

CRISIS BURSÁTIL: CAUSAS Y PERSPECTIVAS

Alfonso García Mora y Myriam Nogales(*)

1. Introducción

La tendencia bajista de los mercados de acciones que se iniciara hace más de 30 meses ha provocado un cambio significativo tanto en las decisiones de inversión de los agentes económicos como en los modelos de valoración utilizados para calcular el valor intrínseco de las acciones. En este artículo, tratamos de identificar cuáles han sido las causas fundamentales que han propiciado la depreciación bursátil más prolongada de las últimas décadas, así como el impacto que ha tenido sobre los modelos de valoración, concluyendo con nuestras perspectivas para próximos trimestres.

En primer lugar, identificamos los factores macroeconómicos que propiciaron la desaceleración y la posterior recesión de la economía estadounidense. A esta desaceleración del ciclo macroeconómico y el consiguiente impacto en las expectativas de beneficios, se unió una situación microeconómica caracterizada por el elevado apalancamiento y las dudas generadas acerca de las prácticas contables seguidas por las empresas, que es analizado en el siguiente apartado. Por último, tratamos de analizar cuál puede ser el futuro de los mercados de renta variable, aproximándonos para ello a los modelos de valoración relativa. Concluimos afirmando que si bien es cierto que el mercado europeo se encuentra infravalorado con respecto a sus fundamentos, asumiendo un escenario no recesivo, la clave se encuentra en la situación de los índices estadounidenses —que presentan todavía una ligera sobrevaloración—, y en la prima de riesgo exigida por los inversores a los mercados bursátiles, cuyo incremento se debe precisamente a los factores que han provocado las cesiones de los últimos dos años.

2. Causas de la crisis bursátil

El *boom* tecnológico de finales de los no-

venta cambió la forma de entender el comportamiento de la renta variable. La entrada de compañías sin beneficios pero con elevadas expectativas en los principales índices bursátiles, y el aumento de pequeños inversores, que comenzaron a realizar inversiones en compañías de alto riesgo, provocó una burbuja que no sólo se ha corregido totalmente, sino que ha situado a los principales índices europeos en niveles de 1997. Incluso, como reflejo del cambio de escenario, la sociedad gestora de la bolsa de Frankfurt decidía recientemente cerrar los índices Neuer Markt(1) (nuevas tecnologías).

A la inexistencia de precedentes a la hora de valorar empresas dedicadas a nuevas tecnologías (cuya gran mayoría no obtenía beneficios), se unieron los desincentivos por parte de analistas y directivos de hacer estas valoraciones más realistas. Los primeros, marcados por un "prestigio", reflejado en la cotización de la acción, que supuestamente había que mantener, y, los segundos, por propio beneficio, como por ejemplo mediante la utilización de remuneraciones basadas en opciones sobre acciones. Como consecuencia de ello, surgiría un doble problema: el sesgo alcista introducido en las expectativas de los agentes, cuyas previsiones se situaban muy por encima de niveles racionalmente estimables, y la incertidumbre introducida en los beneficios empresariales, mediante la utilización de prácticas contables de dudosa validez.

Pero no toda la culpa de las cesiones se puede achacar a la burbuja de las nuevas tecnologías. Si bien es cierto que las ganancias situaron los multiplicadores en niveles que resultaban imposibles de justificar con los fundamentos existentes, la situación económica respaldaba parte de este movimiento. En efecto, si asumimos que los agentes económicos son menos adversos al riesgo cuando el crecimiento económico es mayor, debido a que su bienestar está determinado por su consumo

relativo (con respecto a niveles anteriores, más que por su nivel absoluto, como indican Campbell y Cochrane (1999)), la prima de riesgo exigida a los mercados de acciones frente al tipo de interés libre de riesgo disminuye, con el consiguiente efecto sobre los precios (gráfico 1).

Desde que en marzo de 2000 la renta variable alcanzase sus máximos históricos, varios factores han propiciado las cesiones: la desaceleración económica, que por primera vez en muchas décadas afecta a las tres principales economías del mundo, las dudas acerca de la validez de los resultados empresariales, y determinados factores exógenos que se han ido repitiendo a lo largo de los últimos dos años (atentado del 11 de septiembre, crisis argentina, brasileña, conflicto con Irak). Factores todos ellos que han tenido como denominador común un incremento significativo de la aversión al riesgo de los agentes.

a) Desaceleración del ciclo económico.

Desde el año 1996 hasta 2000, la economía estadounidense creció a un ritmo superior al 4 por 100 interanual. Si este crecimiento resultaba extraordinaria e históricamente elevado, más significativo aún fue la evolución por componentes: la inversión en bienes de equipo y software creció desde 1993 a 2000 a ritmos superiores al 10 por 100 interanual. No cabe duda de que gran parte de este crecimiento se debió al círculo virtuoso constituido por los elevados

crecimientos de productividad que los nuevos procesos productivos introducían. Como consecuencia de ello, el mercado laboral se situó en niveles históricos, en línea con la tasa natural del desempleo (NAIRU), alimentando la sostenibilidad del consumo privado. Además, y en contra de lo sucedido en otros episodios, la elevada productividad limitaba las presiones inflacionistas (gráfico 2).

