

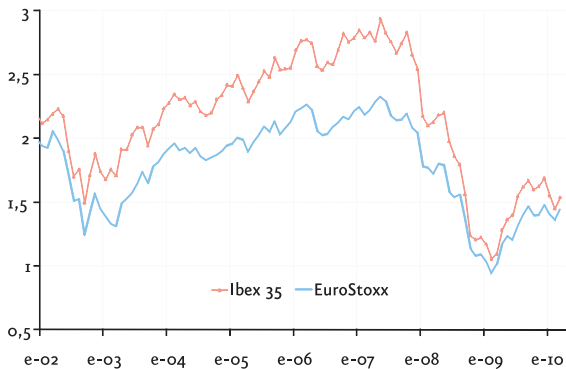
Entorno poco favorable para el Ibex-35

La crisis financiera ha desplazado el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas en detrimento de variables cuantitativas. Ahora importa menos la «cantidad» de exceso de ROE que tenga el Ibex-35 frente al EuroStoxx, ya que los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE. En este entorno, parece razonable esperar un peor comportamiento relativo del Ibex-35 en los próximos trimestres mientras (i) se ajustan los niveles de deuda, (ii) se recuperan los márgenes empresariales y (iii) se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas.

Daniel Suárez Montes



Ratio precio/valor contable: Ibex-35 vs EuroStoxx



Fuente: Afi, FactSet.

EL IBEX-35 SE QUEDA ATRÁS

Cuando apenas quedan dos semanas para cerrar el primer trimestre del ejercicio, el Ibex-35 es de los pocos índices, dentro de los mercados desarrollados, que acumulan pérdidas en 2010. A cierre del 15 de marzo, el selectivo español registra una caída del 8,2% en el ejercicio, unas pérdidas que contrastan con los avances superiores al 2% de los principales índices de Reino Unido, EEUU o Japón. En la comparativa «euro», el Ibex-35 también sale mal parado cuando lo comparamos con el 3% de caída que acumula el EuroStoxx 300 en 2010.

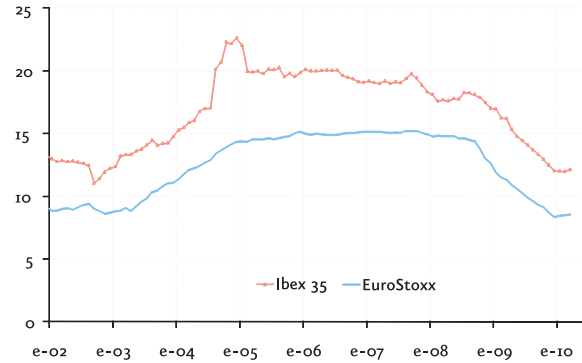
En el actual entorno económico-financiero, es probable una convergencia en los niveles de rentabilidad financiera de ambos índices: Ibex-35 frente a EuroStoxx

En media, el peor comportamiento relativo del Ibex-35 en lo que llevamos de 2010 frente al resto de índices señalados supera los nueve puntos porcentuales. Un peor comportamiento relativo que también observamos en los primeros meses de 2009, si bien entonces el grado de intensidad era sustancialmente menor (underperformance medio de dos puntos porcentuales), pero que contrasta con la ventana 2005-2008, cuando los arranques de año del Ibex-35 (tres primeros meses) batían, en media, al del resto de índices que comentamos. ¿Qué ha cambiado?

LOS INVERSORES ESTÁN CERRANDO EL GAP DE VALORACIÓN RELATIVA QUE DISFRUTABA EL IBEX-35

El ratio o múltiplo sobre fondos propio (precio/valor contable o P/VC) del Ibex-35 se sitúa actualmente en 1,53 veces, frente a las 1,44 del

Rentabilidad financiera (ROE): Ibex-35 vs EuroStoxx

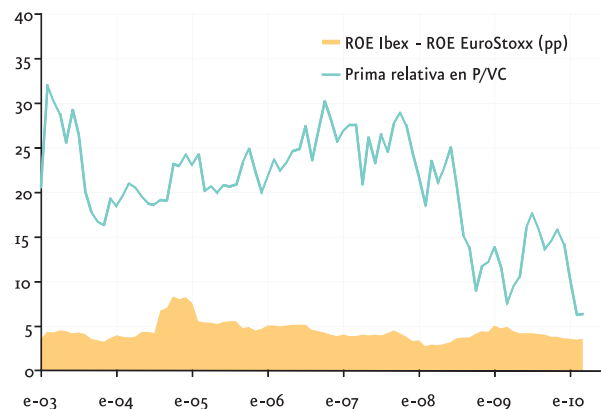


Fuente: Afi, FactSet.

EuroStoxx. Una prima en valoración del 6% a favor de Ibex-35, muy lejos del 25% de prima que llegó a superar en algunos meses de 2006 y 2007. ¿Por qué cotiza con prima, en términos de P/VC, el Ibex-35 y de qué depende el nivel de la prima? Rentabilidad financiera y sostenibilidad de la rentabilidad financiera, respectivamente.

