

# CAMBIOS EN EL COMPORTAMIENTO INVERSOR ANTE NUEVOS ESCENARIOS MONETARIOS

Natividad BLASCO

Universidad de Zaragoza, IEDIS

Pilar CORREDOR

Universidad Pública de Navarra, INARBE

## Resumen

Este trabajo analiza los cambios que los inversores han presentado en sus decisiones de inversión ante las variaciones habidas en los últimos años en la política monetaria por parte del Banco Central Europeo. En una visión panorámica se observa que, si bien el efectivo y los depósitos son los instrumentos de ahorro más importantes para los inversores, la subida de tipos de interés iniciada en junio de 2022 está corrigiendo este efecto, moviendo la demanda de activos hacia los valores representativos de deuda a la vez que disminuye la solicitud de crédito por parte de los hogares. Destaca, asimismo, desde el período de pandemia, el crecimiento de las participaciones en fondos de inversión, especialmente en los vinculados a activos internacionales.

Por otro lado, observamos también que el sentimiento del inversor fluctúa durante el período analizado, pasando del pesimismo durante el período de pandemia al optimismo en el período inflacionario posterior a la pandemia, y retornando a un cierto pesimismo con la subida de tipos. Estos vaivenes impactan, finalmente, en los volúmenes de los depósitos y los valores de deuda, así como en las acciones cotizadas y en su rentabilidad.

*Palabras clave:* inflación, tipos de interés, sentimiento, inversión, hogares.

## Abstract

This paper analyzes the changes that investors have made in their investment decisions in response to the recent monetary policy changes by the European Central Bank. A panoramic view shows that while cash and deposits are investors' most important savings instruments, the interest rate hike initiated in June 2022 is correcting this effect, shifting the demand for assets towards debt securities while decreasing household credit demand. Additionally, since the pandemic period, there has been notable growth in investments in mutual funds, especially in those linked to international assets.

On the other hand, we also observe that investor sentiment fluctuates during the analyzed period, transitioning from pessimism during the pandemic period to optimism in the post-pandemic inflationary period and then returning to a certain level of pessimism with the rise in interest rates. These fluctuations ultimately impact deposit volumes, debt securities, and listed stocks and their profitability.

*Keywords:* inflation, interest rates, sentiment, investment, households.

*JEL classification:* E44, E58, G41, G51.

## I. INTRODUCCIÓN

A raíz de la crisis financiera de 2008, la política monetaria de importantes bancos centrales, entre ellos el Banco Central Europeo (BCE), derivó durante muchos años en el establecimiento progresivo de tipos de interés negativos. El objetivo de esta medida era evitar la deflación e intentar reactivar la economía. En particular, el Banco Central Europeo atravesó la barrera de tipos cero en junio de 2014. El tipo de interés de la facilidad de depósito pasó de 0 por 100 a -0,10 por 100, lo que suponía que los bancos del área euro que depositaban fondos en cuentas del BCE debían pagar por ello, y se pusieron en marcha programas como las *LTRO* (longer-term refinancing operations), *TLTRO* (targeted longer-term refinancing operations) y el *APP* (asset purchase program) para favorecer la liquidez en el mercado. En el fondo, el objetivo de estas medidas era muy similar al espíritu del

*quantitative easing* de la Reserva Federal americana: recuperar un cierto nivel de inflación y reactivar la economía.

Los tipos de interés oficiales mencionados influyen directamente en otras tasas como el euríbor, que sirven de referencia para la negociación y comercialización de multitud de productos financieros, tanto de cobertura como de inversión y especulación. La modificación del tipo de interés afecta no solo, por razones obvias, a los préstamos y créditos, incluidos los hipotecarios, sino también a la valoración de otros activos como acciones, bonos, derivados, y, en consecuencia, a las carteras de productos que ofrecen, entre otros, los fondos de inversión o los planes de pensiones. En febrero de 2016, el euríbor, influido por las medidas de política monetaria expansiva, tomó, asimismo, valores negativos.

Por otro lado, durante la mayor parte de la última década, la inflación en la zona del euro estuvo por debajo del objetivo del BCE del 2 por 100. Más concretamente, en el período transcurrido entre la crisis financiera global y el primer año de la pandemia de COVID-19, la inflación se situó, en media, en el 1,16 por 100.

Sin embargo, desde principios de 2021 y hasta finales de 2022, la inflación en el área euro mantuvo una tendencia alcista general y desde finales de 2021 la inflación subyacente superó con holgura el 2 por 100. Este cambio significativo obedece tanto al notable incremento en los precios de las materias primas como a la continuidad de políticas monetarias y fiscales expansivas para recuperarse, esta vez, del impacto de la pandemia. Adicionalmente, el estallido de la guerra de Rusia en Ucrania y la crisis energética han seguido alimentando la inflación desde principios de 2022. En definitiva, la tasa anual de inflación se incrementó hasta valores superiores al 10 por 100 en la eurozona en el último trimestre de 2022 y, en el primer trimestre de 2023, todavía ofrecía valores próximos al 7 por 100.

Como respuesta, el Banco Central Europeo incrementó sus tipos de referencia en julio de 2022, determinando así las nuevas condiciones a las que los bancos comerciales prestan o toman prestado al banco central, y consecuentemente influyendo en el resto de la economía. En particular, el tipo de refinanciación (*main refinancing rate*, tarifa que los bancos deben abonar al obtener préstamos del BCE) que se había situado en el 0 por 100 desde marzo de 2016, se posicionó en el 0,5 por 100 en julio de 2022 y avanzó hasta el 3,5 por 100 en marzo de 2023. Por otra parte, la facilidad marginal de crédito (*marginal lending rate* que permite a las entidades financieras obtener liquidez a un día) pasó, respectivamente, de 0,25 por 100 a 0,75 por 100 y 3,75 por 100. Asimismo, la facilidad de depósito (*deposit facility* que permite remunerar los depósitos a un día en los bancos centrales) pasó, respectivamente, de -0,4 por 100, a 0 por 100 en julio de 2022, y finalmente a 3 por 100 en marzo de 2023.

Para los ahorradores, el aumento de la tasa de interés podría ser una buena noticia a la hora de rentabilizar sus fondos, si bien es posible que la tasa de interés real se mantenga en niveles negativos si la tasa de inflación permanece alta. Por ello, podemos pensar que las decisiones de política monetaria

podrían afectar a la toma de decisiones de ahorro e inversión. Ante este marco, el objetivo principal de este trabajo es determinar si existen cambios en las preferencias de los ahorradores, y en su toma de decisiones financieras, como consecuencia de las variaciones de escenarios monetarios debidas a políticas de expansión o drenaje de la liquidez y de modificación de los tipos de interés.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, como se ha indicado, los últimos años han venido marcados por los cambios en dos variables macroeconómicas que pueden ser claves para explicar las modificaciones de las preferencias de los inversores: la evolución de los tipos de interés y de la inflación. No obstante, no podemos olvidar que el estallido de la pandemia de COVID-19 a comienzos de 2020 fue otro acontecimiento con repercusiones económicas muy relevantes que han podido afectar no solo a los niveles de crecimiento de las economías en general, sino también a las decisiones tomadas por el Banco Central Europeo y al comportamiento financiero de los hogares.

Es por ello que en este análisis vamos a establecer cuatro períodos de observación: desde diciembre de 2017 hasta marzo de 2020 como período base inicial de referencia, marcado por la existencia de tipos de interés negativos e inflación muy baja; de marzo de 2020 a junio de 2021 como período de pandemia y medidas de aumento de la liquidez que se prolonga hasta la constatación de la presión inflacionista; desde junio de 2021 hasta julio de 2022 calificaremos el período como inflacionista, pero todavía con tipos de interés bajos, y desde julio de 2022 en adelante, identificaremos el período de política monetaria relacionada con subidas de los tipos de interés.

Dado que nuestro propósito es detectar el cambio de preferencias de los inversores individuales, nos fijaremos principalmente en las estadísticas de los hogares.

## II. EVOLUCIÓN SALDOS Y FLUJOS MONETARIOS DE INVERSIÓN EN LOS HOGARES

Las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE) recogen los flujos económicos de naturaleza financiera y las posiciones patrimoniales generadas por distintos actores. En particular, en este análisis se consideran flujos y saldos publicados por el Banco de España tanto de los hogares como de

las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). Es decir, se consideran los agentes que pueden identificarse como ahorradores en primer término y que expresan sus preferencias de inversión con decisiones que pueden depender, o no, de las recomendaciones de otras entidades más especializadas en el ámbito financiero (1).

El análisis conjunto de saldos y flujos permite tener en cuenta la corrección del efecto precio, es decir, que sea realmente la revalorización/minusvaloración de los activos la que justifique la variación de los saldos. Las series de flujos excluyen la estimación de las revalorizaciones y otros factores que afectan al volumen. La información proporcionada por el Banco de España permite, por tanto, la estimación de los saldos netos de revalorizaciones y otras correcciones o ajustes que puedan impactar en la interpretación de las cuantías del saldo.