Lo que en un principio supuso un círculo virtuoso comenzó a mostrar síntomas de debilidad a comienzos del año 2000. El tensionamiento de la política monetaria en EE.UU., el incremento del precio del petróleo y la imposibilidad de mantener ritmos de crecimiento de la demanda en los niveles esperados, comenzaron a lastrar la rentabilidad del capital invertido. Todo ello en un escenario en el que la utilización de la capacidad productiva se había situado en niveles muy reducidos. Esta situación se tradujo en una desaceleración de los ritmos de inversión, ante la capacidad ociosa existente en aquella economía, con el consiguiente impacto sobre la producción industrial y el mercado de trabajo, comenzando de esta forma el clásico ciclo de caída en los beneficios empresariales que afectaría tanto a la evolución de la actividad productiva como a las cotizaciones de mercado de las compañías.

A esta situación caracterizada por un periodo en el que la "sobre inversión" creó una capacidad ociosa importante, se unieron dos fac-

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (Base 100: 1 de enero 1997)

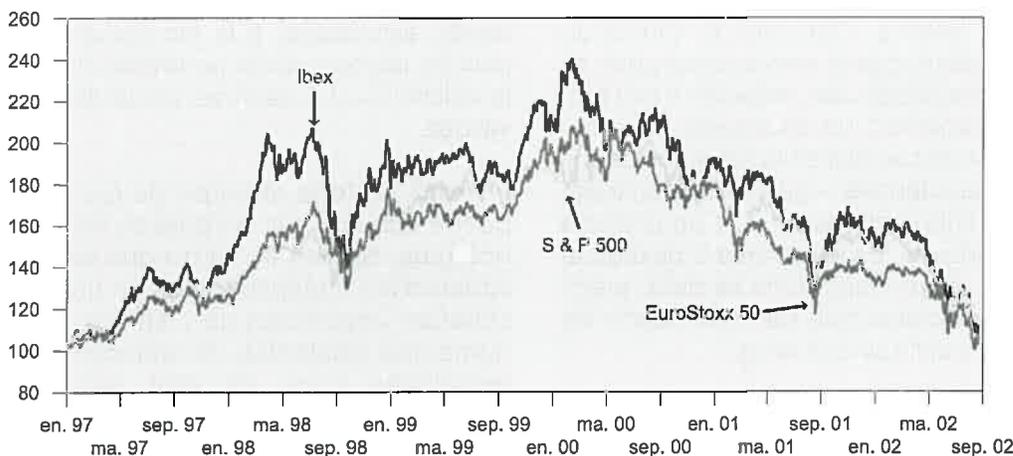
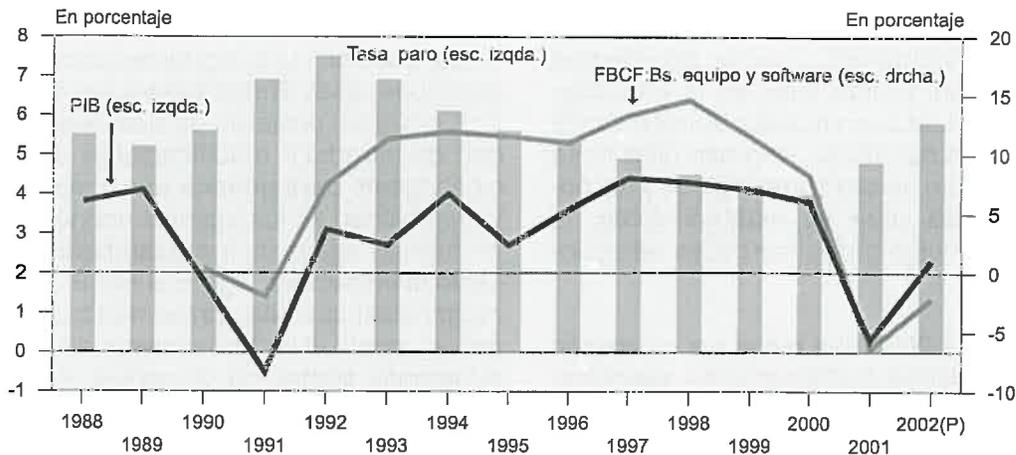


GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL PARO, PIB E INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO Y SOFTWARE



tores adicionales que confluían en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Por un lado, las propias caídas bursátiles crearon un círculo vicioso en las decisiones de inversión. La aversión al riesgo de los agentes aumentaba al hilo de las cesiones, produciendo un efecto cascada. A su vez, el impacto sobre la riqueza de las familias comenzó a tener su efecto en una economía en la que los inversores minoristas habían multiplicado el porcentaje de ahorro localizado en acciones bursátiles(2). Por otro, la desaceleración del ciclo comenzó a presionar el mercado laboral, poniendo en tela de juicio el riesgo de mantener tasas de ahorro negativas en situaciones de ciclo bajista. En definitiva, elementos que han ido lastrando la confianza de los consumidores, determinando tanto las decisiones de consumo de las familias como la localización de los recursos generados.

