

La Bolsa: esa desconocida

Miguel Córdoba*

1. Introducción

En 1894, el siempre genial Mark Twain escribía en su obra "The Tragedy of Pudd'nhead Wilson", la siguiente reseña: "Octubre es uno de esos meses particularmente peligrosos para especular en la Bolsa. Los otros son julio, enero, septiembre, abril, noviembre, mayo, marzo, junio, diciembre, agosto y febrero". Probablemente, Twain no sabía casi nada de bolsa, salvo que se puede perder mucho dinero, pero si en el siglo XIX ya era del dominio público el riesgo que se asume cuando se opera en bolsa, no se acaba de entender el porqué en el siglo XXI, muchos inversores y expertos bursátiles cayeron en esa ilusión financiera (si así podemos llamarla) que hubo a finales de la década de los noventa y principios de la década actual.

La bolsa no es un fenómeno previsible en términos científicos, puesto que depende de las circunstancias existentes en cada momento, de los acontecimientos políticos o económicos, de las diferentes situaciones de conflicto, de cómo se "explican" dichas situaciones a los inversores, del grado de liquidez que hay en cada momento, del coste de oportunidad de inversiones alternativas, de la política monetaria de los países y, por tanto, del nivel de los tipos de interés, del deseo de determinadas entidades de comprar otras pagando un sobreprecio y, en suma, del sentimiento positivo o negativo que puedan tener los inversores hacia determinados valores, países o a la bolsa en general.

Los famosos "precios objetivo" de los analistas son magnitudes que nada tienen que ver con la cotización, ya

* Profesor Agregado de Economía Financiera. Universidad San Pablo-CEU.

que una cosa es "valor" y otra "precio", y pocas cosas hay más irracionales que el precio de un valor en bolsa. Hace relativamente poco tiempo Endesa cotizaba a 18 € por acción y los analistas decían que el precio objetivo era 20 €. Sin embargo, unos meses después el precio era el doble, 40 €. Simplemente, ha habido empresas que han decidido comprar un activo estratégico.

Otro planteamiento más que dudoso es la de las "rayas", o lo que algunos llaman análisis "técnico". La hipótesis de que lo que ha ocurrido en el pasado implica lo que va a ocurrir en el futuro es una afirmación tan antigua como inverosímil. Hace dos meses estábamos tocando los 15.000 puntos de Ibex y todas las rayas apuntaban hacia arriba. Un mes después estábamos en los 13.500 puntos y el sentimiento era de miedo ante la expectativa de un desplome general de los mercados, debido al colapso de algunas empresas hipotecarias americanas. ¿Dónde estaban las rayas que apuntaban esta tendencia? En el momento de escribir estas líneas estamos otra vez en 15.000 puntos y yo sinceramente no sé si cuando los lectores lean este artículo estará por encima o por debajo de dicho nivel. Pero lo más importante es que los "analistas" tampoco y las "rayas" mucho menos.

Y es que la bolsa es un fenómeno psicosociológico que depende de múltiples factores, muchos de ellos no controlables, que llevan los precios de las acciones hacia arriba o hacia abajo sin que las empresas en cuestión hayan presentado una cuenta de resultados muy diferente de un año a otro y sin que el entorno se haya modificado significativamente. Intentaremos justificar tanto esta afirmación como la asunción de nuestra impotencia en materia de predicción de las cotizaciones futuras de los valores bursátiles.

2. Algunos antecedentes

No hay nada mejor que la Historia para que podamos realizar una primera aproximación a lo que influye o puede influir en las cotizaciones bursátiles. Como veremos a continuación, determinados eventos son capaces de alterar muy significativamente las cotizaciones bursátiles, mucho más que las cuentas de resultados o las “tendencias” temporales.

El índice Dow Jones (DJ), creado el 26 de mayo de 1896 por **Charles Dow** (1851-1902), es probablemente el mejor indicador histórico mundial del sentimiento positivo o negativo que han tenido y tienen las bolsas de valores. Si observamos su evolución, y los principales acontecimientos que han afectado a las sucesivas oscilaciones, podemos tener una primera aproximación a este curioso fenómeno llamado bolsa.

El hundimiento del “Maine” en 1898 desató la guerra entre españoles y americanos por el dominio de Cuba, guerra corta donde las haya, en la que sólo compitieron el orgullo español y la potente marina de los Estados Unidos, y que se saldó con una de las mayores crisis en la historia de España. Sin embargo, en Estados Unidos, y usando una de las primeras campañas de moderno marketing político, el inefable Teddy Roosevelt se puso “imaginariamente” a lomos de caballos desbocados en pos de la gloria en la Colina de San Juan, y el orgullo y honor patriótico americano hicieron subir el índice DJ de 45 a 75 (+67 por 100) en tan solo un año.

