

# Luces y sombras en el panorama bursátil español

Pedro Mirete  
Marisa Mazo\*

## 1. Introducción

"Nuevo máximo histórico del Ibex 35". Este repetido titular de prensa es el reflejo de la euforia que lleva instalada en nuestros mercados de renta variable desde que, a finales de septiembre de 2006, el índice superara los mágicos 12.816 puntos, cota máxima alcanzada en el anterior ciclo bursátil. Y desde entonces, el Ibex 35 se ha revalorizado un 22 por 100 adicional, hasta tocar un nuevo máximo en los 15.501 puntos el pasado 1 de junio. Estos niveles están batiendo incluso los pronósticos más optimistas sobre el mercado y son todavía más impresionantes si añadimos datos como la revalorización desde los mínimos de octubre de 2002 (+189 por 100) o si lo comparamos con el EuroStoxx 50 que todavía tiene un potencial del 25 por 100 antes de superar los máximos del anterior ciclo (5.464,43 puntos el 6 de marzo de 2000) (gráfico 1).

¿Burbuja? ¿Realidad económica y empresarial? Los inversores, que todavía recuerdan las pérdidas sufridas tras el estallido de la denominada burbuja tecnológica hace seis años, se encuentran ante el reto de realizar un correcto diagnóstico de la situación actual y así intentar tomar una decisión adecuada:

— Si la conclusión es que nos encontramos ante una nueva burbuja especulativa, la decisión es clara: vender. Todos los episodios especulativos estudiados, desde la burbuja de los tulipanes en Holanda en el siglo XVII, pasando por la de las sociedades por acciones en la Inglaterra de principios del siglo XIX, o la de las *nifty-fifty* en los años setenta del pasado siglo, han tenido el mismo fin: su estallido.

\* Son, respectivamente, Director de Intermediación y Directora de Estrategia y Análisis de Ahorro Corporación Financiera.

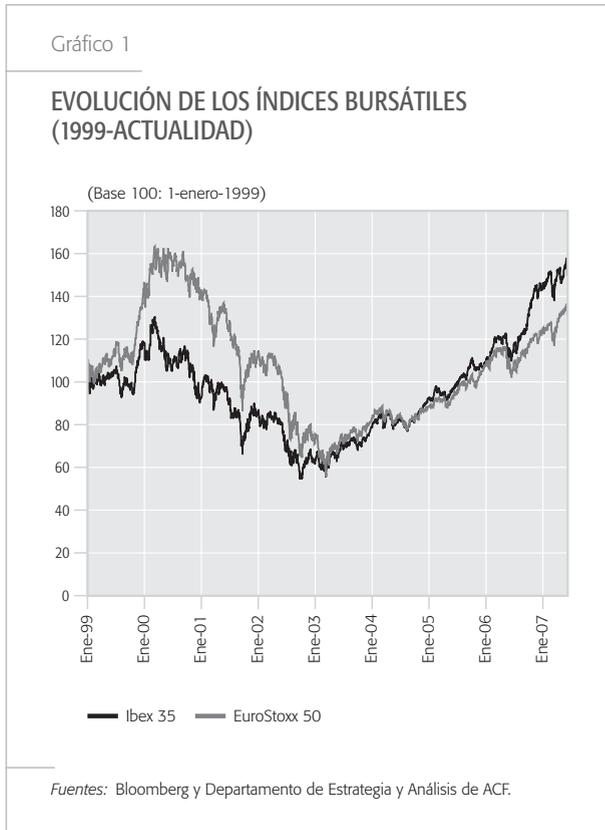
La profundidad de las consecuencias económicas y financieras ha dependido de la rapidez y agresividad con que las autoridades económicas y monetarias han respondido para atenuar dichas consecuencias, aunque no es demagógico decir que en el 90 por 100 de las situaciones se ha terminado con una crisis en la economía real;

— si la conclusión es que es la realidad económica y empresarial la que fundamenta los niveles de cotización actuales, la decisión será comprar o mantener las inversiones en renta variable. En este sentido, sería necesario profundizar en el análisis de la situación y determinar la solidez y sostenibilidad de los resultados empresariales.

En nuestra opinión, es la realidad económica y empresarial la responsable, en su práctica totalidad, de la revalorización del Ibex 35 hasta el momento, el cual ha contado, además, con un empuje adicional: la oleada de movimientos corporativos que ha afectado a una gran parte de las empresas del índice. Basten dos cifras para soportar nuestra afirmación: el PER (relación entre cotización y beneficios de la empresa) actual es de 13,9 veces frente al PER del año 2000 de 25,8 veces. Esto significaría que, para llegar a los niveles de valoración anteriores al estallido de la burbuja tecnológica, el Ibex 35 debería llegar a los 27.964 puntos, un 80 por 100 de potencial alcista todavía...

## 2. Las empresas españolas: *primus inter pares*

La espectacular evolución de los beneficios de las empresas españolas en el último quinquenio es, a nuestro entender, la base fundamental de su revalorización bursátil.

