



knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

12 DE DICIEMBRE DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE BOLSA Y MERCADOS

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

BOLSA Y MERCADOS – DICIEMBRE 2008

A pocos días de cerrar el año, seguimos inmersos en un periodo de altísima volatilidad con las bolsas moviéndose a golpe de rumor o presentimiento. Se suceden las noticias, las medidas y contramedidas, y los mercados parece que han perdido toda referencia: nadie es capaz de encontrar una valoración real de los distintos activos, lo que a su vez vuelve a provocar incrementos en las volatilidades... Y la rueda da una vuelta más ¿De verdad no hay referencias? ¿Seremos capaces de asignar un valor razonable a una acción, bono o divisa? No lo creemos; intuimos que lo que realmente sucede es que nos negamos a dar ese valor, nos aferramos a cualquier motivo que nos haga pensar que las cosas van a ir a mejor... Pero nos tememos que no va a ser así.

La prima de riesgo que se exige hoy a una acción sobre un bono soberano se ha disparado de forma dramática, alcanzando niveles *spread* por encima del 7% en noviembre, cuando la media de los últimos veinte años ha sido del 4,25%. Es decir hoy exigimos rentabilidad vía dividendo de un 9,5% como mínimo. Algo similar sucede con los *spreads* de crédito (*asset swap spreads to government bonds*), en niveles del 5% frente a una media desde 1987 del 1,34%. Al movernos en tipos de interés oficiales próximos a cero, la prima exigida es algo menor, pero el *spread* se mantiene muy por encima de la media de los pasados años. Si además estimamos que las rentabilidades por dividendo van a caer durante el año que empieza, huelga decir que el valor de la acción caerá.

Podemos intentar dar una aproximación sobre cuál debería ser el valor de la prima de riesgo exigida de cara a encontrar un "*fair value*" a una acción. ¿Cómo? Obteniendo de forma implícita el coste de cubrir la volatilidad del valor. Una posición larga en acciones cubierta con posiciones largas en volatilidad nos permitirá compensar pérdidas en caso de caídas significativas en el valor del activo, ya que dicha caída hace aumentar su volatilidad. Por tanto la prima de riesgo exigida a una acción será como mínimo el coste de esta cobertura, de esa compra de volatilidad. Y eso nos lleva a echar a un vistazo al índice VIX, ya mencionado en pasados Informes Know Square de Bolsa y Mercados, para darnos cuenta que aún nos movemos en máximos históricos, 70-80%.

Mientras la volatilidad se mueva en niveles "caros", la prima de riesgo exigida será elevada, o lo que es lo mismo, el precio del activo caerá, sobre todo si aceptamos que las previsiones de resultados, y por tanto de dividendo, son poco optimistas. (Si el dividendo no crece y queremos un "*yield*" (dividendo/precio) elevado, sólo queda bajar el denominador, es decir, el precio de la acción).

Por todo ello, creemos que durante los primeros meses del año las bolsas en general, y la española en particular, sufrirán nuevos recortes... Y así seguirán hasta que se alcance un nivel donde la volatilidad remita. Ese será el valor razonable, y no otro. Es muy importante tener siempre un ojo puesto en índices como el VIX o el VSTOXX. Niveles próximos a la media de los últimos años en volatilidad, serán un signo claro de que las valoraciones de los activos vuelven a ser razonables. Es un buen termómetro. ¿Y cuál es ese nivel? En números, y obviando posibles rebotes importantes en el muy corto plazo, vemos el IBEX-35 bajando a niveles de 5.800 en el medio plazo, DJI en 5.950, S&P en 570, y el cambio Euro/Dólar en 1,17.

Como siempre, y para los más atrevidos, un par de ideas algo exóticas:

1. ETF que repliquen el comportamiento del precio de metales preciosos, existen muchos ligado a la evolución del precio del oro.
2. En divisas jugar corto la moneda china, no sería de extrañar ver una devaluación en el yuan antes de final de año.

Y dos gráficos donde se visualiza lo razonado anteriormente:

Prima de riesgo para las acciones (en azul, escala izquierda) y VSTOXX, volatilidad media del índice Eurostoxx (en naranja, escala a la derecha).



Spread de prima de riesgo para las acciones (ERP) y para los bonos corporativos (BBB) frente a deuda gubernamental

