



Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19

Guillermo Cambroneró Pérez
Gloria Ruiz Suárez

Documentos de Trabajo
N.º 78

Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19

Guillermo Cambroneró Pérez¹

Gloria Ruiz Suárez¹

Documento de Trabajo

N.º 78

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS, ESTADÍSTICAS Y PUBLICACIONES

Febrero 2022

1 Guillermo Cambroneró Pérez y Gloria Ruiz Suárez pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Documento de Trabajo con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en este Documento de Trabajo reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

Resumen	7	
1	Introducción y motivación del análisis	10
2	Descripción de la muestra de datos	12
3	Operativa de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19	17
4	Características de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19	26
	4.1 Características de los nuevos inversores	29
5	Conclusiones	33
Referencias		36
Apéndice		37

Resumen

Este documento de trabajo analiza la evolución de la negociación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable en 2019 y 2020, tratando de identificar los posibles cambios que esta pudo experimentar a raíz de la crisis del COVID-19 y el mantenimiento o no en el tiempo de estos cambios. Para ello se ha tomado una muestra suficientemente representativa de la negociación de los inversores minoristas que operan con acciones del Ibex 35 y del Ibex Growth Market 15 durante esos dos años. El inicio de la pandemia provocó turbulencias en los mercados financieros globales, que se manifestaron en episodios de elevada volatilidad e intensas caídas de las cotizaciones en las bolsas.

Los principales resultados del estudio ponen de manifiesto un fuerte aumento de la negociación en acciones del Ibex 35 por parte de estos minoristas desde los primeros momentos de la crisis, al principio con más intensidad en la vertiente compradora (el volumen de compras se multiplicó por 4 en marzo de 2020) y después en la vertiente vendedora. El aumento de la negociación tuvo su origen en el fuerte incremento del número de operaciones efectuado por estos inversores, que se intensificó como consecuencia de la incorporación masiva de inversores nuevos al mercado en los momentos de mayores turbulencias. Desde aquellos momentos la participación de los inversores minoristas se fue reduciendo de forma progresiva pero no ha retornado a los niveles anteriores a la crisis.

El aumento de la negociación de los minoristas durante la crisis es una tendencia identificada también en otros países europeos como Francia y Bélgica. En España, en la primera etapa de la crisis se observaron incrementos muy significativos del volumen de negociación (compras y ventas) de acciones del Ibex 35 por parte de los inversores minoristas. Antes de la crisis, en 2019, las compras mensuales fueron de aproximadamente 1.000 millones de euros y las ventas, que fluctuaban algo más, no superaban los 1.600 millones de euros. Estos datos aumentaron de forma notable en 2020, destacando los meses de marzo, junio y noviembre como aquellos que registraron los mayores volúmenes mensuales. En marzo se alcanzó el nivel máximo del volumen de compras, que fue cercano a 4.000 millones de euros (2.500 millones de euros de ventas), coincidiendo con el mes en el que el Ibex 35 experimentó una caída del 22,2 % con respecto a febrero. El máximo volumen mensual de ventas se registró en noviembre (2.825 millones de euros), momento en el cual el Ibex 35 repuntaba un 25 % con respecto al mes anterior.

De la misma forma, el número de operaciones llevadas a cabo en las primeras semanas de la crisis experimentó un aumento muy acusado: en marzo de 2020, la cantidad de operaciones de compra ejecutadas se multiplicó por más de cuatro y las de venta, por más de dos respecto a las cifras del mismo mes de 2019. Este avance determinó el fuerte repunte del volumen de la negociación total por parte de los

inversores minoristas, ya que el valor mediano por operación se redujo durante la crisis del COVID-19. Después de los primeros meses tras el inicio de la crisis sanitaria, el auge en la operativa bursátil se suavizó y se observó un retorno paulatino hacia los valores iniciales de negociación, sin que estos se hayan alcanzado al final de 2020.

Los sectores predominantes en los que operaron los inversores minoristas experimentaron ligeras variaciones a medida que avanzaba la crisis: la mayor parte de la negociación siguió produciéndose en aquellos que ya eran más relevantes antes de esta, si bien perdieron algo de importancia relativa (por ejemplo, en el caso del sector financiero o el de las comunicaciones), en favor de otros sectores como el industrial y el sanitario.

Por otra parte, la presencia de los inversores minoristas con respecto al total de la negociación aumentó durante la primera ola del virus, al pasar del 4,0 % en las operaciones de compra y del 4,5 % en las de venta antes de la crisis al 9,4 % y el 6,4 % respectivamente en las primeras etapas de esta. Posteriormente estas proporciones fueron retornando hacia los valores registrados antes del COVID-19, si bien a finales de 2020 estos aún no se habían alcanzado. Destaca el hecho de que los mayores aumentos de la presencia de inversores minoristas se dieron en aquellos sectores que se vieron más afectados por la situación de crisis como, por ejemplo, los del turismo, las comunicaciones y el financiero. Sin embargo, los datos de propiedad de las acciones por tipo de inversor de 2020 no revelan cambios significativos en los porcentajes atribuidos a las familias, siendo la posición de los inversores minoristas similar a la de ejercicios pasados (del 17,1 % en 2020, 1 punto por encima del dato registrado en 2019, aunque alejado de los datos de años anteriores, que en promedio fue del 23 % entre 2010 y 2018).

En general, una proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020 fue realizada por hombres (en torno al 80 %), aumentando levemente esta proporción en los primeros meses de la crisis. La edad media del conjunto de inversores minoristas refleja que las mujeres que negocian con estas acciones son mayores que los hombres. Y, aunque ambas edades medias disminuyeron al inicio de la pandemia, posteriormente volvieron a aumentar, a pesar de lo cual finalizaron 2020 en niveles inferiores a los iniciales.

Otro aspecto que destacar sobre los primeros momentos de la crisis es la incorporación masiva de inversores minoristas al mercado: los días en los que el Ibex 35 registraba sus caídas más intensas en marzo fueron los mismos en los que accedió un mayor número de nuevos inversores al mercado. Las características demográficas de estos nuevos inversores varían ligeramente respecto a las del conjunto total de inversores. En particular, su edad media es inferior en los momentos iniciales de la crisis, disminuye la proporción de hombres que operan en el mercado (aunque continúa siendo mayoritaria) y el volumen mediano por operación de estos nuevos inversores también es menor con respecto al del conjunto de inversores.

En conclusión, este trabajo describe la evolución del comportamiento inversor de los minoristas en los mercados de renta variable ante una situación de crisis como la experimentada en 2020, detectando un aumento significativo de su participación en ellos, sobre todo en los primeros momentos de dicha crisis. Este aumento se

explica por el fuerte incremento del número de operaciones en el mercado (de menor tamaño de media) y por una incorporación extraordinaria de inversores en los días en los que se produjeron las mayores caídas del Ibex 35, todo ello en un entorno en el que las nuevas tecnologías facilitan de forma sustancial el acceso a los mercados. En estos primeros momentos el incremento de la negociación se produjo, sobre todo, en la vertiente compradora, mientras que a final de año, cuando las cotizaciones se recuperaron, se produjo un mayor aumento de la actividad en la vertiente vendedora. Estos resultados parecen revelar que al menos una parte de los inversores minoristas identificó oportunidades atractivas de inversión en acciones en los momentos de mayores caídas en los precios, esperando una recuperación de estos en el futuro, y de desinversión a finales de año, cuando la recuperación de dichos precios permitía obtener un rendimiento. A pesar del aumento de la participación de los inversores minoristas en los mercados en los primeros meses de la pandemia, los diferentes indicadores evaluados han mostrado con posterioridad un retorno progresivo hacia los valores precrisis, si bien a finales de 2020 todavía no se habían alcanzado. Tampoco se observó ninguna variación sustancial en el porcentaje de propiedad de las acciones en manos de las familias en 2020.

Los resultados de este informe van acompañados de la publicación de un cuadro de mandos o *dashboard* interactivo accesible en la web para todos los usuarios desde cualquier dispositivo electrónico¹. A través de este cuadro de mandos se puede acceder a los principales gráficos dinámicos elaborados en este trabajo, que son susceptibles de ser modificados de forma sencilla por el usuario, para que este pueda observar los resultados seleccionando un periodo de tiempo, tipo de mercado, sector, grupo de edad, género y tipo de inversor concreto. Esta forma de presentar los datos aporta flexibilidad y libertad al consumidor final de la información y hace más eficiente la visualización de estos, teniendo en cuenta que se pretende llevar a cabo una actualización periódica del cuadro de mandos en cuestión.

1 <https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiMTMxMTdhOWUtZjQ1Mi00Y2I4LTg4MmUtMzk3Mzk1MGY4MzBhIiwidCI6IjRiZDE1NWQzLWNiYjUtNGFjMC04MzZILWJkMmFhMjJkZDk2OSIsImMiOiJ9.>

1 Introducción y motivación del análisis

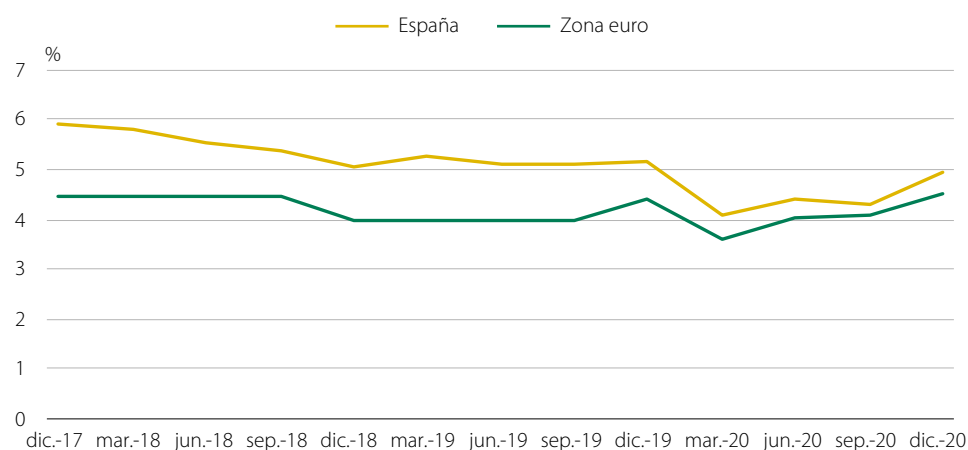
La crisis desencadenada a raíz de la expansión del COVID-19 en el primer trimestre de 2020 propició descensos abruptos de las cotizaciones en los mercados de renta variable nacionales e internacionales, así como repuntes de los indicadores de volatilidad, que, en algunos casos, alcanzaron máximos superiores a los registrados en la crisis financiera de 2008. Las turbulencias ocasionadas en el mercado bursátil dieron lugar a un aumento de la actividad en la bolsa española en marzo de 2020, observándose incrementos notables en los volúmenes de negociación, en línea con la tendencia de otras plazas europeas. El confinamiento de la población debido a la propagación del virus, en un contexto de caída de los precios de las acciones, propició un aumento del interés de los inversores por realizar transacciones en bolsa².

Entre 2019 y 2020 apenas un 5,5 % del volumen de negociación por operaciones de compra y venta ejecutadas sobre acciones del Ibex 35 en las bolsas españolas fue realizado por inversores minoristas. Aunque esta proporción no es muy elevada, resulta de interés el análisis específico de la operativa de estos inversores por varias razones. En primer lugar, la inversión de los hogares en acciones cotizadas representa una parte importante de la cartera total de sus activos financieros, por encima incluso de la media de la zona euro. Como se observa en el gráfico 1, en 2019 la inversión de los hogares españoles en acciones cotizadas representaba algo más de un 5 % de su cartera total (alrededor del 4,4 % en la zona euro). En marzo de 2020 esta proporción descendió hasta el 4,1 %, pues la caída del valor de estos activos compensó con creces el aumento de su negociación. Posteriormente se observó una cierta recuperación hasta el 4,4 % en junio y el 4,9 % en diciembre, unas cifras más cercanas a las existentes antes de la crisis. En la zona euro la tendencia seguida fue muy similar: la inversión en acciones cotizadas disminuyó en marzo de 2020 hasta el 3,6 % y se registró un aumento posterior hasta representar el 4,0 % de la cartera total en junio y el 4,5 % en diciembre. En segundo lugar, la consecución del objetivo de protección del inversor minorista que tiene la CNMV se puede beneficiar de una mejor información sobre el patrón inversor de este colectivo, extendiendo el análisis a momentos de turbulencias o *shocks* exógenos como el de la crisis del COVID-19.

2 Según la base de datos de Google Trends, en España, desde mediados de febrero hasta la segunda semana de marzo, las búsquedas referentes a la inversión en bolsa aumentaron más de un 220 %, así como las que guardaban relación con el Ibex y la bolsa de valores (más de un 160 %).

Importancia de las acciones cotizadas en los hogares en España y la zona euro¹

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

¹ A partir de los datos las cuentas financieras de los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares publicadas en el Banco de España y del Banco Central Europeo.

Este trabajo analiza el comportamiento de los inversores minoristas en el mercado de renta variable en 2019 y 2020, estableciendo cuatro subperiodos temporales que permiten identificar, en caso de haberlos, cambios relevantes en los patrones de inversión de este colectivo a raíz de la pandemia. De esta forma se alinea con otros trabajos similares llevados a cabo por las autoridades de valores de Francia y Bélgica. En particular, el trabajo persigue varios objetivos: i) mostrar la evolución del número e importe de las compras y las ventas de acciones cotizadas por parte de los inversores minoristas durante 2019 y 2020, ii) relacionar estos datos con determinadas características demográficas de los individuos e iii) identificar si la crisis del COVID-19 supuso un cambio estructural en el comportamiento de los minoristas en materia de inversión.

La segunda sección de este trabajo describe la muestra de datos sobre la cual se elabora el estudio. A continuación, en las secciones tercera y cuarta se expone la evolución de la operativa bursátil y de las características de los inversores minoristas antes y después del estallido de la crisis del COVID-19, tanto demográficas como relativas a la inversión (sector, frecuencia en la operativa en bolsa, etc.). Por último, en la sección quinta se presentan las conclusiones alcanzadas y las futuras líneas de investigación.

2 Descripción de la muestra de datos

Este trabajo se enmarca en el intento de construir una herramienta de la que disponer para monitorizar el comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros. Con fines analíticos, se ha considerado *inversor minorista* a cualquier persona física con independencia de su experiencia inversora. Cabe señalar que este criterio no es totalmente equivalente al que establece la normativa, que clasifica a los clientes de aquellas empresas que prestan servicios de inversión en: contrapartes elegibles, profesionales y minoristas³. Las *contrapartes elegibles* son las definidas en el artículo 207 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores como aquellas entidades autorizadas para operar en los mercados financieros como, por ejemplo, las empresas de servicios y actividades de inversión, las entidades de crédito o las entidades aseguradoras, entre otras. De acuerdo con esta normativa, tienen la consideración de *inversores profesionales* aquellos de los que se presume una cierta experiencia y los conocimientos y la cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos⁴. Finalmente, se establece que todos aquellos inversores que no sean profesionales se considerarán minoristas⁵.

De conformidad con el artículo 26 de la regulación MiFIR (Reglamento (UE) n.º 600/2014), las empresas de servicios de inversión que ejecuten operaciones con instrumentos financieros tienen la obligación de comunicar dichas operaciones (*transaction reporting*). El grueso de este análisis se ha realizado a partir de la información recogida a través de esta comunicación de operaciones y registros de órdenes, la base de datos de referencia de instrumentos financieros (FIRDS, por sus siglas en inglés), la base de datos estadística del Banco Central Europeo y la Estadística del Padrón Continuo del Instituto Nacional de Estadística.