Sin embargo, no cabe ser excesivamente agorero de cara al futuro. Si bien es cierto que todavía existe un exceso de capacidad que seguirá lastrando las decisiones de inversión, y con ello los beneficios empresariales, la situación estructural de la economía estadounidense es una de las más favorables de las últimas décadas, lo que permite esperar una recuperación lenta de esta economía. Incluso podríamos concluir que el pinchazo actual permitirá un saneamiento de un ciclo que, si bien es cierto estaba basado en un cambio estructural histórico (no cabe concluir que los beneficios del cambio en

los procesos de producción han sido olvidados), las expectativas puestas en las bondades del mismo eran desorbitadas.

b) Factores microeconómicos: beneficios y apalancamiento.

A esta desaceleración del escenario macroeconómico y el consiguiente impacto en las expectativas de beneficios, se unió una situación microeconómica caracterizada por el elevado apalancamiento y las dudas generadas acerca de las prácticas contables seguidas por las empresas. Las políticas agresivas que se adoptaron con la finalidad de incrementar los beneficios y justificar cotizaciones superiores en momentos de bonanza, comenzaron a tener un impacto perverso sobre la propia cotización. Junto a ello, la estructura de relaciones entre los diferentes agentes del sector comenzó a mostrar ciertos elementos de debilidad. En primer lugar, en los bancos de inversión, la interrelación entre el analista y la empresa analizada sesgaba las recomendaciones realizadas por aquéllos. En segundo lugar, la interrelación ente auditor y consultor introducía ciertas dudas acerca de la confianza generada por los informes de auditoría, claves para las recomendaciones de los analistas. En tercer lugar, las políticas financieras de las empresas se encontraban en gran medida sesgadas por los intereses de los directivos. Por último, la regulación establecida por los órganos estadounidenses no parecía introducir respuestas a estos problemas, al

menos de forma inmediata. En definitiva, elementos que confluían y afectaban directamente a la confianza de los inversores, incrementando las primas de riesgo exigidas para invertir en los mercados de renta variable.

Entre estos elementos, a pesar del impacto que todos hayan podido tener en la evolución de la prima de riesgo, en nuestra opinión son la evolución de los beneficios empresariales tanto a lo largo del ciclo alcista como bajista, y las políticas adoptadas para su mantenimiento, la clave en la evolución de los mercados de acciones.

En marzo de 2000, las ratios de valoración mostraban registros históricamente elevados, que impedían, con crecimientos de beneficios en línea con la evolución histórica, justificar ganancias adicionales. Únicamente tasas de crecimiento significativamente superiores permitían anticipar nuevos incrementos en las cotizaciones. A este "necesidad" se unía la propia relación principal-agente entre los analistas y los directivos de las compañías, donde las previsiones del mercado dirigían las estrategias empresariales en lugar de la relación contraria, en un escenario en el que nadie quería defraudar. Como argumentan Fuller y Jensen (2002), las estimaciones realizadas por los analistas, condicionadas por el optimismo generalizado del mercado, presionaban en cierta medida a los dirigentes de las compañías, que intentaban cumplir las previsiones, en un comportamiento irracional pero que, en aquellos momentos, introducía ventajas tanto para los empresarios como para los analistas. Para los primeros, en un escenario de ganancias constantes de productividad y optimismo acerca de la evolución del ciclo, las tasas de crecimiento se convirtieron en normales. Junto a ello, los dirigentes obtenían importantes incentivos (vía opciones sobre acciones) para mantener los precios elevados. En el segundo caso, la propia fama de los analistas y el riesgo a ir en contra de la tendencia del mercado provocaban el efecto perverso en sus recomendaciones. En definitiva, elementos todos ellos que potenciaron el mantenimiento de tasas de crecimiento de los beneficios en niveles desorbitados.

Precisamente, las dudosas prácticas contables llevadas a cabo por las empresas introdujeron ciertas dudas en la validez de los beneficios utilizados, surgiendo diferentes modelos alternativos que trataban de eliminar dichos efectos.

Según Bernstein (2002), entre 1989 y 2000 los beneficios económicos crecieron un 39 por 100, mientras que los beneficios operativos (los utilizados comúnmente por el consenso del mercado) lo hicieron en un 84 por 100(3).