Dado que las series actualmente recogen datos trimestrales y se actualizan con un desfase aproximado de tres meses y medio con relación al trimes-

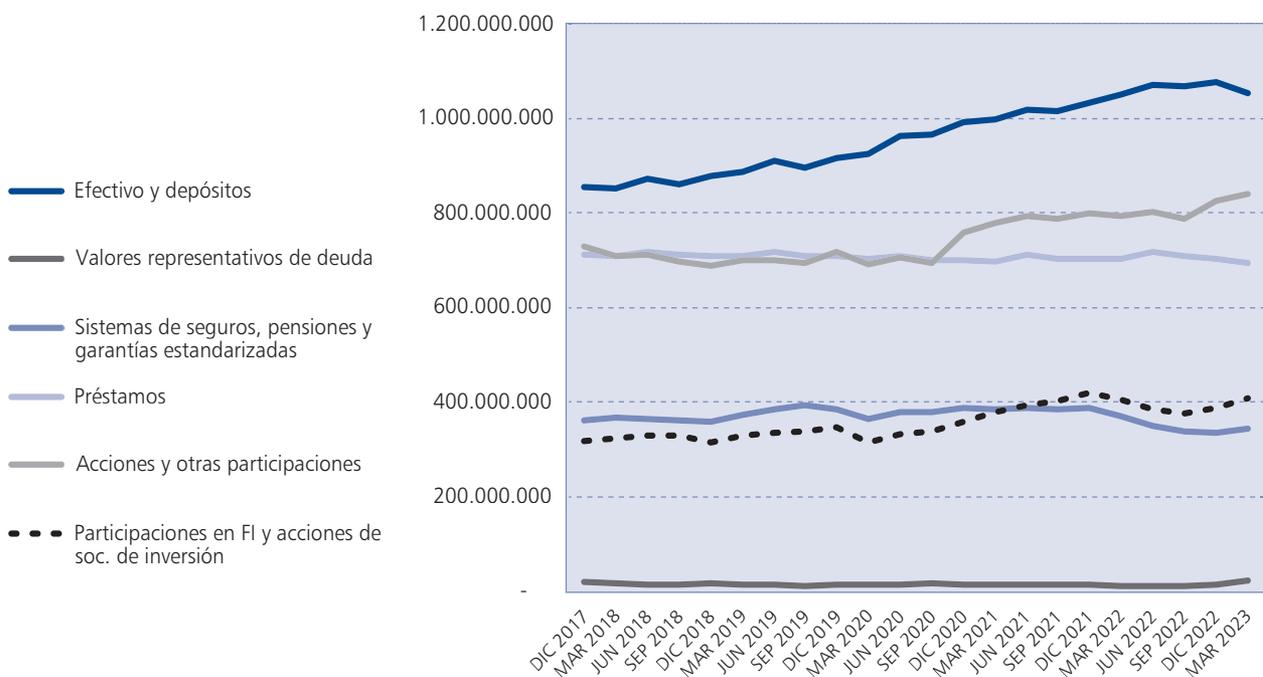
tre de referencia, en este estudio se toman los datos comprendidos entre diciembre de 2017 y marzo de 2023.

El análisis comienza con la descripción de la evolución de saldos y flujos relacionados con los instrumentos de inversión más habituales (efectivo, depósitos, acciones o participaciones en capital, participaciones en fondos de inversión o sociedades de inversión, seguros y fondos de pensiones, instrumentos de deuda y, por último, la posibilidad de los hogares de endeudarse o reducir deuda) a lo largo de los cuatro períodos propuestos para el estudio.

### 1. Evolución general de saldos de ahorro e inversión de los hogares e ISFLSH

Para tener una primera visión de la situación de las posiciones financieras más significativas de los ahorradores, recogemos en el gráfico 1 la actividad financiera de los hogares desde el punto de vista de los saldos en las grandes categorías de ahorro e inversión citadas.

GRÁFICO 1  
SALDOS DE LOS ACTIVOS DE LOS HOGARES E ISFLSH  
Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

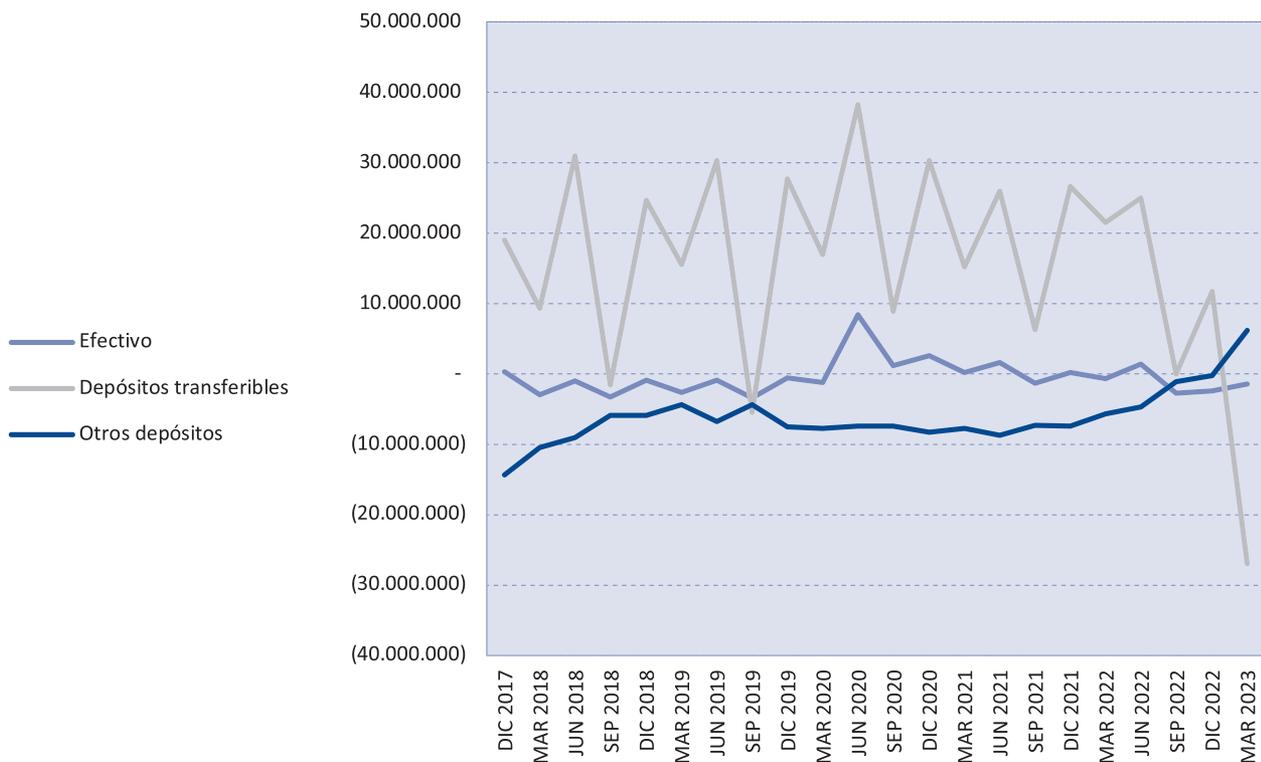
Como puede apreciarse, en términos cuantitativos, el saldo en efectivo y depósitos indica la evidente preferencia de los hogares por los activos más simples y por la liquidez más tradicional. Asimismo, pueden señalarse los crecimientos desde septiembre de 2020 en los saldos de las participaciones en fondos de inversión y acciones de sociedades de inversión y el saldo en acciones y otras participaciones de capital. No obstante, en estos casos, tal como se ha sugerido anteriormente, hay que considerar la posibilidad del efecto precio. Es decir, que sea realmente la revalorización de los activos la que justifique el crecimiento del saldo. Merece, por tanto, la pena un análisis más detallado de las diferentes categorías de activos, así como la consideración del endeudamiento o desendeudamiento de los hogares como decisión alternativa de ahorro-inversión.

## 2. Evolución del efectivo y los depósitos

La observación más detallada de los flujos de efectivo y de los depósitos de los hogares e ISFLSH

(gráfico 2) nos permite afirmar que son realmente los depósitos transferibles quienes dominan la preferencia de los ahorradores, especialmente desde finales de 2019 hasta junio de 2022, período que representa básicamente la pandemia y el período inflacionista hasta la subida de los tipos de interés. Estos depósitos son depósitos a la vista y de ahorro convertibles inmediatamente en efectivo, sin restricciones o penalizaciones significativas, que representan la alternativa ahorradora más tradicional. En estos casos, los flujos han sido sistemáticamente positivos y han contribuido, por tanto, al incremento de los saldos de estos productos. Cabe destacar el aumento sustancial de los mismos entre marzo y junio de 2020, que claramente puede atribuirse al efecto de la pandemia y del confinamiento. No obstante, también podemos concluir que, a pesar del incremento notable de estos productos en los períodos identificados como de pandemia e inflación, el crecimiento de su saldo total es cada vez menor, llegando incluso a flujos negativos significativos en marzo de 2023. Esta disminución del ritmo de cre-

GRÁFICO 2  
FLUJOS DE EFECTIVO Y DEPÓSITOS  
Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

cimiento puede indicar un cierto cambio de las preferencias hacia otras alternativas de inversión, así como un mayor uso de estos productos por parte de las familias para atender las mayores obligaciones de pago como consecuencia de la inflación y el incremento de los tipos de interés.

La variable de «otros depósitos» incluye, entre otros productos, las cuentas a plazo, los depósitos estructurados y cuentas en el exterior y suponen un nivel superior de sofisticación. Se observa un menor decrecimiento a partir de junio de 2021, lo que podría indicar que estos productos se van haciendo más atractivos, a pesar de no registrar entradas netas de fondos hasta el último trimestre del período analizado, en el que se constata una entrada de fondos hacia estas alternativas de ahorro.

Asimismo, se detecta que los flujos de efectivo se intensificaron durante la pandemia en comparación con el período prepandemia. No obstante, el aumento de efectivo en la pandemia no ha logrado compensar el descenso en el período anterior a la misma. En los momentos de subidas de los tipos de interés, se aprecia una nueva disminución del efectivo.