Los datos utilizados para la elaboración del estudio han pasado correctamente todos los controles previstos en la normativa aplicable para su incorporación en las bases de datos correspondientes. Cabe resaltar que, a pesar de que la calidad de la información presente en las bases de datos es muy notable, siempre se pueden encontrar pequeños errores o incongruencias que deben solventarse con el objetivo conseguir la mayor integridad y la mejor calidad posibles en la información a analizar. Por ello, fruto de este análisis, se ha desarrollado una serie de controles de calidad adicionales y predefinidos que permiten automatizar y estandarizar la obtención de un conjunto de datos fiable y coherente sobre el que realizar el estudio. Además, en

3 Véase el artículo 203 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (Real Decreto Legislativo 4/2015).

4 No obstante, el anexo II de la MiFID II (Directiva 2014/65/EU) establece otros clientes que pueden solicitar ser considerados como profesionales si cumplen determinados requisitos relativos a la cantidad de operaciones trimestrales, volumen de la cartera financiera y cargo profesional en el sector financiero. Por tanto, conforme a esta normativa existen personas físicas que podrían ser consideradas inversores profesionales y que se considerarán inversores minoristas en este documento de trabajo.

5 Artículo 204 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

ocasiones, la estructura de reporte regulatorio no es la idónea para llevar a cabo este tipo de estudios, por lo que, a los controles de calidad anteriores, se añade la necesaria transformación de los datos a fin de conseguir una distribución de la información que haga la ejecución de este proceso lo más eficiente posible.

El análisis que se lleva a cabo en el cuerpo de este trabajo se realiza a partir de los datos de negociación de inversores minoristas (tal y como se ha definido al principio de la sección) sobre los valores del Ibex 35 en mercados regulados y en los principales sistemas multilaterales de negociación (SMN) e internalizadores sistemáticos (IS), pues de esta forma se tienen en cuenta las acciones cotizadas más líquidas negociadas en España⁶. Se toman en consideración las operaciones realizadas en cuentas individuales, ya que para determinadas clasificaciones demográficas de los inversores (por ejemplo, edad y género del inversor) no es posible realizar los análisis de aquellas cuentas con titularidad compartida. Para complementar este análisis, en el apéndice de este trabajo se añade una evaluación, paralela a la anterior, del comportamiento de los inversores minoristas referida al índice Ibex Growth Market 15, que se compone de las quince compañías con mayor volumen de contratación en el segmento BME Growth⁷.

La información extraída corresponde a los años 2019 y 2020, lo cual permite realizar una segmentación en subperiodos de tiempo en función de los acontecimientos y avances de la propagación del virus en España. Esta segmentación facilita el análisis detallado del impacto de la crisis en el comportamiento de los inversores. Así, se diferencian cuatro subperiodos: el primero, anterior al estallido de la crisis del COVID-19, comprende desde el 1 de enero de 2019 hasta el 15 de febrero de 2020. Este subperiodo precrisis mostraría la operativa bursátil de los inversores minoristas en tiempos normales (o de ausencia de turbulencias). El siguiente subperiodo corresponde a la primera ola del virus, desde el 16 de febrero hasta el 30 de abril, que destaca por la imposición a la población de medidas restrictivas como el confinamiento. Le sigue el subperiodo de desescalada, que comienza el 1 de mayo y finaliza el 30 de septiembre, en el que paulatinamente se van retirando algunas de las medidas que limitaban la circulación de las personas, entre otras; y el último subperiodo corresponde a una segunda ola del virus, que comprende desde el 1 de octubre hasta finales de 2020.

La muestra del estudio se compone de un total de 18.752.123 operaciones de inversores minoristas que operan tanto con acciones del Ibex 35 como del Ibex Growth Market 15, en cuentas individuales y de titularidad compartida (79 % y 21 %, respectivamente). Aproximadamente un 34 % de estas se realizó en 2019, mientras que casi un 66 % se llevó a cabo en 2020, coincidiendo así con el estallido de la crisis del COVID-19 (véase cuadro 1). De hecho, atendiendo a la clasificación por subperiodos que se explicó anteriormente, en la primera ola del virus, que abarca dos meses y medio, se llevó a cabo el 19 % de las operaciones de esos 2 años, lo que equivale a casi la mitad del importe registrado en la etapa precrisis (39 %), que en este estudio incluye 13 meses y medio. En la desescalada, de principios de mayo a principios de octubre, se registró el 26 % de las operaciones minoristas entre 2019 y 2020 y en la segunda ola, el último trimestre de 2020, el restante 16 %.

6 El 93 % del volumen negociado en el mercado continuo corresponde a acciones del Ibex 35.

7 Este segmento, junto con los segmentos BME IIC y BME ECR, conforman un SMN denominado BME MTF Equity, en el que cotizan las empresas del antiguo Mercado Alternativo Bursátil (MAB) desde septiembre de 2020.

En relación con el tipo de operaciones que se ejecutaron en estos periodos, se observa que en la etapa precrisis, la proporción de compras y ventas era muy similar (48,8 % en el primer caso y 51,2 % en el segundo). Sin embargo, en la primera ola, las operaciones de compra se dispararon hasta el 64,3 % de la operativa, probablemente impulsadas por las grandes caídas que soportaron las compañías, que acumularon pérdidas significativas en pocos días. El Ibex 35 perdió un 28,9 % de su valor en el primer trimestre del año⁸ y el Ibex Growth Market 15 cedió un 13,3 %. En el periodo de desescalada, la proporción de compras también fue mayor que la de ventas (un 56,4 % frente a un 43,6 %, respectivamente), aunque comenzó a observarse un descenso hacia valores más equilibrados entre ambas operativas. Siguiendo esta tendencia, en la segunda ola (periodo que comprende el último trimestre de 2020), la proporción de compras y ventas fue muy similar a la del periodo anterior a la pandemia (el porcentaje de operaciones de venta fue ligeramente superior al de compras, con un 51,4 %).

Habitualmente la mayoría de las operaciones que llevan a cabo los minoristas se ejecutan en los mercados regulados (en torno a un 95 % de ellas). Sin embargo, tras el comienzo de la crisis, se identificó un aumento de la proporción de operaciones realizadas a través de sistemas multilaterales de negociación. Así, en el periodo precrisis, la proporción de estas era de un 3,3 %, en la primera ola fue del 4 % y en la segunda, del 5,4 % (para los mercados regulados estos porcentajes fueron del 95,5 %, el 95,1 % y el 93,6 %, respectivamente).

Estadísticas descriptivas de la muestra de datos

CUADRO 1

	Subperiodo 1 01/01/2019– 15/02/2020	Subperiodo 2 16/02/2020– 30/04/2020	Subperiodo 3 01/05/2020– 30/09/2020	Subperiodo 4 01/10/2020– 15/02/2020	Total
	Precrisis	Confinamiento	Desescalada	Segunda ola	
Operaciones					
% de operaciones	39,2	19,0	26,1	15,7	–
% de compras	48,8	64,3	56,4	48,6	53,7
% de ventas	51,2	35,7	43,6	51,4	46,3
Mercados					
% en mercados regulados	95,5	95,1	95,0	93,6	95,0
% en SMN	3,3	4,0	4,2	5,4	4,0
% en IS	1,2	0,9	0,8	1,0	1,0
Género¹					
% de hombres	79,4	84,3	84,2	82,0	82,0
% de mujeres	20,6	15,7	15,8	18,0	18,0
Edad¹					
% de 18-34	5,3	9,5	8,2	7,0	7,2
% 35-49	28,0	37,1	38,0	35,5	33,6
% 50-64	35,5	33,0	33,5	34,7	34,3
% 65-99	31,2	20,5	20,3	22,8	24,9

Fuente: CNMV.

1 Elaboración a partir de los datos de las operaciones individuales realizadas con valores del Ibex 35 y del Ibex Growth Market 15, excluidas las de cuentas con titularidad compartida.

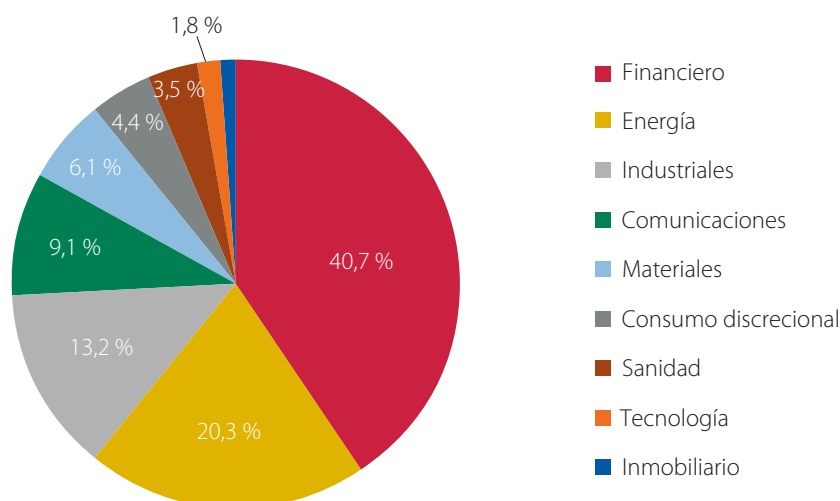
8 El Ibex 35 registró la mayor pérdida diaria de la historia del índice el 12 de marzo de 2020, con un 14,1 %.

En relación con los sectores de los valores objeto de negociación, tal y como se observa en el gráfico 2, destaca la negociación en el sector financiero: un 40,7 % del total del volumen negociado por inversores minoristas entre 2019 y 2020 tiene como destino compañías pertenecientes a este sector. Lo sigue la operativa en empresas energéticas (20,3 %), industriales (13,2 %) y de comunicaciones (9,1 %). Durante las distintas etapas de la crisis estos porcentajes fueron variando, dependiendo del índice en cuestión, como se verá más adelante: en el Ibex 35 los minoristas redujeron la operativa en el sector en el que más operaban, el financiero, en favor de otros que ganaron peso como, por ejemplo, el sanitario. En cuanto a la negociación con valores del índice Ibex Growth Market 15, también se observaron variaciones en los sectores en los que los minoristas invirtieron a lo largo de la crisis, destacando el tecnológico (el predominante en un primer momento), que aumentó en la primera ola y disminuyó a medida que avanzaba el año en favor del sector de las comunicaciones.

La información de las variables demográficas más relevantes muestra que el 64,8 % de las personas de la muestra total tiene género masculino, y el 14,2 %, femenino. Para el 21 % restante, no se obtiene sexo, pues son operaciones realizadas en cuentas con 2 o más cotitulares. A la vista de estos datos, es evidente que existe una mayor presencia de hombres que invierte en acciones cotizadas frente a mujeres, incrementándose esta diferencia en la primera ola del virus. Excluyendo los datos de las operaciones a través de cuentas conjuntas, se observa que antes del estallido de la crisis, el porcentaje de hombres era del 79,4 %, mientras que el de mujeres era del 20,6 %. En la primera ola el porcentaje de hombres aumentó hasta el 84,3 %, manteniéndose en esa proporción durante el periodo de desescalada para posteriormente disminuir durante la segunda ola hasta el 82 %. Por tanto, se observa que, a partir de febrero de 2020, la proporción de hombres aumentó y que, con posterioridad, se produjo una reversión parcial de esta tendencia.

Volumen de negociación por sectores¹

GRÁFICO 2



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

1 Elaboración a partir de los datos de las operaciones individuales realizadas con valores del Ibex 35 y del Ibex Growth Market 15, excluyendo las de titularidad compartida. Se consideran todos los valores el estudio.

La edad de los inversores también aporta información relevante sobre posibles cambios en el comportamiento de los inversores minoristas. Para realizar el análisis se ha dividido la muestra en cuatro tramos de edad: de 18 a 34 años, de 35 a 49 años, de 50 a 64 años y de 65 a 99 años. Antes del comienzo de la crisis, casi un 67 % de las operaciones ejecutadas las llevaban a cabo individuos de 50 años en adelante⁹. Posteriormente esa proporción cayó, aumentando los rangos de menor edad. El porcentaje de inversores pertenecientes a los dos primeros tramos de edad se incrementó considerablemente en la primera ola del COVID-19. Del total de minoristas que negociaron en esos meses, un 9,5 % tenía entre 18 y 34 años, frente al 5,3 % que se registraba en la etapa precrisis; y un 37,1 % tenía entre 35 y 49 años, frente al 28 % anterior. La población mayor de 65 años fue la que más redujo el número de operaciones ejecutadas durante este periodo (del 31,2 % al 20,5 %), aunque los individuos de entre 50 y 65 años también llevaron a cabo menos operaciones bursátiles (pasaron de ejecutar el 35,5 % del total al 33 %). Este último tramo de edad es el que menos cambios experimentó.

En el tercer subperiodo las proporciones de participación según las franjas de edad apenas experimentaron cambios. Sin embargo, en el último subperiodo de estudio, la segunda ola, se observa un cierto retorno hacia los porcentajes iniciales. Los tramos de edad más jóvenes disminuyeron su proporción: los individuos de entre 18 y 34 años ejecutaron el 7 % de las operaciones en el último trimestre del 2020, y los de 35 a 49 años, el 35,5 %. Esto engloba un 42,5 % del total de operaciones frente al 46,6 % de la primera ola, por lo que se detecta una menor presencia de minoristas pertenecientes a los tramos de menor edad, aunque siguió siendo mayor que la observada antes del estallido de la crisis. Estos aspectos se tratan con mayor profundidad en la sección relativa a las características de los inversores minoristas en los mercados financieros.

9 A este respecto solo se toman en consideración aquellas operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

3 Operativa de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19

Esta sección proporciona evidencia sobre el incremento de las operaciones bursátiles efectuadas por los inversores minoristas a raíz de la crisis del COVID-19. Para ello, se ha realizado un análisis detallado de las operaciones que ejecutaron estos inversores en cuentas individuales sobre acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020^{10, 11}.

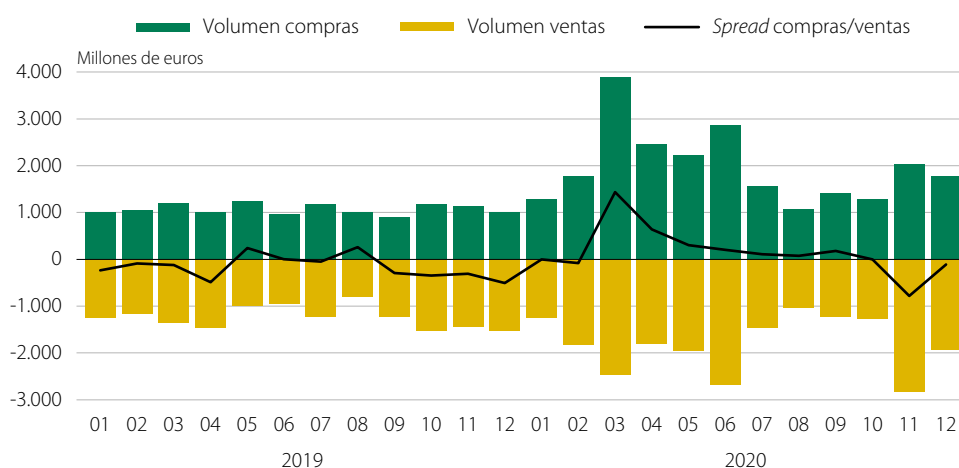
El gráfico 3 muestra el volumen mensual de compras y ventas de estos inversores desde enero de 2019 hasta diciembre de 2020. Se puede observar que dicho volumen durante 2020 fue mayor que en 2019, destacando los meses de marzo, junio y noviembre. Durante la etapa precrisis las compras mensuales se situaron en torno a 1.000 millones de euros y las ventas, que fluctuaron un poco más, nunca superaron los 1.600 millones de euros. La diferencia entre el volumen de compras y ventas durante este periodo varió a lo largo de los meses, aunque, en general, el volumen de ventas fue mayor que el de compras. Únicamente en 4 meses de los casi 14 del periodo precrisis se registró un volumen de compras superior al de ventas, que alcanzó un máximo de aproximadamente 266 millones de euros en marzo de 2019. En cambio, la mayor diferencia entre las ventas y las compras (a favor de las ventas) se produjo en diciembre de 2019 y se situó en 490 millones de euros.

