

No puedes comparar peras con manzanas

Enrique Castellanos. FRM. MFIA. Director de Instituto BME

La semana pasada volví a leer un artículo en un medio económico en el que se volvía a caer en el error de comparar el índice IBEX 35 y el índice DAX alemán. El primero es un índice price, es decir, que descuenta los dividendos y el segundo es un índice total return, es decir, que los incorpora. Dada la gran importancia que tienen los dividendos en los rendimientos de la renta variable en general y en la europea en particular, el error que se comete es grande y proporcional al horizonte temporal utilizado.

Todos los índices tienen dos versiones: con y sin dividendos (total return y price respectivamente). En la inmensa mayoría de los índices, el price, es el índice famoso, el que se publica y sale en todos los medios, mientras que la versión total return, que es la que realmente se utiliza para todas las comparativas, suele permanecer en el anonimato. En esto, el índice DAX es una rareza, y ocurre justo al contrario: el famoso y que se publica es el total return, teniendo que ir a buscar a sitios especializados la versión price.

Lo cierto es que me gusta más utilizar el IBEX con Dividendos, que así se llama la versión total return. Cuando hay que comparar una cartera o un fondo de renta variable nunca hay que caer en el error de comparar cosas que incorporan dividendo y que no lo hacen. No dejen nunca ustedes que alguien les diga que el fondo A tiene X rendimiento y que ha batido al IBEX 35, sencillamente porque está haciendo trampa: tiene que compararse contra el índice que incorpora los dividendos, al igual que lo hace el fondo que incorpora los dividendos. Otra cosa, es que luego ese fondo reparta los dividendos a sus partícipes varias veces al año o los acumule al patrimonio, pero cobrarlos, los cobra.

Cuadro 1. Comparativa IBEX 35 e IBEX 35 con Dividendo. Febrero 2013 - febrero 2023. Fuente: elaboración propia.



Febrero 2023

Cuadro 2. Comparativa DAX (TR) y DAX (PR). Febrero 2013 - febrero 2023. Fuente: elaboración propia.



Como podéis ver en el siguiente cuadro sacado del FactSheet del DAX, el índice DAX incorpora dividendos y entre todas las versiones tenemos también disponible la versión price.

Cuadro 3. Factsheet Dax. Fuente: www.gontigo.com

DAX® FAMILY				
REGIONS	ESG	SIZES	SECTORS	BLUE CHIPS

INDEX DESCRIPTION

DAX® tracks the performance of the 40 largest companies listed on the Regulated Market of Frankfurter Wertpapierbörse (FWB®, the Frankfurt Stock Exchange) that fulfil certain minimum quality and profitability requirements. Constituent selection is based on free float market capitalization.

DAX is primarily calculated as a performance index and is therefore one of the few major country indices that also takes dividend yields into account, thus fully reflecting the actual performance of an investment in the index portfolio.

VERSIONS AND SYMBOLS

DAX®	ISIN	Symbol	Bloomberg	Reuters
EUR Gross Return	DE0008469008	DAX	DAX Index	.GDAXI
EUR Net Return	DE000A1A4D00	DAXN	DAXNR Index	.GDAXIN
EUR Price	DE0008467440	DAXK	DAXK Index	.GDAXIP
USD Gross Return	DE000A1EXLZ4	DAXUSD	DAXUSD Index	.GDAXIUSD
USD Net Return	DE000A1A4D18	DAXNUSD	DAXNRUS Index	.GDAXINUSD
USD Price	DE000A1EXL07	DAXKUSD	DAXKUSD Index	.GDAXIPUSD

COMPOSITION

Como podéis ver en los cuadros superiores, el IBEX 35 con Dividendos ya ha superado (por poco) los niveles preCOVID y estamos en máximos históricos. Para no dejarlo así solo y aún riesgo de parecerles pesado, voy a explicar a continuación cómo se incorporan los dividendos a los índices.

