuando empieza a desmarcarse. Podemos ver el gran efecto que tiene en el IBB_{EU} el rescate de Grecia en Mayo de 2010, en el cual la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional aprueban asistencia financiera al país heleno por un total de 110.000 millones de euros³⁵. A finales de ese mismo año también vemos el efecto del rescate a Irlanda que ya hemos explicado anteriormente.

En los siguientes meses vemos una tendencia más estable y lateral, más parecida al comportamiento del IBB_{AL}. Llama la atención que cuando la banca francesa e italiana empieza subir a finales de 2012, el índice en cuestión sigue su evolución plana sin mostrar signos de mejora. De esta forma, vamos a analizar el peso de cada país en el IBB_{EU} mirando desde dos puntos de vista la aportación que hacen al índice. La primera es el peso relativo de cada país en el índice, es decir, el volumen negociado de sus acciones dividido por el total de acciones negociadas. La segunda viene dada porque hay algunas diferencias en los precios de las acciones de los distintos bancos. Por tanto, un banco con una acción a 20€ no aportará lo mismo al índice que uno a 1€, suponiendo que tienen el mismo nivel de negociación. En ese caso estamos mirando la proporción de cada país en el índice europeo multiplicando el precio de cada banco por su peso relativo y juntando las entidades de la misma nacionalidad.

Tabla 4.6 Aportaciones al IBB_{EU} según países

	España	Francia	Alemania	Italia
Ponderación	31,55	4,56	3,28	60,61
Aportación al índice	41	20,96	13,84	24,20

Elaboración propia. Notas: números en porcentajes

En el tabla 4.6 podemos ver la diferencia del peso relativo de cada país con la aportación que hace en el índice. En el primer caso es lógico que España e Italia aglutinen un 92% de ponderación al ser los países con más bancos en el IBB_{EU}, sumando catorce de los

³⁵ Martínez,R. (3 de mayo 2010). Un rescate de 110.000 millones. *El País*. Recuperado de http://elpais.com/diario/2010/05/03/economia/1272837601_850215.html

diecinueve totales. Por tanto, es normal que entre ellos sumen mayor volumen de negociación que los otros dos, que solo suponen cinco bancos.

Vemos que si nos fijamos en la aportación al índice los porcentajes cambian. Los precios de los bancos alemanes y franceses son mayores, destacando el caso de Société Générale que empieza el periodo con un precio de 83,5€/acción y termina en 42,57€/acción, BNP Paribas que pasa de 65,83 a 52,23€/acción y Deutsche Bank pasando 75,16 a 22,53€/acción³⁶. En los otros casos, las cotizaciones son de menor precio y por tanto necesitan un mayor peso para poder ser igual de importantes. Por tanto, en este caso hay que mirar con detenimiento la tabla 4.6 porque variaciones en las acciones de los bancos franceses y alemanes tienen más incidencia de lo que la ponderación indica. En el mismo sentido, los bancos italianos no tienen tanta influencia como la ponderación del volumen de negociación puede sugerir.

4.3.1 Análisis de variaciones

Una vez realizado el análisis de los gráficos vamos a proceder a calcular las variaciones de las distintas etapas para poder ver qué índices se han comportado mejor y peor. Mantenemos las tres etapas que hemos establecido en el apartado 3 para darle una cierta homogeneización y mantener el sistema español como centro del estudio. Recordar que la primera etapa comprende del inicio del periodo hasta febrero 2009, mes en que el IBEX-35 cambia de tendencia marcando un mínimo. La segunda etapa abarca hasta mayo 2012, donde el índice español vuelve a marcar un mínimo.