10 Durante estos dos años se incorporaron cuatro empresas al índice: en junio de 2019, MásMóvil en sustitución de Técnicas Reunidas; en junio de 2020, Almirall en el lugar de Mediaset; en septiembre de 2020 se excluye a MásMóvil del índice y entra Pharma Mar, que sustituye a Ence; y, por último, en octubre del mismo año se incluye a Solaria en el selectivo. A partir del análisis de los datos se observa que los inversores minoristas llevaron a cabo operaciones sobre todos los valores que cotizaron en el Ibex 35 durante 2019 y 2020 a excepción de Técnicas Reunidas.

11 En este análisis solo se toman en consideración las operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

Evolución del volumen de negociación de compras y ventas mensuales

GRÁFICO 3

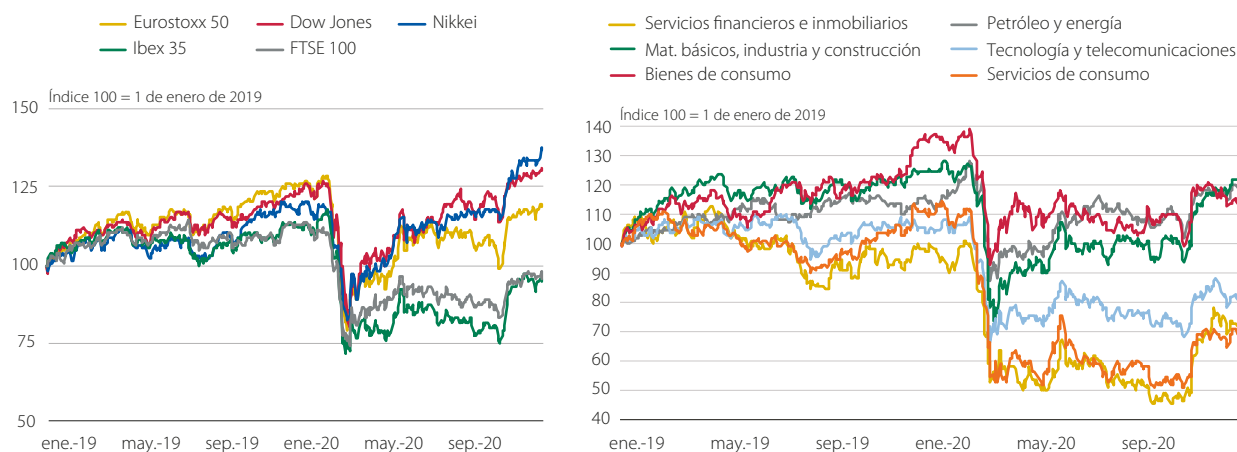


Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Como se ha indicado anteriormente, en el mes de marzo de 2020, durante la primera ola, el volumen de compras fue significativamente mayor que el de ventas, una tendencia que también se observó en otros países como Bélgica y Francia. El volumen de negociación creció rápidamente, llegando a casi 4.000 millones de euros en compras y 2.500 millones en ventas en el conjunto del mes. En esos momentos, la cotización del Ibex 35 se había desplomado, registrando la mayor caída diaria de la historia del índice (14,1 %¹²) y cerró el mes con unas pérdidas del 22,2 % con respecto a febrero y del 28,9 % en el primer trimestre del año (véase gráfico 4).

Evolución de la rentabilidad de los índices internacionales y de los sectores del IGBM

GRÁFICO 4



Fuente: Refinitiv Datastream.

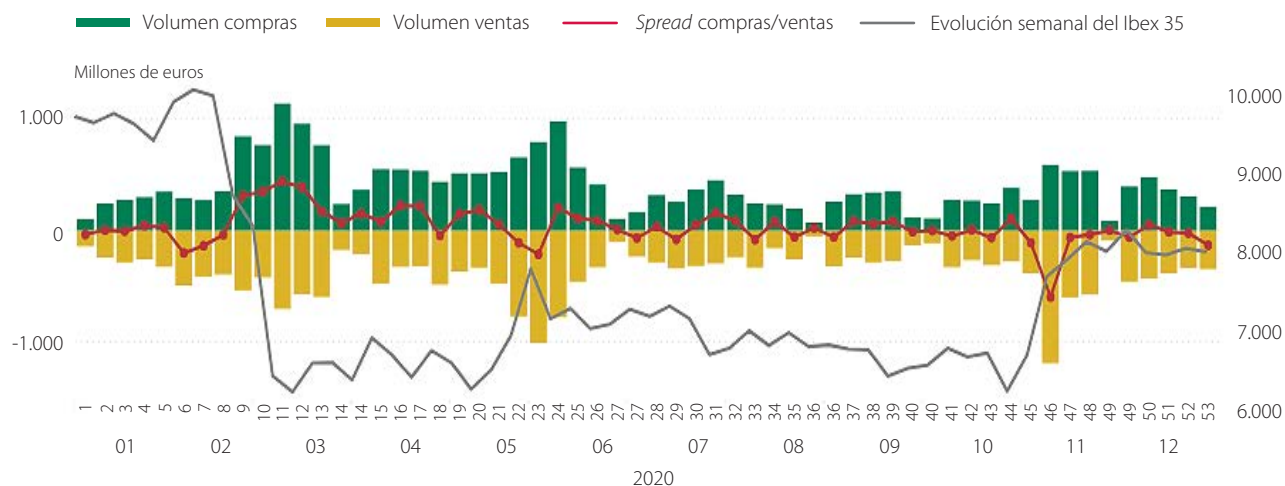
12 El día 12 de marzo de 2020.

El análisis semanal de la información de 2020 (véase gráfico 5) revela un claro cambio en la tendencia inversora desde la novena semana del año (24 de febrero), con un fuerte aumento de la actividad, sobre todo compradora. Entre la octava y la novena semana (la del 17 y la del 24 de febrero), el volumen de compras se incrementó un 139 %, y la diferencia entre compras y ventas pasó de 36 millones de euros a favor de las ventas a 315 a favor de las compras. Las siguientes semanas que conforman este periodo son también de abundante actividad bursátil, observándose el máximo de esta primera ola en la undécima semana del año (del 9 al 13 de marzo), con un volumen de compras superior a 1.140 millones de euros y unas ventas de 700 millones. En esa semana se producen también las dos mayores caídas diarias de la cotización del Ibex 35 entre 2019 y 2020. La misma tendencia se observó en países como Bélgica, donde en determinadas semanas de esta primera ola los inversores minoristas compraron hasta 3 veces más de lo que vendieron, lo que dio lugar en el periodo a un diferencial de compras y ventas de 634 millones de euros a favor de las compras¹³.

El *spread* entre compras y ventas comenzó una tendencia creciente (a favor de las compras) a partir de la sexta semana del año, antes de que empezase la primera ola en España (aunque ya existían los primeros casos de COVID-19 en el país¹⁴). Esta tendencia creciente del *spread* se extendió hasta la undécima semana, alcanzando un máximo de aproximadamente 442 millones de euros de compras netas (a la semana). Posteriormente se observa un descenso progresivo de esta diferencia, aunque la posición neta continuó siendo netamente compradora varias semanas más (prácticamente hasta la semana 18, del 27 hasta el 30 de abril). El análisis mensual revela, como se ha indicado previamente, que el *spread* máximo de compras y ventas se produjo en marzo y que después descendió significativamente hasta mayo. Desde entonces y hasta octubre mostró una tendencia mucho más estable. En noviembre, el volumen de ventas alcanzó un máximo y, aunque las compras también crecieron de forma notable, la diferencia entre ambas fue de 790 millones de euros a favor de las ventas. Este máximo de ventas en noviembre, que se produce en momentos de fuerte revalorización del Ibex 35 (25,2 % respecto a octubre), refleja el deseo de los inversores minoristas de materializar ganancias en determinados valores tras las caídas de las cotizaciones de meses anteriores. Por último, en los meses finales del año continuó la posición vendedora neta, aunque por un importe inferior (165 millones de euros).

13 En España este diferencial acumulado durante la primera ola fue de casi 2.355 millones de euros.

14 En España se confirmó el primer caso de COVID-19 el 31 de enero de 2020 en la isla de La Gomera: <https://www.mscbs.gob.es/gabinete/notasPrensa.do?id=5036>



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Al observar los datos estimados por otras autoridades nacionales (Bélgica y Francia), la evolución del volumen de negociación de compras y ventas fue muy similar a la experimentada en España. En Francia, el número de operaciones de compras se cuadruplicó en marzo de 2020 respecto a la media de 2019 y su importe se triplicó. En España, los crecimientos fueron similares: el número de operaciones de compra efectuadas en marzo de 2020 se multiplicó por más de cuatro respecto a la media de 2019 (el de ventas lo hizo por más de dos) y el volumen de compras de marzo de 2020 fue tres veces superior a los valores medios de 2019.

A continuación se describe la tendencia de las compras y ventas en España en los tres subperiodos que se identifican desde el inicio de la crisis y se pone en relación con las cifras de la etapa precrisis. Pues bien, en el primero de estos subperiodos, que se corresponde con la primera ola (de la semana 8 a la 18 de 2020), las compras semanales fueron de media un 180 % superiores a las compras medias semanales del periodo precrisis; las ventas también crecieron de forma significativa, pero menos (un 67 %). Durante este subperiodo destacan los altos volúmenes de compras y ventas registrados en las primeras semanas (aproximadamente hasta la semana 13 de 2020). Posteriormente, estos disminuyeron ligeramente, si bien siguieron siendo mayores que en el tramo precrisis y se mantuvieron más estables hasta casi el comienzo del siguiente subperiodo (desescalada).

Durante la quinta semana del periodo de desescalada (semana 23, en junio de 2020), se registró un primer máximo de ventas (1.000 millones de euros), en un contexto en el que la cotización del Ibx 35 se había incrementado varias semanas (un 9,3 % con respecto a principios de la semana 22 y un 15,2 % frente a la semana 21). La recuperación de los precios de las acciones pudo explicar parcialmente este incremento de las ventas. Las tres semanas siguientes continuaron siendo de intensa actividad, mientras que en el resto de los meses de desescalada, coincidiendo con los meses de verano, se observó una actividad minorista relativamente similar a la de 2019.

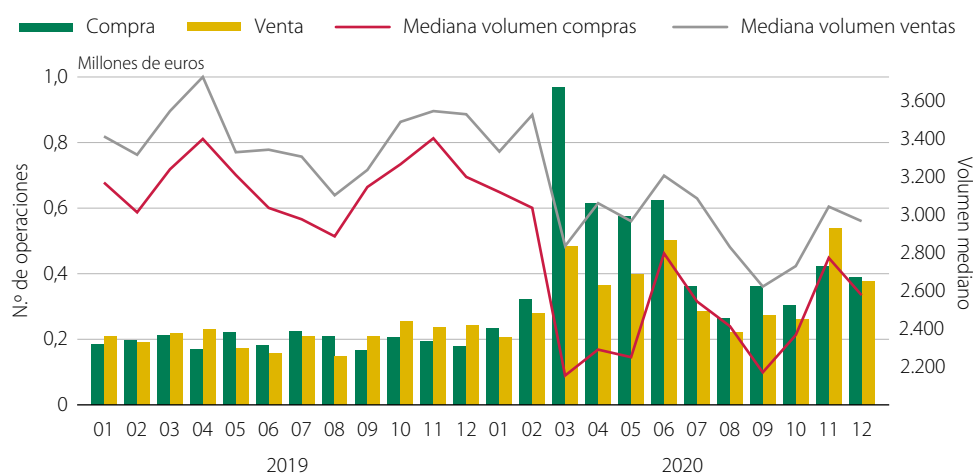
Por último, la actividad minorista volvió a cambiar drásticamente en la segunda ola. Así, en noviembre se registró el importe máximo de ventas mensual (2.825 millones

de euros, frente a los 2.450 millones de marzo y 2.661 millones de junio) y semanal (tan solo en la semana 46 del año, la segunda de noviembre, los minoristas vendieron un total de 1.190 millones de euros). De nuevo, estas cifras coinciden con un periodo de recuperación de la cotización de las acciones (el Ibex 35 alcanzó 8.000 puntos, cotización que no se observaba desde marzo). El resto de semanas que conforman el periodo de la segunda ola también se caracterizó por un volumen de compras y ventas alto, pero ligeramente inferior al que hubo en la primera ola.

Resulta interesante observar el volumen mediano mensual de las operaciones llevadas a cabo por los inversores minoristas en el periodo de análisis (véase gráfico 6). En la etapa precrisis este importe oscilaba entre 2.900 y 3.400 euros aproximadamente para las operaciones de compra y entre 3.100 y 3.700 euros para las de venta. En los meses inmediatamente anteriores a la pandemia se observa un descenso significativo de estos importes: el importe mediano de las operaciones de compra disminuyó desde 3.030 euros a principios de año hasta 2.170 euros en marzo y el importe mediano mensual de las ventas lo hizo desde 3.320 euros en enero de 2020 hasta 2.845 euros en marzo, en plena pandemia. El hecho de que en marzo se alcanzara el importe de compras máximo mensual del periodo de análisis y uno de los importes máximos de ventas, en un contexto de descensos del valor mediano de las operaciones, solo puede explicarse por el fuerte incremento del número de operaciones ejecutadas: en marzo de 2019 los inversores minoristas llevaron a cabo 212.306 operaciones de compra y 217.812 operaciones de venta, mientras que en el mismo mes de 2020, las compras fueron más de 4 veces superiores (969.998 operaciones) y las ventas fueron más del doble (487.400 operaciones). Esta evolución decreciente del valor mediano por operación no se observó en Francia, donde los volúmenes de compra se mantuvieron relativamente estables durante la primera ola del virus y los de ventas registraron un incremento.

Número de operaciones mensuales de compra y venta y volumen mediano por operación

GRÁFICO 6



Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

A partir de marzo, y hasta el final de 2020, el volumen mediano mensual máximo de compras para las acciones del Ibex 35 se recuperó ligeramente con ciertos altibajos, situándose en torno a 2.800 euros, pero no superó los valores más bajos de la etapa precrisis (2.900 euros). Por su parte, los máximos de ventas fueron de 3.200 euros,

superando los mínimos de la etapa precrisis (3.100 euros). Ambas medianas siguieron una tendencia similar a lo largo de los subperiodos de la crisis, aunque con distinta intensidad. Disminuyeron significativamente en la primera ola, registrando un primer mínimo del año en marzo. A continuación, en plena desescalada, el volumen mediano aumentó, hasta situarse en junio en 2.800 euros aproximadamente en las operaciones de compra y en 3.200 euros en las de venta. El incremento fue más pronunciado para las operaciones de compra, por lo que la diferencia entre la mediana de ventas y de compras, que se había ampliado de forma notable en la primera ola (al pasar de unos 200 euros a principios de 2020 a 680 en marzo), se redujo considerablemente. A partir de junio y hasta septiembre, el volumen mediano de ambas operaciones disminuyó para registrar un nuevo mínimo en las operaciones de venta (2.615 euros) y un dato similar al de marzo en las operaciones de compra (2.167 euros). En los últimos meses del año los volúmenes volvieron a crecer (excepto en diciembre), pero en ningún caso se alcanzaron los niveles anteriores a la crisis.