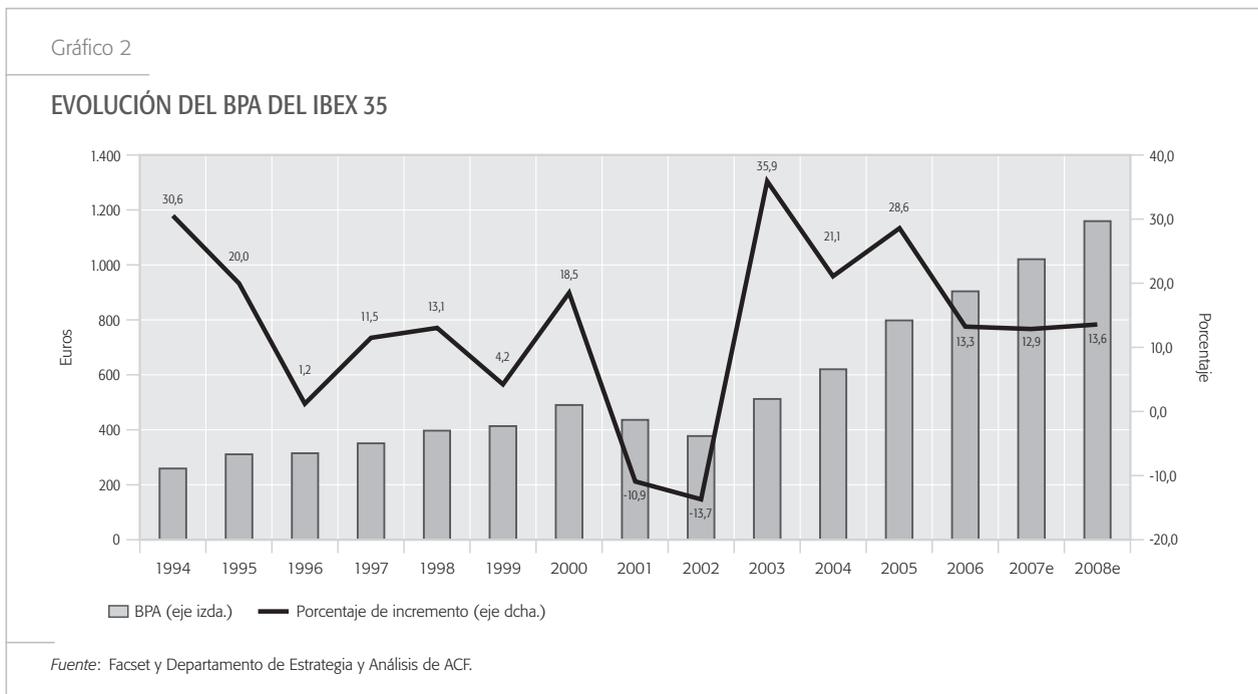


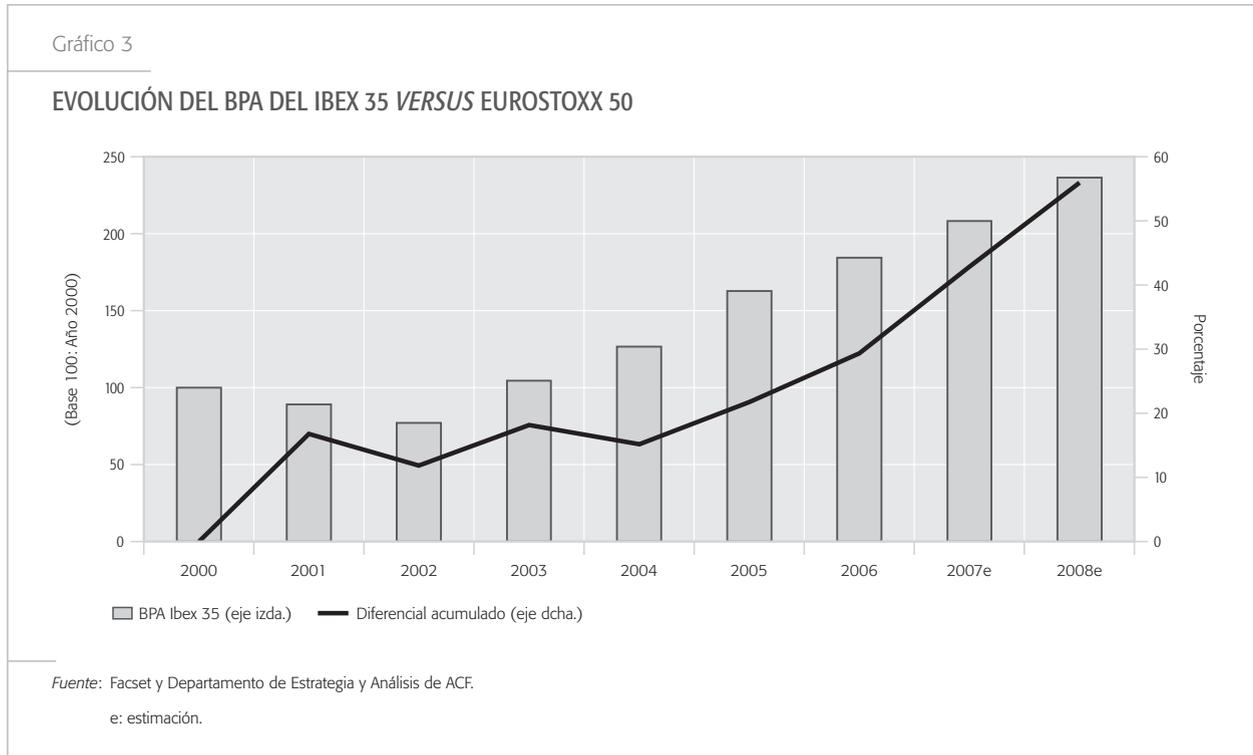
con la economía europea en la última década. Así, el beneficio por acción (BPA) de las empresas del Iboex 35 se contrajo un 10,9 y un 13,7 por 100 en los años 2001 y 2002, respectivamente, cifras que, aún mostrando la difícil coyuntura, comparan muy positivamente con el descenso del 27,2 y 10,5 por 100 que sufrieron las compañías incluidas en el EuroStoxx 50. Hemos de tener en cuenta, además, que la causa fundamental del descenso de los beneficios empresariales en España fue el impacto negativo de la crisis de los países latinoamericanos y, más concretamente, la devaluación y quiebra que protagonizó Argentina a finales de 2001 y que provocó saneamientos extraordinarios en las grandes empresas españolas (Rep-sol YPF, BBVA, Grupo Santander y Telefónica, entre otras).

A partir del ejercicio 2003 se empezaron a recoger los frutos de la reestructuración operativa y financiera en la que se embarcaron los grupos empresariales españoles y europeos. Así, el beneficio recurrente agregado creció casi un 150 por 100 en el período 2002-2006 con diferentes motores de impulso: el control de costes en el ejercicio 2003 y crecimiento de ingresos posteriormente. Este período supuso también un cambio o giro estratégico para muchas de las grandes empresas españolas: se convirtieron en líderes del proceso de consolidación europea en diversos sectores, protagonizando 30 de las 50 mayores operaciones corporativas del ejercicio 2006.

Las empresas españolas sufrieron menos que las europeas el impacto de la crisis económica mundial de los ejercicios 2001-2002, debido fundamentalmente al diferencial de crecimiento que la economía española ha mantenido

Las expectativas de crecimiento de los beneficios para el período 2007-2008 son, asimismo, francamente positivas. El aumento esperado del beneficio recurrente por acción es





del entorno del 13 por 100 para estos dos próximos años que, aún siendo inferior al observado en los precedentes, no deja de ser importante. El principal motor ha cambiado: ahora será la rentabilización de las inversiones realizadas en los últimos años. Al mejor comportamiento relativo de la **economía española** se unirá, por tanto, **el liderazgo de las empresas españolas en los movimientos corporativos**, los cuales permitirán añadir al crecimiento orgánico de los beneficios, un aumento adicional de los mismos vía reestructuración de las empresas adquiridas y el mayor apalancamiento financiero, utilizando este también como fuente de creación de valor para el accionista.

Estas cifras son todavía más espectaculares si las contextualizamos y comparamos con la evolución de las empresas del EuroStoxx 50. El diferencial de crecimiento acumulado del BPA en el período 2000-2008 (estimación) es de 56,6 puntos porcentuales (137,0 y 80,3 por 100 de aumento en el período para el Ibex 35 y el EuroStoxx 50, respectivamente). El diferencial en términos de crecimiento medio anual es de un 3,7 por 100 (11,3 *versus* 7,6 por 100) en todo el período contemplado, con una aceleración del diferencial en el período 2005-2008 (estimación) hasta el 4,8 por 100 anual frente al 3,1 por 100 anual en 2000-2005.