Poco duró la alegría, y el asesinato del presidente William McKinley en 1901, seguido por uno de los primeros pánicos bursátiles, llevó en 1903 al DJ otra vez a los niveles de 1898. Sin embargo, noticias significativas como el Tratado del Canal de Panamá, el vuelo de los hermanos Wright, que abría las posibilidades de desarrollo de la industria aeronáutica, o el inicio de la industria cinematográfica, provocaron un *rally* de subida de cotizaciones que llevaron el DJ a superar el valor 100 a principios de 1906 (+100 por 100 en dos años).

Cuando comenzó la “Gran Guerra”, la bolsa cerró durante cuatro meses y medio, y cuando reabrió sus puertas, el DJ había bajado hasta 55. No obstante, y como Woodrow Wilson decidió no meter a Estados Unidos en la conflagración, automáticamente la bolsa comenzó a subir y ya había recuperado máximos (110) en 1916. Pero a lo largo de 1917, Estados Unidos decidió entrar en guerra y se produjo la revolución bolchevique en Rusia, y como es bien sabido, a la bolsa no le sientan precisamente bien las guerras y las revoluciones. La bolsa regresó a los niveles de soporte, a la banda del índice entre 60 y 70.

La “Gran Guerra” finalizó, y comenzaron los “felices años veinte”. La bolsa subió en 1919, marcando un nuevo máximo histórico del DJ en 120. Sin embargo, la legislación americana empezó a aliarse contra la bolsa. En 1920 se instauró la “Ley Seca” y se concedió el sufragio a las mujeres; es posible que la primera noticia supusiera una disminución de negocio y de dinero, y por ello sentara mal a la bolsa, pero lo de la segunda noticia demuestra como algunos perfiles sociológicos pueden tener efectos inesperados. El caso es que en 1921 el índice estaba otra vez en 70 puntos, el mismo nivel que había alcanzado en 1898, o, lo que es lo mismo, veintitrés años perdidos de creación de valor.

Pero 1921 fue también el inicio de un *rally* alcista, denominado *bull market*, que culminaría en la explosión de la primera gran “burbuja” especulativa que han conocido las bolsas. En 1921 comenzó la producción en masa de la radio, que cambiaría el modelo de comunicación en el mundo occidental; en 1927 se realizaría la primera demostración pública de lo que con el tiempo se llamaría televisión; en 1928 se iniciaría la producción de películas en color; todo se inventaba en América. La industria americana parecía capaz de producir cualquier cosa y, sobre todo, de venderla a todo el mundo. En particular, la industria automovilística, capitaneada por Ford y General Motors, producía coches de forma masiva y cualquier americano que se preciara tenía una ilusión: poseer un automóvil fabricado en América. Había que comprar acciones de empresas americanas; se estaba invirtiendo en el futuro. Y la bolsa subió y subió, con máximos anuales sucesivos, año a año, hasta llegar el índice Dow Jones a 200 a principios de 1928, y a 300 a finales del mismo año. Día tras día, un amplio y creciente número de americanos habían dejado claro que creían firmemente en el *bull market*, y en la máxima de que “lo que sube no tiene por qué bajar”.

Cuentan los cronistas de la época que un limpiabotas le dio un consejo a Joe Kennedy, patriarca de la saga, mientras le limpiaba los zapatos: “compre petróleo y ferrocarriles, que se van a poner por las nubes; me lo ha dicho un tipo que está en el secreto”. Kennedy le dijo esa misma noche a su mujer Rose que un mercado en el que cualquiera podía jugar, y un limpiabotas predecir, no era mercado para Joe Kennedy. El controvertido magnate, que había obtenido unos beneficios realmente escandalosos, jugando en bolsa de manera permanente durante siete años, se había dado cuenta de que la “burbuja” estaba a punto de explotar y decidió, contra todo consejo y opinión de los “analistas”, la liquidación de su cartera de acciones y la salida de bolsa a principios del año 1929.

Y el lunes 28 de octubre de 1929 llegó por fin. Se negociaron más de nueve millones de acciones y se produjo la hasta entonces más grande caída de cotizaciones en un solo día de toda la historia de la bolsa, un 13 por 100 en el índice

Dow Jones. El martes 29 fue más negro que el lunes. Los "pizarreros" no daban abasto a escribir el aluvión de cotizaciones bajistas que había. Casi todos los 751 *trusts* de inversión existentes quedaron virtualmente aniquilados. Se vendieron más de dieciséis millones de acciones, con una pérdida de diez mil millones de dólares. En los días siguientes se llegaría a acumular una pérdida de 50.000 millones de dólares.