El análisis sectorial revela que la mayor parte de la negociación de los inversores minoristas se realizó en valores de entidades financieras. No obstante, este sector fue perdiendo importancia en cada uno de los subperiodos del estudio, tal y como se muestra en los paneles del gráfico 7. En la etapa precrisis, un 44,5 % del volumen total de la negociación minorista se realizaba sobre acciones del sector financiero, una proporción que en la primera ola disminuyó hasta el 41,1 %, el 38,6 % en la desescalada y el 35,4 % en la segunda ola. De forma análoga, los inversores minoristas redujeron la proporción de su negociación con acciones de empresas especializadas en materiales (negociaban un 9 % en la etapa precrisis, un 4,2 % en la primera ola y un 3,4 % en la segunda). En sectores como el energético mantuvieron la negociación relativamente estable, con ligeros incrementos y disminuciones a lo largo de los periodos (de media en torno a un 21 % del total). Finalmente, cabe destacar la evolución de la negociación en el sector sanitario¹⁵, en el que en la etapa previa al COVID-19 los minoristas realizaban el 1,2 % de sus transacciones: en la primera ola casi se dobló al 2,1 %, continuó en aumento hasta el 4,6 % en la etapa de desescalada y finalmente en la segunda ola fue del 9,2 %. También se observó la misma tendencia para el sector industrial (8,6 % en la etapa precrisis y 17,1 % en la segunda ola).

Los paneles del gráfico 8 muestran la relevancia de la negociación de los inversores minoristas en el total distinguiendo los cuatro subperiodos considerados, los diferentes sectores y las operaciones de compra y venta. Como se indicó en la motivación de este trabajo, la participación del inversor minorista es reducida, pues supone en torno al 5,5 % de la operativa total en el periodo de estudio (considerando acciones del Ibex 35 negociadas en el mercado regulado). Sin embargo, se observan algunos patrones interesantes en función del tiempo y del sector. En general, antes de la crisis del COVID-19, la presencia de inversores minoristas en los sectores en los que se han clasificado los valores del Ibex 35 es reducida y en la mayoría de casos inferior al 5 % (a excepción del sector financiero y el de materiales).

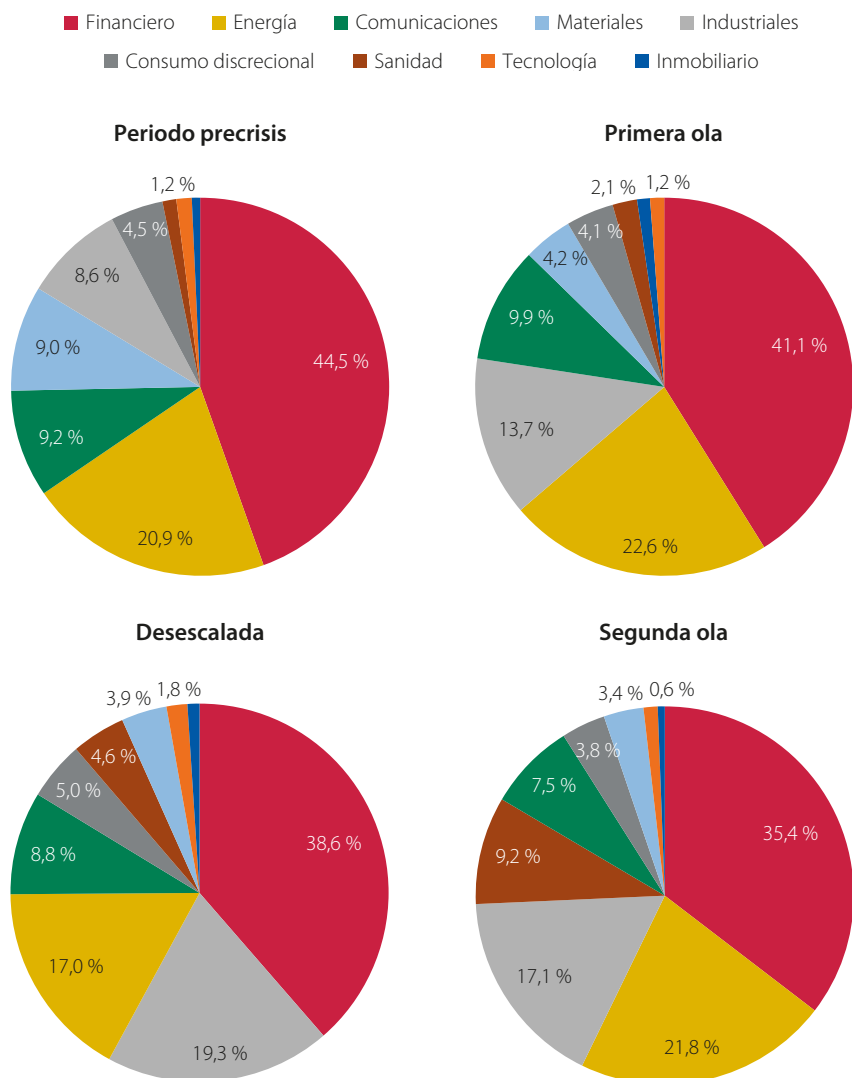
Con la llegada de la primera ola del virus, el significativo aumento de la operativa de los inversores minoristas dio lugar a incrementos de su presencia en la mayoría de los sectores. En las operaciones de compra la importancia de la negociación de los

15 Este aumento también se debe a la inclusión en el índice de la empresa farmacéutica Pharma Mar.

minoristas se multiplicó por tres o más en algunos sectores como el de las comunicaciones, el consumo o el inmobiliario en la primera ola. Destaca el hecho de que los inversores minoristas reforzaron significativamente su presencia en empresas y sectores más volátiles o castigados por la pandemia (por ejemplo, empresas dependientes del turismo¹⁶ o del sector financiero), probablemente con la expectativa de obtener un rendimiento futuro en un contexto de recuperación. Se desprende de estos datos que la propensión del inversor minorista a entrar al mercado en este periodo de incertidumbre fue mayor que la de los inversores institucionales. Tras el aumento registrado en la primera ola, se apreció un descenso en la presencia de minoristas en la negociación total durante el resto del año, que, no obstante, siguió siendo superior a la observada antes de la pandemia. En términos agregados, las operaciones de compra de los minoristas aumentaron desde el 4 % del total antes de la crisis hasta el máximo del 9,4 % en la primera ola y finalizaron 2020 en el 6,4 %.

Negociación por sectores y periodos de tiempo

GRÁFICO 7



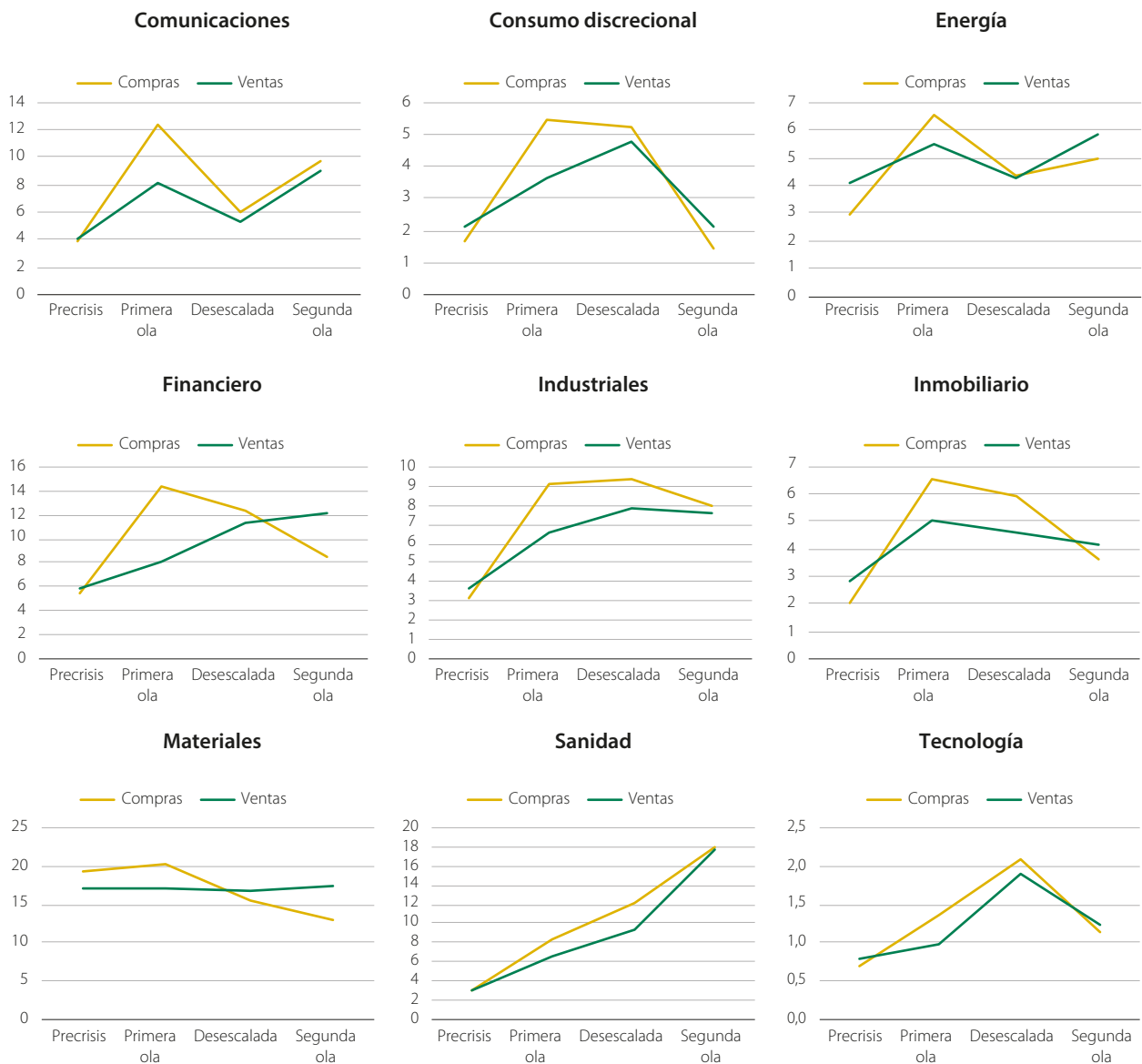
Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

16 Estas empresas están clasificadas en el sector de consumo discrecional y en el industrial.

También se observó un aumento de la relevancia de las operaciones de venta sobre el total de la negociación durante la primera ola, pues, en general, creció toda la operativa bursátil de los inversores minoristas. Sin embargo, este aumento fue comparativamente inferior. Los sectores con mayores incrementos en la presencia de minoristas en las operaciones de venta fueron los de las comunicaciones y la sanidad. En ambos casos dicha presencia se multiplicó por 2, al pasar del 4,0 % en el sector de las comunicaciones y el 3,1 % en el sanitario en la etapa precrisis, al 8,1 % y el 6,6 % en la primera ola, respectivamente. En momentos posteriores no se observa una tendencia homogénea entre sectores, si bien de forma agregada la relevancia de la presencia de minoristas en las operaciones de venta siguió incrementándose, pues pasó del 4,5 % en la fase precrisis al 6,4 % en la primera ola y al 7,6 % a finales de año.

Presencia de los inversores minoristas por sectores respecto del total de la negociación

GRÁFICO 8



Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

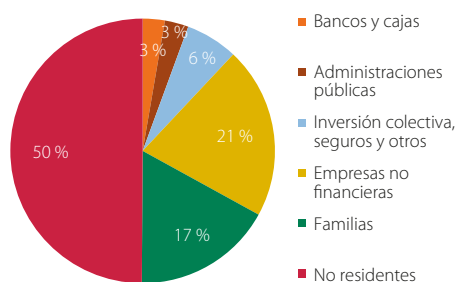
De los paneles del gráfico 8 se desprende que los aumentos más significativos, tanto en las operaciones de compra como de venta, se observaron en la primera ola y que, a pesar del descenso posterior, la relevancia de la negociación de los inversores minoristas finalizó 2020 por encima de los valores anteriores a la crisis. Se observan algunas excepciones a este comportamiento general como, por ejemplo, en el sector de consumo discrecional y el de materiales, en los que la presencia de los inversores minoristas en las operaciones de compra fue en la segunda ola inferior a los valores de la etapa precrisis. Los sectores que experimentaron mayores incrementos de la presencia de minoristas al finalizar el año fueron el sanitario, el industrial, el de las comunicaciones y el financiero (el último sobre todo en las operaciones de venta).

A pesar del aumento de la negociación de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19, su importancia relativa en cuanto a la distribución de la propiedad de las acciones de las empresas cotizadas españolas solo experimentó un leve avance en 2020, manteniéndose en proporciones históricamente reducidas. Los datos publicados por BME en su *Informe Anual* sobre la propiedad de las acciones cotizadas —que no son totalmente comparables con los de este estudio, entre otras razones, porque se refieren a todas las acciones cotizadas— reflejan que la participación de las familias en la propiedad de las acciones cotizadas de empresas españolas se situó en 2020 en el 17,1 %, 1 punto por encima del dato de 2019. Pese a este leve incremento, que no se producía desde 2014, esta proporción está muy alejada de los datos de años previos, casi siempre por encima del 20 % y con máximos cercanos al 35 % (véase panel derecho del gráfico 9).

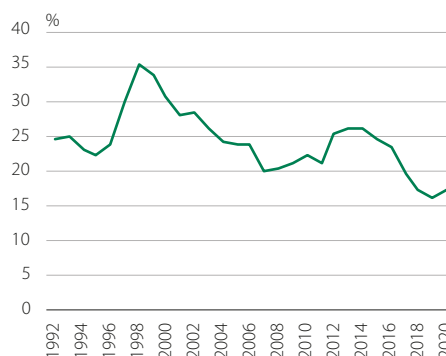
Propiedad de las acciones cotizadas españolas

GRÁFICO 9

Propietarios de las acciones cotizadas españolas en 2020



Distribución del porcentaje de propiedad de las acciones cotizadas españolas que poseen las familias



Fuente: BME.

4 Características de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19

Tras la descripción de la evolución de las operaciones de los inversores minoristas durante 2019 y 2020, haciendo énfasis en los cambios que se produjeron a partir de la crisis del COVID-19, se presenta en esta sección una descripción de las principales características de los inversores minoristas. Se muestra información relativa a su edad y género e indicadores de inversión por tramos de edad, tanto para la muestra total de inversores como para aquellos identificados como nuevos inversores¹⁷.

El análisis sobre el género de los inversores revela que una proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020 fue realizada por hombres (en torno al 80 %), aumentando ligeramente esta proporción en los primeros meses de la crisis. En enero de 2020, la proporción de volumen negociado ejecutada por hombres fue del 79 %. Este porcentaje aumentó en los meses que componen la primera ola y parte de la desescalada (entre marzo y julio) hasta casi el 85 %, por lo que, en consecuencia, la proporción de mujeres se redujo considerablemente hasta suponer tan solo un 15 %. En el resto del periodo de desescalada, estas proporciones se mantuvieron relativamente estables (en torno al 84 % del volumen negociado fue realizado por hombres y el 16 % por mujeres) y en la segunda ola se corrigieron ligeramente (hasta el 82 % por hombres y el 18 % por mujeres), unas proporciones más parecidas a las de la etapa precrisis.

El gráfico 10, que representa la edad media de los inversores para cada género, revela patrones interesantes. El primero indica que la edad media de las mujeres que negocian con acciones del Ibex 35 es superior a la de los hombres (en torno a tres años a lo largo de todo el periodo). El segundo muestra que, a raíz de la crisis del COVID-19 (entre febrero y marzo de 2020), la edad media de ambos géneros disminuyó significativamente hasta alcanzar valores mínimos en abril. Después mostró un leve aumento hasta julio de 2020 y permaneció relativamente estable desde entonces, aunque siempre en cifras inferiores a las de la etapa prepandemia.