La teoría financiera apunta que la relación entre el precio y el valor contable de las acciones (P/VC) será tanto mayor cuanto mayor sean las expectativas de rentabilidad y cuanto menor sea la rentabilidad exigida por los accionistas. En este sentido, son numerosos los estudios que confirman la relación positiva entre el nivel de rentabilidad financiera y la ratio P/VC. Una relación que se ha puesto de manifiesto en la valoración relativa del Ibex-35 frente al EuroStoxx (véase gráfico «Ratio precio/valor contable:

Precio/valor contable y ROE, Ibex-35 vs EuroStoxx*



*Diferencia, en puntos porcentuales, entre el ROE del Ibex-35 y el ROE del EuroStoxx y diferencia, en puntos porcentuales, entre el ratio P/VC del Ibex-35 y el del EuroStoxx.
Fuente: Afi, FactSet.

Ibex-35 vs EuroStoxx»): la prima en términos de P/VC con la que está cotizando el Ibex-35 desde el año 2002 cuenta con el «aval» de un mayor nivel de rentabilidad financiera (véase gráfico «Rentabilidad financiera: Ibex-35 vs EuroStoxx»).

Se espera un peor comportamiento relativo del Ibex-35 mientras se ajustan los niveles de deuda, se recuperan los márgenes empresariales y se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas

Con todo, en los últimos meses estamos observando una caída vertical de la prima en valoración relativa del Ibex-35 (del 16 al 6% en apenas cuatro meses, véase gráfico «Precio/valor contable y ROE, Ibex-35 vs EuroStoxx»). Un estrechamiento entre los niveles de P/VC de cada mercado que no está justificado por la evolución del ROE del Ibex-35: continúa siendo superior al del EuroStoxx (12,1 frente a 8,5%) y con un *gap* que supera los tres puntos porcentuales. En febrero de 2008, por ejemplo, el *gap* en ROE era de 2,7 pp a favor de Ibex-35 (17,6 frente a 14,8%) y, sin embargo, la prima relativa en P/VC a favor del Ibex era del 18,6% (2,1x frente a 1,8x). Aquí entra en juego la segunda respuesta: la sostenibilidad de la rentabilidad financiera.

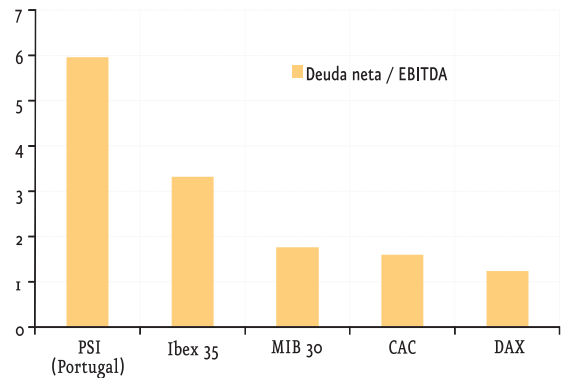
EL NIVEL DE ROE IMPORTA, PERO TAMBIÉN CÓMO SE ALCANZA ESE NIVEL

La crisis financiera ha desplazado el *focus* de los inversores hacia variables cualitativas, en detrimento de variables cuantitativas. Es decir, ahora importa menos la «cantidad» de exceso de ROE que tenga el Ibex-35 frente al EuroStoxx; los inversores están premiando la «calidad» de ese ROE. Y en este punto es donde está perdiendo la batalla el índice español.

Si analizamos la generación de ROE desde la perspectiva de la fórmula de Du Pont nos encontramos con tres variables claves: margen, apalancamiento y rotación. El protagonismo del apalancamiento en el ROE del Ibex-35, junto con el notable deterioro de los márgenes empresariales en los últimos trimestres, han dejado en una situación delicada a esa prima en valoración relativa (P/VC) que está disfrutando el Ibex-35.

En un entorno económico-financiero que continúa bajo las fuerzas del desapalancamiento y la «desinflación» (presión sobre márgenes), es altamente probable una convergencia en los niveles de rentabilidad financiera de ambos índices. Además, la intensidad con la que se están

Ratio de endeudamiento índices europeos* ex financieros



*PSI en Portugal, Ibex-35 en España, MIB 30 en Italia, CAC en Francia y DAX en Alemania.
Fuente: Afi, FactSet

Margen neto de explotación (EBIT/ventas, %)



Fuente: Afi, FactSet.

desencadenando esas fuerzas en el mercado doméstico está llevando a los inversores a anticipar (a través de una aproximación en el ratio P/VC de ambos mercados) ese escenario de convergencia en los niveles de ROE.

El protagonismo del apalancamiento en el ROE del Ibex-35, junto con el notable deterioro de los márgenes empresariales en los últimos trimestres, han dejado en una situación delicada la valoración relativa que disfrutaba el Ibex-35

Por lo tanto, parece razonable esperar un peor comportamiento relativo del Ibex-35 en los próximos trimestres mientras (i) se ajustan los niveles de deuda, (ii) se recuperan los márgenes empresariales y (iii) se estabiliza la rentabilidad exigida a las cotizadas españolas ::