La Bolsa de Nueva York permaneció cerrada a la contratación desde el jueves 31 de octubre hasta el lunes siguiente, 4 de noviembre. Las bajadas continuaron durante el mandato del presidente Herbert Hoover, llegando al mínimo de 41,22 puntos a mediados de 1932. El índice había regresado a sus orígenes de 1896, dando por perdidos 38 años de creación de valor bursátil, lo cual no ha ocurrido en ninguna otra ocasión en la historia bursátil.

Con la llegada de Roosevelt, la bolsa recuperó algo de confianza, volviendo a superar el índice DJ los 100 puntos apenas tres meses después de que se hiciera cargo del poder. A partir de entonces, la bolsa creció sostenidamente hasta llegar cerca de los 200 puntos en 1937, año en el que se inició otra racha bajista, que volvió a llevar el índice a 150 puntos, nivel en el que estaba la bolsa cuando se inició la Segunda Guerra Mundial en 1939. En cualquier caso, la década de los años treinta fue uno de los períodos de mayor volatilidad de toda la historia de la bolsa. Los valores estaban sin tendencia, y bajaban y subían casi por azar, sin que hubiera ningún fundamento para ello. Diez de las mayores alzas históricas en términos porcentuales que se han dado en el índice DJ, se produjeron durante esta época.

La toma de París por el ejército nazi supuso una importante caída en el índice DJ, que bajó hasta los 120 puntos. El ataque a Pearl Harbor inició una segunda caída que le hizo perder los 100 puntos. Pero la entrada de Estados Unidos en la guerra inició un proceso alcista que se aceleró con el desembarco de Normandía (recuperó los 150 puntos), y sobre todo con la bomba de Hiroshima y la rendición de Japón (recuperó los 200 puntos).

Con estos antecedentes, y este nuevo orden mundial, se volvieron a desarrollar las bolsas de comercio en los países occidentales. En Estados Unidos, la continua petición de productos manufacturados y bienes de inversión por parte de una Europa en reconstrucción hizo que, sin apenas costes, los americanos pudieran transformar su industria de guerra en otra de paz, con nuevas maquinarias y una demanda asegurada. Con este panorama de bonanza económica y ausencia de incertidumbre, las cotizaciones bursátiles volaron hacia arriba a lo largo de los años cincuenta y los americanos unieron a un nivel cercano al pleno empleo una creciente fuente de plusvalías procedentes de la continua revalorización de sus inversiones bursátiles.

Baste decir que el índice Dow Jones, que había cerrado el año 1944 con un nivel de 152,32, llegó en 1959 a 679,36 (+ 346 por 100), lo que suponía un incremento medio anual del 10,5 por 100 en dicho período. Evidentemente, la época de la posguerra resultó realmente muy lucrativa para los inversores americanos, que creyeron que su *american dream* iba a ser eterno.

Tras la década de los sesenta, en la que se produjo un fuerte ascenso de las cotizaciones, las bolsas sufrieron mucho durante los años setenta, no sólo en lo relativo a la fuerte volatilidad, sino en lo que respecta a la creación de valor, que fue casi nulo, pasando el DJ de 800 puntos en 1969 a 839 en 1979.

En los años ochenta comenzó lo que podríamos denominar la "primera oleada especulativa" después de la guerra. Desde el verano de 1982 hasta el otoño de 1987, la bolsa no paró de subir y subir. La ingeniería financiera hizo su aparición y productos cada vez más sofisticados basados en la combinación de riesgos de interés, de cambio y de crédito, fueron adueñándose del mercado.

Se retomaron los 1.200 puntos a principios de 1985, llegando el 8 de enero de 1987 a superar los 2.000 en el índice Dow Jones. Y si alguien pensaba que una subida del 33 por 100 en un año era suficiente para que la bolsa se serenara, estaba equivocado. La bolsa seguía subiendo, marcando un máximo más otro. Los inversores seguían apalancándose, tomando crédito del mercado para seguir invirtiendo y creando un gráfico de evolución bursátil casi idéntico en el período 1985-1987 al que sesenta años atrás se había producido entre 1927-1929.