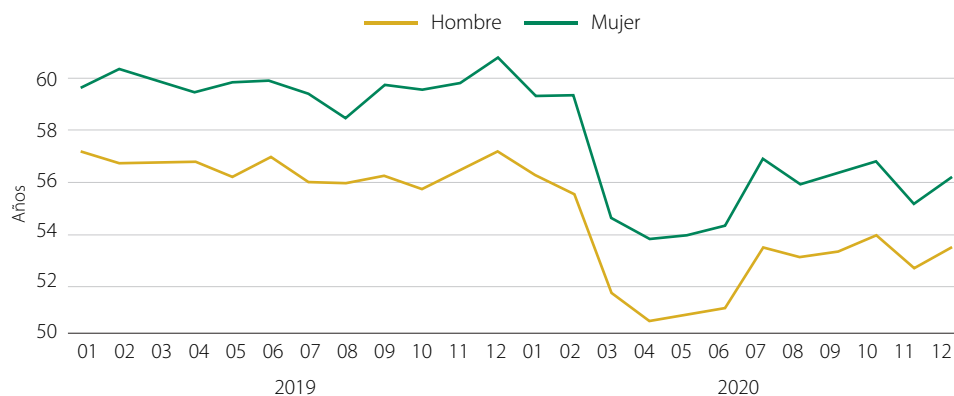
En particular, en la etapa precrisis, la edad media de las mujeres fluctuó entre 58 y 60 años; en abril, durante la primera ola, disminuyó hasta 53 años, probablemente influida por una oleada de nuevas inversoras más jóvenes. Durante la desescalada se observaron ligeros aumentos en la edad media de las mujeres que participaron en el mercado negociando acciones del Ibex 35, hasta alcanzar 56 años de media en julio, una cifra que se mantuvo hasta final del año. Por su parte, la edad media de los hombres siguió la misma tendencia, aunque con un punto de partida menor, pues su edad promedio

17 En este análisis solo se toman en consideración aquellas operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

en la etapa precrisis era de aproximadamente 56 años. En la primera ola, se observó un mínimo en la edad media de los hombres (en torno a 50 años), y un aumento posterior hasta 53 años a final de año. Por tanto, se identifica una evolución similar en la edad media de hombres y mujeres que negociaron en bolsa durante la crisis, con un descenso aproximado de 3 años y una recuperación posterior, aunque no se alcanzaron en ninguno de los casos los niveles anteriores a la crisis del COVID-19.

Promedio de edad de los inversores minoristas

GRÁFICO 10



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

La distribución del volumen de negociación de compras y ventas en función de la edad de los inversores minoristas también revela patrones interesantes. En 2019 el rango de edad que registraba un mayor volumen de compras fue el de 50 a 64 años, seguido de los mayores de 65 años, aquellos de 36 a 49 años y, por último, los más jóvenes, de 18 a 34 años. En 2020, el orden según el volumen de inversión de los grupos de edad fue diferente: aunque los primeros (de 50 a 64 años) y los últimos (los más jóvenes) mantuvieron la misma posición, se observó un cambio en los grupos intermedios, pues aquellos comprendidos entre 36 y 49 años compraron un mayor volumen de acciones que los de 65 a 99 años.

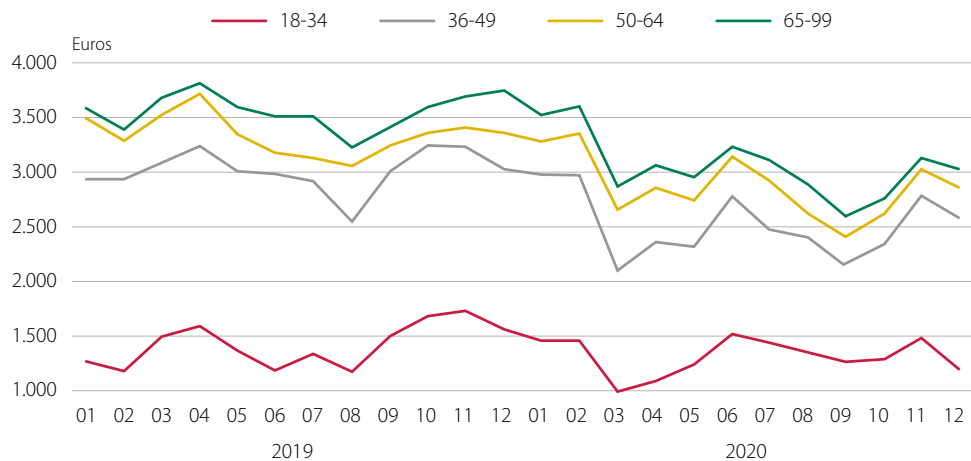
Pese a que los inversores más jóvenes continuaron siendo los que realizaron un menor volumen de compras, fueron los que más incrementaron sus compras con respecto al resto de grupos de edad. En 2020, estos inversores multiplicaron por 3 las compras respecto a las cifras de 2019, lejos de los aumentos del resto de grupos de edad (el caso más destacable, aunque a distancia, fue el del grupo de inversores de entre 36 y 49 años, un 132 % más con respecto a 2019). Si el análisis se efectúa únicamente sobre los datos del mes de marzo de 2020 con respecto al año anterior, se observa que los inversores más jóvenes multiplicaron su volumen de compras más de 6 veces, los de 36 a 49 años lo multiplicaron por 4, los de 50 a 64 años por 3 veces y los inversores mayores de 65 años por más de 2. En Bélgica, también se concluyó que los inversores más jóvenes invirtieron más en comparación con el resto de grupos de edad, aunque aquellos grupos con una actividad inversora más activa continuaron siendo los mismos. En cuanto al volumen de ventas, se observa una tendencia muy parecida aunque con incrementos más suaves en todos los grupos de edad. Así, los grupos que registraron los incrementos más significativos en el volumen de ventas en 2020 con respecto a 2019 fueron los de menor edad: un 128 % los de 18 a 34 años y un 95 % los de 36 a 49 años.

Como puede observarse en el gráfico 11, los mayores volúmenes de negociación por operación (en mediana) se producen entre los inversores de más edad. Este resultado es natural, puesto que, en términos generales, los colectivos de mayor edad suelen tener un nivel de renta y patrimonio superior, así como más experiencia para tomar decisiones de inversión. En particular, el grupo de edad de 65 a 99 años presentó el mayor volumen mediano por operación en todos los periodos. En la etapa precrisis se observaron mínimos de 3.240 euros de volumen mediano por operación y máximos de 3.810 euros en este tramo de edad, seguidos de los inversores en la franja de edad de 50 a 64 años, con inversiones cercanas, aunque ligeramente inferiores. En la franja de 35 a 49 años el volumen mediano de inversión antes de la crisis osciló entre los 2.550 euros y los 3.240 euros por operación y, finalmente, entre los inversores más jóvenes (entre 18 y 34 años), el volumen mediano de inversión fue significativamente inferior (entre 1.180 euros y 1.730 euros).

En todas las franjas de edad se observó una tendencia similar en la evolución temporal de los volúmenes medianos por operación: en la primera ola del virus se produjo una disminución significativa de estos, que se situaron en mínimos de 2.880 euros, 2.650 euros, 2.104 euros y 1.012 euros en cada franja de edad, respectivamente. Estas cifras suponen descensos de entre 450 y casi 900 euros por operación, dependiendo del grupo. Después se observó una evolución irregular, con aumentos en junio y noviembre y descensos en otros meses, que dejó los volúmenes medianos de inversión de finales de 2020 por debajo de los existentes antes de la crisis.

Volumen mediano de las operaciones de los inversores minoristas por grupos de edad

GRÁFICO 11



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

4.1 Características de los nuevos inversores

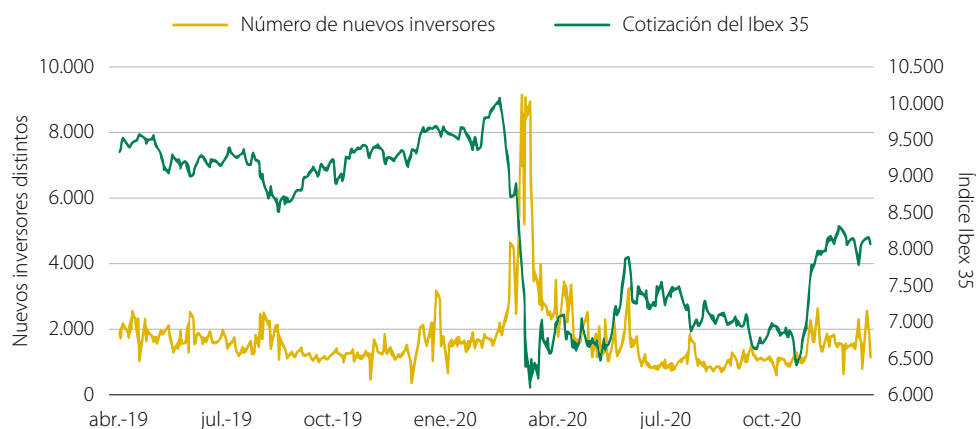
Hasta el momento se ha señalado la evolución del volumen de negociación, el comportamiento y las características de todos los inversores minoristas que participaron en los mercados a raíz de la crisis del COVID-19. Este epígrafe ilustra cómo la pandemia dio lugar a una entrada masiva de nuevos inversores y ofrece algunas características de estos. A este respecto, se considerará que una operación la realiza un

nuevo inversor si esta es la primera que el individuo lleva a cabo en el periodo 2019-2020. A partir de esa primera operación, ese inversor específico será calificado como antiguo inversor

Como puede observarse en el gráfico 12, en la etapa precrisis el número de nuevos inversores diarios se situaba de media en 1.630 individuos, con algunos máximos y mínimos puntuales de 3.187 y 370, respectivamente. A finales de febrero de 2020, en la primera ola del virus, se registraron fuertes incrementos en el número de nuevos inversores diarios, que coinciden en el tiempo con el inicio del descenso de las cotizaciones bursátiles. De hecho, en los días de mayores caídas diarias del Ibex 35 se produjeron los mayores incrementos en el número de nuevos inversores, con cifras cercanas a 9.000 individuos al día. La semana del 9 de marzo, en la que comenzaron a implementarse medidas extraordinarias para contener la expansión del virus¹⁸, es cuando se produce el mayor aumento del número de nuevos inversores en la negociación de acciones del Ibex 35. Los tres máximos identificados se produjeron los días 9, 12 y 16 de marzo, con 9.175, 9.095 y 8.970 nuevos inversores, respectivamente. Las caídas diarias del Ibex 35 esos días fueron las más elevadas desde las observadas a finales de junio de 2016 con motivo del *brexit*, especialmente la del 12 de marzo, que fue la mayor caída de la historia del índice. En orden cronológico, estas fueron del 8 %, el 14,1 % y el 7,9 % en cada caso.

Número de nuevos inversores en relación con el Ibex 35

GRÁFICO 12



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Durante las siguientes semanas, la cantidad de nuevos inversores fue disminuyendo, hasta estabilizarse en cifras similares a las observadas antes de la crisis, o inferiores, como en el periodo de desescalada, donde se registraron de media 1.213 nuevos inversores diarios. Finalmente, en el último trimestre del año y coincidiendo con la segunda ola del virus, se observó un leve aumento de nuevos inversores en algunas sesiones, que elevó su media hasta 1.428 individuos. Esta evolución,

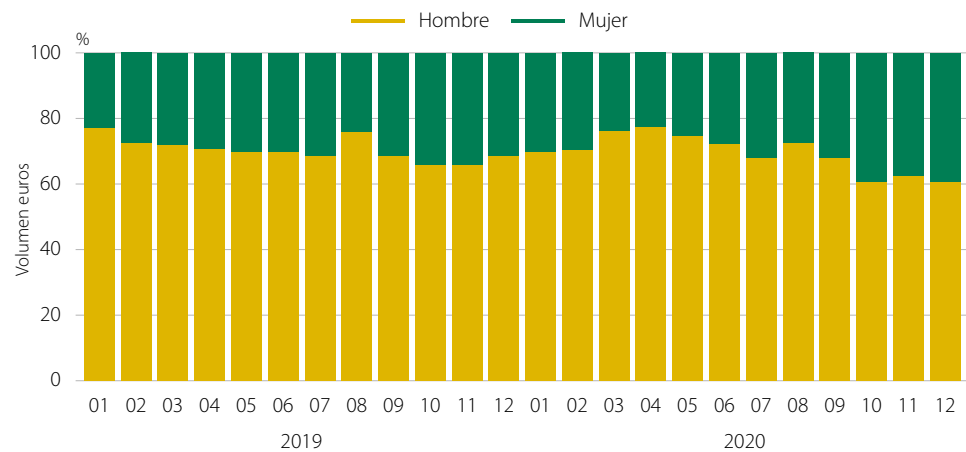
18 Por ejemplo, en Italia se limitó el movimiento de la población y en España se suspendió la actividad docente en determinadas comunidades autónomas, entrando en vigor a finales de esa misma semana el confinamiento de la población española.

que no es similar a la observada en la primera ola, se produjo en un momento ascendente del Ibex 35 (desde noviembre la cotización del índice comenzó una tendencia creciente que cerró con un aumento del 20,2 % en el cuarto trimestre). Por tanto, parece deducirse que el incentivo de los inversores para entrar en el mercado, al menos en el ejercicio 2020, fue mayor en momentos de caídas abruptas de los precios.

Las características demográficas de los nuevos inversores también presentan ligeras variaciones respecto a las observadas en la muestra completa. Antes se comentó que aproximadamente el 80 % de los inversores minoristas durante 2019 y 2020 eran hombres (exceptuando ligeras variaciones en determinados periodos). Pues bien, el análisis de los nuevos inversores revela una proporción de hombres muy inferior en el conjunto del año 2020 (67 % en promedio¹⁹, véase gráfico 13). Sin embargo, en los meses en los que comenzó la pandemia, este porcentaje creció, por lo que una mayor proporción de inversores minoristas que comenzaron a operar en el mercado fueron hombres (en torno al 77 % y 78 % en marzo y abril). A partir del periodo de desescalada estos porcentajes disminuyeron sensiblemente hacia cifras del 60 % a final de año.

Presencia de nuevos inversores por género

GRÁFICO 13



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

En cuanto a la edad media de los nuevos inversores, se observa que la de las mujeres que participan en el mercado es superior a la de los hombres. Esto también ocurre con los datos de la muestra completa, pero en ese caso la diferencia de edad entre hombres y mujeres en promedio durante 2020 es de tres años, mientras que en la muestra de nuevos inversores los hombres son en promedio cinco años menores que las mujeres. También se aprecia un descenso de la edad de los nuevos inversores en la primera ola de la pandemia, bastante más intenso que el del conjunto de inversores. En particular, la edad media de las mujeres que invertían por primera vez —que se situaba ampliamente por encima de los 60 años en 2019— descendió hasta 52 años en marzo y 50 en abril (para la muestra completa la edad promedio de estos 2 meses fue de 54 años). Por su parte, la edad media de los nuevos inversores masculinos, que oscilaba entre 56-57

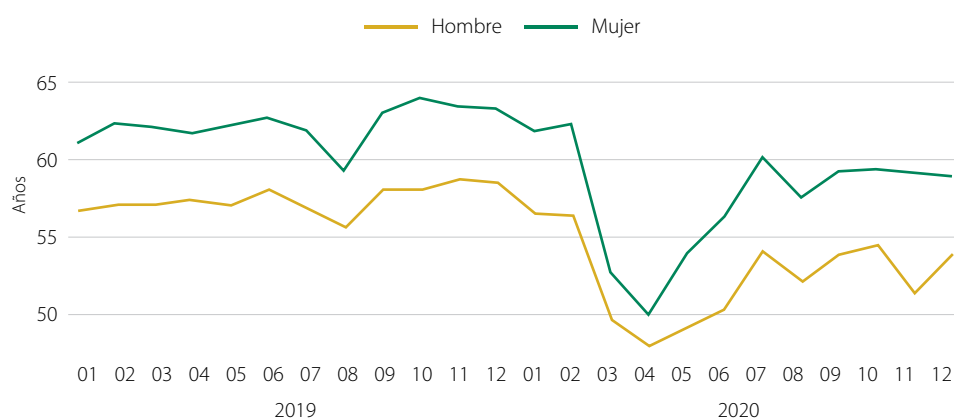
19 Se analizan los datos de 2020, pues el interés de esta cuestión reside en ver los cambios en el tipo de inversor que se incorpora al mercado a partir de la crisis del COVID-19.

años en 2019, cayó hasta 48-49 años durante los meses iniciales de la pandemia (alrededor de 51 años para la muestra completa de inversores). Por tanto, se observaron edades promedio considerablemente inferiores en estos nuevos inversores en la primera ola del virus. Esta evolución podría explicarse, en parte, por el mayor uso que las personas más jóvenes hacen de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas, tecnologías que cobraron una relevancia aún mayor en tiempos de confinamiento.