¿Y cuáles son las razones que subyacen en un comportamiento tan positivo? Como se puede desprender de las observaciones que hemos ido realizando, son dos las razones principales a nuestro juicio:

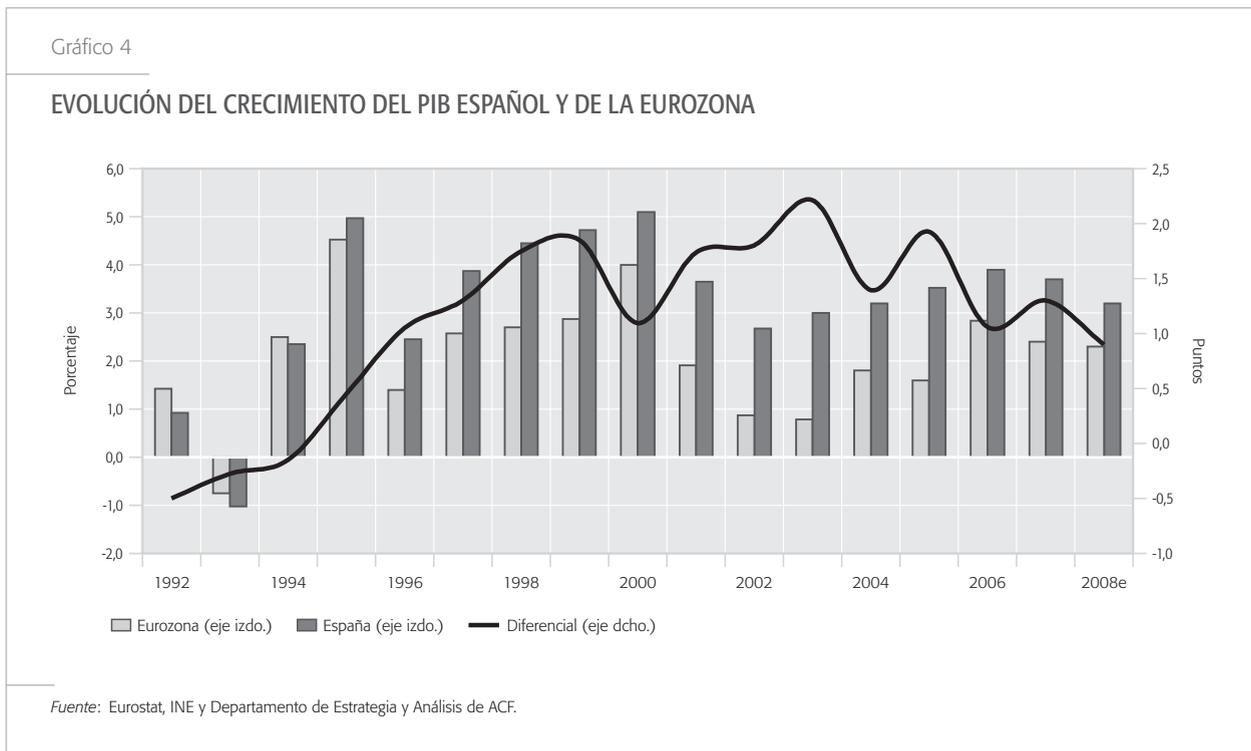
— El mejor entorno macroeconómico, tanto en España como en las regiones donde las compañías españolas han focalizado su diversificación internacional y

— una eficaz gestión empresarial que se traduce en la rentabilización de los negocios tradicionales y el liderazgo en la actividad corporativa a nivel europeo que le ha permitido y permitirá en el futuro añadir puntos adicionales de crecimiento de beneficios al de puro crecimiento orgánico.

### 3. Las luces

#### 3.1. El crecimiento económico español

La economía española ha mostrado un comportamiento mucho más dinámico que el de los países de su entorno en la última década, con un diferencial anual medio superior al 1 por 100 en la tasa de crecimiento del producto interior bruto. Podríamos hablar de un nuevo milagro económico en un período en el que España ha conseguido sacar provecho de la implantación de políticas económicas ortodoxas, cumpliendo los requisitos de incorporación al euro, así como de los fondos provenientes de Europa y, con todo, acelerar el desarrollo económico del país.



Las cifras hablan por sí mismas: el PIB español creció a una tasa media anual del 3,6 por 100 en el período 2000-2004 frente al 1,9 por 100 de crecimiento en la Eurozona, lo que implica un diferencial anual del 1,7 por 100. En los años 2005 y 2006, el PIB de nuestro país aumentó a un ritmo del 3,5 y 3,9 por 100, respectivamente, frente al 1,5 y 2,8 por 100 de los países de nuestro entorno. Además, las previsiones para los dos próximos años son alentadoras: con crecimientos estimados del 3,7 y 3,2 por 100 en 2007 y 2008, España mantendrá un relevante diferencial con la Eurozona, para la que se prevén aumentos del 2,4 y 2,3 por 100.

Pero no todo son luces en el patrón crecimiento económico español, el cual se ha calificado de desequilibrado. Y no sin razón: la dependencia del consumo privado y del sector construcción ante un sector exterior cada vez más deficitario han sido las características más relevantes de los últimos años. Así, en el período 2000-2004 el consumo privado aportó un 70 por 100 del aumento del PIB frente a un peso del 59,1 por 100. La inversión en construcción aportó un 24 por 100 con un peso del 14,8 por 100. En el ejercicio 2006 se observó una ligera reducción de ambas contribuciones, hasta el 56 por 100 en el caso del consumo privado y el 21 por 100 para la construcción. El sector exterior restó nada menos que 0,7 puntos porcentuales (pp.) al crecimiento del PIB en el período 2000-2004 llegando a su máxima contribución negativa en 2005 (1,6 pp.).

Para los próximos ejercicios esperamos un cierto reequilibrio en este patrón, con una moderada disminución de la dependencia del consumo privado y de la inversión en construcción y un sector exterior que podría ir reduciendo paulatinamente su aportación negativa al crecimiento.

La **creación de empleo** es, a nuestro juicio, una de las grandes noticias en la evolución de la economía española, que ha eclipsado otros **potenciales problemas** como son las necesidades de financiación de capital extranjero y el **nivel de endeudamiento** de los hogares españoles, por un lado, y la **productividad** y competitividad de las empresas, por otro.

El **mercado laboral está viviendo un excelente momento**, con la **tasa de actividad en máximos desde 1976 (58,4 por 100)**, la **tasa de paro en mínimos (8,1 por 100)** y un **crecimiento del empleo del 4,6 por 100 interanual**. En el período **2000-2006** se crearon **4.776.300 puestos de trabajo** y el número de afiliados a la Seguridad Social alcanzó los 18.814.000 a cierre de 2006, frente a los 15.295.859 de 2000. Esto ha supuesto que España cree más del 50 por 100 de los puestos de trabajo de la Eurozona con una población que representa sólo el 13,6 por 100 del total. En otros países de más peso, como por ejemplo, Alemania, el empleo ha crecido sólo un 0,7 por 100 en 2006, mientras que venía cayendo a un ritmo medio del 0,2 por 100 durante el período 2000-2005.