En el mes de octubre de 1987, se produjo la mayor bajada de la historia de la bolsa, que cayó casi 1.000 puntos en dos meses. Solamente en un día, el fatídico 19 de octubre, el índice Dow Jones bajó 508 puntos, casi un 23 por 100, lo que constituye el peor día de toda la historia bursátil. En torno a los 1.750 puntos la bolsa paró de bajar en jornadas de gran volatilidad y nerviosismo; el espectro de la crisis del 29 planeaba en las mentes de los inversores y ninguno se atrevía a definir cual era el verdadero soporte de la bolsa. Pero cuando entró el año 1988, y la economía no daba síntomas de recesión, los temores se disiparon y la bolsa volvió a subir, recuperando máximos en el último trimestre de 1989.

El crack de 1987 se produjo durante doce meses, en los que la bolsa partió del nivel de los 1.750 puntos para regresar al mismo nivel. Se puede especular todo lo que se quiera con las causas del mismo, pero realmente fue un movimiento alcista no justificado con crecimiento exponencial, que se desinfló de la misma forma en la que se

había inflado. No había recesión, no había grandes problemas internacionales, no había guerras; simplemente subió y luego bajó lo subido, para continuar la senda ascendente en los años siguientes, hasta llegar a la siguiente ola especulativa en los años noventa.

Durante la guerra del Golfo, el índice DJ disminuyó un 20 por 100, en línea con lo habitual para este tipo de situaciones, pero cuando George Bush decidió definitivamente invadir por tierra Irak y liberar Kuwait, la bolsa cambió de signo llegando al nivel de 3.000 puntos el 17 de abril de 1991.

Después de la caída de la URSS en diciembre de 1991, la bolsa inició definitivamente una carrera alcista que duraría ocho años, y que llevaría al índice DJ a niveles impensables hace quince años. El nivel de 11.000 puntos se alcanzó el tres de mayo de 1999, finalizando en enero del año 2000 un movimiento alcista que había durado 107 meses consecutivos.

Una de las causas de esta incomprensible subida fue el denominado "modelo de creación de valor para el accionista", que se había puesto muy de moda tanto en América como en Europa. Durante la década de los noventa, los gerentes de bastantes empresas consideraron que su principal misión como primeros ejecutivos de una compañía era remunerar al accionista, y no con dividendos como se hacía tradicionalmente, sino con incremento de cotización bursátil. En la presentación del modelo olvidaban decir que ellos tenían grandes paquetes de *stock options*, u opciones sobre acciones de la compañía, y que cuanto más subiera la cotización bursátil más ricos serían ellos mismos.

Como las opciones no recibían dividendos, dejaron de pagarlos y se dedicaron a hacer cualquier operación financiera que pudiera subir el valor de las acciones. A partir del momento en el que se adoptaba este modelo, había que conseguir que las acciones subieran hasta la estratosfera. Había que buscar valor donde fuera, y aunque no existiera o fuera dudoso, venderlo con apariencia de que sí existía, mediante la reordenación de activos que se utilizaban para configurar nuevas compañías a las que se dotaba de un nombre atractivo y se las sacaba a bolsa con informes maravillosos de futuro, elaborados por analistas "afines".

La salida a bolsa de una filial producía un incremento automático de valor de la matriz ya cotizada en bolsa, puesto que vendía por 100 lo que tenía contabilizado en libros por 10 y la cuenta de resultados crecía geométricamente, sin que los analistas le dieran mucha importancia a la cascada de resultados y al hecho de que una parte cada vez más significativa de los beneficios provenía de plusvalías no recurrentes.

En paralelo, y durante la segunda mitad de los noventa, la creación de empresas de Internet había sido continua, y dado que se trataba en su mayor parte de proyectos que perdían dinero, no eran admitidas a cotización en la Bolsa de Nueva York, por lo que su destino era el mercado Nasdaq, que durante varios años había tenido subidas espectaculares y su índice del Nuevo Mercado crecimientos superiores a los del Dow Jones.

En el primer trimestre del año 2000 la invasión de las "punto.com" llegó a su fin y la burbuja explotó; desde el máximo de enero, el índice Dow Jones se vino abajo en casi dos mil puntos, cerrando febrero por debajo de los 10.000. Los inversores se dieron cuenta de que aquello era algo más que un catarro, puesto que empresas tradicionales habían sido víctimas del espejismo y habían invertido hasta lo que no tenían en nuevas tecnologías.