Entre mayo y julio la edad de los nuevos inversores aumentó, y después se observó una mayor estabilidad de esta (con ciertos altibajos). A final de año la edad media de las nuevas mujeres inversoras rondaba 59 años, 3 años más que la edad media de la muestra completa en ese momento. Lo mismo ocurría para los nuevos inversores masculinos: su edad promedio rondaba 54 años (1 año más que la muestra completa). Aunque las cifras de final de año eran, para hombres y mujeres, inferiores a los valores precrisis, la tendencia alcista que se apreció en ellas tras el periodo de desescalada fue más intensa que la observada para la muestra completa de inversores minoristas.

Promedio de edad de los nuevos inversores

GRÁFICO 14



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

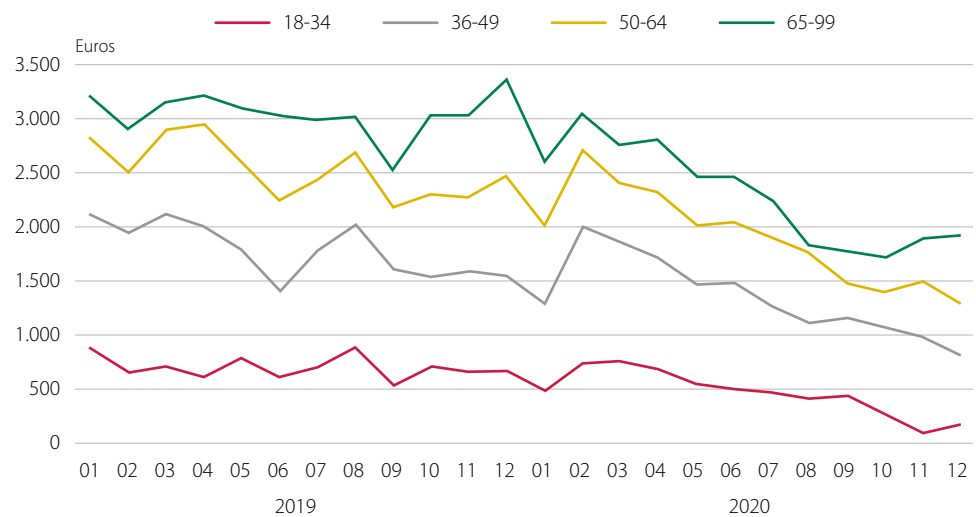
El volumen mediano de las operaciones de la muestra de nuevos inversores fue inferior al registrado por el conjunto de los inversores minoristas. En 2020 este fue de 1.513 euros por operación, mientras en 2019 era de 2.318 euros. Las cifras para el total de la muestra fueron casi 1.150 euros y 900 euros superiores a estas, respectivamente. Esta tendencia es acorde a la observada en otros países como Francia y Bélgica y se explica también en parte por el hecho de que estos nuevos inversores son, en general, más jóvenes, por lo que su capacidad financiera para invertir podría ser inferior.

El volumen mediano de las operaciones de los nuevos inversores aumenta con la edad de estos, igual que para la muestra total de inversores. Sin embargo, su evolución temporal fue algo diferente. La caída más importante del volumen mediano de estos inversores se produce en enero y no en marzo, como se observa para la muestra total. Posteriormente, en febrero se produce un incremento del volumen mediano de inversión en todas las franjas de edad y, a partir de ese momento, se aprecia una tendencia claramente descendente. Para el grupo de minoristas de 65 a 99 años los descensos en los volúmenes medianos de negociación fueron mayores que para el resto. En febrero estos eran de 3.021 euros y en mayo, tras la primera ola, de

2.434 euros; en la desescalada prosiguió el descenso hasta aproximarse a los volúmenes medianos de la franja de edad de 50 a 64 años (1.797 y 1.755 euros en agosto para estos grupos, respectivamente), y no fue hasta la segunda ola cuando estos volúmenes aumentaron ligeramente para terminar el año en 1.907 euros. Los inversores de las franjas de edad de 50 a 64 años y de 36 a 49 años siguieron prácticamente la misma tendencia, con un aumento en febrero y una caída gradual del volumen mediano por operación hasta final de año. Para la primera franja de edad, el volumen mediano pasó de 2.689 euros en febrero a 1.288 euros tras la segunda ola. Los datos para la franja de 36 a 49 años fueron de media alrededor de 500 euros menos en las mismas fechas. En cuanto a las edades más jóvenes, de 18 a 34 años, la disminución del volumen mediano por operación durante 2020 fue más leve que en el resto, pues operan con cantidades significativamente inferiores (entre 133 euros en noviembre y casi 800 euros en marzo).

Volumen mediano de las operaciones de los nuevos inversores por grupos de edad

GRÁFICO 15



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

5 Conclusiones

Este trabajo expone la evolución de la operativa de los inversores minoristas en los mercados de renta variable durante 2019 y 2020 con el fin de identificar las características y diferencias originadas a raíz de la crisis del COVID-19. Al igual que han hecho otras autoridades europeas, se quiere analizar el comportamiento de las personas físicas en el mercado bursátil en un contexto de incertidumbre global sin precedentes.

El análisis pone de manifiesto que al comienzo de la primera ola del virus en España, en un momento de fuertes caídas de las cotizaciones y elevadas volatilidades, se produjo un aumento significativo de los volúmenes de negociación de las personas físicas en los mercados de renta variable. Esta evidencia también se ha encontrado en otros países europeos como Francia y Bélgica. En particular, en marzo de 2020, coincidiendo con las mayores caídas de la historia del Ibex 35 (22,2 % con respecto a febrero), se produjo el volumen máximo de compras de estos inversores (hasta los 4.000 millones de euros en el mes, 4 veces más que la media mensual en 2019). Por el contrario, el volumen máximo de ventas tuvo lugar en noviembre (2.825 millones de euros en el mes, frente al máximo mensual de 1.600 millones de euros alcanzado en 2019), coincidiendo con el mayor repunte mensual del Ibex 35 de 2020 (25 %). Además, se observa que el valor mediano de las operaciones disminuyó durante la crisis del COVID-19, por lo que el aumento del importe de la negociación de los inversores minoristas se explica por el fuerte incremento en el número de operaciones, sobre todo el de compras. Esta evolución parece indicar que los inversores minoristas vieron una oportunidad de inversión atractiva en momentos de fuertes caídas de las cotizaciones debido a la expectativa de una recuperación de precios posterior, que se produjo parcialmente en noviembre y que posiblemente determinó el aumento de las ventas en aquel mes.

Este estudio también ha revelado ciertas características demográficas de interés de los inversores minoristas: en torno al 80 % del volumen negociado con acciones del Ibex 35 fue llevado a cabo por hombres, una proporción que aumentó ligeramente en los primeros meses de la crisis. En cuanto a la edad media de los inversores, destaca el hecho de que la de los hombres es menor que la de las mujeres (alrededor de tres años a lo largo del periodo) y que para ambos disminuyó significativamente entre febrero y abril de 2020. Posteriormente aumentó y se mantuvo estable, aunque finalizó el año en cifras inferiores a las registradas antes de la crisis. Además, se observó una entrada masiva de nuevos inversores minoristas en los primeros momentos de la crisis. De hecho, los días en los que accedió un mayor número de nuevos inversores al mercado coincidieron con aquellos en los que el Ibex 35 registró sus caídas más intensas. Las características demográficas de estos nuevos inversores varían ligeramente respecto a las del conjunto de inversores. Específicamente, su edad media es inferior a la del conjunto de inversores minoristas en los momentos

iniciales de la crisis, si bien la edad media de las mujeres sigue siendo superior a la de los hombres. Pese a que dentro de los nuevos inversores sigue predominando la proporción de hombres que invierten en acciones del Ibex 35 (un 67 % en promedio en 2020), esta es menor que la de la muestra total de inversores. Además, en su caso el volumen mediano por operación también es menor, entre otros motivos, porque al reducirse la edad media de los nuevos inversores probablemente también lo hace su poder adquisitivo.

Estos incrementos iniciales tan intensos en los volúmenes de negociación y en el número de operaciones pueden explicarse por distintas razones. En primer lugar, y como se comentó anteriormente, las grandes caídas de las cotizaciones observadas en el mercado de renta variable en marzo pudieron propiciar una actitud masivamente compradora por parte de los inversores, que tenían una expectativa de rendimiento en un plazo de tiempo determinado. Además, el periodo de confinamiento fue el caldo de cultivo ideal para impulsar la negociación de estos inversores, puesto que este dio lugar a un aumento tanto del tiempo para operar en bolsa de una manera relativamente informada como de los recursos de los que disponían, al menos, una parte de los inversores minoristas, por el ahorro registrado ante la imposibilidad de realizar gastos en actividades que se encontraban restringidas o limitadas. Finalmente, existe un aspecto fundamental que también actuó como catalizador de este aumento de la negociación: el uso de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas, que evita la necesidad de acudir físicamente a ningún proveedor de servicios financieros para negociar en bolsa.

Tras los primeros meses de crisis sanitaria, el auge en la operativa bursátil perdió intensidad, y durante el resto del ejercicio 2020 se registró un retorno paulatino hacia los valores iniciales de negociación, sin haberlos alcanzado a finales de dicho año. Se observaron variaciones relevantes en la presencia de inversores minoristas sobre el total de la negociación. Esta aumentó tanto en las operaciones de compra como en las de venta con respecto a los datos anteriores a la crisis. En las operaciones de compra, esta presencia, que era del 4 % en el subperiodo precrisis, aumentó hasta el 9,4 % durante la primera ola. Posteriormente disminuyó, aunque en el último subperiodo (la segunda ola) seguía siendo superior a los valores iniciales (6,4 %). Destaca el aumento inicial de la presencia de los inversores minoristas en sectores muy afectados por la pandemia, como el de las comunicaciones, el consumo o el financiero. También se apreció un incremento de la presencia de minoristas en las operaciones de venta, aunque este fue comparativamente inferior al anterior, destacando los sectores de las comunicaciones y la sanidad. En el conjunto de estas operaciones, la proporción de minoristas con respecto al total de la negociación aumentó en cada subperiodo, situándose en el 4,5 % antes de la crisis, el 6,4 % en la primera ola y el 7,6 % en la segunda ola.

Pese a que se registrasen estos incrementos tan intensos de la actividad bursátil de los inversores minoristas y a que su presencia con respecto al total de la negociación aumentase, los datos de propiedad de las acciones por tipo de inversor de 2020 no revelan cambios significativos en los porcentajes atribuidos a las familias. Estos sitúan en el 17,1 % la participación de las familias en la propiedad de las acciones cotizadas de empresas españolas, una cifra que supone un incremento de 1 punto con respecto a 2019 pero que está lejos de las observadas en años anteriores (del 23 % en promedio entre 2010 y 2018).

Este trabajo permite concluir que los inversores minoristas incrementaron significativamente su negociación en los mercados de renta variable en los momentos de mayores turbulencias de la crisis del COVID-19 y que posteriormente se produjo una normalización parcial de esta tendencia hacia los valores observados antes de ella. Determinar si esta normalización se va a completar o si, por el contrario, la participación de los minoristas seguirá siendo más alta con carácter estructural requiere disponer de un periodo temporal más amplio. Por ello, resulta especialmente útil la publicación simultánea en la página web de la CNMV —junto con este estudio— de un *dashboard* o cuadro de mandos, con los principales resultados de este estudio, que se actualizará periódicamente.

Además de la limitación temporal de este trabajo, existen otras relacionadas con el tipo de activo objeto de estudio. Este trabajo se ciñe al análisis de la negociación de los inversores minoristas en acciones cotizadas españolas y no considera otros activos como las acciones extranjeras, los fondos de inversión, la deuda o, incluso, los criptoactivos, que quedan fuera de su ámbito de estudio. La inclusión de estos activos, que no es posible en algunos casos por falta de información, permitiría tener una visión más completa del comportamiento inversor de los minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19.

Referencias

FSMA (2020). *The purchase and sale of BEL20 shares by individual investors during the coronavirus crisis.*

AMF, Markets Directorate (2020). *Retail investor behaviour during the COVID-19 crisis.*

BME, Research & Analysis (2021). *Informe Anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas.*

Banco de España. Cuentas financieras de la economía española.

Banco Central Europeo. Statistical Data Warehouse. Cuentas financieras de la zona euro.

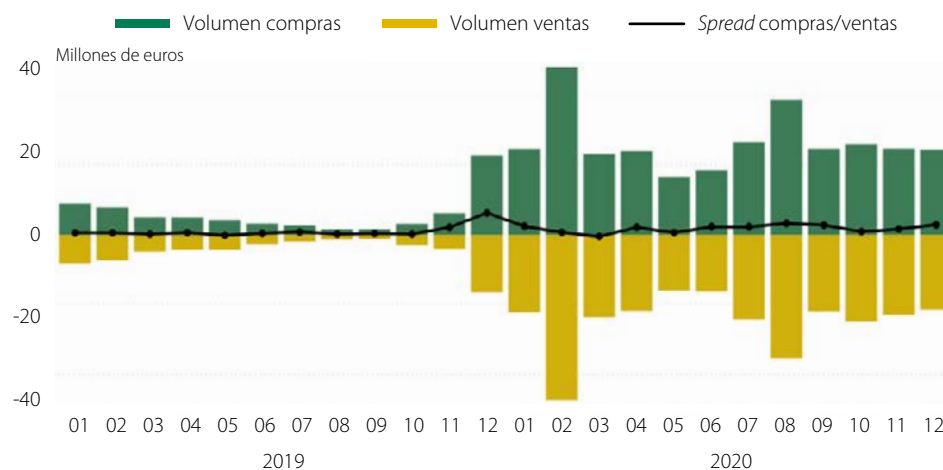
Apéndice

Como complemento al análisis principal acerca de la evolución de la negociación de los inversores minoristas sobre los valores del Ibex 35, se describe en este apéndice la evolución de la operativa de los minoristas sobre los valores del Ibex Growth Market 15 durante la crisis. Este índice se compone de los valores de las 15 compañías con mayor volumen de contratación en el segmento BME Growth, que junto con otros 2 segmentos de BME conforman un sistema multilateral de negociación (BME MTF Equity) en el que cotizan las empresas del antiguo Mercado Alternativo Bursátil desde septiembre de 2020.

Como se observa en el gráfico A.1, el volumen de compras y ventas mensual de los inversores minoristas fue mucho mayor en 2020 que en 2019 (298 millones frente a 60 millones de euros), algo que ya se observó en el análisis del Ibex 35. Sin embargo, en el caso del Ibex Growth Market 15 se detecta un incremento notable de la negociación de los inversores minoristas desde diciembre de 2019, antes de la fase que se ha denominado *primera ola*. Este hecho puede estar relacionado con la propia naturaleza de este índice, formado por menos compañías, de naturaleza más ilíquida y con un nivel de concentración superior. Estas características hacen que en momentos de incorporación de nuevas compañías con buenas expectativas o, en general, en periodos de mayor volatilidad en los mercados, la negociación aumente de forma sustancial y tienda a concentrarse en pocos valores. Por ejemplo, el primer incremento notable de la contratación de los valores de este índice, que se produjo en diciembre de 2019, tuvo su origen, sobre todo, en la incorporación al mercado de Holaluz, que suscitó un gran interés por parte de los inversores, y por la fuerte revalorización de Greenalia. En 2020, ya en el contexto de la crisis, los dos meses con mayores volúmenes tanto de compras como de ventas fueron febrero y agosto: en febrero la negociación se concentró en dos valores (FacePhi Biometría y Asturiana de Laminados) y en agosto lo hizo en un valor (Lleidanetworks Services). El resto del año 2020 fue relativamente estable, con un volumen de compras cercano a los 23 millones de euros y a los 21,5 millones de euros para las ventas, unos niveles muy superiores a los observados en 2019.