**Las perspectivas para los dos próximos años son también positivas:** se espera una reducción de la tasa de paro hasta el 7,9 y 7,4 por 100 según estimaciones para 2007 y 2008, respectivamente y una **creación** de alrededor de **un millón de empleos** en el bienio.

Las finanzas públicas son la otra gran noticia de la economía española. Nuestras administraciones públicas han cerrado 2006 con superávit por tercer año consecutivo. Y lo que es más tranquilizador: los presupuestos generales del Estado 2007 han sido los primeros que se realizan sin expectativas de déficit. El saneamiento de las cuentas públicas, junto con el crecimiento económico, explican la reducción del endeudamiento desde una cifra en el entorno del 70 hasta el 40 por 100 de 2006. Si se cumplen las previsiones, esta ratio se reduciría hasta el 35 por 100 en 2008, cifra que se compara muy favorablemente con el 67 por 100 esperado en el conjunto de los países de la Eurozona.

La inflación es uno de los peores datos de nuestro cuadro macroeconómico. Con tasas muy alejadas del casi utópico 2 por 100, la reducción del diferencial de inflación con los países de la Eurozona es una de las claves para mantener la competitividad de nuestra economía, puesto que se carece de soberanía en política monetaria. Tras un IPC que tocó máximos en 2006, tanto en tasa (3,6 por 100) como en diferencial (1,4 por 100), pensamos que en los próximos ejercicios podríamos observar mejoras, con un aumento del 3,2 por 100 en 2007 y del 3,0 por 100 en 2008 debido a una menor presión de los precios de la energía y a una cierta ralentización del crecimiento de la demanda interna. El diferencial de inflación debería estabilizarse en el entorno del 1 por 100. Creemos que la reducción de este diferencial es muy difícil de conseguir porque los bienes no comercializables (esto es, no sujetos a competencia externa como la construcción y los servicios) son los responsables de gran parte de la inflación española y afectan a los costes de los sectores de productos comercializables que ya han tenido que controlar sus precios y reducir sus márgenes para poder competir.

### 3.2. Latinoamérica: de un riesgo a una oportunidad

Latinoamérica representa un menor riesgo para las empresas españolas ahora que en el año 2000. Por un lado, estas están finalmente rentabilizando sus inversiones en la región, con alguna excepción, gracias a la evolución económica de la zona y a sus mejoras estructurales. Por otro lado, inversiones realizadas en otros países han provocado una disminución de la contribución relativa de

la región al beneficio agregado hasta el 20 por 100 en 2006 frente al 30 por 100 de 2001.

Las economías de la región han experimentado un notable **fortalecimiento** en los últimos años. La **subida del precio de las materias primas** y la ganancia de competitividad exportadora por la depreciación de sus monedas han influido muy positivamente en las balanzas comerciales; las **políticas fiscales** contenidas han mejorado la situación de las balanzas fiscales; las **políticas monetarias ortodoxas** han reducido la inflación y permitido bajadas en los tipos de interés. Con todo ello, **se ha reducido el nivel de endeudamiento total y la necesidad de financiación externa.**

A nivel macroeconómico, los dos próximos años se caracterizarán, según nuestras estimaciones, por:

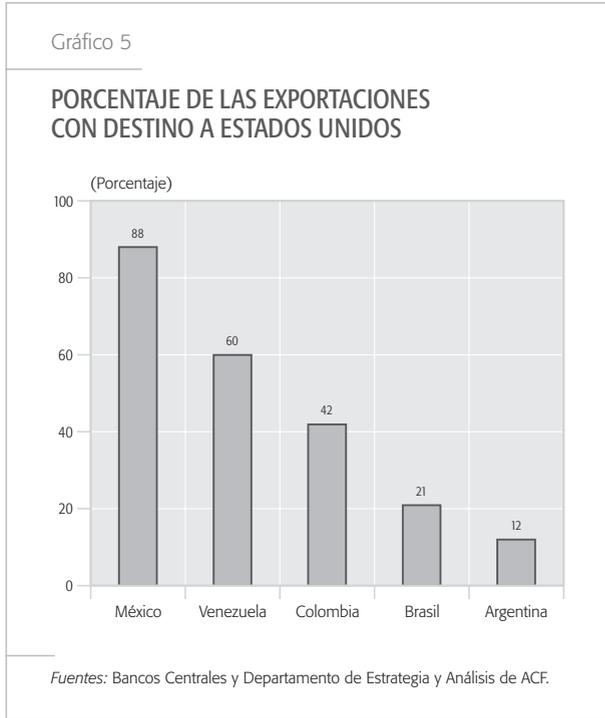
— **Moderación del crecimiento económico.** El PIB de la región suavizará su crecimiento hasta el **4,8 por 100 en 2007e y el 4,5 por 100 en 2008e tras el 5,3 por 100 en 2006** debido a la ralentización del crecimiento en Estados Unidos, el abaratamiento previsto de las materias primas y las políticas monetarias contractivas de los países desarrollados. Entre los principales países de la zona, **Argentina** presentará los porcentajes de aumento del PIB **más elevados**, porque aún se está recuperando de la crisis de 2001-2002, mientras que **México** ofrecerá **menores** crecimientos por su vinculación a la economía americana.

— **Inflación contenida.** Podríamos observar un moderación de la misma hasta el 5,5 por 100 en 2007e frente al 5,8 por 100 de 2006. La inflación sólo parece presentar un riesgo en Argentina, país para el que se espera un repunte hasta casi el 11 por 100.

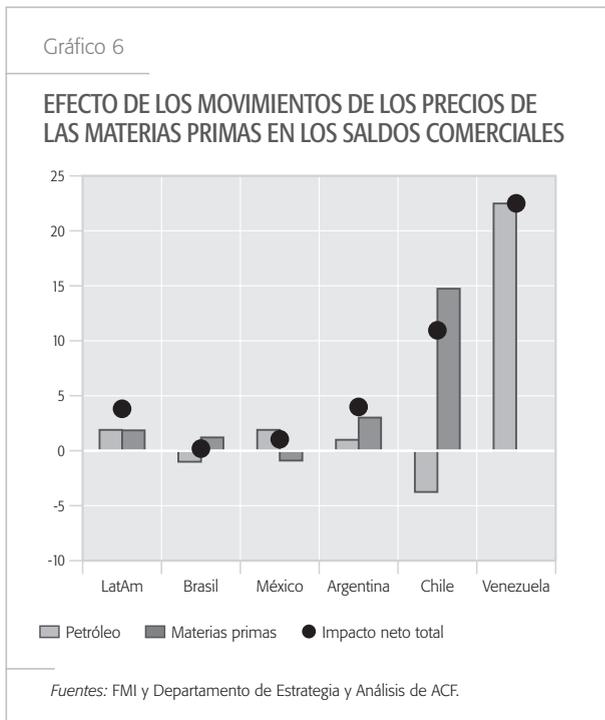
— **La balanza por cuenta corriente seguirá en positivo.** El menor crecimiento previsto en Estados Unidos y un cierto abaratamiento de las materias primas reducirán el superávit de la balanza por cuenta corriente hasta el 0,8 por 100 del PIB de la región en 2007e frente al 1,9 por 100 de 2006.