Y mientras el mundo asistía a la caída de la bolsa en los años 2000 y 2001, un grupo de fundamentalistas islámicos hizo estrellar dos aviones contra las Torres Gemelas, profundizando todavía más en el sentimiento negativo de los inversores. Pero no debemos dejarnos engañar por los que buscan causas ajenas a las meramente económicas para aquella pérdida de valor bursátil, puesto que cuatro meses después del atentado del 11 de septiembre de 2001, la bolsa ya había recuperado el nivel previo al atentado y, sin embargo, a lo largo del año 2002 la bolsa continuó bajando y bajando, a golpe de escándalos financieros, provocados por ejecutivos sin escrúpulos que llevaron sus empresas a la quiebra, con contabilidades falseadas, inversiones inexistentes y, en algunos casos, apropiaciones indebidas bendecidas por auditores comprados.

La bolsa se recuperó a partir del año 2004, después de una gran sangría entre los inversores que, sin embargo, no acabaron de entender el porqué de lo ocurrido. Pero lo verdaderamente importante no es lo ocurrido hace siete años; lo que nos interesa en su globalidad es lo que ha estado afectando a las cotizaciones bursátiles en el último siglo. Hemos podido comprobar que fenómenos políticos, económicos, militares e incluso sociales son capaces de modificar significativamente las cotizaciones de las empresas en bolsa, probablemente al margen de su gestión.

La primera conclusión que podemos sacar de los antecedentes comentados es que, desde un punto de vista empírico, la bolsa no responde a pautas o tendencias. Sube o baja en función de multitud de hechos que son susceptibles de afectar a las cotizaciones, individual o colectivamente. Por ejemplo, el hundimiento del Titanic en 1912 o el asesinato de Kennedy en 1963 supusieron una rápida subida de la bolsa en los días siguientes. Es difícil saber si los hechos pueden estar correlacionados, pero la realidad es la que es.

Y es más, podemos afirmar que, desde 1995 hasta el año 2000, cualquier persona podía decir que era un experto en inversiones, porque bastaba con invertir en bolsa para que al año siguiente se hubiera ganado un 20 o un 30 por 100. Se podía coger a ese pobre chimpancé al que obligan los redactores de las revistas financieras a lanzar dardos y alquilar sus servicios. Seguro que con los resultados se podía conseguir una reputación de experto bursátil que para sí quisieran muchos.

No nos engañemos. Son los grandes eventos y las grandes decisiones internacionales en materia económica y política las que marcan las tendencias. Y esas decisiones surgen sobre la marcha en una reunión del G-7 o en una conversación en el Ala Oeste de la Casa Blanca. No hay modelos econométricos que predigan que esas reuniones o conversaciones se van a producir y, por tanto, no hay "analista" que sea capaz de decir cómo estará la bolsa el año que viene.

3. Tipos de interés y otras predicciones

Es evidente que a cualquier inversor le interesaría tener un modelo para pronosticar el futuro, es decir, un algoritmo matemático capaz de averiguar si la bolsa va a subir o bajar al día siguiente. Ahora bien, si ese modelo existiera,

la bolsa sería un fenómeno determinista y no aleatorio, ya que todos los participantes adoptarían dicho modelo y el precio sería tal que no permitiría a nadie la obtención de beneficios por plusvalías.

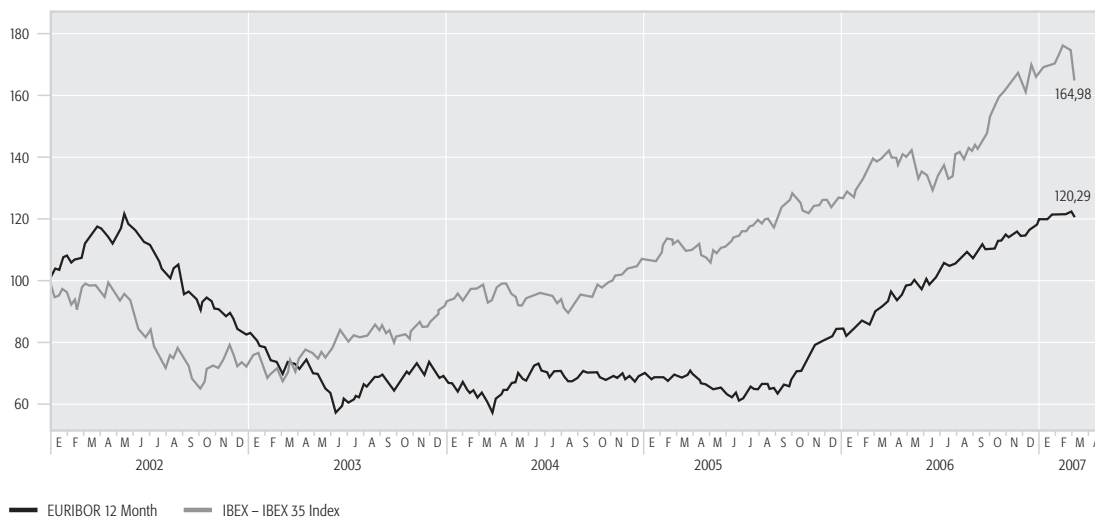
Como es lógico, ese modelo no existe, puesto que la bolsa es un proceso estocástico no estacionario y, por tanto, es imposible que encontremos un modelo cuantitativo capaz de darnos información en materia de compras o ventas de acciones. Habría incluso quien cuestionaría el carácter estocástico del modelo, pero nos meteríamos a dirimir la epistemología de las probabilidades subjetivas, y no es ese el objetivo de este artículo.