Evolución del volumen de negociación de compras y ventas mensuales

GRÁFICO A.1



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Los máximos mensuales de febrero se alcanzaron con cifras de compras y ventas cercanas a 48 millones de euros en ambos casos, mientras que los de agosto, menos intensos, fueron de casi 39 millones de euros para las compras y de 35 millones para las ventas. Únicamente en 2 de los 24 meses que componen la muestra el diferencial entre compras y ventas fue a favor de las ventas. Uno de estos meses fue marzo de 2020, durante la primera ola del virus, por lo que, al contrario de lo que se observó con la negociación con valores del Ibex 35, donde primaba una actitud compradora por parte de los inversores, en este caso se inclinaron más hacia las ventas: los inversores minoristas vendieron casi 515.000 euros más de lo que compraron en valores del Ibex Growth Market 15.

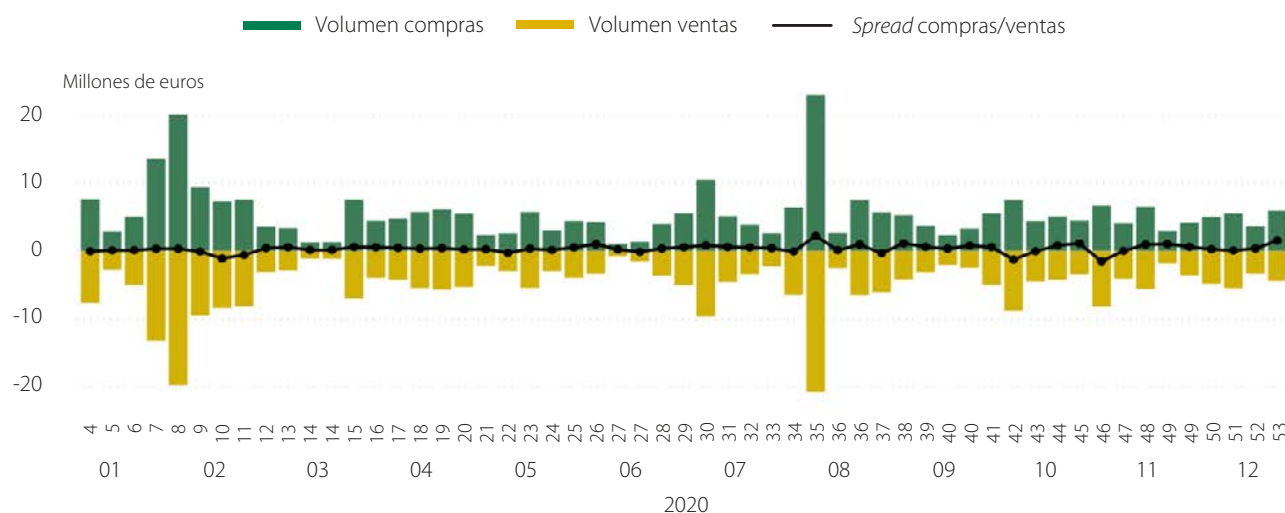
El análisis semanal de la información de 2020 revela que, sobre todo en las últimas semanas de febrero y en las primeras de marzo, coincidiendo con la primera ola del virus, la operativa de los inversores minoristas con los valores de este índice fue elevada, tal y como se ha comentado anteriormente (véase gráfico A.2). Las semanas 7 y 8 fueron las que registraron los volúmenes de compra y venta más altos, aproximadamente de 13 millones y de 20 millones de euros respectivamente, frente a los 5 millones de euros que se observan a principios de febrero. Cabe mencionar que en la semana 8 este índice bursátil comienza a experimentar caídas diarias, que se prolongan hasta la semana 11 de 2020, del 12 al 19 de marzo, en la que se registra la mayor caída (de un 27,3 % semanal y de un 15,3 % el día 12 de marzo). No obstante, al contrario de lo que sucede con el Ibex 35, esa semana no se observó un mayor volumen de negociación por parte de los inversores minoristas, que se situó cerca de los 8 millones de euros para las compras y las ventas, cifras similares a las de las 2 semanas anteriores. Por tanto, se puede deducir que, si bien el comportamiento de los inversores minoristas que operaban con valores del Ibex 35 fue el de aumentar la operativa de forma masiva durante la primera ola, aprovechando las caídas del índice, en el caso del Ibex Growth Market 15 no se produce una tendencia similar, sino que se observa un incremento de la negociación, anterior al comienzo de los retrocesos del Ibex Growth Market 15, que se mantiene menos semanas.

Durante la desescalada, se registran volúmenes de negociación relativamente estables a excepción la semana 35, del 27 de agosto al 3 de septiembre, cuando se alcanza

el máximo semanal tanto del volumen de compras como de ventas (23 y 21 millones de euros, respectivamente), en un momento de avances en el índice. Posteriormente, en la segunda ola, se registran volúmenes de negociación con poca variación entre semanas.

Evolución del volumen de negociación de compras

GRÁFICO A.2



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

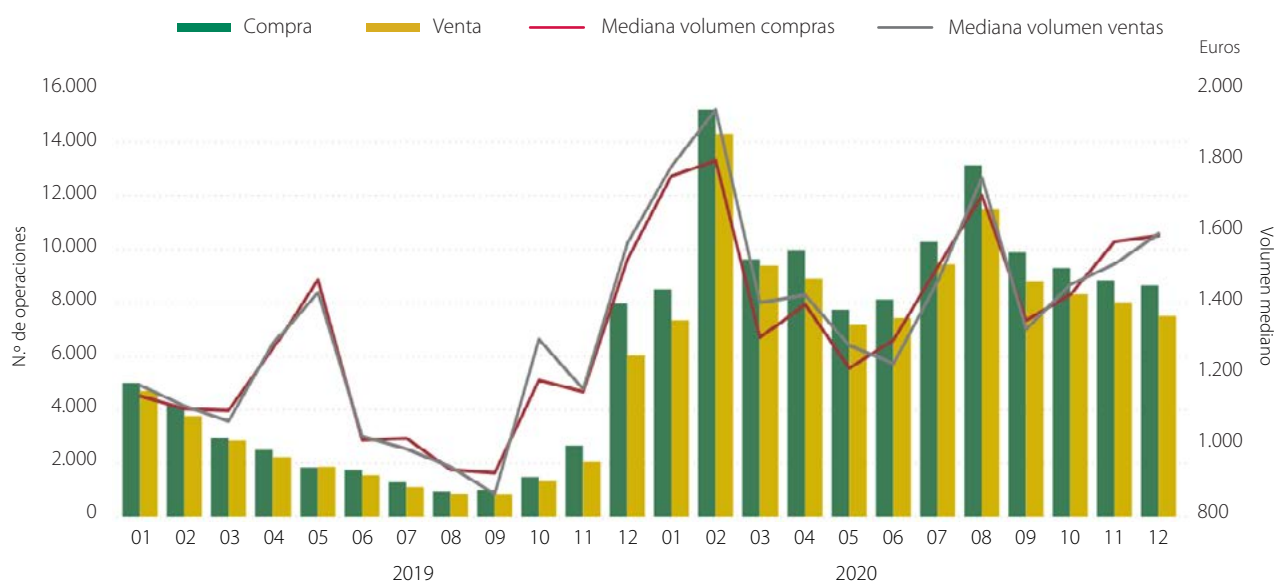
La evolución seguida por el número de operaciones que llevaron a cabo los inversores minoristas fue muy similar a la del volumen de negociación de las compras y ventas (véase gráfico A.3). En diciembre de 2019 aumentó significativamente el número de operaciones realizadas por los inversores minoristas, que pasó de 2.660 operaciones de compra y 2.046 de venta en noviembre a 7.979 y 6.042, respectivamente. En febrero de 2020, estas casi se duplicaron hasta 15.204 operaciones de compra y 14.308 operaciones de venta, de forma similar a la evolución de los volúmenes de negociación comentados. Durante el resto del periodo de la primera ola, el número de operaciones se redujo con respecto a febrero, aunque siguió siendo elevado y se mantuvo estable (alrededor de las 9.500 operaciones de cada tipo). Posteriormente, durante la desescalada, disminuyeron ligeramente aunque se incrementaron en julio y volvieron a alcanzar un máximo en agosto (inferior al de febrero, de 13.132 y 11.510 operaciones de compra y venta, respectivamente). Hasta final de año, y coincidiendo con el periodo de la segunda ola, las operaciones se redujeron ligeramente cada mes hasta las 8.640 y 7.501 operaciones de compra y venta.

Con respecto al volumen mediano por operación, se observa que los meses en los que se llevan a cabo más operaciones son aquellos en los que este es más alto. Por ejemplo, en febrero de 2020 este volumen mediano rondaba 1.800 euros por operación de compra y 1.940 euros por la de venta; y en agosto, estas cifras eran de 1.700 y 1.750 euros, respectivamente. Al igual que ocurrió con el comportamiento de los inversores minoristas sobre los valores del Ibex 35, en este caso también se observó una disminución del volumen mediano por operación durante la primera ola (de mediados de febrero a mayo), aunque posteriormente las tendencias son dispares. En este caso, el volumen mediano por operación, como se observa en el gráfico A.3, se incrementó

significativamente durante los meses de desescalada (desde aproximadamente 1.250 euros por cada tipo de operación en mayo hasta 1.750 euros en agosto) y cayó en septiembre, hasta alrededor de 1.350 euros por operación. Con posterioridad, este volumen mediano aumentó de nuevo durante la segunda ola hasta los 1.600 euros por operación. Por tanto, del análisis de este índice se podría deducir que el aumento de los volúmenes de negociación se explica tanto por el repunte en el número de operaciones llevadas a cabo como por el incremento del volumen mediano por operación.

Número de operaciones mensuales de compra y venta y volumen mediano por operación

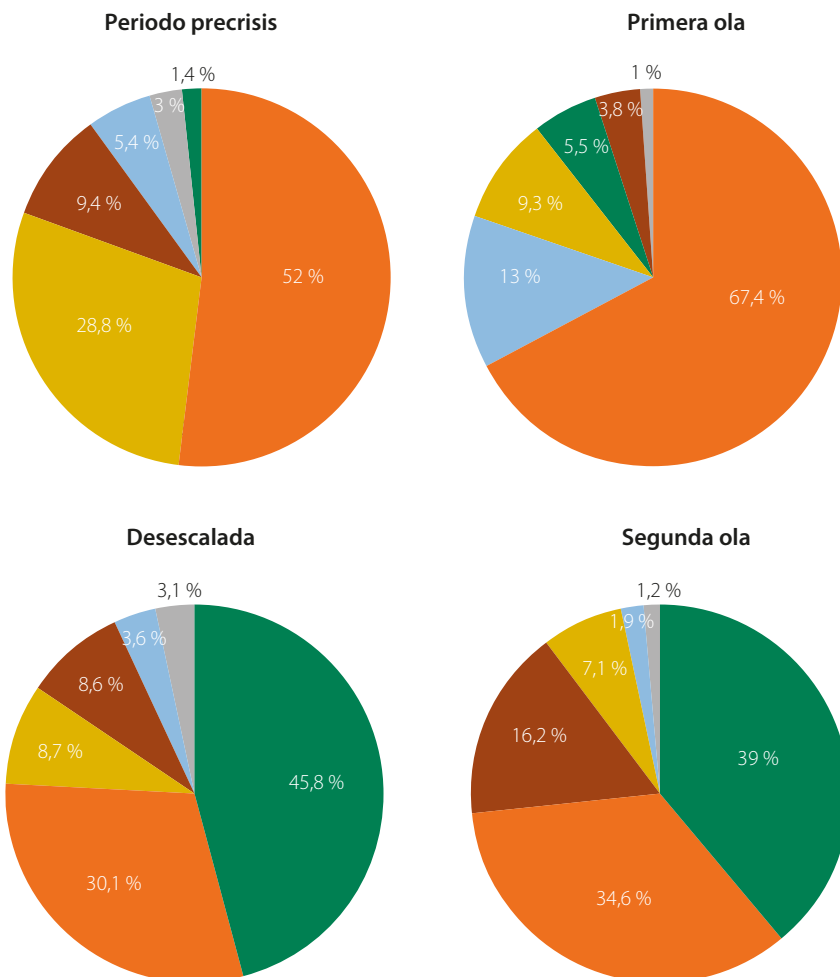
GRÁFICO A.3



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

El análisis sectorial refleja que la mayor parte de la negociación de los inversores minoristas con valores del Ibex Growth Market 15 entre 2019 y 2020 se realizó en el sector tecnológico y en el de las comunicaciones. A medida que avanzó la crisis, el primero de ellos perdió importancia en favor del otro, tal y como se muestra en los paneles del gráfico A.4. Así, en el periodo precrisis, un 52 % del volumen total de la negociación minorista se llevaba a cabo en el sector tecnológico, mientras que tan solo un 1,4 % se realizaba en el sector de las comunicaciones. En la primera ola, ambos porcentajes aumentaron considerablemente, hasta el 67,4 % y el 5,5 % respectivamente. Ahora bien, en la desescalada mientras que el porcentaje de inversión en el sector de las comunicaciones se incrementó de forma muy intensa, hasta el 45,8 %, pasando a ser el sector en el que más operaban las personas físicas, dicho porcentaje en el sector tecnológico disminuyó hasta el 30,1 %. Por último, en la segunda ola, la proporción negociada en ambos sectores disminuyó, hasta el 39 % y el 34,6 % respectivamente, si bien siguieron siendo los dos sectores mayoritarios. Finalmente, es destacable la evolución de la negociación en el sector sanitario, que, aunque cayó del 9,4 % al 3,8 % entre el periodo precrisis y la primera ola, posteriormente avanzó hasta el 16,2 % durante la segunda ola. La evolución de la negociación en el sector de la energía también ha de mencionarse, aunque tuvo un comportamiento opuesto, ya que en este se redujo el porcentaje de negociación por parte de los inversores minoristas en cada periodo, al pasar del 28,8 % en el periodo precrisis al 9,3 % en la primera ola y al 7,1 % en la segunda ola.