Tabla 4.7 Variaciones índices bancarios europeos

	IBB _{ES}	IBDE	IBB _{FR}	IBB _{AL}	IBB _{IT}	IBB _{EU}
1ª Etapa	-58,02	-56,40	-66,06	-71,79	-66,55	-64,47
2ª Etapa	-20,84	-23,80	-42,85	-17,31	-29,47	-41,20
3ª Etapa	9,88	25,91	175,08	2,37	120,61	61,87
Total periodo	-63,48	-58,17	-46,65	-76,12	-47,95	-66,18

Elaboración Propia. Notas: números en porcentajes

En la tabla 4.7 vemos que en la primera etapa el más castigado es el índice bancario alemán y el que mejor se comporta es el español, tal como habíamos explicado anteriormente. Destaca que el IBB_{FR}, IBB_{IT} y IBB_{EU} tienen descensos muy similares.

En la segunda etapa, el IBB_{AL} es el que desciende en menor proporción ya que en el final del anterior periodo era el índice con mayor descenso, por tanto se entiende que haya bajado

³⁶ Datos extraídos de la base de datos Thomson Reuters.

menos que los demás en esta etapa. En cambio, el índice bancario francés desciende un 42,85%, siendo el más castigado durante la etapa. Mirando el gráfico 4.5 destaca un descenso pronunciado a mitad de 2011, hecho que solo ocurre a la banca francesa. En esta etapa, la banca española tiene unos descensos moderados en comparación a los demás, muy cerca de la alemana.

En la última etapa del periodo, las variaciones son muy dispares, destacando de forma notable la revalorización de Francia, la cual sube un 175,08%. También destaca el índice bancario italiano con un 120,61%. Hecho que ya habíamos recalcado en el análisis del gráfico anterior. El IBB_{ES} tiene un comportamiento moderado al subir un 9,88%, ya que en el último año tiene el descenso que hemos comentado. El índice alemán mantiene una tendencia lateral en la segunda mitad de todo el periodo, es por ello que durante la tercera etapa solo sube un 2,37%, siendo el que peor se comporta en ese lapso de tiempo.

Mirando el global del periodo, el IBB_{AL} es el que más ha descendido con un 76,12% y el IBB_{FR} es el que menos con un 46,65%. Por tanto, en esta época de crisis la banca alemana es la que ha sufrido más en el mercado bursátil, mientras que la francesa ha sido la mejor valorada. En el caso español destaca que es la segunda peor después del IBB_{AL}. Parte de esto es debido a la tendencia bajista del último año del periodo, en el cual tiene un comportamiento diferente a los demás índices. De haber seguido la línea de los otros, su descenso habría sido menor y su variación se acercaría a las de Francia e Italia, que están alrededor del 46% y 48% de caída.

Si comparamos el índice bancario español con el europeo, en todas las etapas excepto en la última, el índice bancario español se comporta mejor que el IBB_{EU}, mientras que en todo el conjunto de periodo hay solo una diferencia de tres puntos porcentuales a favor del IBB_{ES}.

A continuación, para ver mejor este hecho y ver con más detalle cómo se ha comportado la banca española en relación con la europea vamos a ordenar de forma descendente las variaciones de las cotizaciones en todo el periodo (2008-2015) de los bancos, índices de referencia nacionales y los índices bancarios por separado.

Tabla 4.8 Ordenación descendente de las variaciones de los bancos e índices en el periodo 2008-2015

Variación de los Bancos		Variación de los Índices nacionales		Variación de los IBB _x	
Mediolanum	66,67	DAX	56,79	IBB _{FR}	-46,65
Unicredit	4,43	CAC-40	-14,69	IBB _{IT}	-47,95
B. Popolare	-4,69	IBEX-35*	-27,85	IBDE*	-58,17
BNP Paribas	-26,66	FTSE MIB	-37,43	IBB _{ES} *	-63,48
Mediobanca	-29,15			IBB _{EU}	-66,18
Intensa	-35,03			IBB _{AL}	-76,12
Bankinter*	-36,77				
C. Agricole	-50,75				
BBVA*	-52,10				
B. dell'emilia	-52,72				
S. Générale	-55,18				
Commerzabnk	-55,27				
B. Monte	-60,39				
B. Santander*	-61,47				
UBI	-62,99				
Deutsche Bank	-70,03				
B. Popular*	-70,54				
B. Sabadell*	-74,01				
B. Popolare Milano	-89,08				

Elaboración propia. Nota: número en porcentajes.