Muchos valores suben y bajan cíclicamente, y los teóricos de las finanzas afirman que el **índice bursátil** sube o baja de manera inversa a la evolución de los tipos de interés a largo plazo. Según esta teoría, cuando bajaran los tipos de interés subiría la bolsa y cuando subieran, bajaría. Veamos si eso ha sido cierto en los últimos cinco años, comparando primero el índice Ibex con los tipos de interés a corto (euribor a un año) (gráfico 1) y luego con los tipos de interés a largo (curva swap a diez años) (gráfico 2).

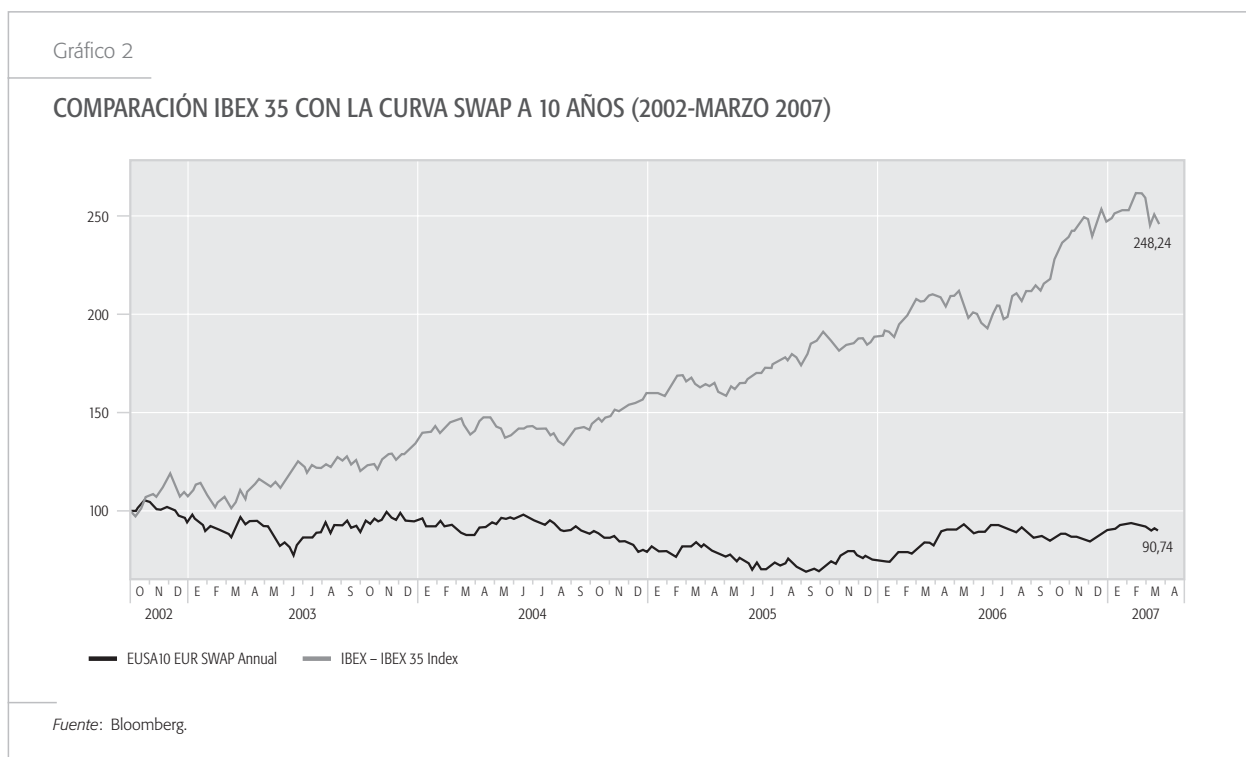
En una primera aproximación podemos observar que cuando los tipos de interés a corto suben, la bolsa sube y que los tipos a largo no la afectan demasiado, puesto que esta ha subido mucho entre 2002 y 2005, mientras que aquellos se han mantenido relativamente estables.

