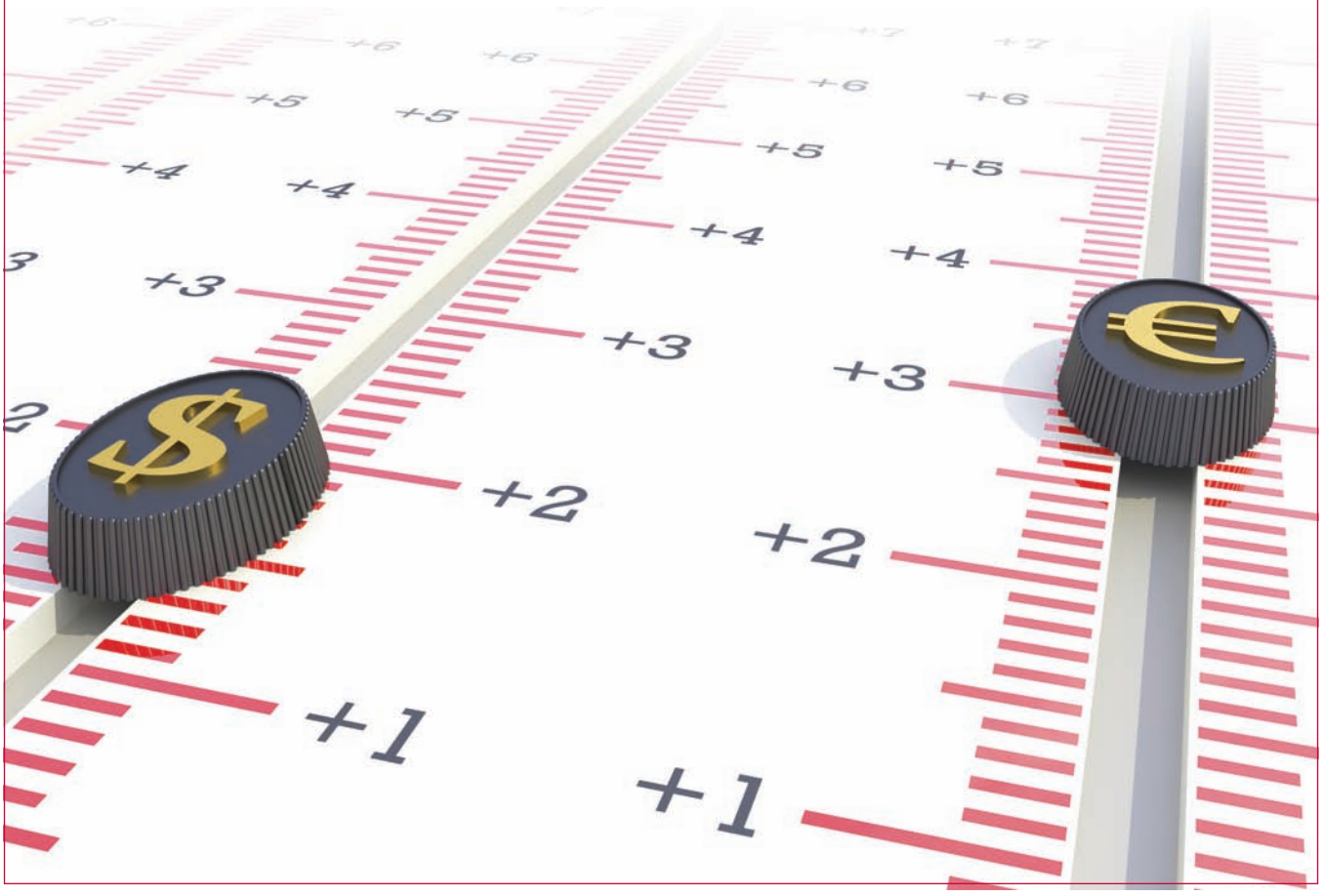
Ibex-35:
buscando un nivel de equilibrio

La pérdida abrupta del nivel de 12.000 puntos (una caída de 2.000 puntos en apenas dos semanas) sugiere un nivel de equilibrio del Ibex-35, dado el entorno económico-financiero actual, alejado de esos 12.000 puntos. ¿Son los 10.000 puntos actuales un potencial nivel de equilibrio para el índice?