En definitiva, los depósitos transferibles siguen siendo una alternativa de ahorro preferida por los inversores, aunque el interés ahorrador empieza a desviarse hacia otros productos. Hay varias razones que pueden justificar la preferencia de los hogares españoles por mantener productos tradicionales. La primera de ellas es la falta de confianza en el mercado financiero, especialmente después de la crisis financiera de 2008. Muchos hogares han preferido mantener su dinero en forma de efectivo o en cuentas bancarias a la vista. En este contexto, los depósitos se ofrecen como una forma de inversión segura que garantiza el capital invertido. Son fáciles de gestionar, no es necesario plantear estrategias sofisticadas y, por tanto, no requieren un conocimiento financiero profundo. Existe además una preferencia por mantener la liquidez y estar preparados para cualquier imprevisto en momentos de gran incertidumbre económica y financiera como ha sido, por ejemplo, la pandemia de COVID-19 o la crisis de Ucrania. Este resultado es consistente con los obtenidos en la *Encuesta de competencias financieras* (Bover *et al.* 2018), donde se muestra que, independientemente del nivel de renta de los hogares, las cuentas de ahorro son claramente preferidas a otros productos financieros. En particular, un 63 por 100 de los españoles declara ahorrar a

través de una cuenta corriente e incluso un 38 por 100 reconoce reservar dinero en metálico al margen del sistema financiero (2). A pesar de ello, a partir de diciembre de 2022 esta preferencia se modera notablemente, previsiblemente por los efectos de la inflación y por la baja remuneración del efectivo y los depósitos transferibles, que no recoge acapadamente los movimientos alcistas de los tipos de interés.

### 3. Evolución de las participaciones en capital y fondos de inversión

La observación del gráfico 1 nos mostraba que, en general, tanto los saldos en fondos de inversión y sociedades de inversión como los saldos en acciones y otras participaciones en capital han contribuido de forma cuantitativa al crecimiento del saldo global de ahorro-inversión, especialmente a partir de septiembre de 2020. De acuerdo con el gráfico 3, el saldo conjunto de estas alternativas de inversión ha crecido de manera muy significativa, tanto la evolución del saldo total como la evolución del saldo estimado neto de revalorizaciones de precios y variaciones de tipo de cambio, así como otras modificaciones del volumen.

Observando los flujos que se muestran en el gráfico 4, destaca, especialmente, la evolución de las participaciones en fondos de inversión y acciones de sociedades de inversión. Tras la caída desde septiembre de 2018 hasta junio de 2019, los incrementos de participación son constantes. Cabe afirmar, por tanto, que el incremento de los saldos en fondos de inversión y sociedades de inversión no se trata exclusivamente de un efecto precio, sino que los inversores han manifestado insistentemente sus preferencias por estos instrumentos en tres de los cuatro períodos analizados.

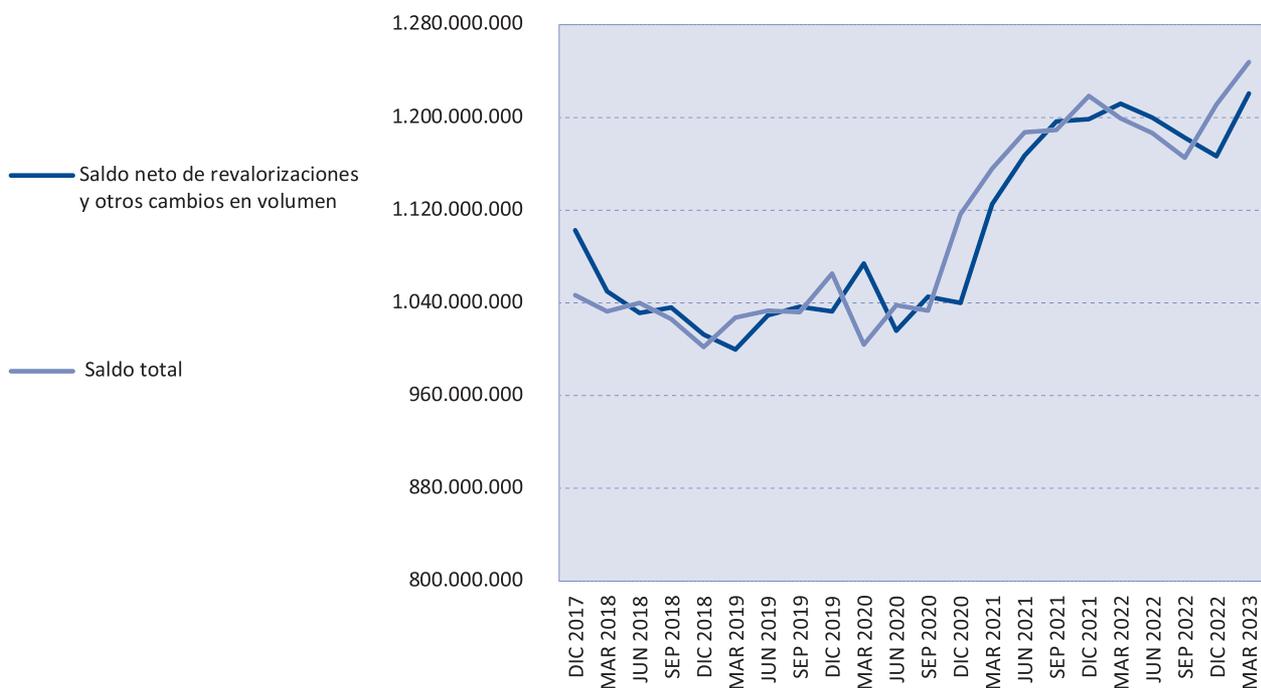
En este punto, es interesante observar si existe alguna tipología de fondos de inversión que mayoritariamente explique este crecimiento. En el gráfico 5 se visualiza el número de partícipes en fondos de inversión para las distintas categorías de fondos (3) de acuerdo con la información suministrada por las series estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) hasta diciembre de 2022 (4).

Se constata cómo a partir de junio de 2019 existe un interés creciente por muchos de los fondos de inversión y una cierta estabilización a partir de febrero de 2022. En particular, los fondos de renta variable internacional, renta fija internacio-

GRÁFICO 3

**SALDO CONJUNTO DE PARTICIPACIONES EN CAPITAL Y EN FONDOS DE INVERSIÓN**

Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

nal, renta fija mixta internacional y, en general, de la renta variable euro, muestran el liderazgo en el número de partícipes. La ralentización en su crecimiento a partir del comienzo de 2022 posiblemente tenga mucho que ver con los factores macroeconómicos y geopolíticos que golpearon intensamente a los mercados mundiales de acciones y de renta fija en dicho período (BME, 2022) (5).

Tanto la inversión en acciones cotizadas como en fondos de inversión revelan un interés puntual muy significativo durante la pandemia, si bien en el caso de los fondos de inversión dicho interés se mantuvo también durante el período de inflación y todavía lo sigue haciendo. De hecho, de acuerdo con el informe presentado por la subgobernadora de Banco de España (Delgado, 2023) (6), basado en la *Encuesta de competencias financieras*, desde comienzos de 2020 hasta el tercer trimestre de 2022, más del 20 por 100 de la adquisición neta de activos financieros por parte de las familias se centró en la compra de participaciones en fondos de inversión. No obstante, este informe también sugiere que el crecimiento de ahorro de la pandemia se

concentra en los hogares con mayor nivel de renta, que son los que tienen el ahorro diversificado en mayor variedad de productos, adicionales al ahorro vista, y un mayor nivel de educación financiera (Ispuerto *et al.* 2021).

Respecto a la inversión en acciones, comparando el saldo del gráfico 1 con los flujos del gráfico 4, podemos concluir que, si bien hubo un incremento notable del apetito bursátil en la primera parte del período pandemia, el efecto precio es el factor explicativo fundamental de la variación del saldo en 2021. En ese año, asumiendo que los hogares españoles que invierten en acciones cotizadas lo hacen en la Bolsa española, se observa que el IBEX 35 se revalorizó un 7,93 por 100 y el IBEX Top Dividendo un 14,94 por 100 (BME, 2021). El apetito bursátil recobra protagonismo al comienzo de 2022 y el efecto precio, una vez más, parece explicar el final del período de análisis.

Resulta también significativo el crecimiento durante el período 2019- 2021 en otras participaciones en capital, que recoge entre otras, la participación en el capital de sociedades no financieras que

GRÁFICO 4  
**FLUJOS DE ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES EN CAPITAL Y DE FONDOS DE INVERSIÓN Y ACCIONES DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN**

Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

no tienen forma de sociedad anónima (por ejemplo, sociedades de responsabilidad limitada, cooperativas dotadas de personalidad jurídica propia, etc.) o la inversión en inmuebles de no residentes.

Sin embargo, la conclusión más destacada de este apartado es que los fondos de inversión y las sociedades de inversión se están convirtiendo, desde la pandemia, en el producto favorito para la colocación del ahorro de los hogares, especialmente los fondos relacionados con el ámbito internacional.