Gráfico 1

COMPARACIÓN IBEX 35 Y EURIBOR A UN AÑO (2002-MARZO 2007)



Fuente: Bloomberg.



Si tomamos un período más corto, por ejemplo los últimos dos años, en los que no ha habido movimientos bruscos ni hechos especialmente relevantes, podemos calcular el coeficiente de correlación entre el índice Ibex y los tipos de interés. Tomando datos semanales de cierre, el resultado es el siguiente:

- Correlación Ibex-euribor año: 93 por 100 positiva.
- Correlación Ibex-Swap 10 años: 75 por 100 positiva.

Por tanto, la afirmación de los teóricos de la Economía de que la bolsa baja cuando suben los tipos de interés no es correcta, al menos en una generalidad de los casos.

El problema que tienen los teóricos es que piensan que la bolsa es un fenómeno racional y, en base a esa hipótesis, consideran que si un inversor tiene una alternativa en renta fija que le paga más interés, desinvertirán en bolsa para comprar ese activo, hasta llegar a una nueva posición de equilibrio. Al fin y al cabo, los economistas al uso piensan que el destino final de cualquier modelo económico es una situación de equilibrio. Pues no. La bolsa nunca buscará un equilibrio. El inversor de renta fija no tiene nada que ver con el de bolsa y no existen vasos comunicantes entre renta fija, variable e inversión inmobiliaria. El inversor bursátil sólo quiere comprar acciones; en ningún momento mira de reojo a la renta fija. Sólo saldrá de la bol-

sa cuando vea nubarrones muy oscuros y entonces se quedará en liquidez, o incluso comprará acciones de compañías eléctricas, para "seguir en el mercado".

No hay nada más irracional que jugar a la lotería y, sin embargo, todos jugamos en Navidad, a sabiendas de que es un juego de suma no nula, en el que la esperanza matemática de recibir un premio es ridícula. Pues el inversor bursátil es igual, con la ventaja para él de que la bolsa sí es un juego de suma nula y de que, además, genera valor por sí mismo.

4. Beneficios y dividendos

El inversor debe tener en cuenta que la bolsa es un mercado muy útil para obtener altas rentabilidades, pero también que a mayor rentabilidad, mayor riesgo debe asumir. Ello hace que la renta variable sea un mercado apto para todo tipo de inversores; únicamente deben identificarse a estos con su perfil de aversión al riesgo y, a partir de ahí, distribuir la inversión entre los diferentes activos.

Los ciclos bursátiles suelen tener una duración de varios años, aunque a veces se producen distorsiones que pueden provocar fuertes minusvalías potenciales (recordemos que nadie pierde o gana hasta que no vende). Ello hace que cualquier inversor deba invertir en bolsa sólo lo

que no va a necesitar en el corto plazo. Si actúa de esta manera, podrá aguantar el tiempo necesario hasta que las posiciones se recuperen.

Si el inversor tiene mucha **aversión al riesgo**, parecería adecuado que invirtiera mayoritariamente su dinero en acciones que tengan una **alta rentabilidad por dividendo**. De esta manera, tendría una retribución bastante fija, al margen de la evolución de la cotización de las acciones, cuya oscilación no le importaría demasiado al inversor. En este sentido, las inversiones en compañías eléctricas o de gas, deberían formar parte importante de una cartera con ese perfil de riesgo.

Si el inversor tiene **preferencia por el riesgo**, tendrá que mover su cartera (hacer trading), esto es, comprar y vender valores tratando de aprovechar los "dientes de sierra" de las cotizaciones para entrar y salir. En este caso, al inversor no le importarían los dividendos, y probablemente tampoco la problemática fiscal; sólo querría obtener plusvalías rápidas. Por ello, estaría dispuesto a comprar valores fuera de los índices, valores emergentes, compañías nuevas en salidas a bolsa, etc. Además, estaría dispuesto a asumir posiciones apalancadas con opciones y futuros, a fin de apostar más aún por aquella tendencia que creyera adecuada. También podría en el mismo sentido, operar a crédito cuando creyera que había tendencia al alza o pedir prestados los valores para vender en descubierto, cuando creyera que había tendencia a la baja. En suma, una posición de mucho riesgo en la que se puede ganar o perder mucho.

Sea cual sea la visión del riesgo que tengan los inversores, existen algunos indicadores que por lo menos nos explican el porqué ocurren determinadas cosas. Uno de ellos es el **EPS**¹:

$$EPS = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Número de acciones}}$$

cuyo aumento depende de:

- Incremento del Beneficio (subida del numerador de la fracción).
- Amortización de autocartera (disminución del denominador de la fracción).

