

Visítalo en: <http://www.labolsa.com/canales/588/>

¿ESTÁ LA BOLSA CARA O BARATA?

LaBolsa.com

19 de abril de 2002

El pasado mes de octubre escribimos un artículo hablando del "Earnings Yield Gap" como herramienta para valorar si la bolsa cotiza cara o barata, o lo que es lo mismo comentando un método para tratar de fijar una valoración "justa" de la bolsa y calcular "precios objetivos" para por ejemplo el Ibex35.

La idea era comparar la rentabilidad que ofrece la renta fija con la que cabe esperar de las empresas cotizadas en bolsa de acuerdo con los beneficios que generan: en la medida en que una de las dos alternativas ofrezca una mayor rentabilidad, podemos tender a pensar que se encuentra infravalorada y que su cotización debe subir (o bien que la otra está sobrevalorada y debe caer).

Entonces comentábamos cómo, obviamente, este método no es ninguna panacea y distintas visiones de la comparación entre bolsa y renta fija pueden resultar en valoraciones completamente distintas; por ejemplo, teniendo en cuenta las tres visiones que comentábamos entonces y con datos actualizados a día de hoy, los resultados serían los siguientes:

Visión Optimista

La "visión optimista" de que hablábamos entonces considera que la renta fija a largo plazo debe ofrecer una rentabilidad superior en un 1,5% a la que representan los beneficios empresariales sobre las cotizaciones de las acciones.

Teniendo en cuenta que actualmente los analistas esperan un beneficio medido en términos de puntos del Ibex para 2002 de 436,6 (es decir, que los beneficios de las empresas del Ibex 35 representan un 5,19% de sus cotizaciones), y aplicando los cálculos comentados entonces, **el objetivo para el Ibex 35 sería de 11.340 puntos** (cerca de un 35% por encima de los niveles actuales).

Visión de Alan Greenspan

En los términos en que comentamos en nuestro primer artículo la visión de Alan Greenspan (inventada para tratar de detectar "burbujas especulativas") el cálculo del **valor razonable del Ibex 35 quedaría en los 8.160 puntos**, que es el resultado de dividir el BPA del Ibex 35 (436,6) entre la rentabilidad del bono a 10 años (aproximadamente 5,35%).

Sin embargo en aquel artículo comentábamos que Greenspan se basa en estimaciones de EBITDA (beneficio sin tener en cuenta gastos como los intereses o los impuestos), cifra que normalmente es muy superior a la de "beneficio por acción"; como nosotros no contamos con estimaciones de EBITDA, estábamos infravalorando en nuestro cálculo la valoración del Ibex 35 según este método.

Para hacerse una idea podemos fijarnos en el hecho de que por ejemplo en 2001 el EBITDA del conjunto de las empresas cotizadas en la bolsa española era de aproximadamente 2,6 veces el beneficio neto de estas mismas empresas. Si extrapoláramos esta proporción a futuro podríamos decir que el EBITDA esperable para 2002 del Ibex sería de 1.135 puntos ($2,6 \cdot 436,6$), y con ello la visión de Greenspan nos dejaría un **espectacular precio objetivo para el Ibex de 21.217 puntos** (es decir, un potencial al alza de la bolsa española del 150%).

Visión de Ed Yardeni

Con la visión que comentamos en el artículo de Octubre de Ed Yardeni, no calculábamos un potencial para el Ibex 35. En su lugar llegábamos a una estimación de, dadas las cotizaciones actuales, cuánto está esperando el mercado que crezcan a futuro los beneficios empresariales. Con los datos de hoy podríamos fijar este porcentaje en el 1,58%.

La cifra refleja un mayor optimismo inversor que el que existía entonces, aunque también es cierto que parimos de una cifra estimada de beneficios inferior a la de entonces (las previsiones se ha hecho más realistas).

¿Qué conclusiones podemos sacar de estos cálculos?