Todos tenemos claro que el día que una acción reparte dividendo, éste se descuenta del precio de la acción (no es exactamente el día que se paga sino el 'ex-dividend date'). Por tanto, si una acción vale 10 y paga un dividendo de 0,25, el día que se descuenta en dividendo pasa a valer 9,75. El precio de las acciones cae. El valor en cartera no cae porque, por otro lado, estamos recibiendo el dividendo.

Febrero 2023

Los índices incorporan acciones de diferentes compañías con una determinada ponderación. Tradicionalmente, esa ponderación depende de la capitalización de la compañía, pero también puede depender de otros factores como la cantidad de dividendo que paga, volatilidad, etc... cada vez hay índices más exóticos, pero los benchmark clásicos como IBEX 35, DAX, S&P500, EUROSTOXX 50, etc... ponderan por capitalización. En el siguiente cuadro 4 podéis observar los primeros valores por ponderación en el IBEX 35.

Cuadro 4. Primeros valores por ponderación del IBEX 35. A cierre del 14 de febrero de 2023.

Fuente: BME.

Valor	# Acciones	Cierre €	Capitalización €	% Ponderación
IBERDROLA	6.446.364.000	10,7500	69.298.413.000,0000	14,11
SANTANDER	16.794.401.584	3,5005	58.788.802.744,7920	11,97
INDITEX	1.869.991.200	28,2900	52.902.051.048,0000	10,77
BBVA	6.030.116.564	6,8750	41.457.051.377,5000	8,44
CAIXABANK	7.502.131.619	3,9990	30.001.024.344,3810	6,11
CELLNEX	706.475.375	38,5000	27.199.301.937,5000	5,54
AMADEUS IT	450.499.205	59,0000	26.579.453.095,0000	5,41
TELEFONICA	5.775.237.554	3,6620	21.148.919.922,7480	4,31
REPSOL	1.327.396.053	15,4250	20.475.084.117,5250	4,17

La suma de todas las capitalizaciones, es la capitalización del IBEX 35. Dicha capitalización se divide por un número que se llama divisor y nos da como resultado el IBEX 35. Por ejemplo, el 14 de febrero de 2023, los datos serían los siguientes:

$$IBEX\ 35 = \frac{\sum_1^{35} Capitalización}{Divisor} = \frac{491.211.939.915,094€}{53.028.048,7225425} = 9.263,2$$

¿Qué le ocurre al IBEX 35 cuando una compañía paga un dividendo? Pues muy sencillo, el precio de la acción cae; si el precio de la acción cae, lo hará también la capitalización del valor (capitalización = precio x nº acciones). Consecuentemente, caerá también la capitalización del IBEX 35 que al estar dividida por el divisor, que es un número fijo, el IBEX 35 caerá. Sí, cuando una acción del IBEX 35 paga un dividendo, el IBEX 35 cae. No será lo mismo si paga Iberdrola, que pesa mucho en el índice, que si paga Unicaja que no pesa tanto, pero cae.

El divisor es una cifra clave, ya que será quien recibirá el impacto de cualquier ajuste que haya en el IBEX 35. Una ampliación de capital, una reducción de capital, una incorporación y consecuente salida de otra compañía, etc. alterará la capitalización del índice, pero el índice tiene que valer lo mismo. Cuando se hace el ajuste (hecho corporativo) se hace con el mercado cerrado, cambiará la capitalización y se alterará a propósito también el divisor para que la relación entre ambas magnitudes sea la misma y el IBEX 35 tenga exactamente el mismo precio.

Febrero 2023

El IBEX 35 no se ajusta por dividendos ordinarios, aunque sí lo hace por dividendos extraordinarios. Lo que hacen las versiones total return, es un ajuste en el divisor también por dividendos ordinarios, de tal manera que no caiga la cotización de índice, es decir, es como si los dividendos se reinvirtieran en el propio índice.

La bolsa española es una de las bolsas con una rentabilidad por dividendo más alta del mundo, y por tanto uno de los atractivos del selectivo español. No se olviden de incluir los dividendos cuando quieran hablar de rentabilidad de un mercado y tengan en cuenta siempre estos índices con dividendos a la hora de comparar inversión.