

## El índice IBEX 35: Los orígenes y el contexto de la industria

*Enrique Castellanos, FRM, MFIA. Director, Instituto BME.*

Estos días en los que celebramos el 30 cumpleaños de nuestro IBEX 35, pueden ser un buen momento para recordar su nacimiento y el contexto en el que surge.

En primer lugar, para poner en perspectiva, debemos hablar de los diferentes índices existentes en el mundo, por qué y cómo surgieron. Hoy en día podemos hablar de 3 generaciones de índices:

- Índices de 1ª Generación: son meramente informativos, es decir, son un resumen estadístico de la variación de un conjunto de acciones representativas de un mercado.
- Índices de 2ª Generación: índices que son subyacente de productos derivados. La principal característica de estos índices es que son replicables. Se pueden arbitrar.
- Índices de 3ª Generación: son índices sobre los que se pueden emitir productos referenciados denominados Exchange Traded Products (ETP) que suelen abarcar desde Certificados (ETC/ETV/ETN) hasta ETF.

Los índices de primera generación surgieron a finales del siglo XIX, concretamente en julio de 1884 y mayo de 1896 con los índices Dow Jones (transportes e industrial respectivamente). Si bien son unos índices muy representativos, siempre se le ha criticado la forma en que se calculan, ya que son índices de precios no ponderados por capitalización.

Uno de los primeros índices del mundo fue precisamente el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) que nació a finales de 1940. La bolsa de Madrid que es la 9ª Bolsa más antigua del mundo (1831), también fue pionera en esto de los índices. Posteriormente surgieron índices que hoy en día se siguen considerando de referencia:

- S&P500 nació en 1957 aunque la empresa S&P ya tenía un índice desde 1923 compuesto por 233 empresas.
- El Nikkei 225 se publicó por primera vez en 1949.

La segunda generación de índices surge en los años 80 después de que la creación y expansión de los mercados de derivados financieros a finales de los 70 (USA) primeros de los 80 (Europa). Así el FTSE se creó en 1984, Nasdaq en 1985, CAC-40 y DAX en 1987.

Aunque en aquel momento la Bolsa española ya contaba con un índice de referencia, el IGBM, éste era un índice que no podía ser subyacente de productos derivados, por eso surge el índice IBEX 35. Comenzó a difundirse el 14 de enero de 1992, pero era un índice que ya existía, se realizó un cálculo retrospectivo durante dos años, estableciéndose como fecha base del índice el 29 de diciembre de 1989 y valor base de 3000 puntos.

Enero 2022

Para comprenderlo es necesario que nos situemos en contexto, con la ley del Mercado de Valores (LMV) recién aprobada en el año 1988 a través de la cual se permitió la creación de mercados de derivados. En ese momento era especialmente importante la puesta en marcha de un futuro sobre índice que permitiera tomar una exposición amplia sobre el mercado español. No obstante, para que este producto sea viable es absolutamente necesario que se puedan comprar y vender (que se puedan prestar) todas y cada una de las acciones que componen el índice (se dice que un índice es replicable o invertible cuando cumple este requisito, pero no todos los índices lo son).

El IGBM no cumplía con los requisitos para ser activo subyacente de un contrato de futuro por varias razones:

- De los 75 valores que lo componían muchos, pero no todos, cotizaban en el mercado continuo. En cualquier caso, el número de valores era excesivo, careciendo muchos de ellos de la liquidez y frecuencia de contratación adecuadas para la formación eficiente de los precios.
- El índice se difundía al cierre de la sesión de negociación, con algún avance a lo largo del día.

En el año 1990 tanto los dos mercados de productos derivados existentes en el momento (en Barcelona y Madrid) como Sociedad de Bolsas detectaron la necesidad de crear un índice a imagen y semejanza de lo que había en otros mercados, como el DAX (30 valores) o el CAC-40 que habían comenzado a cotizar con fecha valor un par de años antes (31 de diciembre de 1987).

Se pretendía crear un índice compuesto por un número de valores reducido (30 ó 40) que representara ponderada y sectorialmente a la bolsa española y que permitiera relaciones de arbitraje, es decir, que fuera replicable. Así, los mercados de derivados pusieron en marcha el MEFF30 en Barcelona y el FIEX-35 en Madrid (posteriormente IBEX 35<sup>®</sup>) mientras que Sociedad de Bolsas también inició los estudios para la elaboración de un índice al que incluso se le llegó a denominar CATS-28.

Ante esta situación y para evitar la existencia de varios índices con una misma finalidad, se llegó a un acuerdo por el que Sociedad de Bolsas adquirió los otros dos índices (por 30 millones de pesetas, 180.000€) de manera que sólo tuviera continuidad el índice IBEX 35<sup>®</sup>. Desde entonces Sociedad de Bolsas gestiona el índice, cediéndolo al mercado de derivados para que sea activo subyacente de futuros y opciones<sup>1</sup>. Por otro lado, desde el año 2006 se negocian en la Bolsa española fondos cotizados o ETFs, siendo el IBEX 35<sup>®</sup> el activo de referencia en algunos de ellos.