** Bancos e índices españoles*

Mirando de forma global todo el periodo vemos en la tercera columna de la tabla 4.8 que a finales de diciembre de 2015 el sistema bancario español es el tercero de los cuatro países que más ha bajado, superado por el índice bancario francés e italiano. Justo en última posición se encuentra el índice bancario alemán con una diferencia de casi diez puntos porcentuales con el español.

En la primera columna de la tabla 4.8 encontramos los diecinueve bancos ordenados de mayor a menor variación de sus cotizaciones a lo largo del periodo mencionado. Podemos apreciar que tres de los bancos españoles se encuentran en la parte baja de la tabla, BBVA en la mitad y Bankinter es el único que se encuentra en la mitad superior. Por tanto, vemos que la banca española es uno de los principales sistemas bancarios europeos que peor se ha comportado en estos años. También indicar que los dos bancos alemanes se encuentran en la parte inferior de la tabla, confirmando que el IBB_{AL} ha sido el que peor se ha comportado de los cuatro sistemas bancarios. Finalmente, apuntar que el IBEX-35 se encuentra en tercera posición en las variaciones de los índices de referencia de cada país, superado por el DAX alemán y el CAC francés.

4.3.2 Análisis de correlaciones entre índices

Siguiendo nuestra metodología de trabajo vamos a proceder a calcular las correlaciones entre todos los índices y poder terminar de indagar en nuestro estudio. Utilizando el programa *IBM SPSS Statistics 22.0*, hemos obtenido la siguiente matriz de correlaciones:

Tabla 4.9 Correlaciones entre los índices europeos

	IBB _{ES}	IBDE	IBB _{FR}	IBB _{AL}	IBB _{IT}	IBB _{EU}
IBB _{ES}	1	0,95***	0,61***	0,45***	0,63***	0,70***
IBDE		1	0,67***	0,46***	0,68***	0,69***
IBB _{FR}			1	0,44***	0,59***	0,54***
IBB _{AL}				1	0,39***	0,42***
IBB _{IT}					1	0,72***
IBB _{EU}						1

Elaboración propia

*** significativas al 1% a dos colas

Analizando la tabla 4.9, en la primera fila podemos ver las correlaciones del IBB_{ES} con todos los otros índices construidos. La mayor correlación la encontramos con el índice europeo con un 0,70. Una correlación alta comparada con Francia y Alemania ya que el peso español en el IBB_{EU} es mayor que la de esos dos países como hemos visto en la tabla 4.6. Después nos encontramos con una correlación del 0,61 con el índice francés y 0,63 con el italiano, mostrando una menor relación con ellos. Para finalizar, el sector bancario alemán es el que está menos correlacionado con el español con un 0,45.

Llama la atención que si nos fijamos con el índice del Banco de España, las correlaciones son mayores con los otros países que en el nuestro, exceptuando con el IBB_{EU}. En ese caso, la correlación es menor debido a que el índice europeo está construido con la misma metodología que el español y utilizando exactamente los mismos bancos de nuestro país.

Destaca notablemente la menor correlación del índice bancario alemán con todos los otros. Ante el estudio de los gráficos y las variaciones de las etapas, sigue la línea de nuestros razonamientos. El IBB_{AL} tiene un comportamiento diferencial en comparación a los otros índices, siendo el que peor se ha comportado. Entre el IBB_{FR} y IBB_{IT} vemos una correlación del 0,59, un poco menor que con España.

Finalmente, comentar que el índice bancario europeo tiene mayor correlación con el italiano (0,72), muy cerca del que presenta con el sistema bancario español. Al tener mayor número de bancos, seis y nueve, respectivamente, y por tanto mayor volumen de negociación por otro, hace que el peso en el índice es mucho mayor y provoca que las correlaciones sean mayores como hemos visto en la tabla 4.6. En cuanto a Alemania sigue su línea teniendo una correlación baja del 0,42 con el IBB_{EU}.