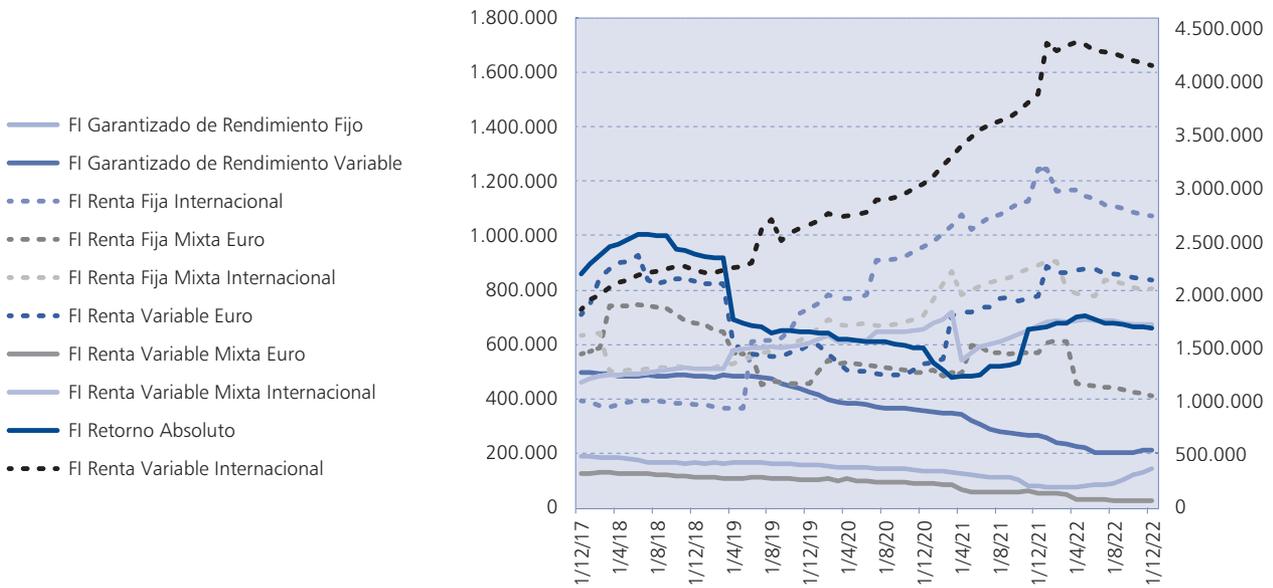
#### 4. Evolución de los sistemas de seguros, planes de pensiones y garantías estandarizadas

El gráfico 6 muestra la evolución de los saldos de los sistemas de seguros y pensiones. En este ámbito se observa un desinterés por parte de los ahorradores desde comienzos de 2022. Si bien

los niveles de saldo se mantuvieron e incluso crecieron durante la pandemia, se aprecian salidas continuas de fondos de estos productos. Probablemente, el desincentivo que han supuesto las nuevas medidas fiscales para estos sistemas de ahorro, especialmente a partir de diciembre de 2021 puede ser la explicación a este hecho. Las reducciones de los límites a las aportaciones a planes de pensiones (desde 8.000 euros en 2020 hasta 1.500 en 2022) es un desincentivo para este tipo de instrumentos de previsión social.

El análisis de la evolución de los flujos (gráfico 7) nos permite decir que los movimientos hacia planes de pensiones muestran la típica estacionalidad de los meses de diciembre y algún repunte puntual en junio de 2021. Existe un volumen importante de entradas de fondos en el período de inflación y más ligeramente en el período de subida de tipos, que no compensa la salida global de flujos del

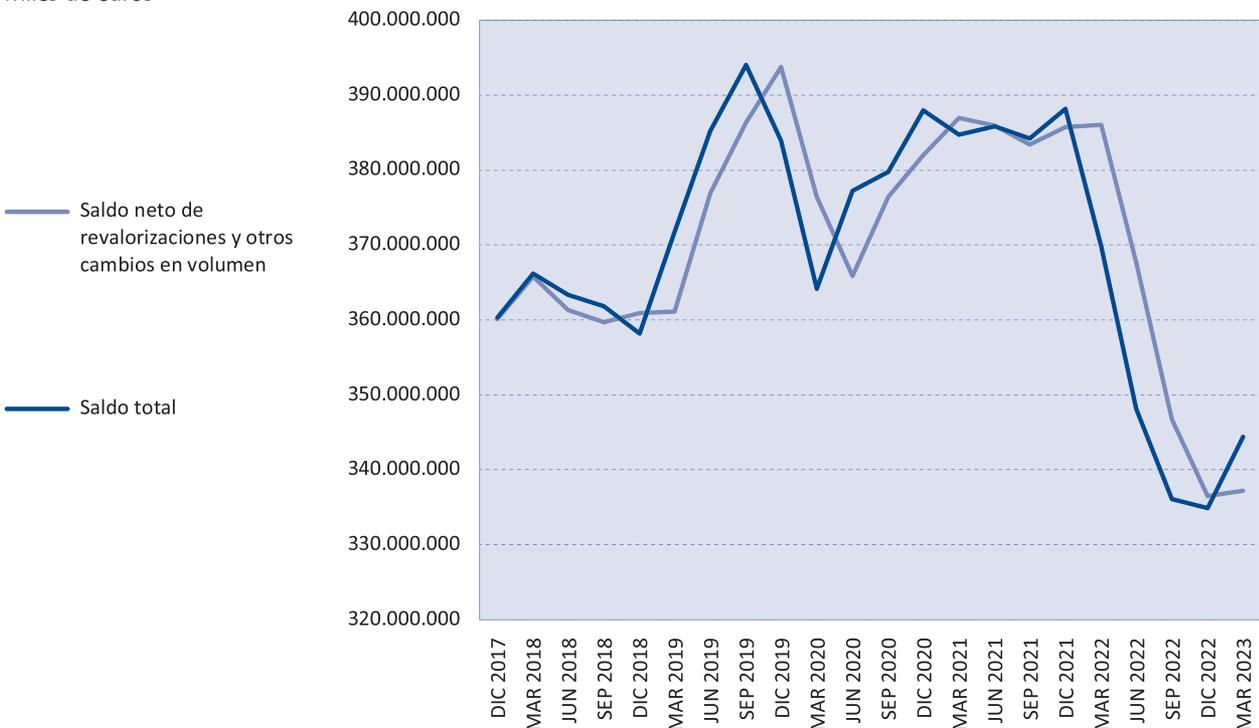
**GRÁFICO 5**  
**NÚMERO DE PARTÍCIPES EN FONDOS DE INVERSIÓN**



Fuente: CNMV y elaboración propia.

**GRÁFICO 6**  
**SALDO DE SISTEMAS DE SEGUROS, PENSIONES Y GARANTÍAS ESTANDARIZADAS**

Miles de euros

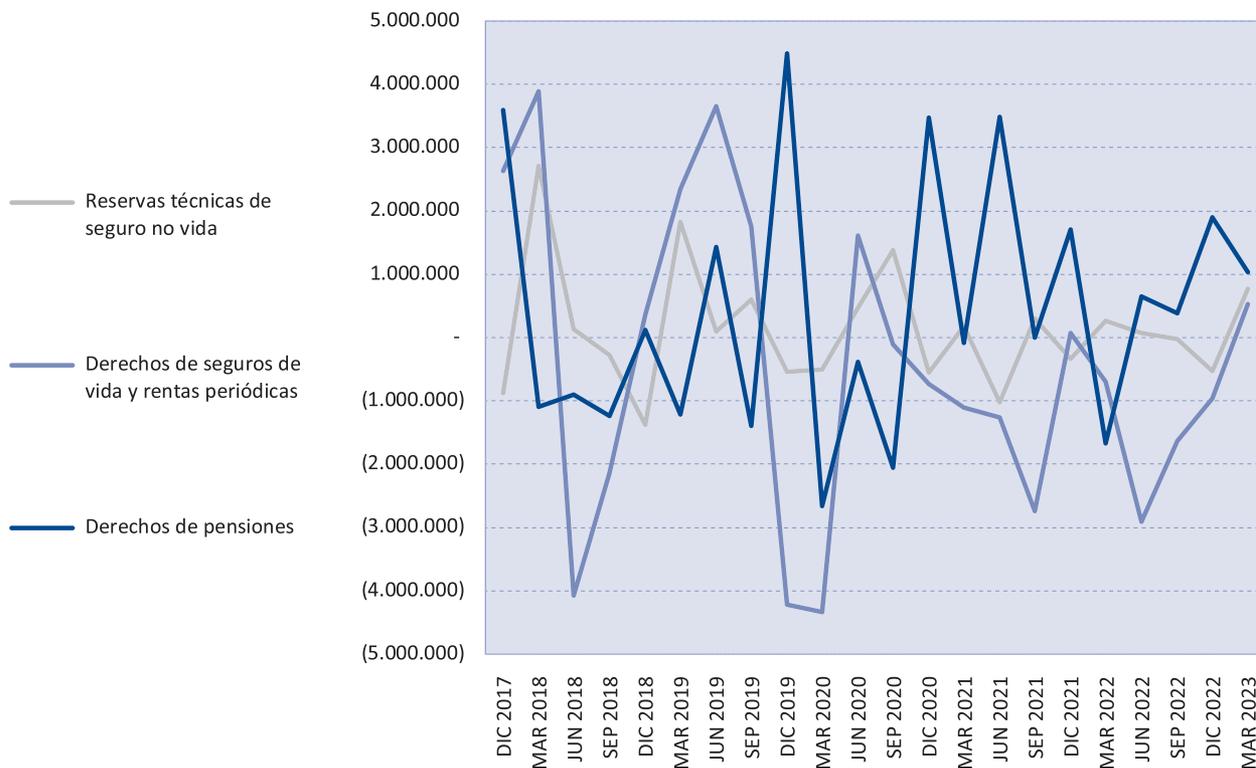


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 7

**FLUJOS DE DERECHOS DE SEGUROS DE VIDA, NO VIDA Y PENSIONES**

Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ámbito actuarial y asegurador en el período analizado. El informe sobre pensiones publicado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, OECD, por sus siglas en inglés (2023) señala a España como uno de los países donde menos se invierte en este producto.

En el caso de los seguros de vida y no vida, a partir de junio y septiembre de 2020, es decir, desde los períodos de pandemia, se aprecia una falta de interés por este tipo de alternativas, si bien el ámbito de vida parece recuperar posiciones en el período de subidas de tipos de interés. En particular, tal como se destaca en Blasco *et al.* (2022), la contracción del seguro de vida ya había comenzado antes de la pandemia por la existencia de tipos de interés muy bajos, pero se acentúa en ese período por la propensión de las familias hacia el ahorro en efectivo en épocas de elevada incertidumbre. En cambio, la caída en el ámbito de no vida no fue tan intensa por el incremento en la actividad de seguros de salud y multirriesgo.