La reacción institucional tampoco se hizo esperar. Los casos Enron, Worldcom, Global Crossing o Nortel, pusieron de manifiesto la necesidad de introducir modificaciones en la regulación vigente para generar una mayor confianza y credibilidad en los agentes económicos y evitar nuevos casos de irregularidades contables. Tanto la entrada en vigor del FASB 142 para homogeneizar los datos presentados por las compañías, como el endurecimiento de las medidas adoptadas contra los dirigentes empresariales que realicen u oculten irregularidades en las cuentas, pretenden paliar parte de este problema. Con la primera medida, se pretende homogeneizar y facilitar la comparación de resultados empresariales de los distintos sectores. Anteriormente a su introducción, se producían importantes discrepancias, en tanto que las compañías tecnológicas no llevaban a cabo la correspondiente amortización del fondo de comercio (o su publicación), debido a su elevada magnitud y el consiguiente efecto negativo en sus resultados. Para homogeneizar la publicación de resultados, el órgano estadounidense encargado de regular el mercado bursátil, la SEC (US Securities and Exchange Comision) acordó que todas las compañías deben presentar sus resultados "pro-forma", es decir, sin tener en cuenta la amortización del fondo de comercio. En el segundo caso, la SEC obligó el pasado 14 de agosto a los CEOs y CFOs de las 947 compañías que facturan más de 1.200 millones de dólares a reafirmar las cuentas de sus compañías bajo juramento.

Pero más allá de la validez o no de los beneficios utilizados por el consenso del mercado, a las desorbitadas tasas de crecimiento descontadas (y estimadas) se unían los esfuerzos de inversión que habían llevado a cabo la mayor parte de las empresas y que situaron sus ratios de apalancamiento en niveles extraordinariamente elevados(4). Las subidas de tipos de interés y la desaceleración del ciclo (caracterizado por una UCP en mínimos) provocaron un crecimiento importante de los costes financieros, afectando de forma negativa a los beneficios empresariales. En 2001 el número de bajadas de *rating* fue cuatro veces superior a las revisiones al alza. De hecho,

tras cinco trimestres consecutivos de disminución en la tasa de crecimiento, no fue hasta el segundo trimestre de este ejercicio cuando las empresas comenzaron a presentar tasas de crecimiento interanuales positivas, aunque inferiores al 2 por 100.

No obstante, las dudas para los próximos meses siguen siendo elevadas (desde enero se ha producido una disminución de las expectativas para 2002 desde el 18 por 100 al 2 por 100). Por un lado, la debilidad de la demanda seguirá condicionando la evolución de los, hasta ahora, debilitados ingresos, situación que seguirá presionando los márgenes empresariales a pesar de las reducciones de costes llevadas a cabo. En segundo lugar, la senda de precios de producción en EE.UU. continúa poniendo de manifiesto la escasa capacidad para fijar precios que están teniendo las empresas en el contexto actual de debilidad de la demanda.

3. Perspectivas: una revisión de los modelos de valoración relativa

A pesar de la tendencia alcista de los mercados bursátiles y de las crecientes tasas de productividad, el 3 de diciembre de 1996, los profesores Campbell y Shiller testificaban ante la Reserva Federal, poniendo de manifiesto la sobrevaloración de los índices bursátiles y la necesidad de que se produjera una reversión a la media (Campbell y Shiller, 2001). Si durante el *boom* tecnológico se puso en duda la validez de estos modelos tradicionales de valoración(5), la fuerte corrección exhibida desde marzo de 2000 ha vuelto a dar validez a unos modelos que ponían de manifiesto que, si bien es posible que se produzca una inconsistencia temporal, las cotizaciones bursátiles dependen de las expectativas de beneficios, los tipos de interés y la prima de riesgo exigida por los inversores, siendo lógico esperar una reversión a la media. Contemplamos tres modelos diferentes para analizar el grado de sobre o infravaloración de los mercados de renta variable.

En primer lugar, analizamos la situación del PER (relación entre precio y beneficios) con respecto a la media de los últimos años, asumiendo un horizonte temporal suficientemente amplio como para tener en cuenta diferentes ciclos económico y, por tanto, bursátiles. La reversión a la media de los modelos de valoración ha sido uno de los temas más analizados en los úl-

timos años (Carlson, Pelz y Wohar, 2002), debido al impacto que la transformación de la actividad productiva y, en definitiva, de la composición de los índices pueda provocar, haciendo poco relevante la media histórica. Para paliar el sesgo que este factor pudiera introducir en la valoración, contemplamos el mismo análisis con respecto a la media móvil, en lugar de la media simple. La finalidad es recoger un posible cambio estructural acaecido en los últimos años (cambio de composición de los índices bursátiles, con un aumento significativo del peso de sectores TMT), otorgando un mayor peso al periodo temporal más cercano a la actualidad (gráficos 3 y 4).