---

<sup>1</sup>Para conocer mejor la historia del mercado de derivados español se recomienda el libro “La creación del Mercado de Derivados Financieros” de Josep Manuel Basañez y Domingo Sarsa de la colección Estudios & Investigación editado por Bolsas y Mercados Españoles.

Cuadro 1: Resumen de las principales características de diferentes índices de referencia.

Índice	Tipo	Propietario/Calculado por	Ponderación	Cap. Flotante	Tot. Retur n	Precio base
IBEX 35 <sup>®</sup>	Doméstico (España)	Sociedad de Bolsas (BME)	Capitalización	Sí, por tramos.	No	3000 dic 1989
DJIA	Doméstico (EEUU)	S&P Dow Jones Indexes (Joint Venture CME Group y S&P Global)	Precios	No	No	Mayo de 1896
S&P 500	Doméstico (EEUU)	S&P Dow Jones Indexes (Joint Venture CME Group y S&P Global)	Capitalización	Sí, desde 2005	No	marzo de 1957
Nasdaq-100	Doméstico (EEUU)	Nasdaq OMX	Hybrid Capitalización	Sí	No	125 Enero 1985
CAC-40	Doméstico (Francia)	Euronext	Capitalización	Sí, desde 2003	No	1000 dic 1987
DAX-30	Doméstico (Alemania)	Qontigo (Deutsche Börse)	Capitalización	Sí	Sí	1000 dic 1987
FTSE	Doméstico (Reino Unido)	FTSE - Russell	Capitalización	Sí	No	1000 Ene 1984
Russell 3000	Doméstico (EEUU)	FTSE - Russell	Capitalización	Sí	No	100. Dic 1978
MSCI Wolrd	Mundial	MSCI	Capitalización	Sí	No	100 dic 1969
Euro Stoxx 50	Europeo	Qontigo (Deutsche Börse)	Capitalización	Sí	No	1000 Dic 1991

Nikkei 225	Doméstico (Japón)	Nihon Keizai Shimbun (Nikkei) newspaper	Precios	No	No	100 1949
---------------	----------------------	---	---------	----	----	----------

*Fuente: Elaboración Propia*

Alguno de estos índices, fueron de primera generación y modificados posteriormente para poder ser utilizados como subyacente de productos derivados y ETF como: DJIA, S&P500, Nikkei, etc... Otros se crearon específicos para ser de segunda generación como DAX, CAC-40, FTSE o el mismo IBEX 35. Posteriormente, la industria de índices ha crecido exponencialmente con la irrupción de los ETP. Existen diferentes clasificaciones, las más importantes serían:

- **Por tamaño de empresas:** Existen índices Mid Cap, Small Cap, etc. En función de tamaño de la capitalización de las compañías.
- **Sectoriales:** Se agrupan las compañías por el sector en el que desarrollan su actividad: Bancos, Utilities, Construcción, etc.
- **Temáticos:** Aquí las posibilidades son enormes: Agua, Impresión 3D, Inteligencia Artificial, equipos de Fútbol, Gaming & e-Sports, cristianos, Fintech, Blockchain, Infraestructuras... etc.
- **Regionales:** Europeos, europeos pero solo zona euro, Europa sin Inglaterra, América del norte, Europa del Este, Asia-Pacífico, Asia Pacífico sin Japón, etc... Aquí cualquier combinación de zona geográfica tiene cabida.
- **Domésticos:** Son los primeros que surgieron y que ya hemos comentado: CAC-40, DAX, IBEX 35, PSI-20, FTSE, etc. Se suelen referir a ellos como los Flagship o Benchmark, así de forma genérica, ya que suelen ser los índices de referencia más habituales.
- **ESG:** En esta categoría entran no sólo índices de empresas que cumplan con criterios de sostenibilidad ambiental, social y de Gobierno corporativo (o criterios de exclusión), si no también estrategias relacionadas como: Low-Carbon, transición climática, Paris-Aligned, etc. Esta es una categoría que ha crecido mucho en los últimos años.
- **Factoriales y Smart Beta:** Reflejando los factores que más se suelen utilizar: Calidad (PER/ROE/etc.), Tipo de inversión (Growth/Value), Momentum, Baja volatilidad, altos dividendos, etc. Normalmente la ponderación de cada compañía dentro del índice se suele hacer atendiendo a la capitalización bursátil. En este caso se suele ponderar utilizando otros criterios, por ejemplo, las que menos volatilidad tengan, por la rentabilidad por dividendo, por ROE, etc. También se viene utilizando mucho los equally weighted (igualmente ponderados) donde todos los componentes tienen el mismo peso dentro del índice.