## 5. Evolución de los activos representativos de deuda

De acuerdo con el gráfico 8, el saldo de la inversión en valores representativos de deuda, muestra, en general, una tendencia descendente, especialmente a partir de septiembre de 2020. No obstante, el gráfico, también pone claramente de manifiesto cómo el interés por este tipo de instrumentos se retoma en septiembre de 2022.

El análisis de flujos representado en el gráfico 9 nos permite observar las diferencias entre los activos de deuda a largo (eje a la izquierda) y a corto plazo (eje de la derecha). Especialmente destacable es el incremento de tenencia de estos activos desde septiembre de 2022. Posiblemente, el hecho de que estos activos vuelvan a estar de actualidad, especialmente los instrumentos de corto plazo como las letras del Tesoro, es debido al incremento de la rentabilidad de estos activos frente al no aumento de la remuneración de los tradicionales depósitos en un

**GRÁFICO 8**  
**SALDO DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA**

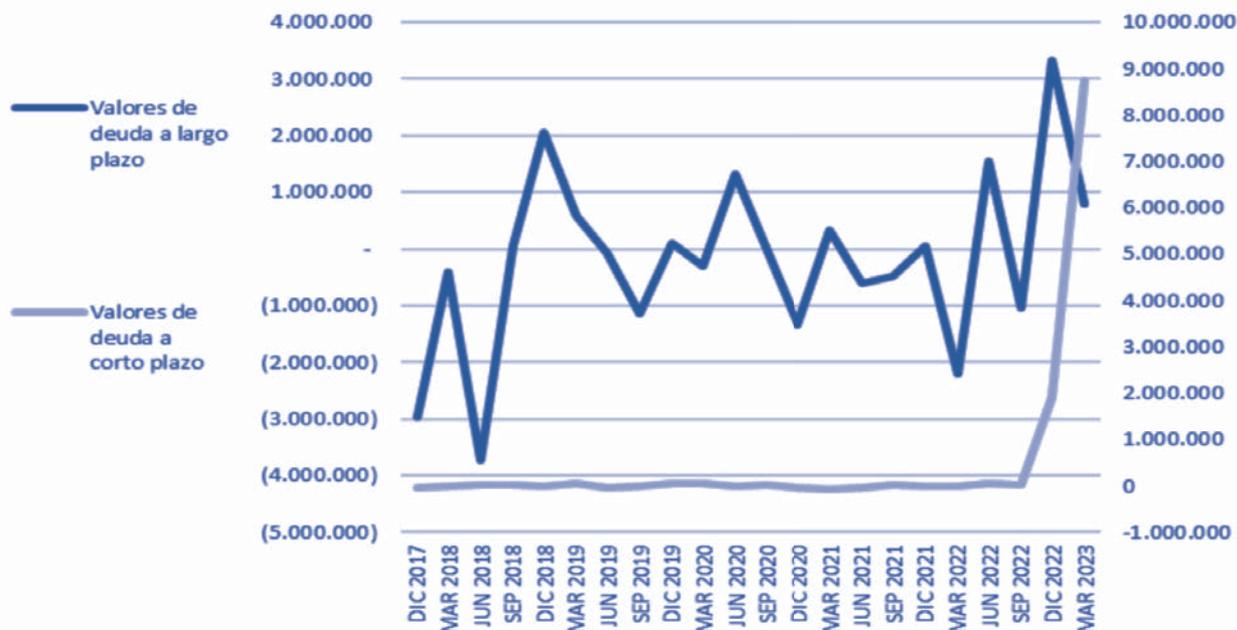
Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**GRÁFICO 9**  
**FLUJOS DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA**

Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

entorno de subidas de los tipos de interés. El tipo de interés medio de las subastas de Letras a 12 meses pasó de 0,479 por 100 en junio de 2022 a 3,295 por 100 en marzo de 2023, y se produjeron incrementos similares de rentabilidad para los distintos vencimientos, lo que unido a la visión de bajo nivel de riesgo de estos productos y unas posibilidades de liquidez a 3, 6, 9 y 12 meses, los han convertido en un activo protagonista de la última parte del período analizado como alternativa al producto de ahorro tradicional sin remuneración. De hecho, en el primer trimestre de 2023 se registra un aumento de más de 8.750 millones de inversión en este tipo de instrumentos financieros, la cuantía más elevada en el período de disponibilidad de la serie de datos (desde marzo de 1995).

Asimismo, se observa un efecto similar en los activos de deuda a largo plazo. La duración de las carteras previsiblemente aparece como una posibilidad de cobertura frente a la volatilidad de los tipos de interés. Conviene en este punto recordar que, según los resultados de Ispuerto *et al.* (2021), la inversión en renta fija está muy asociada con la

edad, el nivel formativo de educación universitaria y los conocimientos financieros.

## 6. Evolución de préstamos de los hogares

Por último, dentro del conjunto de posibilidades de colocación del ahorro y de inversión, debemos considerar la disminución de la deuda como una de las alternativas de inversión de los hogares. Así puede observarse en el gráfico 10 la disminución de saldo de los préstamos de los hogares desde junio de 2022, correspondiendo con el inicio de las subidas de tipos de interés, después de un repunte durante el período de inflación previo a la subida de los tipos.

En especial se constata este efecto en el gráfico 11 de flujos y, concretamente, en los préstamos a largo plazo de los ahorradores, donde el peso de los préstamos hipotecarios es muy significativo. Entre septiembre de 2019 y junio de 2022, se había mantenido una trayectoria alcista continuada en los préstamos a largo, que se ve bruscamente interrumpida por la elevación de los tipos de interés en el verano

GRÁFICO 10  
**SALDO DE PRÉSTAMOS. PASIVO DE HOGARES E ISFLSH**  
 Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 11  
FLUJOS DE PRÉSTAMOS. PASIVO DE HOGARES E ISFLSH

Miles de euros



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

de 2022. Delgado (2023) señala en su informe que en ese período la inversión de los hogares en vivienda supuso, aproximadamente, el 41 por 100 del total invertido por los hogares españoles (7), mientras que en la segunda parte de 2022 se intensificó la amortización de los préstamos para la compra de vivienda especialmente en las familias con préstamos a tipo variable. En definitiva, la época de inflación con bajos tipos de interés fue aprovechada por los hogares para incrementar su endeudamiento, si bien la posterior subida de tipos ha corregido esa tendencia, haciendo que familias con ahorro excedente destinasen parte de ese ahorro, especialmente el ahorro en efectivo y depósitos cuyo valor real estaba disminuyendo, al repago de la deuda. Esta amortización anticipada del crédito, que se acompaña de una reducción de la demanda del mismo en un momento de tipos de interés alcistas, se pone, asimismo, de manifiesto en el *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas* del primer semestre 2023 que publica el Banco de España (8).

En definitiva, teniendo en cuenta el estudio de la evolución de todos los saldos y flujos realizado

hasta el momento, pueden destacarse los siguientes resultados:

- El efectivo y los depósitos son un elemento de ahorro/inversión determinante. Los depósitos transferibles siguen ocupando un lugar fundamental en la vida cotidiana. Mueven un volumen de fondos muy representativo. No obstante, son muy volátiles, dado que no están sometidos a restricciones de plazos. Los mayores crecimientos tuvieron lugar en el período de pandemia y los menores crecimientos, e incluso decrecimiento, en los momentos de subidas de tipo de interés.
- No obstante, si sumamos las participaciones en fondos de inversión y acciones, superamos los niveles de ahorro mantenidos en los depósitos. Por tanto, los inversores tienen un espíritu conservador, pero existe una creciente cultura financiera de inversión.
- Respecto del período base inicial, el período de pandemia hasta la presión inflacionista (desde marzo de 2020 a junio de 2021), muestra

un cambio muy significativo en los niveles de participaciones en fondos de inversión que se mantiene en la actualidad, especialmente en los fondos con vocación internacional.

- El período inflacionista (desde junio de 2021 hasta julio de 2022) destaca por el crecimiento de los préstamos, especialmente de los de largo plazo, sacando ventaja de un entorno con bajos tipos de interés todavía, aunque se convivía con la amenaza de subidas en el futuro.
- El período de subidas de los tipos de interés (desde julio de 2022), en cambio, reduce la importancia del efectivo y los depósitos, anima las participaciones en capital y fondos de inversión y ofrece tanto el resurgimiento del apetito por los activos representativos de deuda como el decrecimiento de los flujos de préstamos a largo plazo.

### III. APROXIMACIÓN EMPÍRICA: CAMBIOS EN EL SENTIMIENTO DEL INVERSOR Y EFECTOS EN LOS MERCADOS

Observada la evolución temporal de los saldos y flujos en los distintos activos disponibles para el inversor, en esta sección queremos analizar en qué medida estas variaciones pueden estar relacionadas con aspectos ligados al sentimiento del inversor, inducido este por la política monetaria del Banco Central Europeo.

Desde las finanzas del comportamiento se ha observado que las emociones juegan un papel importante en la toma de decisiones y que los inversores son sensibles a variables como el sentimiento del inversor. Este se define como el optimismo o pesimismo general de los agentes económicos en relación a la evolución de un mercado y recoge, por tanto, la expectativa que tienen sobre dicha evolución. En este punto, ¿es posible que los cambios en la política monetaria afecten al sentimiento del inversor?