**Latinoamérica** se enfrenta en **2007**, en nuestra opinión, a **dos riesgos**, principalmente:

— **La desaceleración económica en Estados Unidos.** Por peso de las exportaciones hacia Estados Unidos como porcentaje del PIB, México (88 por 100) y Venezuela (60 por 100) serían los dos principales afectados. En general, la región ha consolidado su demanda interna y sus cuentas públicas, por lo que es menos vulnerable ante *shocks* externos de lo que lo ha sido en ciclos anteriores.



— **El abaratamiento de las materias primas.** Si la evolución alcista de los precios de las materias primas ha tenido un impacto aproximado de un 4 por 100 en el PIB de Latinoamérica, según datos del FMI, un abaratamiento de las mismas tendrá un efecto negativo. Venezuela sería el país más afectado por una evolución negativa del precio



del petróleo mientras que Chile sería el más afectado por la caída del precio de otras materias primas (el cobre). Brasil sería el más inmune a estos movimientos si los precios de ambos grupos de productos se mueven en paralelo.

## 4. Las sombras

### 4.1. El sector constructor e inmobiliario en España

El sector constructor e inmobiliario español se ha convertido en la verdadera "espada de Damocles" no sólo de la futura evolución de la bolsa española sino también de la economía en general. Nuestra previsión es de una ralentización paulatina de la actividad en estos sectores, hasta reducir la oferta anual de vivienda a unas 400-450.000, cifras estas que pensamos son de equilibrio con la demanda.

Las implicaciones bursátiles de esta ralentización se extienden no sólo a las empresas inmobiliarias o las constructoras, sino también al sector financiero (más de un 50 por 100 del crédito del sistema está repartido entre compra de vivienda, crédito al sector construcción y crédito promotor) y al resto de empresas dependientes de nuestra economía. Porque hay que recordar que el conjunto del sector de la construcción, incluyendo edificación en viviendas, obra civil y otras edificaciones, ofrece empleo a 2,6 millones de personas (un 13,3 por 100 de la población activa), y mantener el puesto de trabajo es una variable mucho más importante que el encarecimiento del precio del dinero para pagar la hipoteca...

La oferta de nueva vivienda marcó máximos en 2006, tanto si atendemos a permisos de construcción (unas 850.000), como viviendas iniciadas (750.000) o viviendas terminadas (650.000). Sin embargo, las transacciones de suelo cayeron más de un 30 por 100, tanto en número como en superficie, tras la caída observada en 2005 (13 por 100). Atendiendo a la duración del ciclo inmobiliario en España (unos cinco años), estimamos que en 2008-2009 se debería producir un retroceso del sector de la vivienda residencial en España.

La demanda de vivienda principal en el período 2001-2005 ha sido de 425.000 anuales, aproximadamente, frente a un aumento del número de viviendas totales de unas 544.000 al año. Factores demográficos y económicos han sido los responsables de tan elevada demanda, entre ellos, la independización de los niños del *baby-boom* de los años sesenta y setenta, el crecimiento de la población por la inmigración y la reducción del número de personas por

hogar como consecuencia de separaciones y divorcios. Las dos últimas razones pensamos que se mantendrán en el futuro, creando una demanda anual en ambas de entre 300-350.000 viviendas. Los no residentes y segunda vivienda podrían demandar en el entorno de unas 100.000 viviendas adicionales.

La evolución del precio de la vivienda marcó su punto máximo en el cuarto trimestre del ejercicio 2003, con un aumento anual del 18,5 por 100. Desde entonces estamos atendiendo a una paulatina desaceleración de su ritmo de aumento. En el cuarto trimestre de 2006, el precio medio por metro cuadrado en España se situó en 1.990 €, con un aumento interanual de "sólo" el 9,1 por 100. El último dato disponible (primer trimestre de 2007) muestra una nueva desaceleración hasta el 7,2 por 100. Pensamos que esta tendencia continuará en los próximos años, aunque creemos que en primera vivienda no entraremos en números rojos. La evolución del precio de la vivienda de costa podría caer de no aparecer la todavía desaparecida demanda de europeos, que es lo esperable si se confirma la recuperación económica de países como Alemania.

El impacto más importante de una desaceleración del sector vendría del efecto renta (vía empleo) y no del efecto riqueza (vía evolución del precio), según nuestros análisis. Un descenso de los niveles de construcción hasta unas 400-450.000 viviendas anuales implicaría una destrucción de unos 300.000 empleos directos, según nues-

tras estimaciones, esto es, un 1,3 por 100 del empleo total. Además, se estima que cada empleo directo en construcción genera 0,57 empleos adicionales en otros sectores. Aquí se encuentra el gran reto de la economía española: ¿qué sector tomará el relevo de la construcción y será capaz de absorber esta mano de obra excedentaria?

#### 4.2. El alza de los tipos de interés

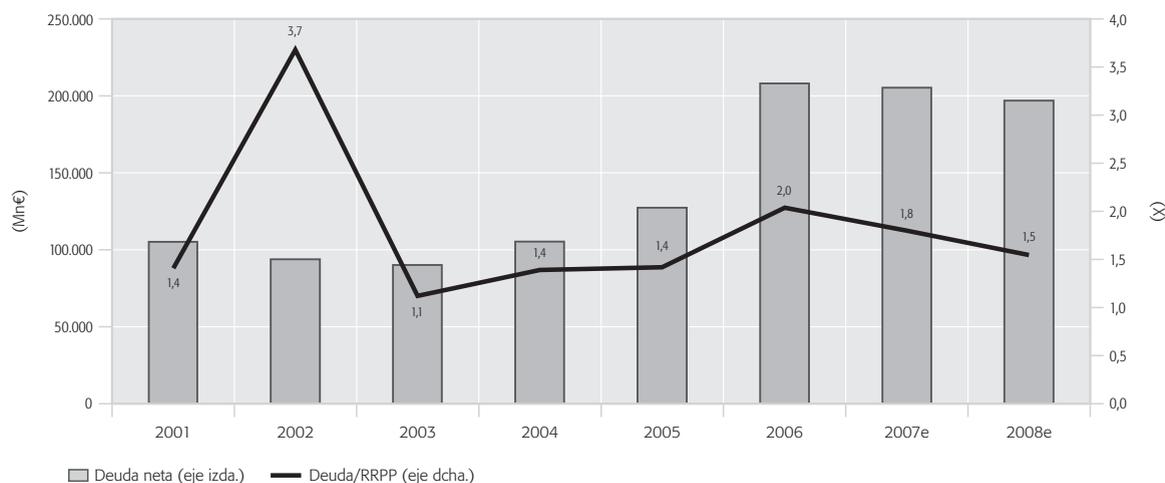
Movimientos alcistas de los tipos de interés no son normalmente buenas nuevas para los mercados de renta variable. Por una lado, se encarece la carga por la deuda financiera existente, penalizando la cuenta de resultados de las entidades. Por otro lado, la inversión alternativa, esto es, la renta fija, incrementa su atractivo, hecho este que financieramente se traduce en un aumento de la denominada tasa de descuento.