Daniel Suárez Montes



El Ibex-35 acumula en 2010, a cierre del 12 de febrero, unas pérdidas que rondan el 14%, lo que, traducido a puntos, supone una pérdida superior a los 2.000 puntos desde los máximos relativos de las primeras semanas de enero, cuando el cotizaba por encima de los 12.000 enteros. En esta misma ventana temporal, las pérdidas también se extienden por el resto de índices bursátiles, si bien el grado de intensidad es sustancialemente inferior. Así, el retroceso que acumula el Dax alemán en 2010 apenas supera el 7% y, en el caso del Cac francés, las pérdidas ascienden al 8%. En EEUU (S&P 500) y Japón (Nikkei), sus índices bursátiles, en moneda local, también muestran un mejor comportamiento relativo frente al Ibex-35 en 2010, con pérdidas que apenas superan el 4% en ambos casos. Este comportamiento «amplificador» del Ibex-35 ha sido una constante a lo largo de los últimos meses, tanto en episodios alcistas como bajistas. Desde enero de 2009, en los máximos relativos que han ido marcando las principales Bolsas mundiales, el selectivo español ha sido el índice que ha establecido el máximo local más elevado. También en los episodios correctivos, el mínimo local más bajo lo ha marcado el Ibex-35 (véase gráfico «Base 100 enero 2009 del Ibex-35 y las principales Bolsas mundiales»). En adelante, además de tener presente este perfil amplificador que está exhibiendo el Ibex-35, equivalente a tener en cartera una acción con una beta superior a uno, será clave identificar el grado de consistencia de un Ibex-35 cotizando sobre los 10.000 puntos. La pérdida abrupta del nivel de 12.000 puntos (una caída de 2.000 puntos en apenas dos semanas) sugiere un nivel de equilibrio del Ibex-35, dado el entorno económico-financiero actual, alejado de esos 12.000 puntos. ¿Son los 10.000 puntos un potencial nivel de equilibrio para el índice?

NIVELES OBJETIVO IBEX-35 EN FUNCIÓN DE PRIMA DE RIESGO DIFERENCIAL Y CRECIMIENTO DEL BENEFICIO POR ACCIÓN DEL IBEX-35

Exceso prima de riesgo Ibex-35 frente a EuroStoxx (en pb)

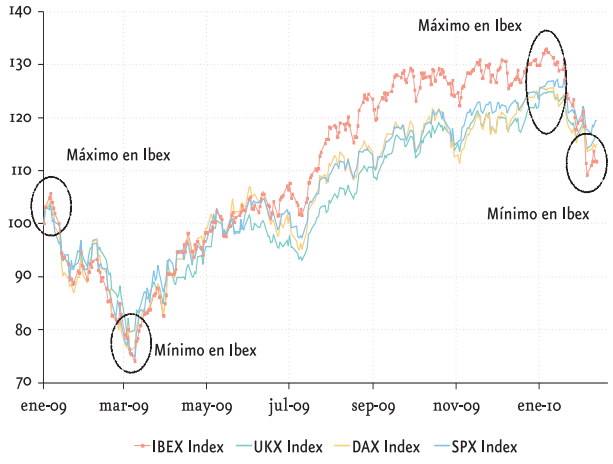
Crecimiento nominal del BPA (media acumulada cinco próximos años)	-	25	50	75	100	125	150
0%	8.673	8.214	7.804	7.435	7.101	6.797	6.520
1%	9.071	8.588	8.157	7.770	7.419	7.100	6.809
2%	9.483	8.977	8.524	8.117	7.749	7.414	7.108
3%	9.911	9.380	8.905	8.477	8.091	7.740	7.419
4%	10.355	9.798	9.299	8.851	8.446	8.077	7.741
5%	10.816	10.231	9.709	9.239	8.813	8.427	8.075
6%	11.294	10.681	10.133	9.640	9.195	8.790	8.421
7%	11.789	11.147	10.573	10.057	9.590	9.166	8.779
8%	12.302	11.629	11.028	10.488	9.999	9.555	9.150
9%	12.833	12.129	11.500	10.935	10.423	9.958	9.534
10%	13.384	12.647	11.989	11.397	10.862	10.376	9.932
11%	13.954	13.183	12.495	11.876	11.316	10.808	10.344
12%	14.544	13.738	13.019	12.371	11.786	11.255	10.770
13%	15.154	14.313	13.560	12.884	12.272	11.717	11.210

Fuente: *Afi*.

Si descartamos una vuelta a máximos de ciclo de beneficios en 2015, es clave una caída en la prima de riesgo diferencial que está soportando el Ibex-35 para reforzar el nivel de los 10.000 puntos

Prima de riesgo y crecimiento de los beneficios para los próximos cinco años son dos variables que nos pueden ayudar a construir escenarios para el Ibex-35. La intesificación de la crisis financiera que supuso la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desencadenó una repreciación de riesgo en una amplia gama de activos financieros, entre ellos, en el Ibex-35. Así, la prima de riesgo[1] que está soportando actualmente el Ibex-35 es 118 puntos básicos superior a la del EuroStoxx 300 (5,3% frente al 4,1%). Esta prima de riesgo diferencial llegó a alcanzar los 200 puntos básicos (dos puntos porcentuales) en el suelo de mercado de marzo de 2009. En los trimestres previos a la quiebra de Lehman Brothers y la repreciación del riesgo global, la prima de riesgo que soportaba el mercado español se alineaba con la del EuroStoxx 300 y el resto de índices europeos (véase gráfico «Diferencial en prima de riesgo Ibex-35/EuroStoxx 300»). En el mercado de deuda pública (diferenciales de los bonos españoles, en particular, y emisores «periféricos», en general, frente a Alemania) también se observa un comportamiento si-