La política monetaria podría impactar en la confianza y el sentimiento de los inversores desde diferentes vías. En primer lugar, la política monetaria puede influir directamente en variables como el crecimiento económico, el empleo o la inflación. En la medida que los inversores cambien sus expectativas sobre estas variables macroeconómicas, el sentimiento del inversor cambiará también. En segundo lugar, si el cambio de política se focaliza

en los tipos de interés, reducciones de los tipos pueden incentivar la inversión empresarial, mientras que los incrementos podrían frenar el crecimiento y disminuir la confianza de los inversores sobre el futuro, afectando, en última instancia, al sentimiento (9). Por último, si los cambios en política monetaria se orientan a la liquidez del mercado, vía compra/venta de activos, los inversores pueden ver aumentado/disminuido su optimismo y consecuentemente, su sentimiento.

De seguirse este patrón, los cambios en el sentimiento se podrían reflejar en las variables observables de los mercados, por lo que de forma transitiva se podría ver si las políticas monetarias influyen en el volumen negociado de los activos (y en última instancia en su rentabilidad) a través del sentimiento.

Diversos estudios han analizado el efecto que tiene el sentimiento del inversor sobre la rentabilidad futura de los activos (Brown y Cliff, 2004; Baker y Wurgler, 2006, 2007; Schmeling, 2009; Corredor, *et al.*, 2013; Huang, *et al.*, 2015; Zhou (2018) o Jiang, *et al.*, 2019, son algunos de ellos). Cuando el sentimiento del inversor es positivo (negativo), los inversores optimistas tienden a negociar bajo esa creencia y a sobrevalorar (infravalorar) los activos, lo que conlleva que los precios diverjan temporalmente de sus valores fundamentales. Esta situación hace que el sentimiento pueda considerarse como un buen predictor de las rentabilidades futuras. Bajo esta premisa, los estudios han observado su capacidad predictiva, obteniendo una relación negativa entre el sentimiento y la rentabilidad futura.

El sentimiento no es observable y debe ser estimado. Existe una amplia variedad de proxies para medir el sentimiento del inversor: encuestas a los inversores, indicadores de redes sociales, flujos de fondos de inversión, rotación o volatilidades implícitas extraídas de los mercados de derivados, entre otras, así como indicadores compuestos que agregan varias de estas medidas. No obstante, no existe unanimidad sobre cuál es la medida más adecuada. En este trabajo recogemos algunas de estas propuestas para tratar de evidenciar, en primer lugar, si el sentimiento del inversor cambia ante las políticas monetarias y, en segundo lugar, si esos cambios se reflejan en los volúmenes de negociación y en los precios de los mercados.

En concreto, en este estudio las medidas empleadas como *proxies* del sentimiento son: el índice de

CUADRO N.º 1

## EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS MEDIDAS DEL SENTIMIENTO DEL INVERSOR

SENTIMIENTO	(0)	(1)	(2)	(3)	0-1	0-2	0-3
					P-VAL	P-VAL	P-VAL
ISC	44,10	35,09	45,47	41,29	0,00	0,05	0,00
ESI	-1,42	-11,20	3,32	-4,60	0,00	0,00	0,00
SENTIX	12,28	-9,81	8,96	-21,89	0,00	0,56	0,00
VIBEX	12,87	24,76	19,82	18,51	0,00	0,00	0,00

Notas: Promedio de la medida del sentimiento en cuatro períodos diferenciados (cuatro primeras columnas): (0) período base de referencia (anterior a la pandemia). (1) Período de pandemia. (2) Período inflacionario. (3) Período de subidas en tipos de interés. Las tres últimas columnas muestran la diferencia de medias entre subperíodos, tomando como base el período de referencia base.

sentimiento del consumidor (ISC), que se determina según la encuesta sobre la confianza en la economía española, comparando la situación actual con la existente seis meses antes y con expectativas para los próximos seis meses; el indicador de sentimiento económico (ESI) ofrecido por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio Español y compuesto de diversos indicadores sobre la industria, la construcción y el comercio minorista y el SENTIX, que es una encuesta a 2.500 analistas financieros e inversores institucionales que pregunta sobre la situación económica de la zona del euro y sus expectativas para los seis próximos meses, agregando 36 indicadores (-100 a 100). Estas tres *proxies* pueden considerarse variables asociadas al sentimiento general de los inversores y/o consumidores. Además de estas, utilizaremos una medida extraída directamente de la información del mercado, el VIBEX. El VIBEX representa las expectativas sobre la volatilidad futura del mercado calculada como la volatilidad implícita de las opciones sobre el Ibex y que recoge, por tanto, una perspectiva específica sobre el comportamiento futuro del mercado bursátil español. Este último indicador se interpreta en sentido inverso al resto, ya que aumentos en la volatilidad implícita suponen pesimismo/nerviosismo sobre el futuro y viceversa.

El análisis empírico que planteamos analiza los cambios producidos en el sentimiento y su influencia en el comportamiento de los inversores. Para ello, estudiaremos cómo influye el sentimiento en los flujos monetarios de los activos más significativos descritos previamente y, posteriormente, nos centraremos en el efecto que el sentimiento del inversor produce sobre índices de referencia en los mercados de renta variable. Entendemos que este último análisis puede ser una información adicional útil para la toma de decisiones sobre activos bursátiles y, por tanto, también útil para la toma de decisiones sobre

fondos de inversión vinculados a renta variable o incluso instrumentos del ámbito actuarial como los *unit-linked* o los planes de pensiones vinculados con renta variable. Consideraremos los índices de renta variable nacional, IGBM (índice general de la Bolsa de Madrid) e IBEX 35 y el índice europeo Eurostoxx 50. El período analizado comprende de 2017 a marzo de 2023, con objeto de contar con número de trimestres/meses con cambios en la política monetaria suficientes para poder llevar a cabo las estimaciones.

En la primera etapa del estudio, analizamos si se producen cambios significativos en el sentimiento del inversor ante cambios en la política monetaria. El cuadro n.º 1 recoge un análisis univariante sobre los distintos indicadores de sentimiento considerados relevantes para los inversores españoles y su evolución temporal. En el cuadro se presenta el valor medio de cada indicador de sentimiento durante los cuatro períodos: período base de referencia que se sitúa antes de la pandemia, período de pandemia, época inflacionaria posterior a la pandemia y el período comprendido por los meses en los que se ha producido el incremento en los tipos de interés. Se ha procedido a calcular la diferencia de medias entre los distintos períodos tomando como referencia el período base anterior a la pandemia.

En general, puede afirmarse que los diversos indicadores de sentimiento del mercado varían de forma significativa en los distintos períodos. Con respecto al período de referencia base considerado «normal», el período de pandemia refleja un empeoramiento en los niveles de sentimiento consecuencia del pesimismo latente en los inversores y en la sociedad en general. Durante el período inflacionario, la evolución del sentimiento muestra, en general, una mejoría, especialmente si se compara con los valores del período previo de pandemia. Fi-

nalmente, en el reciente período de subidas de tipos se observa un descenso en los niveles de sentimiento, mostrando, por tanto, cierto pesimismo sobre la evolución del mercado (10), pero algo mejor a los habidos durante el período de pandemia, excepto en el indicador SENTIX, proveniente de analistas e inversores más especializados que se muestran aún más pesimistas. Por tanto, podemos confirmar que se aprecia un cambio significativo en la mayoría de indicadores del sentimiento del inversor ante cambios relevantes en el entorno económico, lo que apoya la segmentación de nuestro período de análisis en los cuatro subperíodos considerados.

A continuación, procedemos a estudiar si esos cambios se trasladan al comportamiento de los inversores en los activos negociados.

En primer lugar, analizamos el posible efecto del sentimiento del inversor sobre los diversos flujos de activos disponibles para los inversores. Para ello estimamos el siguiente modelo:

$$Flujos_j = \alpha_0 + \alpha_1 Sent_s + \sum_{k=2}^3 \alpha_k M_k + e_t \quad [1]$$

en el que la variable dependiente *Flujos<sub>j</sub>* representa el flujo monetario del activo *j* (siendo *j*: efectivo, depósitos, acciones cotizadas y fondos de inversión, planes de pensiones y seguros, valores de deuda y los préstamos a largo plazo). Utilizamos en este análisis la información empleada en la descripción de la sección II. Puesto que la información disponible de los diversos flujos tiene periodicidad trimestral, incluimos en el modelo el valor medio de la variable sentimiento *Sent<sub>t</sub>* durante el trimestre *t* (11) utilizando, en primer término, las *proxies* de sentimiento generales (ISC, ESI y SENTIX). El modelo incorpora también dos variables macroeconómicas

(tasa de desempleo e índice de producción industrial) (12) con objeto de ofrecer resultados aislados del efecto de dichas variables.