5. CONCLUSIONES

En el periodo de estudio comprendido entre el año 2008 y 2015, los comportamientos de los cinco bancos españoles elegidos para el análisis han sido diferentes y variados en el tiempo. Las dos entidades financieras más grandes de España, Banco Santander y BBVA, sufrieron con más fuerza el inicio de la recesión en el 2008 debido al mayor volumen de negocio y de activos expuestos a la economía. En la ligera recuperación de los mercados financieros en el 2009, vuelven a protagonizar una mejora de su evolución gracias a sus estrategias de diversificación y expansión hacia nuevos mercados, reduciendo su exposición en el mercado español y aumentándola en los países emergentes. Además, destacamos la gran correlación entre BBVA y Banco Santander y de estos dos con el IBEX-35 debido a la ponderación que suponen en éste.

El Banco Popular es uno de los que peor se comporta en el periodo y es el valor que más difícil resulta su estudio debido a las distintas operaciones financieras realizadas. En cuanto a Bankinter, durante el inicio tiene una evolución parecida al anterior banco, pero desde mediados de 2012 empieza a mejorar considerablemente en el parqué gracias a sus buenos resultados anuales. De esta forma es el banco que termina el periodo con un menor descenso de sus acciones. Respecto al Banco Sabadell, tiene un comportamiento medio en la primera mitad del periodo sin destacar ningún hecho. En la segunda parte, a pesar de la nueva estrategia comentada en el trabajo de digitalización y diversificación, tiene las cotizaciones más bajas respecto a las del 2008 que el resto del sistema bancario, terminando el periodo con el peor comportamiento de las cinco entidades.

En el análisis por separado que hemos hecho de CaixaBank y Bankia durante el periodo comprendido entre 10 de agosto de 2011 y finales de 2015, hemos visto que Bankia ha sido el banco español que peor se ha comportado debido a todos sus problemas financieros e institucionales ocurridos a partir de su salida a bolsa. En cuanto a CaixaBank, ha tenido un comportamiento aceptable en ese periodo colocándose entre los mejores y presentando buenas correlaciones con el IBEX-35 y con las dos entidades financieras de mayor peso en España. En ese tiempo la entidad catalana apuesta por una estrategia enfocada en el mercado español y expande su presencia en todo el territorio, fortaleciendo su posición en España.

El sistema bancario español se ha comportado de peor forma que el IBEX-35 en cada una de las etapas y en todo el periodo 2008-2015. Hemos visto el efecto negativo de los distintos rescates que ha habido en Europa en las cotizaciones de la banca española. Destacamos la dependencia del índice de referencia español con el sector bancario al ver la ponderación que supone y la alta correlación en sus movimientos. BBVA y Banco Santander, los dos grandes bancos españoles, tienen una gran ponderación en el índice bancario español creado y una alta correlación. En el caso de los otros tres bancos hemos encontrado unas

ponderaciones y correlaciones más bajas. Nuestro índice bursátil bancario español tiene una correlación del 0,95 con el índice bancario ofrecido por el Banco de España y presentan variaciones similares. Destacan los dos últimos años del periodo en que ambos se separan ligeramente, provocando ciertas diferencias en la última etapa detectada. Podemos concluir que hemos construido un índice bastante bueno.

Al comparar el sector bancario español con los principales sistemas bancarios europeos, Francia, Alemania e Italia, resulta ser el segundo que peor se comporta, mientras que el alemán es el que más desciende en el periodo de estudio. Las acciones de los bancos de España y Alemania sufren importantes descensos, confirmando que son los dos sistemas bancarios con más descensos.