Una primera conclusión evidente sería que este tipo de métodos permiten jugar mucho con los números y que con ello **no dejan llegar a afirmaciones contundentes**. De hecho en definitiva cualquier conclusión depende fundamentalmente de en cuánto estimemos la "prima de riesgo del mercado", que no es otra cosa que la diferencia que esperemos a futuro entre la rentabilidad de la bolsa y de la renta fija.

Y aunque el tema de la prima de riesgo es objeto de innumerables discusiones entre los expertos, un aspecto más o menos consensuado es que **cada persona tiene su propia prima de riesgo** (dependiendo de sus circunstancias y carácter demandará a la inversión en bolsa una mayor o menor rentabilidad en comparación con la inversión sin riesgo). En definitiva para evaluar si la bolsa está cara o barata un inversor debería cuantificar su propia prima de riesgo.

En este sentido puede ser interesante recordar las puntualizaciones que hacíamos en nuestro primer artículo sobre la utilización del bono a 10 años como rentabilidad esperada en la renta fija y el hecho de que la inversión en bolsa ofrece protección contra la inflación. Sin tener en cuenta estas puntualizaciones sería razonable pensar que la prima negativa del 1,5% que asumimos en la "visión optimista" está totalmente fuera de lugar, pero si observamos los cálculos desde otro punto de vista quizá no lo veamos de la misma manera.

Por ejemplo, intentemos utilizar para nuestra comparación "bolsa - renta fija" un verdadero tipo de interés sin riesgo: en España (o la Zona Euro) podríamos hablar del tipo oficial del B.C.E. (que por ser un tipo a muy corto plazo tiene un riesgo prácticamente despreciable), que hoy se sitúa en el 3,25%. Tengamos en cuenta además que la inflación "objetivo" en Europa es del 2%, con lo que el tipo de interés real que obtendríamos sería del 1,25%.

Ahora estimemos cuánto de más le pedimos a la inversión en bolsa para compensarnos por el mayor riesgo asumido frente a la alternativa de obtener una rentabilidad segura del 1,25%. Suponiendo por ejemplo que un 3% nos parece razonable, el método del Earnings Yield Gap nos daría un objetivo para el Ibex 35 de 10.272 puntos ($436,6 / 0,0425$). En la visión optimista que comentamos anteriormente, estaríamos asumiendo una prima de riesgo positiva del 2,6%, una cifra que parece menos chocante que la prima de riesgo negativa del 1,5% si hablamos de comparación con la renta fija a largo plazo.

Con todos estos razonamientos extraer la conclusión de que la bolsa ofrece un tremendo potencial alcista es asumible pero obviamente muy subjetiva; quizá lo que sí parece más claro, siguiendo la visión que de esos métodos utiliza Greenspan, es que **actualmente la bolsa española no se encuentra en una burbuja especulativa**, una aparente perogrullada que resulta importante a la hora de pensar en tomar una posición de inversión a largo plazo

Además, si esta modesta conclusión nos parece de poca utilidad, también podemos plantearnos el modelo no para identificar niveles objetivos de una bolsa sino para comparar, por ejemplo, **la situación de distintas bolsas mundiales**. Sin llegar a saber cual de ellas se encuentra infravalorada o sobrevalorada, podemos concluir **cuáles cotizan relativamente más baratas** o cuáles presentan mayor potencial alcista. En concreto nosotros hemos realizado los cálculos para varios índices europeos y americanos, y en la siguiente tabla presentamos los datos de rentabilidad del bono a 10 años en cada uno y beneficio por acción (en términos de puntos de cada índice) estimado para 2002; cada índice aparece ordenado según la

infravaloración que presenta con estos datos (la bolsa más atractiva sería ahora mismo la inglesa, la menos interesante la alemana):

País	Índice	Rentabilidad Bono 10 años	BPA 2002
Reino Unido	Ftse 100	5,24%	296,7
Francia	CAC 40	5,26%	245,5
España	Ibex 35	5,35%	436,6
EE.UU.	S&P 500	5,19%	52,6
Italia	MIB 30	5,44%	1.609,2
EE.UU.	Dow Jones	5,19%	453,7
Alemania	DAX	5,20%	204,2

.....