El cuadro n.º 2 recoge de forma resumida la información sobre el coeficiente asociado a la variable sentimiento obtenido de las 18 estimaciones que resultan de la combinación del flujo de cada grupo de activos *j* analizado como variable dependiente con cada una de las tres medidas generales de sentimiento *s* descritas. De los resultados se deduce que el efecto del sentimiento influye claramente sobre los flujos de efectivo mantenidos por los inversores, y esto ocurre con cualquier indicador del sentimiento. En el caso de la inversión en valores de deuda a corto y largo plazo también se aprecia esta relación. El signo negativo de estas estimaciones indica que incrementos en el valor del sentimiento (optimismo) llevan a reducciones en el flujo de efectivo y/o de los valores de deuda y viceversa. El hecho de que el efectivo resulte ser de las alternativas más afectadas por el sentimiento de los inversores tiene sentido porque el mantenimiento de efectivo no requiere conocimientos técnicos o especializados y, por tanto, los factores emocionales pasan a desempeñar un papel fundamental. Los valores representativos de deuda también se muestran influidos en sentido negativo por el sentimiento, si bien es posible que requieran de condiciones de mercado adicionales más específicas para que se manifieste una reacción destacable. Así, el sentimiento pesimista unido a la intensa elevación de los tipos de interés del último período de estudio pone de manifiesto el crecimiento significativo de la demanda de este tipo de títulos. Estos resultados, por tanto, estarían en línea con los descritos en la sección II. En resumen, en los momentos de optimismo los inversores tienden a disminuir el efectivo y la inversión

CUADRO N.º 2

## EFECTO DEL SENTIMIENTO DEL INVERSOR EN LOS FLUJOS DE ACTIVOS

SENTIMIENTO	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ISC	-0,2913** (0,01)	-0,2383 (0,73)	-0,1989** (0,03)	0,0582 (0,82)	-0,0793 (0,66)	0,1387 (0,32)
ESI	-0,1594** (0,05)	-0,0844 0,86	-0,1410** (0,03)	0,1013 (0,57)	-0,1669 (0,14)	0,1317 (0,17)
SENTIX	-0,0507* (0,10)	0,0256 (0,88)	-0,0457* (0,06)	0,0329 (0,62)	-0,0284 (0,51)	0,0476 (0,18)

Notas: Valor-p en paréntesis. \*\*\*, \*\*, \* indican que los coeficientes son significativos al 1, 5 y 10 por 100, respectivamente. Coeficientes divididos por 10<sup>6</sup>. (1) Efectivo. (2) Depósitos. (3) Valores de deuda. (4) Acciones y fondos de inversión. (5) Planes de pensiones y seguros. (6) Préstamos.

en títulos de deuda, lo que resulta coherente con una mayor propensión al riesgo que, por ejemplo, ofrece la renta variable. Para el resto de activos no se aprecia que el sentimiento general influya de forma significativa (13).

A continuación, queremos contemplar en el análisis alguna medida del sentimiento del inversor más estrechamente relacionada con el mercado. Puesto que estamos hablando de inversores españoles, la medida del sentimiento más ajustada al mercado consideramos que puede ser el VIBEX, que es una medida bursátil y del mercado español. Los resultados podrían ser útiles para visualizar la relación entre sentimiento y la toma de decisiones no solo sobre activos bursátiles españoles, sino también útil para la toma de decisiones sobre fondos de inversión vinculados a renta variable española o incluso instrumentos del ámbito actuarial como los *unit-linked* o los planes de pensiones vinculados con renta variable del mercado español, sobre los que no disponemos de información desagregada en este trabajo y sobre los que, de momento, no parecen sensibles a las medidas de sentimiento generales. Dado que del análisis descriptivo se ha deducido que los fondos de inversión muestran movimientos con preferencias internacionales, en este punto no tendría sentido analizar su sensibilidad a cambios en el VIBEX. Por esta razón nos centramos exclusivamente en el efecto que el VIBEX puede tener en el mercado bursátil español, entendiéndolo que el flujo de las acciones cotizadas se refiere a acciones cotizadas fundamentalmente españolas que *a priori* serán las que estén más relacionadas con inversores minoristas españoles.

Como para estos activos contamos con información mensual, se puede llevar a cabo una estimación más detallada estudiando el posible efecto del sentimiento en el valor del volumen de dicha negociación. Como se ha indicado, utilizaremos la información disponible de los índices de renta variable nacionales, IGBM e IBEX y del europeo Eurostoxx.

Esta relación, como tal, no ha sido estudiada en la literatura, sin embargo, atendiendo a la lógica, es de esperar que en momentos optimistas/pesimistas los inversores negocien en exceso/defecto. El modelo que planteamos es el siguiente:

$$Vol_m = \alpha_0 + \alpha_1 LagVol_m + \alpha_2 D\_Pandem + \alpha_3 D\_Infl + \alpha_4 D\_SubTip + \alpha_5 Sent + \sum_{k=6}^{10} \alpha_k M_k + e \quad [2]$$

donde  $Vol_m$  es el logaritmo del volumen negociado agregado de los componentes de cada índice para cada mes y  $Sent$  representa la medida de sentimiento derivada de mercado, el VIBEX. Con objeto de ortogonalizar la variable sentimiento al efecto de la situación económica, el modelo incluye cuatro variables macro utilizadas habitualmente. Por tanto, a las dos variables anteriores (tasa de desempleo e índice de producción industrial), añadimos el consumo de bienes duraderos y de no duraderos, en línea con los trabajos de Baker y Wurgler (2006, 2007) y Corredor *et al.* (2013) entre otros. El modelo incluye el retardo de la variable dependiente, así como tres variables *dummies* asociadas a los diferentes períodos establecidos previamente. Así  $D\_Pandem$  tomará valor 1 en el período de pandemia y 0 en el resto,  $D\_Infl$  tomará valor 1 durante el período inflacionario y 0 en el resto y  $D\_SubTip$  tiene valor 1 en el período de subida de tipos y 0 en resto. La inclusión de estas variables permite obtener el efecto del sentimiento bursátil neto de posibles cambios estructurales en las series.

Los resultados obtenidos de esta estimación se presentan de forma resumida en el cuadro n.º 3 en el que aparecen únicamente los coeficientes asociados a las variables *dummies* y al sentimiento bursátil. Podemos observar que la única variable *dummy* significativa es la que se identifica con el período de pandemia, siendo su signo positivo. Este resultado apunta a que durante este período se produce un incremento en el volumen negociado de estos activos, resultado en línea con los resultados sobre acciones y otras participaciones en capital expuestos en este trabajo y el trabajo de Cambronero y Ruiz (2022). No obstante, el resultado más interesante es el que se refiere al efecto de la variable sentimiento puesto que para los tres índices analizados

CUADRO N.º 3

## EFECTO DEL SENTIMIENTO DEL INVERSOR EN EL VOLUMEN NEGOCIADO AGREGADO. ÍNDICES RENTA VARIABLE

	IGBM	IBEX 35	EUROSTOXX 50
$D\_Pandem$	0,3573** (0,02)	0,3761** (0,01)	0,5755*** (0,00)
$D\_Inflac$	0,0847 (0,27)	0,1165 (0,12)	0,1691 (0,19)
$D\_SubTip$	-0,1065 (0,32)	-0,0682 (0,49)	0,1642 (0,35)
VIBEX	-0,0225*** (0,00)	-0,0226*** (0,00)	-0,0270** (0,01)

Notas: Valor-p en paréntesis. \*\*\*, \*\*, \* indican que los coeficientes son significativos al 1, 5 y 10 por 100, respectivamente.

el signo es negativo y significativo, es decir que ante incrementos en la volatilidad implícita (pesimismo) el volumen negociado desciende y viceversa. Por tanto, podemos afirmar que el sentimiento se comporta conforme a lo esperado, en cuanto a su impacto en el volumen de las acciones, aunque durante el período de pandemia haya una situación especial en la que los inversores atienden a otros criterios al realizar sus inversiones.

Observado el efecto del sentimiento sobre el volumen negociado, el sentimiento del inversor podría repercutir en la rentabilidad siempre y cuando existan desequilibrios y presiones por el lado de las compras o las ventas que tiendan a revertir. Por ello, finalmente, con objeto de observar esta posibilidad, extendemos el estudio a las rentabilidades futuras del mercado, entendiendo estas como la información agregada que se recoge en los índices. Asumiendo que se mantiene la relación observada en otros contextos, esperamos obtener una relación negativa entre ambas variables. El modelo dinámico que estimamos es el siguiente:

$$Rent_m = \alpha_0 + \alpha_1 LagRent_m + \alpha_2 Sent + \sum_{k=3}^6 \alpha_k M_k + \sum_{r=7}^9 \alpha_r FF_r + e \quad [3]$$

donde  $Rent_m$  es la variable dependiente que mide la rentabilidad mensual del mercado, calculada para cada uno de los índices descritos como el  $\ln(I_{m,t}/I_{m,t-1})$ , siendo  $I_{m,t}$  el valor del índice  $m$  en el mes  $t$  y  $Sent_t$  que representa el valor del VIBEX valorado en el mes previo. El modelo incluye las cuatro variables macroeconómicas descritas previamente. La estimación incorpora además los factores Fama-French y el factor momentum, con la excepción del factor mercado. La inclusión de todas estas variables garantiza que la estimación de la relación entre sentimiento y rentabilidades futuras se encuentra depurada de todos esos efectos.

El cuadro n.º 4 muestra los coeficientes de la variable sentimiento obtenidos para las tres estima-

ciones. De forma generalizada se puede decir que se aprecia una relación negativa entre el índice de sentimiento y la rentabilidad de los índices de renta variable a un mes (cuanto mayor es el VIBEX, más pesimismo/nerviosismo y mayor rentabilidad esperada en el futuro para revertir las desviaciones originadas por el sentimiento), en línea con lo detectado en la literatura, y este hecho se aprecia tanto a nivel nacional como europeo. En definitiva, puede decirse que existe una relación negativa entre el sentimiento del inversor y el valor de mercado futuro de los activos. Esto supone, por ejemplo, que, en términos de rentabilidad, durante los últimos meses de subidas de tipos, en los que se ha observado un sentimiento negativo, la reacción de los inversores puede llevar a un efecto de revalorización de los precios en los períodos siguientes.

#### IV. CONCLUSIONES

Este trabajo presenta una visión panorámica del comportamiento de los inversores ante los cambios acontecidos en la política monetaria. El período analizado contiene cuatro subperíodos con características muy distintas: el período previo a la pandemia con bajos tipos de interés y alta liquidez; la pandemia acompañada de medidas de expansión de la liquidez; el posterior período inflacionista todavía con tipos de interés bajos y, finalmente, el período de subidas de tipos de interés a partir de la segunda mitad de 2022. Respecto al punto de partida, los flujos de ahorro tradicional de las familias que crecieron significativamente durante la pandemia, han ido disminuyendo desde finales de 2021 en un contexto de elevadas tasas de inflación, en el que el consumo ha crecido más rápidamente que las rentas. La consiguiente subida de tipos de interés para doblegar la presión inflacionista introduce un importante punto de inflexión que afecta a la toma de decisiones financieras en los hogares.

