¿POR CUANTO TIEMPO SEGUIRÁN SUBIENDO LAS BOLSAS?

Guillermo de la Dehesa

Vicepresidente del CEPR (Centre for Economic Policy Research) de Londres

El precio de las acciones tiende a reflejar, en todo momento, la relación actual y futura entre el rendimiento del capital empleado y el coste del capital. A menor rendimiento esperado de la inversión se está dispuesto a pagar menos por el capital y viceversa, a menor coste del capital se está dispuesto a invertir más. La diferencia entre uno y otro, es decir, el llamado "diferencial o margen del capital" y la percepción del mercado sobre su tendencia futura determinan, a su vez, la valoración de las empresas y el precio de las acciones, es decir, la relación entre el valor de mercado del capital de la empresa y su valor en libros, lo que se llama, en la jerga financiera, el "múltiplo del capital".

Históricamente, ha habido una relación muy positiva y estrecha entre el "diferencial del capital" y el "múltiplo del capital". El primero explica, casi siempre, la mayor parte de la valoración de la acción. A mayor "diferencial" o "margen", mayor "valoración" o "múltiplo". La evolución del diferencial en los últimos años explica el boom bursátil de estos dos últimos años. Desde 1995 el "diferencial global" se ha ensanchado hasta niveles desconocidos en los últimos 25 años y, en consecuencia, el "múltiplo" del capital y, por tanto, el precio de las acciones ha aumentado extraordinariamente, como se indica en el gráfico nº 1, llegando a su máximo en Julio de 1.998.

La caída persistente y generalizada en el rendimiento de los bonos en los últimos años y la fuerte corrección en el precio de las acciones entre Agosto y Octubre debería de haber reducido el coste del capital, ensanchado el "diferencial" y, por tanto, aumentado el "múltiplo" del valor. Sin embargo el múltiplo se deterioró pasando de 2,5 veces a 2,2 veces. Desde mediados de Octubre hasta hoy, el múltiplo se ha recuperado y los precios de las acciones vuelven a estar a niveles superiores a los históricos.

¿Qué va a pasar en el futuro? La caída en el coste del capital demuestra que los inversores esperan una economía global mucho más débil. Esto va a tener implicaciones sobre el rendimiento del capital, la sostenibilidad del diferencial y, en definitiva, el múltiplo del valor que los inversores están dispuestos a pagar.

El "rendimiento del capital", se define como el beneficio operativo neto después de impuestos dividido por el

capital empleado, es decir, el valor en libros de la suma de la deuda y del capital de la empresa. Dicho rendimiento depende de los "márgenes", es decir, de dicho beneficio operativo neto dividido por las ventas, y de la rotación del capital o "turnover", es decir, de las ventas divididas por el capital empleado.

Los "márgenes" suben y bajan con las fases del ciclo económico, cuando la economía opera con altos niveles de capacidad utilizada los márgenes tienden a ser altos y viceversa. Como el crecimiento de la OCDE se por el efecto de la crisis en muchos países emergentes espera que se reduzca y, por tanto, se reduzca la capacidad utilizada, o, lo que es lo mismo, se aumente el diferencial entre el crecimiento actual y el potencial (output gap), lo lógico es que los márgenes tiendan a bajar.

La rotación del capital también se va a ver afectada negativamente por un menor crecimiento económico y una inflación más baja, ya que las ventas se reducirán. La suma de ambas tendencias tendería a reducir el rendimiento del capital.

Por otro lado, el segundo determinante del precio, el "coste del capital", es decir, la suma de la deuda y el capital, depende, a su vez, del rendimiento de los bonos y de la prima de riesgo de las acciones.

Los rendimientos de los bonos han estado cayendo hasta hace poco, por un lado, por una política monetaria más laxa por parte de los bancos centrales y, por otro, por un fuerte traspaso de la inversión en renta variable a renta fija y, recientemente, a la renta fija con menor riesgo. La caída en el rendimiento de los bonos ha supuesto, asimismo, una caída de su rendimiento real, es decir, que su rendimiento nominal ha caído más rápido que la inflación. Como las expectativas de un mantenimiento o incluso ligera caída de la inflación siguen siendo muy elevadas, esto significa que el rendimiento real de los bonos tenderá a reducirse aún más en los próximos meses, aunque, de momento, se esta mitigando y en algunos casos recuperando por el retorno de la inversión desde la renta fija a la variable.

