



¿Bolsa, paisaje después de la caída?

Artículo publicado en Expansión  
23 de enero de 2008

De todos los informes que he leído en los últimos dos días sobre la caída de la bolsa, veo entre la comunidad financiera un cierto consenso sobre que la bolsa está barata. Desde luego, es tentador para quien tiene por oficio prever el comportamiento de los mercados recomendar comprar bolsa tras una caída de los mercados del 20-25%, según el índice que se mire. La historia demuestra que esas caídas han indicado momentos de entrada interesantes, con retornos a un año muy por encima del doble dígito. Excepción hecha del pinchazo puntocom, que tardó dos años y medio en desinflarse.

Centraré el presente comentario en la valoración del mercado de renta variable en Estados Unidos. Por un lado, porque parece ser el epicentro y origen del terremoto bursátil al que asistimos. Por otro, es el mercado con más datos históricos para poder contrastar contra la historia esta caída. Y ante una corrección de la magnitud de la actual, se impone un poco de perspectiva histórica.

Decía que los analistas coinciden en que la bolsa está barata. El PER de la bolsa no ha estado tan barato desde 1995. El S&P 500 cotiza a 12.6 veces el beneficio esperado para 2008 por los analistas de las compañías que componen el índice.

De todas formas, mi medida favorita de la valoración de los mercados es el llamado Earnings yield gap (EYG). Sin ser muy precisa la definición, el EYG pretende recoger cuál es la diferencia entre el retorno esperado de la bolsa y el que ofrece la renta fija. Puesto en números,  $EYG = \text{Beneficios esperados en los siguientes 12 meses} / \text{Precio del índice Rentabilidad del bono a 10 años}$ . Y es mi favorita porque es simple, porque puedo compararla con el pasado sin la distorsión del efecto de los tipos de interés en la valoración de la bolsa y porque puedo hacer mis propias estimaciones de beneficios.

De nuevo, la bolsa está, según esta medida, más barata que nunca. Más incluso que en octubre de 2002, el anterior pico del EYG, y que dio inicio a un ciclo alcista bien conocido.

La pega es que el consenso bottom up de analistas (optimistas compulsivos) está esperando para 2008 un incremento de beneficios de un 15%. Si los beneficios, en vez de crecer un 15%, caen un 15%, el PER se iría a 16 veces y el Earnings yield gap se iría a 2,5. Seguiríamos en un territorio que podríamos llamar de valoración razonable, pero no se trataría de una valoración irresistiblemente atractiva.

Desgraciadamente, los beneficios de las empresas sí pueden caer un 15%. Ya lo hicieron en las últimas dos recesiones. En concreto, cayeron un 15% en 1991 y un 25% en 2001. Creo que las caídas de las bolsas reflejan que los gestores de fondos (que no contribuyen a esos consensos de beneficios) pusieron en precio su expectativa de una recesión en USA y una caída de beneficios de ese orden (15-20%).

Para un inversor a largo plazo, el que finales de enero de 2008 sea un buen momento de comprar bolsa -como opino- a pesar de asistir a una recesión dependerá, por lo menos, de tres factores fundamentales: a) que la crisis crediticia se solucione, b) que las economías emergentes prosigan su marcha de crecimiento y c) que en Europa y USA no entremos en un ciclo estructuralmente inflacionista. En definitiva, que esta recesión no sea diferente de los catarros económicos que hemos padecido, que históricamente han durado 4-6 trimestres en curarse sin afectar a la capacidad de las empresas a largo plazo de seguir ganando dinero.

De momento, lo que estamos viendo es que el coste de la deuda para las empresas no ha subido, pero sigue escaseando la cantidad de crédito al que las empresas están teniendo acceso. Y sin financiación bancaria, la economía es como un coche sin gasolina. Por otro lado, la caída de las bolsas emergentes (en línea con las de los mercados occidentales) y los mercados de commodities sugieren que las economías emergentes se constipan con sus colegas occidentales (aunque sensiblemente menos que antes). Lo cual probablemente aliviará -algo bueno tenía que tener todo esto- las tensiones inflacionistas que hemos visto a finales de 2007.

Y una recomendación final, válida siempre en épocas de crisis bursátiles. Si va a comprar bolsa, compre acciones que tengan una rentabilidad por dividendo alta, con un dividendo sostenible.

Javier Aguirreamalloa es profesor del IESE

Web de Expansión