En una primera aproximación los resultados de este trabajo indican que el efectivo y los depósitos transferibles son tradicionalmente los instrumentos de materialización del ahorro más importantes, si bien desde el período de pandemia se manifiesta una preferencia muy significativa por las participaciones en capital y fondos de inversión, especialmente en estos últimos y con una perspectiva internacional. Por otro lado, el período inflacionista con bajos tipos de interés puso en evidencia el crecimiento de los préstamos de los hogares, especialmente de los de largo plazo, si bien la posterior subida de los tipos de interés ha corregido este efecto

CUADRO N.º 4

**EFFECTO DEL SENTIMIENTO DEL INVERSOR EN LA RENTABILIDAD AGREGADA. ÍNDICES RENTA VARIABLE**

	IGBM	IBEX 35	EUROSTOXX 50
VIBEX	0,0016* (0,08)	0,0016* (0,08)	0,0016** (0,05)

Notas: Valor-p en paréntesis. \*\*\*, \*\*, \* indican que los coeficientes son significativos al 1, 5 y 10 por 100, respectivamente.

y materializa la preferencia de los inversores por los activos representativos de deuda. En consecuencia, la existencia de alternativas atractivas de inversión como acciones, participaciones en fondos, inversión en vivienda o deuda, van matizando el crecimiento del efectivo y los depósitos, adaptando las decisiones de los hogares a las circunstancias del mercado en cada momento.

El análisis empírico complementario nos permite incorporar el sentimiento del inversor como una variable explicativa del comportamiento de los inversores. Los resultados muestran que durante el período de pandemia el pesimismo se instaura en el sentimiento del inversor, pasando a cierto optimismo en el período inflacionario para volver al pesimismo con la subida de tipos de interés. Los inversores, por tanto, muestran vaivenes relevantes ante sus expectativas futuras atendiendo a la situación económica, situándonos en el momento de las subidas de tipos en un estado de pesimismo, aunque menor que el habido durante la pandemia. El sentimiento general influye en sentido inverso en los flujos monetarios de efectivo y en los de inversión en deuda, indicando la aversión al riesgo de los inversores, pero tiene pocos efectos en los flujos del resto de activos. Sin embargo, el sentimiento específico del mercado bursátil sí parece tener un efecto significativo en los volúmenes negociados de acciones y, por tanto, en todos aquellos instrumentos (fondos, productos de seguro-ahorro o planes de pensiones) que tengan relación con renta variable. Por otro lado, cuando nos detenemos en la rentabilidad de la renta variable se observa que el sentimiento tiene capacidad predictiva sobre las rentabilidades futuras, al constatarse la relación negativa entre sentimiento bursátil y reversión de la rentabilidad futura a los valores fundamentales que ya ha sido puesta de manifiesto en la literatura.

#### NOTAS

(1) En concreto, están incluidos en este sector: i) los individuos o grupos de individuos cuya función principal es consumir; ii) los hogares colectivos; iii) las empresas individuales y sociedades personalistas sin personalidad jurídica que son propiedad de los hogares; iv) los individuos o grupo de individuos que producen bienes y servicios exclusivamente para uso final propio; y v) las ISFLSH que incluyen, por ejemplo, asociaciones profesionales, científicas, culturales, clubs deportivos, o asociaciones de beneficencia, de ayuda o de asistencia.

(2) Fuente: Banco de España. Portal del cliente bancario (18/7/2023). [https://cliente bancario.bde.es/pcb/es/blog/Ahorro\\_y\\_desa ho\\_609326901af5461.html](https://cliente bancario.bde.es/pcb/es/blog/Ahorro_y_desa ho_609326901af5461.html)

(3) El gráfico se centra en fondos de inversión financieros, dado que el número de participantes y accionistas de los fondos inmobiliarios y

de las sociedades de inversión es mucho más reducido. <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/SeriesWeb/Inicio.aspx?codrama=1034>

(4) El eje de la derecha rige únicamente para el número de participantes en fondos de inversión considerados de renta variable internacional. Para permitir una mejor visualización de los datos se han establecido dos ejes dada la diferencia en los valores absolutos entre los participantes en el mencionado tipo de fondos y los demás.

(5) Fuente: BME. <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2022/esp/Informe-Mercado-BME-2022.pdf>

(6) Fuente: Banco de España (DELGADO, 2023). <https://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/IIPP-2023-02-01-delgado.pdf>

(7) Concretamente, establece que, desde principios de 2020 hasta el tercer trimestre de 2022, la inversión neta en activos financieros fue de 196mm y el montante invertido en vivienda fue de 139mm (miles de millones).

(8) Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*. Primer semestre 2023. <https://doi.org/10.53479/30717>

(9) Por ejemplo, la *Encuesta sobre préstamos bancarios en España*: enero de 2023. Banco de España (MENÉNDEZ Y MULINO, 2023), pone de manifiesto una disminución de la demanda de préstamo de los hogares en el cuarto trimestre de 2022, tanto en España como en la Unión Europea, justificada tanto por el aumento de los costes de financiación y, en el caso de los hogares, como por la menor confianza de los consumidores. <https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art11.pdf>

(10) En la interpretación de los resultados, hay que recordar que el indicador de sentimiento VIBEX representa las expectativas de volatilidad y varía en sentido contrario al resto de medidas.

(11) En los diferentes análisis, la referencia temporal de la variable sentimiento se hace de acuerdo a mantener la coherencia entre la emisión de datos de dicha variable y la variable dependiente correspondiente.

(12) Aunque es habitual emplear cuatro variables macroeconómicas, en este análisis en concreto, hemos utilizado únicamente dos debido a la limitación de observaciones y los posibles problemas que se podrían producir en la estimación.

(13) Es preciso puntualizar que estos resultados se deben interpretar en su justa medida como una posible explicación de los resultados descritos previamente. El número de observaciones es aún reducido y, por tanto, cuando transcurran algunos trimestres adicionales en los que se asiente la política monetaria se podrán observar resultados más nítidos y robustos. Este análisis puede considerarse como una primera aproximación.

#### BIBLIOGRAFÍA

BAKER, M. y WURGLER, J. 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), pp. 1645-1680.

BAKER, M. y WURGLER, J. 2007. Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), pp. 129-151.

BLASCO, I., MANZANO, D. y MILNER, A. 2022. Pandemia y comportamiento del seguro en España. *Cuadernos de Información Económica*, 286 (enero-febrero 2022). <https://www.funcas.es/articulos/pandemia-y-comportamiento-del-seguro-en-espana/>

- BANCO DE ESPAÑA. PORTAL CLIENTE BANCARIO (2023). *Blog: Ahorro y desahorro. ¿qué hábitos tenemos los españoles?* [https://clientebancario.bde.es/pcb/es/blog/Ahorro\\_y\\_desa\\_ho\\_609326901af5461.html](https://clientebancario.bde.es/pcb/es/blog/Ahorro_y_desa_ho_609326901af5461.html)
- BANCO DE ESPAÑA (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre 2023.* <https://doi.org/10.53479/30717>
- BME (2021). *Informe de Mercado 2021.* <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2021>
- BME (2022). *Informe de Mercado 2022.* <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2022/esp/Informe-Mercado-BME-2022.pdf>
- BOVER, O., HOSPIDO, L. y VILLANUEVA, E. (2018). *Encuesta de competencias financieras.* Plan de Educación Financiera CNMV y Banco de España. Edición de junio de 2018. <https://clientebancario.bde.es/f/webcb/RCL/ActualidadEducacionFinanciera/EducacionFinanciera/QueSeHace/DocumentosInteres/EncuestaCompetenciasFinancieras2016.pdf>
- BROWN, G. W. y CLIFF, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11, pp. 1-27.
- CORREDOR, P., FERRER, E. y SANTAMARÍA, R. (2013). El sentimiento del inversor y las rentabilidades de las acciones. El caso español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, XLII, 158, pp. 211-217.
- CAMBRONERO, G. y RUIZ, G. (2022). *Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19.* Documento de Trabajo, n.º 78. Comisión Nacional del Mercado de Valor.
- DELGADO, M. (2023). *Evolución del ahorro en España desde la pandemia.* IV Observatorio del Ahorro y la Inversión en España/Bestinver-IESE. Madrid. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Subgobernador/Arc/Fic/IIPP-2023-02-01-delgado.pdf>
- HUANG, D., JIANG, F., TU, J. y ZHOU, G. (2015) Investor sentiment aligned: a powerful predictor of stock returns. *Review of Financial Studies*, 28(3), pp. 791-837.
- ISPIERTO, A., MARTÍNEZ, I. y RUIZ, G. (2021). *Educación financiera y decisiones de ahorro e inversión: un análisis de la Encuesta de competencias financieras (ECF).* Comisión Nacional del Mercado de Valores. Documento de trabajo, n.º 75. [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Encuesta\\_de\\_comp\\_financ\\_ES.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Encuesta_de_comp_financ_ES.pdf)
- JIANG, F., LEE, J. MARTIN, X. y ZHOU, G. (2019) Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132, pp. 126-149.
- MENÉNDEZ, A. y MULINO, M. (2023). Encuesta sobre Préstamos bancarios en España: enero de 2023. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 11. <https://doi.org/10.53479/29506>
- OECD (2023). *Pension Markets in Focus 2022.* [www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm](http://www.oecd.org/finance/pensionmarketsinfocus.htm)
- SCHMELING, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16, pp. 394-408.
- ZHOU, G. (2018) Measuring investor sentiment. *Annual Review of Financial Economics*, 10, pp. 239-259.