La prima de riesgo de las acciones, aparte de la percepción psicológica de los inversores, que ha sido un factor muy importante en esta crisis, depende, a su vez, de la inflación y de la fase del ciclo. Aunque la prima de riesgo de las acciones es una variable real está también afectada por la inflación. Existe mucho debate sobre este punto, pero, en general, cuando la inflación es más baja, la prima de riesgo tiende a ser menor ya que los inversores no esperan que los bancos centrales suban los tipos de interés y provoquen un cambio en la fase del ciclo, y por tanto, se sienten más confortables descontando beneficios futuros durante un mayor plazo.

La fase del ciclo también afecta a la prima de riesgo. A mayor crecimiento y menor "output gap" mayor prima de riesgo, porque, aunque en principio, debería beneficiar a las acciones ya que aumenta el rendimiento del capital a corto plazo, sin embargo, también aumenta la preocupación del inversor sobre los beneficios futuros, como está ocurriendo en la actualidad.

El conjunto de estos factores hace que, en este momento, el diferencial o margen global medio del capital se sitúe ligeramente por debajo de los 400 puntos básicos, que sigue siendo muy elevado en términos históricos, por lo que, es muy probable, que, en un par de años, vuelva a caer a niveles más normales de unos 200 puntos básicos. Sin embargo, la compresión del diferencial no ha afectado todavía a las valoraciones actuales ya que los inversores estaban subvalorando dicho diferencial. Es decir, los inversores habían descontado ya en el precio de las accciones una fuerte reducción futura de los beneficios de las empresas que, al menos en Europa, no estaba avalada, totalmente, por las previsiones económicas. De ahí que cuando la fase de miedo y luego pánico, que se desarrolló durante Septiembre y principios de Octubre se ha superado, la prima de riesgo se ha reducido y se han recuperado rápidamente las cotizaciones bursátiles.

Ahora bien, conviene hacer una distinción entre los países de la OCDE de acuerdo con el gráfico número 2. Aquellos que están en una fase más avanzada del ciclo (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Holanda, Suiza), tienen un mayor diferencial y un mayor múltiplo, por lo que deberían reducirlos en los próximos meses con lo que habrá una corrección bursátil. Hoy los precios de las acciones Estados Unidos están a más de 22 veces beneficios, nivel récord en la reciente historia, que no se podrá mantener por mucho tiempo más. Por otro lado, los países que están aún en una fase más atrasada del ciclo como Francia, Japón y Alemania con diferenciales y múltiplos más bajos podrían mejorar todavía sus niveles de precios de las acciones en los próximos meses.

España se encuentra, de alguna manera, en medio de ambos grupos de países. Su margen o diferencial de capital esta en alrededor de 350 puntos básicos y su valoración o múltiplo en 1,7 veces. Ahora bien, el diferencial español actual requeriría un múltiplo más elevado, ya que está por encima de la recta de regresión, por lo que una esperada caída de dicho diferencial no debería afectar en menor medida a las valoraciones actuales y, hasta que dicho diferencial ceda, las cotizaciones de las acciones deberían de mantenerse o subir en los próximos meses.

Las tres recientes intervenciones del Consejo de la Reserva Federal Americana reduciendo los tipos de interés y las de algunos países europeos como España, en su proceso de

convergencia de tipos para igualar los alemanes y franceses, están teniendo un efecto muy positivo en las bolsas, ya que, de un lado, reducen el coste del capital y del endeudamiento de las empresas y, de otro, tiende a reducir la prima de riesgo y aumentar la rentabilidad futura de la inversión. De seguir este proceso de reducción de tipos, las bolsas europeas podrían continuar recuperándose, al menos durante unos meses.

En resumen, en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, la corrección debería darse mucho antes que en Europa Continental y que en España, aunque, indudablemente, si dicha caída es brusca, tendrá un efecto contagio negativo sobre las cotizaciones de las bolsas europeas, que, es de esperar, sea sólo temporal.