Enero 2022

- **Renta Fija:** De bonos gubernamentales, corporativos, por calidad crediticia, de spread de crédito, etc.
- **Apalancados e Inversos:** son índices que multiplican el rendimiento de los índices por 2, 3, 5 o incluso 10 veces. También existen los índices que obtienen el rendimiento inverso. Estos inversos también tienen versiones apalancadas, es decir, inversos por 2,3, 5 o 10.
- **Risk Based:** Son índices que asumen un determinado nivel de volatilidad objetivo. El índice invierte una parte en renta fija y otra parte en renta variable. Según vaya aumentando la volatilidad de la parte de renta variable, va reduciendo su peso e invirtiendo más en renta fija para mantener la volatilidad dentro del objetivo. Y, al contrario, según vaya bajando la volatilidad del mercado, va aumentando la exposición a renta variable.
- **Estrategias de Derivados (options Based):** Son estrategias de opciones en formato índice, es decir, pretenden seguir el comportamiento de una cartera que estuviese constantemente cubriendo con Put (Protective Put), vendiendo Call junto con el índice comprado para arañar algo de rentabilidad extra (Buywrite), alguien que se exponga al mercado con ventas de Put o incluso estrategias más complejas como Condor, Mariposas, etc. Estos son mis favoritos y las posibilidades son enormes. La característica fundamental es que tienen una volatilidad bastante más baja que la del activo subyacente.
- **Volatilidad:** índices de volatilidad hechos con opciones como el VIX, VSTOXX, VDAX o VIBEX. Aquí también hay de muchos tipos. Normalmente los hay de volatilidad implícita a 30 días que utilizan opciones de primer y segundo vencimiento (a veces tercero) y también a 3 meses, 6 meses o más. Como estos índices de volatilidad no se pueden replicar, pero existen futuros sobre volatilidad, se suelen hacer índices con estos futuros para que se puedan replicar por un ETP como, por ejemplo, el VIX Short Term Futures Index que se construye con futuros de primer y segundo vencimiento. Al contrario de lo que intuitivamente pueda parecer, este índice no se parece en nada al VIX. También hay índices Skew que se suelen utilizar más como indicador de la curva de volatilidad en las opciones ya que no son índices invertibles.
- **Puntos de Dividendos:** todos los índices que se derivan de las categorías anteriores tienen a su vez dos versiones: Price y Total Return. Es decir, teniendo en cuenta el pago de dividendos o no. Siempre que una acción paga dividendo, éste se resta de su precio, haciendo que el índice caiga. Los índices Total Return hacen una modificación en la fórmula de cálculo (se denomina ajuste) para que el índice no caiga, para que incorpore la rentabilidad por dividendo. Además, los Total Return se pueden dividir en Brutos (Gross) y netos (Net) en función de la retención fiscal. La diferencia entre el índice Price y el Total Return son los dividendos que se pagan en puntos de índice. Estos índices de puntos de

Enero 2022

dividendos son precisamente esa diferencia. Suelen empezar todos los años en 0 y van acumulando los puntos hasta final de año en los que se vuelven a reiniciar. Sobre estos índices se emiten derivados que se utilizan para cubrir el riesgo de cambio de los dividendos.

A su vez estas clasificaciones se pueden mezclar haciendo que las posibilidades sean casi ilimitadas (por ejemplo, temático regional). Se trata de crear tantos índices como estrategias de inversión pueda haber de manera que estas estrategias se pueden sistematizar. En los fondos de gestión activa se paga una comisión de gestión para que un gestor profesional tome decisiones de inversión, mientras que en los ETF o fondos indexados tratan de eliminar esta figura del gestor que toma decisiones y adoptan un índice que hay que replicar. De ahí que se abarata la comisión de gestión. Digo se abarata, pero no siempre es así, hay fondos de gestión activa con comisiones de gestión muy baratas y fondos indexados con comisiones que no pueden ser consideradas ni mucho menos bajas. La razón es que a los dueños de los índices hay que pagarles si quieres utilizar su índice para referenciarte o emitir algún producto. Ese es el negocio.

Los dueños de los índices tradicionalmente han sido:

- Empresas como Dow Jones, S&P, Russell, MSCI, STOXX, etc....
- La propias Bolsas: IBEX (BME), CAC-40 (EURONEXT), DAX (Deutsche Boerse), etc....

Esta industria de los índices ha crecido tanto en los últimos 20 años que ha habido grandes fusiones y adquisiciones (Dow Jones-S&P, FTSE-RUSSELL, Deutsche Boerse-STOXX). Actualmente BME (Grupo SIX) gestiona 82 índices distintos, no sólo de la familia del IBEX sino también de las diferentes bolsas y de estrategia sobre acciones concretas. La familia de los índices IBEX ha crecido mucho estos años tal como ha hecho la industria de índices. Pero si hay algo con lo que me quedo de estos 30 años del IBEX, es la potente marca que se ha conseguido que incluso se ha quedado ya en el lenguaje popular para referirse a las grandes empresas españolas, aunque a veces se utilice con cierto aire peyorativo, pero bueno eso es harina de otro costal.