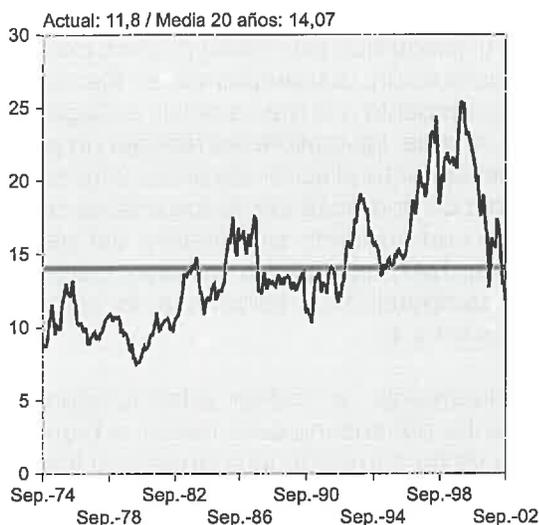
Actualmente, el índice estadounidense se encuentra por encima de la media, si bien el europeo ya ha corregido la sobrevaloración de finales de los noventa, por lo que cabe esperar un aumento del PER en próximos meses.

Lógicamente, el ajuste del PER actual a su media histórica en Europa ex UK podría producirse bien por un incremento del precio o por una caída adicional de los beneficios esperados. De hecho únicamente una situación de recesión y consiguiente caída de los beneficios en porcentajes superiores al 25 por 100 permitiría una reversión a la media sin incremento en el precio. En nuestra opinión, existe un escaso recorrido para que se produzcan nuevas correcciones en el denominador (actualmente se estima un crecimiento del 4 por 100 en 2002). No obstante, cabe destacar que a pesar de la bondad de estos modelos en la valoración a medio-largo plazo, históricamente hemos asistido a largos periodos de desviación respecto a los niveles de equilibrio, tanto al alza como a la baja.

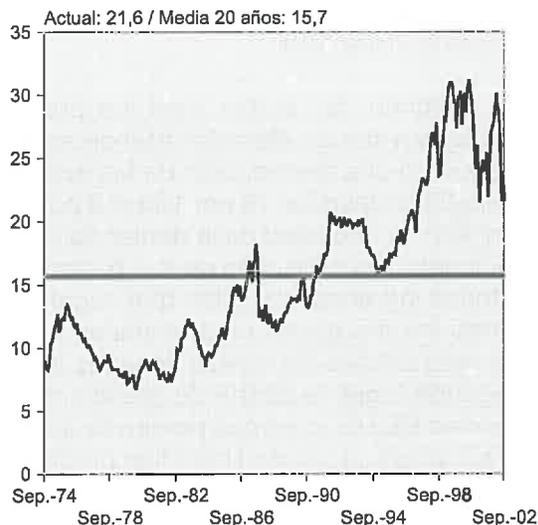
Sin embargo, la utilización del PER en su definición más sencilla no permite contemplar el efecto causado por uno de los principales elementos definitorios de las valoraciones bursátiles: la prima de riesgo. Para ello, partimos del modelo de Gordon con crecimiento de dividendos constante, estableciendo como determinantes del precio el beneficio durante el ejercicio en curso (EPS_0), el *payout*, el coste de capital (r) y el crecimiento de los beneficios (g).

$$P_0 = \frac{DPS}{(r - g)} = \frac{EPS_0 \times Payout \times (1 + g)}{(r - g)}$$

**GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL PER EUROPA EX UK**



**GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL PER EN EE.UU.**



de tal forma que,

$$PER = \frac{Payout \times (1 + g)}{(r - g)}$$

P: Precio.

DPS: Dividendo por acción.

EPS₀: Beneficio por acción.

Payout: Porcentaje de beneficios repartido en dividendos (*DPS/EPS*).

r: Coste del capital. Siendo $r = R_f + \beta (R_{mundo} - R_f)$.

g: Tasa de crecimiento constante de los dividendos.

Por lo que, asumiendo un *payout* del 100 por 100, reflejando *g* como el crecimiento histórico y estimando *r* a partir del CAPM (la beta se calcula sobre el índice mundial), podemos establecer una relación directa entre el PER, la prima de riesgo y el crecimiento implícito de los beneficios. Si asumimos que el crecimiento de los beneficios a largo plazo no varía de forma significativa (es igual al crecimiento potencial más la inflación tendencial), la prima de riesgo permitiría analizar la aversión al riesgo de los agentes.

Es precisamente este factor el que, a nuestro

juicio, está determinando actualmente la evolución del mercado. La existencia de importantes focos de riesgo exógenos en el mercado (crisis en Brasil, inestabilidad geopolítica en Irak), así como las dudas acerca de la recuperación del ciclo y los problemas contables, han incrementado de forma importante la prima de riesgo exigida por los agentes económicos. Si bien es cierto que podríamos asistir a nuevas modificaciones en las estimaciones de crecimiento de beneficios, que no cabe duda justificarían cesiones adicionales, no parece ser éste el factor determinante de la situación actual.