Destaca la divergencia entre el DAX con el índice bancario alemán, debido al poco peso del sector bancario en el índice de referencia y a una correlación bastante moderada entre ambos. Estos hechos divergen notablemente del caso español. En Italia el sector bancario tiene un peso en el FTSE MIB muy similar que en España. El análisis realizado en este país resulta menos fiable debido a los dos operaciones bursátiles comentadas en el trabajo que hacen que el índice creado sea menos preciso. En cuanto a Francia, las fluctuaciones del índice nacional y el bancario son parecidas pero con algunas diferencias, siendo la ponderación del sector bancario en el CAC-40 más baja que en España e Italia. Por tanto, concluimos que en España el sistema bancario tiene mayor peso y mayor correlación en el índice de referencia nacional que los otros tres países.

Finalmente, comentar como crítica al presente trabajo que no se han eliminado los efectos de dividendos, ampliaciones y reducciones de capital, *split* y *contrasplit*, siendo en algunos casos poco relevantes y en otros más importantes. Esto provoca que las fluctuaciones y correlaciones estudiadas estén sesgadas. También consciente que un análisis de estas características es necesario métodos estadísticos más complejos y un estudio más profundo de las estrategias y resultados de las entidades que supondría extenderse más de lo requerido en un trabajo final de grado.

6. BIBLIOGRAFÍA

Banco Central Europeo (2015) *Report on financial structures*. October 2015.

Banco de España (2009) *Informe de Estabilidad Financiera*. Mayo 2009.

Banco de España (2009) *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2009.

Banco de España (2010) *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2010.

Banco de España (2011) *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2011.

Banco de España (2012) *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2012.

Banco de España (2013) *Informe de Estabilidad Financiera*. Mayo 2013.

Banco de España (2015) *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre 2015.

Bolsas y Mercados Españoles (2016) *Normas Técnicas para la composición y cálculo de los índices de BME*. Febrero 2016.

Calvo, A., Parejo, J.A., Rodríguez, L. y Cuervo García, A., (2014). *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel.

García Delgado, J., Myro Sánchez, R., Alonso, J., Fernández-Otheo, C., Jiménez, J. y Garrido, A. (2011). *Lecciones de economía española*. Madrid: Civitas Thomson Reuters.

Viñals Íñiguez, J. (2013). *La Respuesta de Europa a la crisis financiera*. Revista ICE: "Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero en la UE", 874, 15-28.

Lazarides, T. y Pitoska, E. (2014) *The European Banking System Before and After the Crises*
Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2392816>

7. ANEXO

Cuadro 1. Resultado neto Banco Santander por segmentos geográficos 2014/2015

Key data by principal segments

	Net operating income			Underlying profit to the Group *			Efficiency ratio (%)		Underlying ROE (%) *	
	2015	2014	Var (%)	2015	2014	Var (%)	2015	2014	2015	2014
Income statement (EUR million)										
Continental Europe	6.093	6.059	0,6	2.218	1.648	34,6	52,5	51,5	7,13	5,82
o/w: Spain	2.646	3.140	(15,7)	977	827	18,2	56,5	52,7	8,14	7,41
Santander Consumer Finance	2.192	1.756	24,8	938	795	18,0	44,7	45,5	12,03	11,05
Poland	683	791	(13,7)	300	355	(15,4)	46,5	42,5	12,53	16,04
Portugal	522	459	13,7	300	184	62,8	48,7	52,0	12,37	7,91
United Kingdom	3.025	2.622	15,4	1.971	1.556	26,6	52,6	52,7	11,50	11,07
Latin America	10.851	10.706	1,3	3.193	2.902	10,0	42,1	42,3	14,70	14,33
o/w: Brazil	6.689	6.937	(3,6)	1.631	1.437	13,5	40,0	41,6	13,64	12,32
Mexico	1.947	1.736	12,2	629	606	3,7	41,3	42,5	12,88	13,16
Chile	1.332	1.327	0,4	455	498	(8,6)	43,0	39,5	15,32	19,50
USA	4.774	3.740	27,7	678	861	(21,3)	38,8	37,5	6,05	7,82
Operating areas	24.744	23.128	7,0	8.059	6.967	15,7	45,9	45,7	9,93	9,46
Corporate Centre *	(1.042)	(554)	88,2	(1.493)	(1.151)	29,8				
Total Group *	23.702	22.574	5,0	6.566	5.816	12,9	47,6	47,0	7,23	7,05
	24,63%	12,23%	43,85%	19,29%						