■ Energía
 ■ Comunicaciones
 ■ Materiales
 ■ Industriales
 ■ Sanidad
 ■ Tecnología

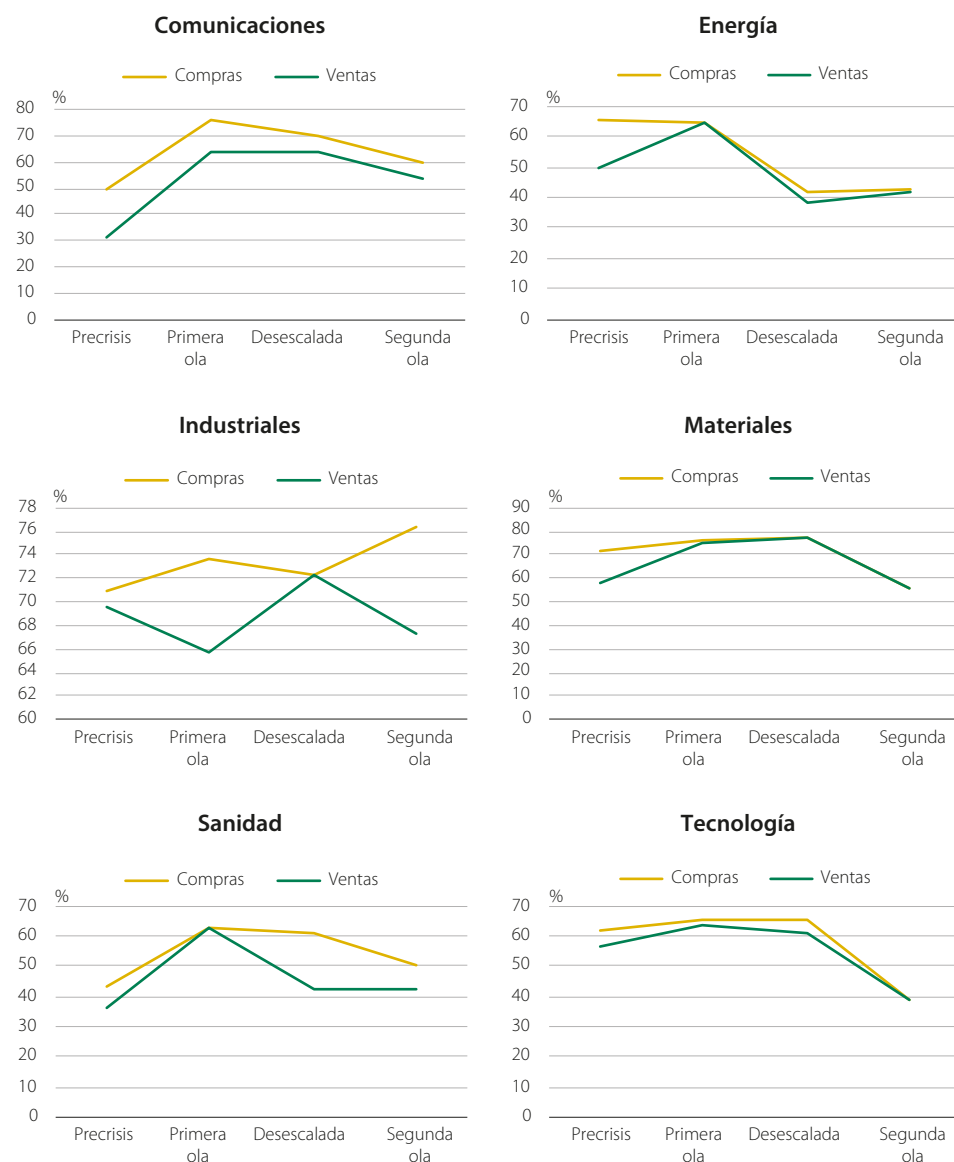


Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

En relación con la relevancia de la negociación de los inversores minoristas respecto del total de la negociación sobre los valores del Ibx Growth Market 15 (considerando las acciones negociadas en el mercado regulado) cabe destacar una diferencia importante en cuanto a la tendencia observada para el caso del Ibx 35. El análisis sobre el Ibx Growth Market 15 revela que la participación de los minoristas es significativamente más alta y mayoritaria con respecto al total de la negociación, pues supone casi un 57 % de la operativa total en el periodo de 2019 y 2020 (5,5 % en el caso del Ibx 35). Esta elevada presencia de minoristas y, en contraposición, la reducida participación de inversores institucionales podría explicarse por la menor liquidez de los valores de este índice, que los hace menos atractivos, o por el hecho de no ser elegibles para determinadas instituciones como los fondos de inversión o de pensiones como consecuencia de su política de inversión o del marco regulatorio existente.

Presencia de los inversores minoristas por sectores respecto del total de la negociación

GRÁFICO A.5



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

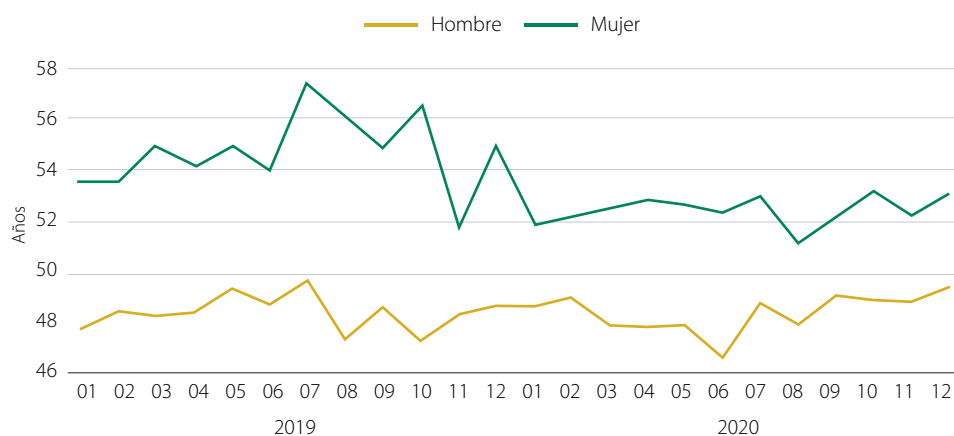
Como se observa en los paneles del gráfico A.5, la presencia de los minoristas aumentó durante la primera ola del virus en todos los sectores. En las operaciones de compra, su participación fue de más del 62 % en todos ellos, llegando a cifras cercanas al 75 % en el de las comunicaciones, el de materiales y el industrial (previamente la participación era del 49,9 %, el 71,3 % y el 70,9 %, respectivamente). Destaca, sobre todo, el incremento en el sector sanitario, que pasó del 43,5 % al 62,4 %. En las operaciones de venta, la participación de los minoristas en el periodo precrisis era más reducida (alrededor del 52 %). Sin embargo, se incrementó de forma muy significativa en todos los sectores durante la primera ola (hasta aproximadamente el 65 %). Posteriormente, en la desescalada y la segunda ola, la presencia de los minoristas con respecto al total fue disminuyendo paulatinamente y, de hecho, en el último periodo del año esta fue inferior a la registrada en el periodo precrisis (del 48,4 % en las operaciones de compra y del 44,9 % en las de venta, frente al 60,7 % y el 51,8 %, respectivamente).

La información relativa a las principales características demográficas de los inversores minoristas que operan con valores de este índice revela que una proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex Growth Market 15 entre 2019 y 2020 fue llevado a cabo por hombres, en torno al 85 %, una proporción más alta que la que se mostraba en el análisis del Ibex 35. En marzo de 2020, en plena primera ola del virus esta proporción aumentó hasta el 87 %, aunque posteriormente se redujo y se mantuvo en torno al 85 % en el resto de los periodos. No obstante, este 87 % de presencia de hombres en marzo de 2020 no fue la proporción más alta observada, ya que en distintos meses de 2019 se registraron porcentajes de hasta el 89 %. Por tanto, aunque la proporción de hombres operando con estos valores se incrementó a raíz de la crisis del COVID-19 con respecto al promedio de 2020, no alcanzó los valores máximos de 2019.

El gráfico A.6, que muestra la edad media de los inversores por género, revela —al igual que ocurría con los valores del Ibex 35— que la edad media de las mujeres es superior a la de los hombres a lo largo de todo el periodo (en promedio la diferencia es de 5 años). La edad media de los hombres es de 48 años tanto en 2019 como en 2020, mientras que la de las mujeres es de 55 en 2019 y 52 años en 2020. En los primeros meses de la crisis del COVID-19 (durante la primera ola), la edad media de las mujeres se mantuvo relativamente estable en torno a los 53 años, mientras que la de los hombres disminuyó de febrero a marzo (de 49 a 48 años) y posteriormente se mantuvo. A partir de entonces ambos mostraron tendencias similares, con un aumento de la edad media en los últimos meses de 2020. Por tanto, con los valores de este índice no se observa una disminución tan pronunciada en la edad media de los inversores minoristas como en el caso del Ibex 35.

Promedio de edad de los inversores minoristas

GRÁFICO A.6



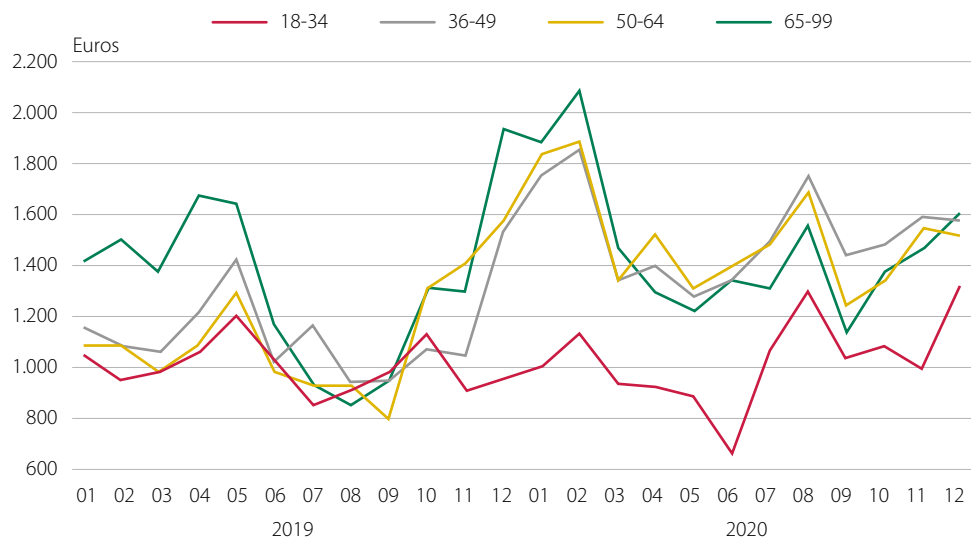
Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

En relación con el volumen mediano de las operaciones de los inversores minoristas por grupos de edad, el gráfico A.7 muestra que todos los tramos excepto el de 18 a 34 años siguen evoluciones similares, con aumentos importantes entre septiembre de 2019 y principios de 2020, caídas hasta marzo y posteriormente una tendencia algo más irregular. El volumen mediano por operación más alto se alcanzó en febrero de 2020 (2.100 euros para los mayores de 64 años y en torno a 1.900 euros para los de 36 a 64 años), ya que, aunque durante el resto del año se observan avances y retrocesos,

no se alcanzaron estas cifras en ninguno de los grupos de edad. Además, no siempre los mayores volúmenes de negociación por operación se producen entre los inversores de más edad, aunque se presuponga que ellos tienen mayor patrimonio y experiencia. En el periodo precrisis esto sí fue así, pero a partir de marzo de 2020 los grupos de edad de 50 a 64 años y de 36 a 49 operaron con mayores volúmenes medianos por operación que los inversores mayores de 64 años. De hecho, a partir de julio de 2020, los inversores de 36 a 49 años negociaron volúmenes medianos por operación más elevados. Finalmente cabe señalar que el volumen mediano de las operaciones es significativamente inferior al de la negociación con valores del Ibex 35 en cada grupo de edad.

Volumen mediano de las operaciones de los inversores minoristas por grupos de edad

GRÁFICO A.7



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Por último, el gráfico A.8 pone en relación la cantidad de nuevos inversores diarios con la cotización del Ibex Growth Market 15. Se observa que a partir de diciembre de 2019 la cantidad de nuevos inversores fue mucho mayor que la de los meses previos del año (de media, el número de nuevos inversores diarios en 2019 es de 65 y en diciembre asciende a 288 nuevos inversores). A mediados de febrero se observó un repunte de nuevos inversores, coincidiendo con el comienzo de la primera ola del virus: de hecho, el 18 de febrero se alcanzó un primer máximo con 941 nuevos inversores. Hasta esa semana el índice bursátil registra revalorizaciones y, posteriormente, cuando este comienza a caer también lo hace la cantidad de nuevos inversores que acceden al mercado (a partir de la semana 9 del año, 24 de febrero), con lo que, de nuevo, se observa una tendencia diferente en relación con el análisis del Ibex 35.

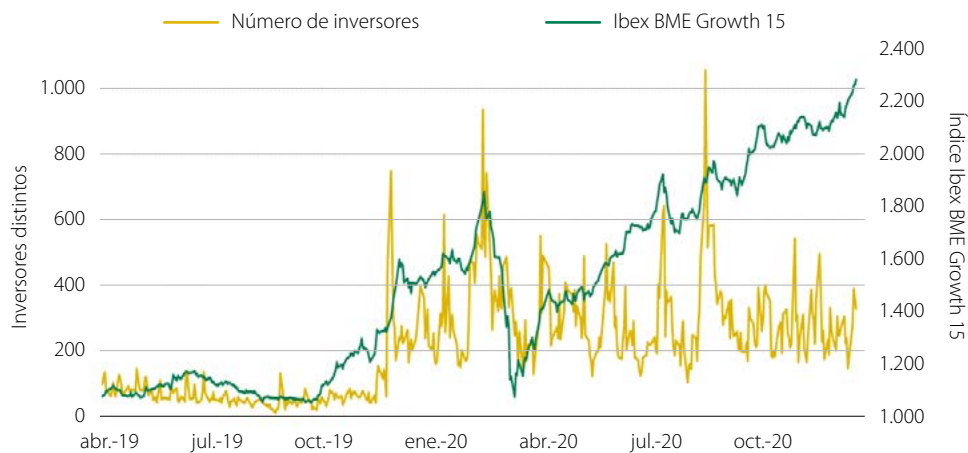
A finales de agosto, durante la desescalada volvió a registrarse un nuevo máximo de todo el periodo en el número de nuevos inversores diarios (de 1061 el 25 de agosto). Posteriormente, en la segunda ola el número de nuevos inversores diarios se redujo, situándose el número de personas que acceden al mercado por primera vez en 275 en promedio.

En general, y tal como ocurre con lo estudiado para los inversores minoristas que operaban con valores del Ibex 35, para aquellos que operan con el Ibex Growth

Market 15 también se observan ciertas diferencias entre estos nuevos inversores que acceden al mercado con respecto a la muestra completa. Además, estas diferencias son similares entre ambos índices.

Número de nuevos inversores en relación al Ibex Growth Market 15

GRÁFICO A.8



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

En primer lugar, la proporción de hombres que negocian con estos valores es menor que la de la muestra completa: de un 75 % en 2020, frente al 85 % en la muestra completa. Como en el caso del Ibex 35, la proporción de hombres que operó con los valores de este índice aumentó durante los primeros meses de la crisis. Esta proporción pasó desde el 72 % en febrero de 2020 hasta el 79 % y el 80 % en marzo y abril. Además, se observaron mayores variaciones en el género de los nuevos inversores respecto al total de la muestra. Por ejemplo, durante los meses de desescalada, la proporción de hombres se mantuvo relativamente estable cerca del 72 %, mientras que en la segunda ola cayó hasta el 55 % y después volvió a aumentar hasta el 81 %.

Por otra parte, también se observa una reducción en la edad media de los nuevos inversores con respecto a la muestra total durante la primera ola de la crisis para, posteriormente, en la desescalada y la segunda ola, experimentar ligeras variaciones que, en general, siguieron una tendencia creciente. En la etapa precrisis, la edad media de los nuevos inversores fue de 48 años para los hombres y 54 años para las mujeres. En la primera ola, estas edades se redujeron de forma intensa hasta los 44 y 50 años, respectivamente, y después volvieron a aumentar hasta los 46 y 49 años en promedio durante la segunda ola.

En conclusión, se observan tanto similitudes como diferencias entre la evolución de la operativa de los inversores minoristas con valores del Ibex 35 y del Ibex Growth Market 15 durante el periodo estudiado. En ambos casos, la negociación de los inversores minoristas se incrementó a raíz de la crisis del COVID-19, si bien para el último índice este avance se observa desde unas semanas antes. Las particularidades de este índice en relación con el Ibex 35 comentadas al inicio del anexo y su comportamiento diferencial respecto a la evolución de su cotización (el Ibex Growth Market 15 se recuperó de las caídas que experimentó en marzo de 2020 y se revalorizó en el año un 54,1 % en comparación con 2019) pueden explicar, al menos, parte de esta evolución.