El modelo de Gordon, en su versión econométrica, nos permite establecer la desviación existente entre el PER actual al que cotiza un determinado índice bursátil y el PER estimado (ratio con la que debería cotizar) en función de los fundamentos existentes. Estimación que realizamos a partir de la siguiente ecuación:

$$PER = \alpha_0 + \alpha_1 ctoBPA_{FY2} + \alpha_2 TIR10a + \alpha_3 beta + \alpha_4 inflación$$

Siendo,

PER: Ratio entre precio y beneficios.

TIR10a: Rentabilidad del bono a 10 años.

Beta: Beta del índice frente al índice de mercado mundial.

OBRA SOCIOCULTURAL

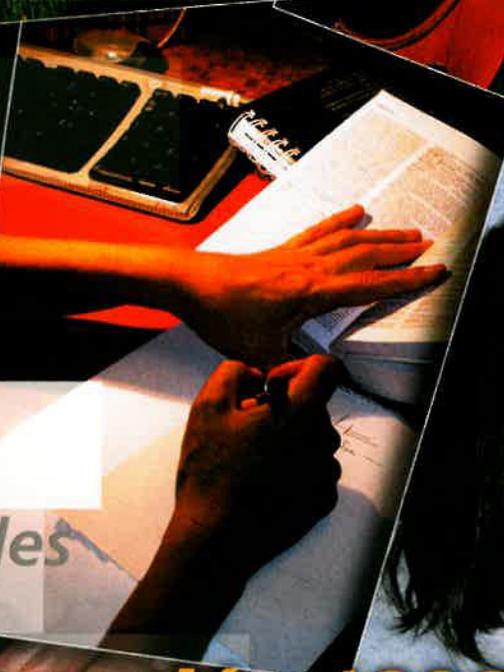
patrimonio



cultura



educación



deporte



obras
asistenciales



inversión 1996-2002
74 millones €

Director y Autor: B&B&C 2002



CAJA DE EXTREMADURA

OBRA SOCIOCULTURAL

CajaSur en línea@



Navega por tu cuenta



www.cajasur.es



CajaSur

Inflación: Inflación general.

CtoBPA: Crecimiento del beneficio por acción en los próximos dos años.

Los resultados de la regresión aplicada al mercado europeo(6) ponen de manifiesto el desajuste existente actualmente entre el PER al que debería estar cotizando el índice y al que realmente cotiza (35 por 100 de infravaloración). Este resultado es especialmente relevante si tenemos en cuenta que el coeficiente de determinación es del 85 por 100, habiéndose producido desviaciones con respecto a lo estimado (más una desviación típica) únicamente en dos ocasiones: durante la sobrevaloración de finales de 1999 y principios de 2000 y en la crisis de otoño de 1998.

De igual forma, si utilizamos el modelo de la Reserva Federal o *Earning Yield/Bond Yield*(7), que compara el atractivo de los mercados de acciones con respecto a los bonos, utilizando para ello la rentabilidad relativa de ambos mercados, el resultado muestra una clara infravaloración no ya sólo del mercado europeo sino también del estadounidense, reflejando la elevada relajación de los tipos de interés a 10 años que se ha producido en las dos economías (gráficos 5 y 6).

Por último, tradicionalmente, la rentabilidad

por dividendo (dividendo dividido por precio) ha sido otra de las ratios comúnmente utilizada por los analistas en la valoración relativa de los mercados. Sin embargo, el peso cada vez mayor de los sectores de crecimiento y la dependencia que esta ratio tiene de las políticas financieras corporativas(8), han provocado una utilización cada vez menor frente al PER. No obstante, en situaciones como la actual, vuelve a cobrar importancia. La elevadísima incertidumbre existente acerca de la utilización de los beneficios presentados por las compañías nos lleva a recurrir a la rentabilidad por dividendo como medida más "real" de la situación del mercado de acciones. De hecho, la rentabilidad por dividendo, en términos históricos ha permitido predecir con un pequeño margen de error la evolución a largo plazo de los índices(9).

Como puede apreciarse en los gráficos 7 y 8, la situación del mercado europeo también es positiva en términos de rentabilidad por dividendo, mientras que en el caso del mercado estadounidense el nivel actual se encuentra significativamente por debajo de su media histórica.