(*).- Not including net capital gains and provisions

Fuente: Banco Santander

Cuadro 2. Resultado neto Banco Santander por segmentos geográficos 2007/2008

Key data by principal segments

	Net operating income				Attributable profit to the Group			
	2008	2007	Variation		2008	2007	Variation	
			Amount	%			Amount	%
Income statement (million euros)								
Continental Europe*	9.365	7.786	1.578	20,3	4.908	4.423	486	11,0
o/w: Four large retail units*	8.088	6.714	1.374	20,5	4.079	3.704	376	10,1
Santander Branch Network	3.566	2.863	702	24,5	2.098	1.806	292	16,2
Banesto	1.450	1.312	137	10,5	754	668	86	12,8
Santander Consumer Finance	2.390	1.867	523	28,0	696	719	(22)	(3,1)
Portugal*	683	672	11	1,7	531	511	20	3,9
United Kingdom	2.127	1.913	214	11,2	1.247	1.201	45	3,8
Latin America	7.606	5.808	1.798	31,0	2.945	2.666	279	10,4
o/w: Brazil	3.475	2.533	942	37,2	1.105	905	199	22,0
Mexico	1.758	1.506	252	16,7	600	654	(54)	(8,2)
Chile	1.143	894	249	27,8	545	543	2	0,3
Operating areas*	19.097	15.507	3.591	23,2	9.100	8.290	810	9,8
Financial management and equity stakes*	(1.368)	(665)	(703)	105,8	(223)	(180)	(44)	24,4
Total Group*	17.729	14.842	2.887	19,5	8.876	8.111	766	9,4
Net extraordinary capital gains and allowances						950	(950)	(100,0)
Total Group					8.876	9.060	(184)	(2,0)

(*).- Without extraordinary capital gains and allowances in 2007

Fuente: Banco Santander

Tabla 1. Resultados Netos de Bakinter

	2012	2013	2014	2015
Resultado Neto (en millones de €)	124,7	189,9	275,9	375,9
Porcentaje	-31,18%	52,29%	45,29%	36,25%

Fuente: Bankinter, S.A. (2016) *Presentación de Resultados 4T 2015*. 21 de enero 2016. Recuperado de https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/accionistas_e_inversores/info_financiera/resultados/2015/cuarto_trimestre/presentacionresultados4t2015.pdf

Tabla 2. Porcentajes del resultado neto según segmentos geográficos 2014/2015

	Europa Continental	Reino Unido	Latinoamérica	EEUU
2015	24,63	12,33	43,85	19,29
2014	26,20	11,34	46,29	16,17