#### 4.3. El impacto en los resultados empresariales

La trepidante actividad corporativa de las empresas españolas ha tenido una consecuencia: sus balances están mucho más endeudados que los de las empresas europeas. Según nuestros cálculos, las compañías españolas invirtieron en el bienio 2005-06 en el entorno de 100 mil millones (mm) de €, protagonizando, como ya hemos mencionado, casi la mitad de las 50 mayores operaciones

Gráfico 7

#### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EL IBEX 35



Fuente: Facset y Departamento de Estrategia y Análisis de ACF.

corporativas europeas del ejercicio 2006. Estas compras se han financiado en su mayor parte con apelación a recursos ajenos y no con ampliaciones de capital en un afán de crear un mayor valor para el accionista por la vía del apalancamiento financiero. De este modo, la deuda financiera de las empresas del Ibex 35 (excluidos los bancos) se ha casi duplicado en el mencionado período, ascendiendo a unos 208 mm € a finales de 2006 frente a los 105 mm € de finales de 2004. La ratio deuda/EBITDA repuntó hasta 3,2 veces en 2006 frente a 2,5 veces en 2004 y la de deuda/recursos propios es del 180 por 100, frente al 140 por 100 del año 2004 y el 53 por 100 de las empresas europeas.

Este hecho ha incrementado la sensibilidad de los resultados de las empresas españolas ante movimientos alcistas de los tipos de interés, aunque, a nuestro entender, no de forma dramática. Hemos calculado que 100 puntos básicos (pb.) de subida adicional sobre los niveles actuales reduciría el beneficio agregado antes de impuestos previsto para el ejercicio 2007 un 5,9 por 100 en el escenario negativo más extremo, esto es, si toda la deuda estuviera referenciada a tipos de interés variables.

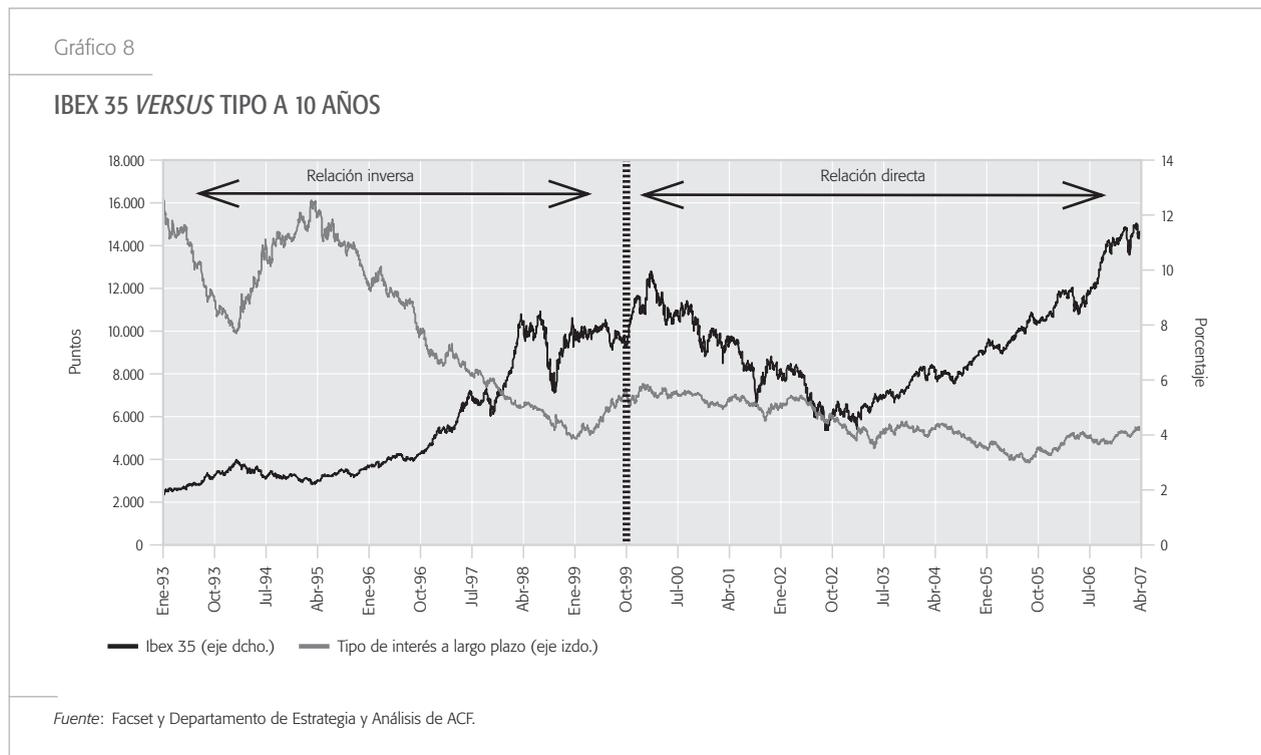
En este supuesto, la comparación con las empresas europeas es claramente negativa: el resultado para ellas es de una reducción del 1,7 por 100 del beneficio antes de impuestos (BAI) previsto para el ejercicio 2007 ante un mismo escenario de subida de tipos de interés.