4. Conclusiones

Que los niveles en los que cotizan actualmente los índices bursátiles europeos son históricamente bajos es una afirmación difícilmente

GRÁFICO 5
EARNING YIELD/BOND YIELD EN EUROPA
EX UK

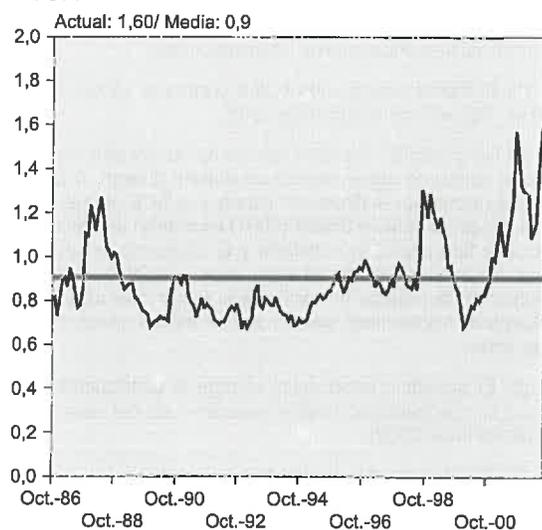


GRÁFICO 6
EARNING YIELD/BOND YIELD EN EE.UU.

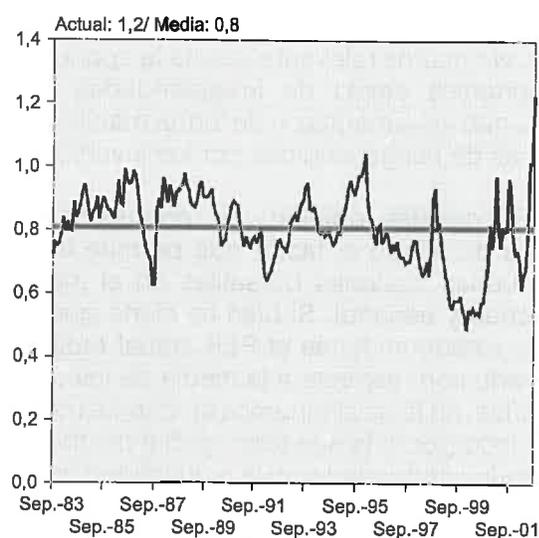
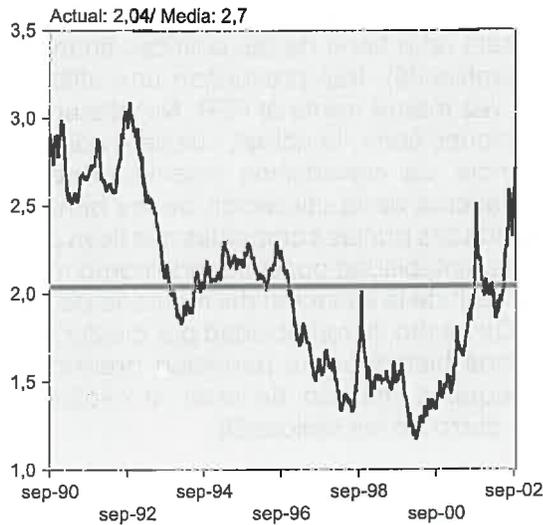


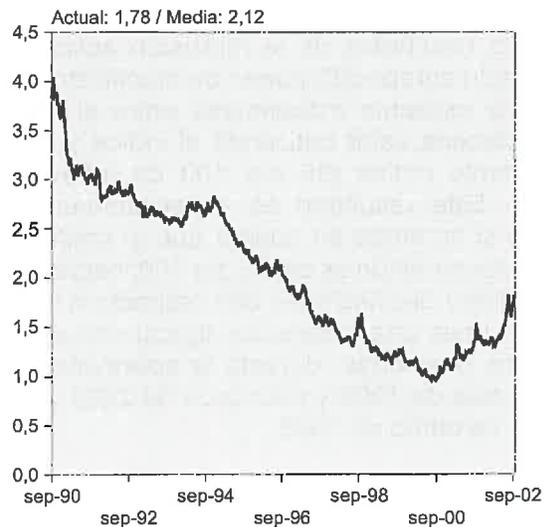
GRÁFICO 7
RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN EUROPA
EX UK



rebatible. Las cesiones desde marzo de 2002 han sido superiores al 50 por 100 en la mayoría de índices bursátiles, tanto europeos como estadounidenses o japoneses. Sin embargo, gran parte de estas cesiones cabe justificarlas en la elevadísima sobrevaloración que durante muchos años han mantenido los mercados de acciones, alentados por diferentes motivos: cambios estructurales en las economías, modificaciones en las pautas de consumo de los inversores, etc. Sin embargo, la desaceleración del ciclo económico y el elevado apalancamiento de las empresas redujeron de forma manifiesta las decisiones de inversión, afectando de esta forma a las expectativas de flujos de caja futuro y, por tanto, a las cotizaciones bursátiles. No menos relevante resulta la aparición de importantes casos de irregularidades contables, que incrementaron de forma manifiesta las primas de riesgo exigidas por los inversores.