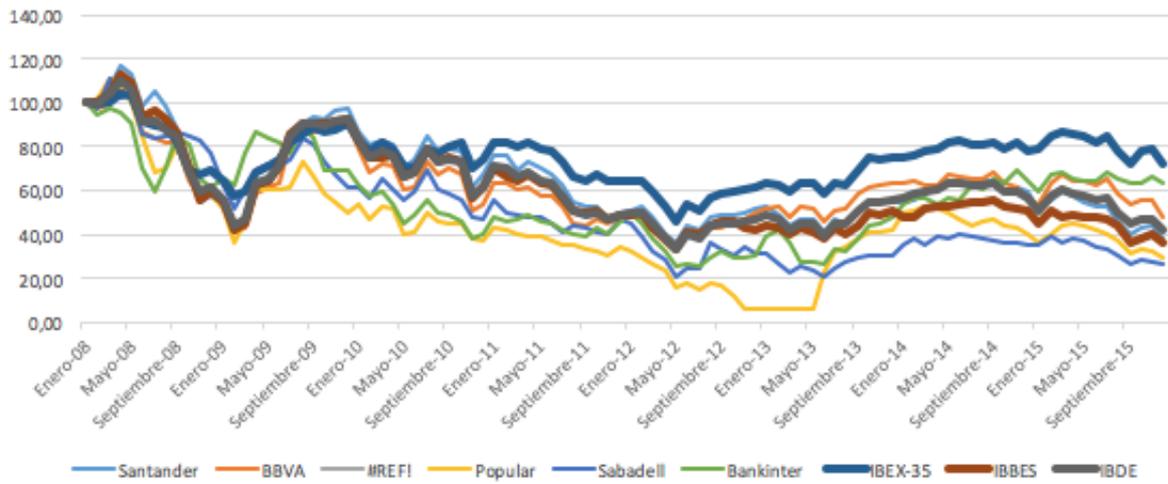
Elaboración propia a partir del cuadro 1 del Anexo. Notas: números en porcentajes.

Tabla 3. Porcentajes del resultado neto según segmentos geográficos 2008/2007

	Europa Continental	Reino Unido	Latinoamérica	EEUU
2008	49,04	11,14	39,83	5,08
2007	50,21	12,33	37,45	5,77

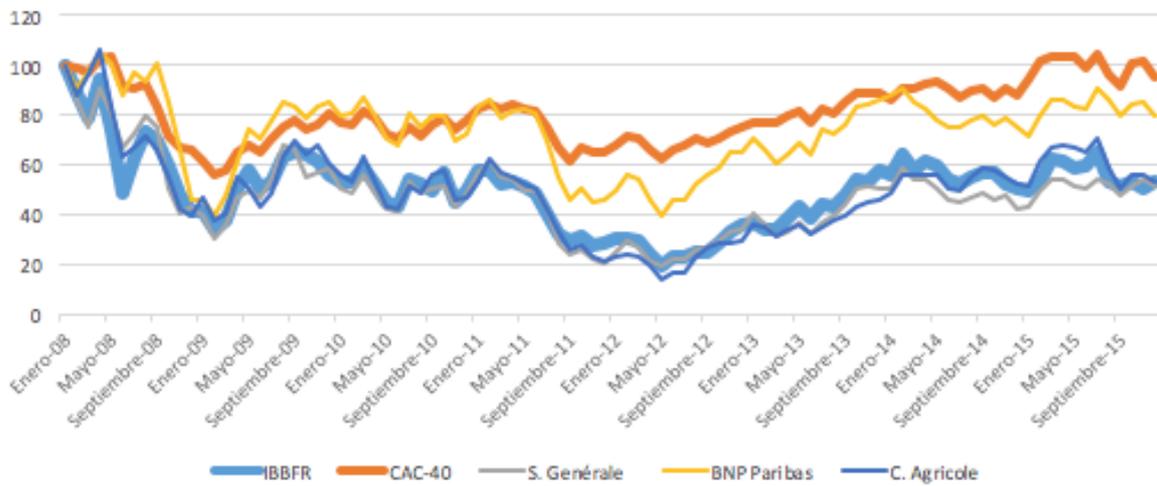
Elaboración propia a partir del cuadro 2 del Anexo. Notas: números en porcentajes

Gráfico 1. Bancos e índices bursátiles españoles. Base Enero 2008.