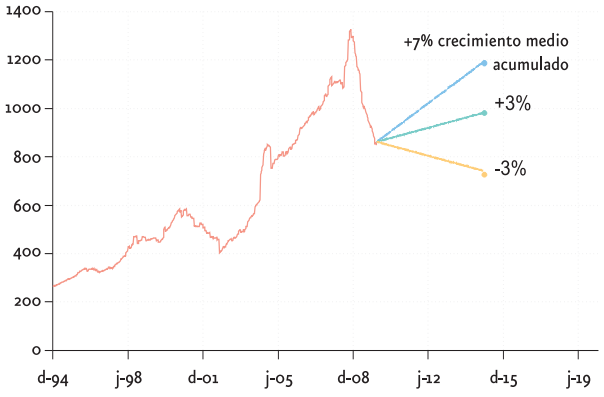
Base 100 enero 2009 del Ibex-35 y las principales Bolsas mundiales (*) en moneda local



(*) Ibex index: Ibex-35, España; Dax index: DAX 30, Alemania; SPX index: S&P 500, EEUU y UKX index: FTSE 100, Reino Unido.
Fuente: *Afi y Bloomberg*.

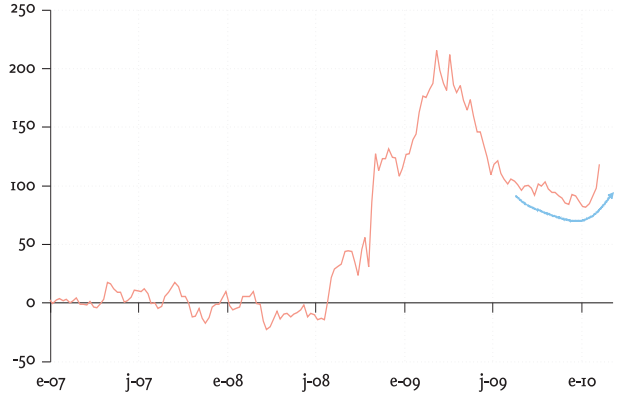
[1] Calculada como variable residual en un modelo de descuento de dividendos, asumiendo una tasa de crecimiento a perpetuidad de los beneficios empresariales del 3% (g).

Sendas del beneficio por acción del Ibex-35 en función de diferentes ritmos de crecimiento (anual media acumulada, en euro/acc.)



Fuente: *Afi y FactSet.*

Diferencial en prima de riesgo Ibex-35/EuroStoxx 300 en pb



Fuente: *Afi.*

milar, con ampliaciones de diferenciales generalizadas y un mayor grado de discriminación por parte de los inversores. Un rango razonable para la prima de riesgo diferencial que está soportando el mercado de valores español podría situarse entre los 50 y los 125 puntos básicos. El mayor nivel de apalancamiento que muestran las compañías del Ibex-35 frente al Dax alemán o el Cac francés (la ratio deuda neta/EBITDA, ex financieros, del Ibex es de 3,3x frente a las 1,6x del Cac y 1,2x del Dax) puede dificultar una convergencia a la baja entre los niveles de prima de riesgo del Ibex y la del núcleo de mercados bursátiles europeos. Además, el pulso de la actividad económica en España se está logrando estabilizar, pero muy lejos de los ritmos que estamos observando en otros cuadros macroeconómicos.

La intensificación de la crisis financiera que supuso la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desencadenó una repreciación de riesgo en una amplia gama de activos financieros

Si fijamos una prima de riesgo diferencial en el rango de 50-100 puntos básico para el Ibex-35, los 12.000 puntos del Ibex-35 son compatibles con unas proyecciones de crecimiento de los beneficios para los próximos cinco años superiores al 10%[2]. Si aplicamos este ritmo de crecimiento al nivel actual de beneficio por acción (846 euro/acc.), nos encontraríamos con un nivel de beneficios en 2015 de 1.364 euro/acc., prácticamente los mismos niveles que se alcanzaron en el pico reciente (noviembre 2008) del ciclo alcista de beneficios. Los 10.000 puntos actuales en los que se está apoyando el índice español, atendiendo a este ejercicio de análisis,

sería compatible con una senda de beneficios creciendo a ritmos del 7%. Menos exigente que el 11% sobre el que descansaba un Ibex-35 cotizando en 12.000 puntos, pero continúa siendo una senda poco compatible con las señales, todavía débiles y vulnerables, que estamos recogiendo de los principales bloques económicos.

Consideramos apropiado y prudente aplicar una senda de crecimiento de los beneficios del Ibex-35, en media acumulada, en el rango 4-6%, lo que dejaría un nivel objetivo de Ibex-35 en el rango de los 8.100-10.150 puntos, dependiendo de la prima de riesgo diferencial que le apliquemos al índice. Si descartamos una vuelta a máximos de ciclo de beneficios en 2015, es clave una caída en la prima de riesgo diferencial que está soportando el Ibex-35 para reforzar el nivel de los 10.000 puntos ::

[2] En tasa anual media acumulada.