En nuestra opinión, es precisamente la prima de riesgo el factor que permite explicar las fuertes cesiones bursátiles en el mercado europeo y español. Si bien es cierto que en el caso estadounidense el PER actual todavía es elevado con respecto a la media de los últimos 25 años, no lo es si tenemos en cuenta modelos que incorporan la situación global del mercado (introduciendo por tanto la rentabilidad de los tipos de interés a 10 años). Por tanto, parece sensato pensar en una recuperación paulatina de los mercados bursátiles a lo largo de los próxi-

GRÁFICO 8
RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN EE.UU.



mos meses, si bien, a corto plazo, el conflicto con Irak y la situación brasileña seguirán condicionado la evolución del mercado. Únicamente una profundización de la recesión económica, con el consiguiente impacto en los beneficios, y la aparición de nuevos choques exógenos, o al menos no previstos, permitirían justificar depreciaciones adicionales a largo plazo.

NOTAS

(*) Analistas Financieros Internacionales.

(1) El índice alcanzó los 9.259 puntos el 10 de marzo de 2000 vs. 320 el 2 de octubre de 2002.

(2) No obstante, el efecto directo de las cesiones bursátiles sobre el consumo sigue siendo un debate abierto. A pesar del hincapié hecho por la Reserva Federal y el BCE en sus comunicados, Case, Quigley y Shiller (2001) examinan la relación entre la riqueza financiera, inmobiliaria y el consumo privado en 14 países durante los últimos 25 años, concluyendo que son las variaciones en la riqueza inmobiliaria el factor que más afecta al consumo de las familias, siendo débil el efecto de los mercados de acciones.

(3) El beneficio económico recoge la distribución de dividendos a los accionistas más la variación neta del valor contable real (Nordhaus, 2002).

(4) En el caso del sector telecomunicaciones en el Área Euro, las licencias de tercera generación (UMTS) provocaron un incremento de los niveles de endeudamiento soportado por las empresas muy significativo. La ratio deuda sobre Ebitda alcanzó ratios superiores a cinco.

(5) Los mayores precios que están dispuestos a pagar los agentes económicos ante una expectativa de crecimiento futuro elevada, junto con el efecto que una mayor popularización de los mercados bursátiles pueda tener en los precios, fueron algunas de las ideas que respaldaban la poca validez que las ratios de valoración tradicionales pueden tener en la valoración de estos mercados. Junto a ello, una caída constante de la inflación también puede justificar mayores precios, debido al impacto que la tendencia de los precios puede tener sobre las curvas de tipos de interés. De igual forma, conviene recordar el efecto causado por el impacto de la mejora del ciclo económico en la aversión al riesgo de los agentes y la consiguiente prima de riesgo exigida por éstos a los mercados de renta variable.

(6) La regresión se realiza con datos del MSCI Europe ex UK desde enero 1990 hasta octubre 2002, siendo la $R^2 = 0,85$

(7) En el caso de la renta variable utilizamos el *Earning Yield*, o inversa del PER, mientras que en el mercado de bonos (*Bond Yield*) introducimos la TIR del bono a diez años.

(8) Por ejemplo, durante los últimos años se ha producido un incremento significativo de la recompra de acciones frente al pago de dividendos, que favorece a los accionistas, tanto a los que decidan vender como a aquellos que no lo hagan, en cuyo caso los dividendos futuros se dividirán por un número menor de acciones.

(9) En el estudio realizado por Campbell y Shiller (2001), la rentabilidad por dividendo tiene un elevado componente predictivo acerca de la variación del precio de un índice. La R^2 de la regresión realizada con datos del mercado estadounidense desde 1871 hasta 2000 es de 0,63. Si bien es cierto que esta ratio tiene

un escaso poder predictivo en el corto plazo, siendo 10 años el horizonte contemplado por los autores como significativo.

BIBLIOGRAFÍA

- Bernstein, P.L. (2002): "The Trouble with Earnings", *Economics and Portfolio Strategy*, Peter L. Bernstein Inc., September 1st.
- Campbell, J. y Shiller, R. (2001): "Valuation Ratios and the Long-run Stock Market Outlook: An Update", *NBER Working Paper*, 8221, Abril.
- Campbell, J. y Cochrane, J. (1999): "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", *Journal of Political Economy*, 107, Abril.
- Carlson, J., Pelz y E., Wohar, M. (2002): "Will Valuation Ratios Revert to Historical Means?", *The Journal of Portfolio Management*, Summer.
- Case, K., Quigley, J. y Shiller, R. (2002): "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *NBER Working Paper*, 8606, November.
- Fuller, J. y Jensen, M. (2002): "Just Say no to Wall Street: Putting a Stop to Earnings Game", *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter.
- Nordhaus, W.D. (2002): "The Mildest Recession: Output, Profits and Stock Prices as the US Emerges from de 2001 Recession", *NBER Working Paper*, 8938, Mayo.