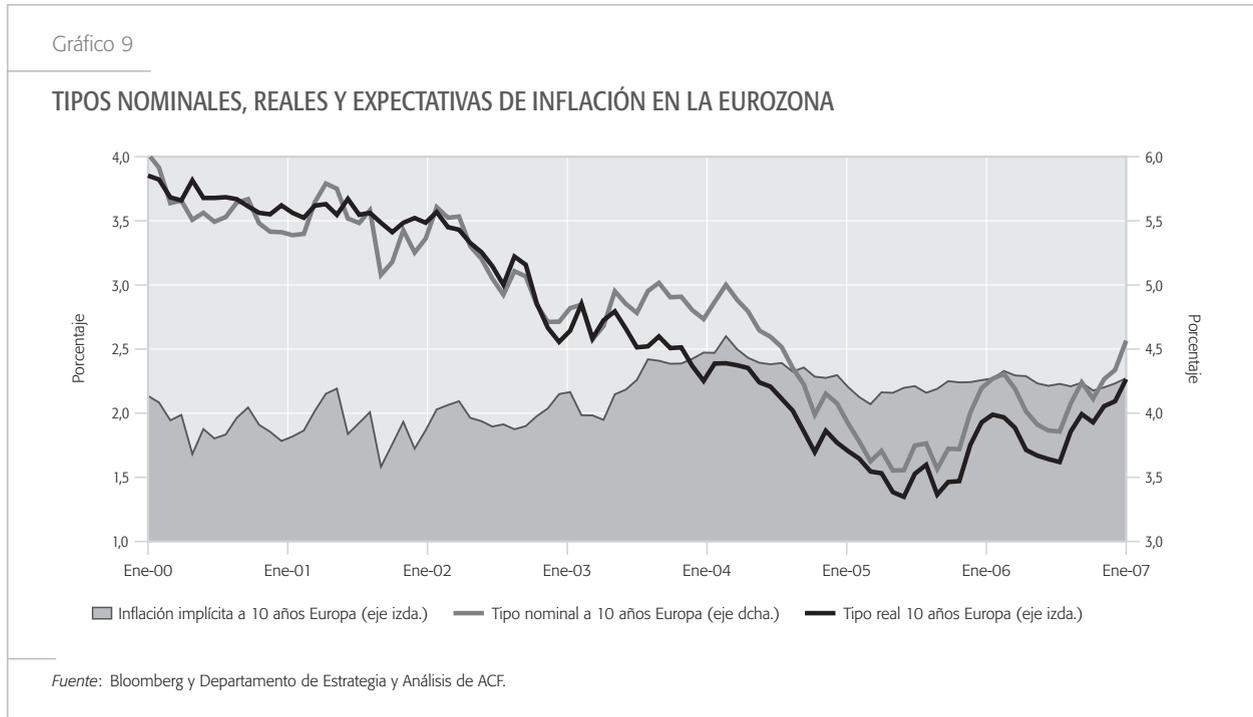
#### 4.4. El impacto en la valoración

Históricamente, movimientos alcistas en los tipos de interés tenían su reflejo inmediato en recortes bursátiles. La explicación financiera era clara: la inversión alternativa a la renta variable, la renta fija, incrementaba su atractivo aumentando la rentabilidad requerida por los inversores en acciones. Esta relación inversa se puede observar claramente en la evolución del Ibex 35 en el período 1993-1996 con un comportamiento mimético en ambos activos financieros. Así, reducciones en el tipo de interés nominal tenían un reflejo automático en subidas bursátiles, mientras que movimientos alcistas en los tipos de interés, como las acontecidas tras el movimiento inesperado de la Reserva Federal americana en febrero de 1994, impactaban negativamente en el precio de las acciones.

Sin embargo esta relación, financieramente correcta desde un punto de vista matemático, se quebró a partir del año 1999. Bajadas de los tipos de interés nominales llevaron aparejadas caídas bursátiles, ¿qué variable habíamos olvidado los expertos financieros en nuestra ecuación de valoración de las bolsas? La respuesta: el crecimiento.

Durante los años 1993 a 1999, las oscilaciones de los tipos de interés habían venido de la mano de la evolución de las expectativas de inflación, manteniéndose básica-





mente constantes los tipos de interés reales y, por aproximación, las expectativas de crecimiento económico. A partir de 1999 y, más evidentemente, desde 2000 el movimiento de los tipos de interés a largo plazo ha estado basado más en cambios en los tipos de interés reales que en las expectativas de inflación. Este hecho está en consonancia con los temores de crisis económica y deflación que han estado amenazando a los mercados incluso en los momentos de mayor bonanza en Estados Unidos.

¿Cómo acomodamos nuestras técnicas de valoración ante la evidencia de los hechos? Modificando las expectativas de crecimiento que introducíamos en nuestros modelos. La cifra mágica que en otros momentos nos había ofrecido el denominado PIB potencial, que se asumía en un 3 por 100, se acomodó a las expectativas que ofrecía la renta fija.

En la actualidad nos enfrentamos a una corriente alcista de los tipos de interés a largo plazo. De hecho, desde enero han repuntado casi 60 pb., hasta situarse en el 4,6 por 100, cifra no vista desde el año 2004. Todavía nos encontramos en niveles históricamente bajos y no se observa una ruptura de la relación directa tipos-bolsa. Sin embargo, debemos empezar a plantearnos en qué momento podríamos volver a observar una relación inversa como la del período 1993-1999. Conceptualmente, pensamos que si la subida de tipos de interés viene de la mano de una subida del tipo de interés real, las bolsas deberían mantener la relación directa con los mismos. Pero

si lo que hace repuntar la rentabilidad de la renta fija son las expectativas de inflación, ¡mucho cuidado con la renta variable!

## 5. Y la “guinda”: la actividad corporativa

La actividad corporativa está siendo la guinda en este período de euforia bursátil. Según nuestras estimaciones, aproximadamente entre un 6 y un 8 por 100 de toda la subida bursátil es reflejo de la actividad corporativa en España, cifra en la que se entremezclan primas por ser potenciales o reales objetos del deseo de terceros y descuentos por la posibilidad de destruir valor de los accionistas actuales con una hipotética adquisición. Hagamos una conveniente reflexión teórica sobre la situación actual.

### 5.1. Del *catalyst* al *event*

Si a finales de los noventa, la búsqueda del *catalyst* (catalizador) era clave en la toma de decisiones de inversión, el *event* (suceso) se ha convertido en el *rey* del mercado bursátil actual. De hecho, importantes grupos de inversores institucionales (en términos generales, *hedge funds*) se autodefinen como *event driven* (que podríamos traducir como dirigidos por acontecimientos). ¿Cuál es la estrategia de inversión de estos grupos y su relevancia y

consecuencias en la práctica? Estos inversores fundamentan sus decisiones de inversión o desinversión en la posibilidad de que ocurra un movimiento corporativo que afecte positiva o negativamente a la cotización de una acción tratando de anticiparse a dicho movimiento. Así, las empresas se categorizan como potenciales compradoras (*predators* o depredadores) o potenciales objetos de compra (*preys* o presas). Y se adquieren las presas y se venden los depredadores en la esperanza de que los segundos paguen una fuerte prima por los primeros. Parece un juego fácil, pero no lo es tanto: cuando muchos partícipes de los mercados utilizan la misma estrategia de inversión, su propia actividad incorpora ya una prima en el precio de la acción que ha sido definida como presa, lo que limitará el extra precio que quiera o pueda pagar un posible adquirente en el futuro. Y es que opinamos que una gran parte de esta prima corporativa ya está incorporada en el nivel actual del Ibex 35.