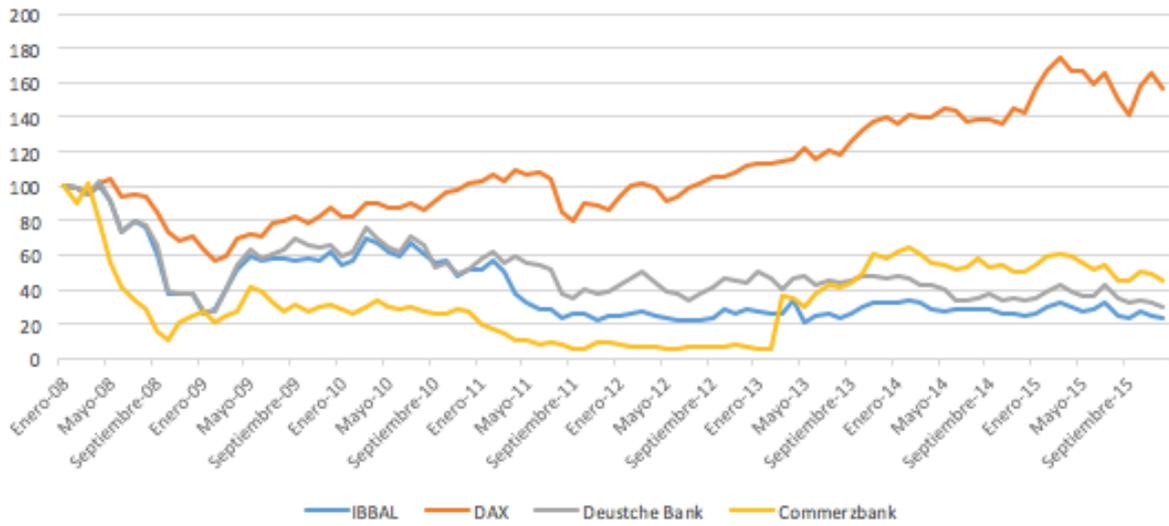
Elaboración Propia.

Gráfico 2. Bancos e índices bursátiles franceses. Base Enero 2008.



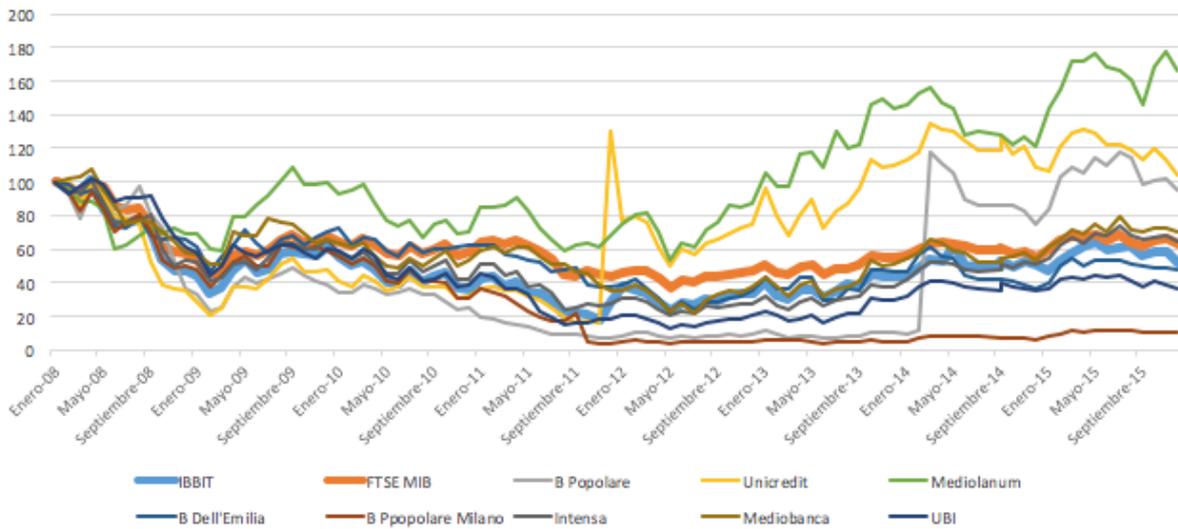
Elaboración Propia.

Gráfico 3. Bancos e índices bursátiles alemanes. Base Enero 2008.



Elaboración Propia.

Gráfico 4. Bancos e índices bursátiles italianos. Base Enero 2008.



Elaboración Propia.