¿Cómo identificar las potenciales presas? Estructura accionarial y posibilidades de mejora de la rentabilidad por cambios en la gestión operativa y/o financiera son las dos variables clave a la hora de reconocer una empresa que pueda ser objeto de compra. Una reflexión: un gran tamaño no sirve de refugio para gestores ineficientes. La OPA sobre ABN Amro del consorcio formado por Royal Bank of Scotland, Fortis y Grupo Santander ha proporcionado una revolucionaria idea para rentabilizar situaciones de ineficiencia manifiesta sin que el tamaño sea una variable determinante.

¿Y a los compradores? Ambición del equipo gestor, eficiencia en la gestión de su propia compañía y fortaleza financiera suelen ser características comunes en las empresas compradoras por excelencia.

La última pregunta: ¿cómo estimar una “prima corporativa”? Desde un punto de vista operativo, habría que cuantificar las potenciales sinergias de ingresos y los ahorros de costes. Adicionalmente, habría que tener en cuenta el impacto de un mayor apalancamiento financiero que, en términos generales, podría implicar una disminución del coste medio del capital. Y es en la cuantificación de esta prima donde nos enfrentamos con un gran problema: las posibilidades de generación de sinergias difieren entre las empresas dependiendo de su posición competitiva inicial y de su capacidad de gestionar procesos complejos de compra.

## 5.2. Y la bolsa española, líder en movimientos corporativos

Eléctricas, inmobiliarias, bancos, constructoras... ¿ha quedado alguna empresa española fuera de la vorágine compradora/vendedora? Es realmente difícil encontrar alguna

que directa, indirecta o hipotéticamente no se haya visto envuelta en algún acontecimiento de los que se denominan corporativos. Casi 25 OPA en los últimos 18 meses y protagonistas de la mitad de las grandes operaciones corporativas europeas avalan el liderazgo en movimientos corporativos de la bolsa española.

La consecuencia en el mercado bursátil español ha sido la que podríamos denominar una “bipolarización”. Las empresas definidas como presas potenciales, bien por los deseos de los accionistas mayoritarios de venderlas, bien por un tamaño no óptimo, bien por las posibilidades de mejora de su gestión, etc. han incorporado ya a su precio una prima corporativa. Por el contrario, aquellas compañías conceptualmente compradoras, bien gestionadas y rentables, están cotizando con descuentos sustanciales respecto a las primeras en la idea que en el momento de realizar una compra existe el riesgo de destruir valor para los accionistas actuales. En términos más coloquiales podríamos decir que lo “malo” está caro y lo “bueno” está barato pero como cuanto peor se sea más sinergias se pueden generar y mayor prima se podrá pagar... ¡Un nuevo *conundrum* financiero!

El sector eléctrico ha sido, sin duda, la estrella del festival. De hecho, el pistoletazo de salida de toda esta actividad en España lo podemos situar en septiembre de 2005 con la OPA hostil lanzada por Gas Natural sobre Endesa. Desde entonces, hemos asistido a un cambio en la estructura de propiedad de las principales eléctricas cotizadas, con eléctricas europeas y constructoras españolas rivalizando por el control de un sector estratégico para la economía. Optimización de sus estructuras de balance para las primeras y posicionamiento estratégico en los segmentos del negocio con más crecimiento futuro para las segundas son las causas que subyacen en estas compras. Pensamos que este proceso ha sido la antesala de un movimiento de consolidación europeo que, en última instancia, debería incrementar la competitividad de las empresas y beneficiar al consumidor.

El sector inmobiliario ha sufrido asimismo una reorganización. Destacables son las salidas de las instituciones financieras de alguna de sus filiales más emblemáticas, así como las ventas de inversores tradicionales por motivos, a veces, de sucesión en la gestión. Aunque la representatividad del segmento cotizado sobre el sector inmobiliario total es baja (menos de un 10 por 100, según nuestros cálculos) probablemente los equipos directivos tienen en mente la probable desaceleración del negocio en los próximos ejercicios.

La bipolarización más marcada se ha producido en el sector bancario: los hipotéticos comprados cotizan con primas de más del 30 por 100 respecto ratios medios sectoriales

mientras que los compradores se encuentran cotizando con descuentos en los entornos del 20 por 100. Por ahora, en España sólo se ha confirmado la ambición de los compradores; las presas bancarias siguen su andadura en solitario.

Y por último, las empresas de pequeña y mediana capitalización están en el punto de mira de las sociedades de capital riesgo. Se estima en más de 5 mm € la cantidad disponible para estas compras aunque pensamos que podría ser superior. Objetivos claros de sus adquisiciones: las empresas con bajo apalancamiento financiero, ya que una reestructuración financiera es más rápida y más fácil de implantar que una operativa, que requiere más conocimientos del negocio.

## 6. Conclusiones

La bolsa española ha experimentado una singular apreciación gracias al excelente comportamiento de los resultados empresariales y a los movimientos corporativos.

La situación de valoración actual no es equiparable a la del año 2000. Valga un solo dato: el PER (multiplicador de los beneficios) actual es de 15 veces comparado con las 25 que se observaron en los niveles máximos de 2000 y el mínimo de diez en el año 2002. Este dato nos llevaría a afirmar que, por el momento, no nos encontramos ante un nuevo episodio bursátil especulativo y que, por tanto, lo relevante sería estudiar la solidez y sostenibilidad de los resultados empresariales.

Las empresas españolas se enfrentan a un panorama de luces y sombras en los próximos años.

Las luces emergen de las expectativas macroeconómicas para España y Latinoamérica. El crecimiento económico en España seguirá superando al de los países de su entorno. La evolución de las finanzas públicas y la creación de empleo están siendo los datos más positivos mientras que inflación y sector exterior traen las noticias negativas. Latinoamérica ha dejado de ser un gran riesgo para los beneficios de las empresas españolas para convertirse en una oportunidad de generación de flujos gracias a las reformas estructurales acometidas en la región.

Las sombras proceden del sector inmobiliario español y el movimiento alcista de tipos de interés. En un contexto de suave ralentización del sector inmobiliario español, hasta acomodar oferta y demanda, la destrucción estimada de unos 300.000 empleos debería ser absorbida por otros sectores. Los más elevados tipos de interés penalizarán las cuentas de resultados de las empresas, que han aumentado sustancialmente su apalancamiento tras las inversiones realizadas en los últimos dos ejercicios. La tradicional relación inversa tipos-bolsa, transformada a directa desde aproximadamente 1999, podría volver a observarse si los tipos de interés reales suben de la mano de las expectativas de inflación y no de las rentabilidades reales.

La "prima corporativa" puede representar entre un 6 y un 8 por 100 de la subida global, aunque prima por posible objeto de compra y descuento por ambición de comprador están mezclados en la bolsa española. Probablemente, una estrategia de intentar adelantarse a esos potenciales movimientos corporativos no sea ya muy rentable porque el posible sobreprecio que se pueda pagar por generación de sinergias ya esté incorporado en los actuales niveles de precios.