De ahí, que cuando aumentan los beneficios o se amortiza autocartera, suban las acciones de una empresa en bolsa.

¹ Entiende por EPS o *earnings per share*, el beneficio por acción de una empresa en un año concreto.

En las mismas condiciones de actividad y producción, una empresa que tenga beneficios y *pay-out*² constantes, debería **incrementar su cotización en bolsa, en la parte de los beneficios destinada a reservas**, más la inversión de dicha cantidad a los tipos de interés de un activo sin riesgo.

Evidentemente, los beneficios de las empresas no son constantes y la toma de decisiones en materia de dividendos tampoco; de ahí que los precios de las acciones en bolsa serían una clara función de los factores anteriormente citados:

$$P_1 = f(\text{EPS}, \text{Pay-out})$$

Si asumimos la hipótesis de linealidad:

$$P_1 = P_0 + \text{EPS} \cdot 0,675 \cdot (1 - \text{Pay-out})$$

Podemos afirmar que los precios variarían de la siguiente forma:

$$\frac{\partial P_1}{\partial \text{EPS}} = 0,675 \cdot (1 - \text{Pay-out}) > 0$$

es decir, cuando crece el EPS, aumenta la cotización bursátil.

$$\frac{\partial P_1}{\partial \text{Pay-out}} = -0,675 \text{EPS} < 0$$

al incrementarse el *Pay-out* y pagar un dividendo superior, las acciones bajan en bolsa puesto que sale más dinero de la empresa con destino a los accionistas.

Ejemplo: $\text{EPS}^{(**)} = 1 \text{ €}$.

Pay-out = 40 por 100.

$P_0 = 15 \text{ €}$ (cotización de la acción en el momento actual).

$P_1 = 15 + (1 - 0,40) \cdot 0,675 = 15,405 \text{ €}$ por acción (cotización dentro de un año).

Un modelo como éste puede ser válido en épocas de estabilidad monetaria y bursátil; de ahí que se diga a veces que "las eléctricas son como la renta fija", puesto que entre el dividendo y la plusvalía anual, suelen dar una rentabilidad relativamente constante cada año.

² Se entiende por *pay-out* la parte del beneficio distribuable que se destina a dividendos por parte de la empresa.

5. Riesgo, liquidez y volatilidad

Otra de las “verdades” del mercado bursátil es que las acciones, en general, cotizan por debajo de su valor real, debido a la **prima de riesgo implícita** de este tipo de inversión respecto de otra sin riesgo. Por consiguiente, desde un punto de vista “fundamental” y obviando la especulación en corto, las inversiones en acciones estarán condicionadas por la capacidad del sujeto inversor de localizar valores que tengan un importante descuento sobre su valor real.

En general, habrá tres tipos de valores que acotarán la cotización bursátil de las acciones:

$$P_o < P_A < P_E$$

siendo:

P_o : **cotización corriente** de las acciones en ausencia de operaciones especiales, o perturbaciones monetarias o cambiarias.

P_A : precio de las acciones en una **OPA de adquisición**. Si es amistosa, el precio no será muy superior a P_o . Si es hostil, el precio suele ser bastante superior.

P_E : precio de las acciones en una **OPA de exclusión** o en una **fusión**. Es el máximo precio posible al que se valorarán las acciones.

La cotización bursátil también es función de la **liquidez** de las acciones en bolsa. La prima de iliquidez suele ser muy alta en determinados valores, habida cuenta de que una vez tomada la posición no se puede deshacer sin que se penalice notablemente el precio. Los teóricos de la Economía suelen asumir como hipótesis para sus modelos la total liquidez de los mercados y la total divisibilidad del capital invertido en acciones. Habría que preguntarse si esos modelos son válidos para Metrovacesa después de las dos OPA del año 2006 o para Berkshire Hathaway cuyas acciones valen más de 100.000 dólares cada una.

Es preciso reconocer que en los llamados *small caps* la liquidez brilla por su ausencia. Hay ocasiones en las que una compra de mil acciones de un valor se tarda una semana en poder cumplirla, porque las agencias de valores simplemente están contratando doscientas acciones diarias para marcar cambio y así cumplir con las exigencias de cotización del órgano regulador correspondiente. Obviamente, esta falta de liquidez afecta claramente al precio y lo que hoy hemos comprado por 100 es posible que en las mismas condiciones lo tengamos que vender mañana por 80, porque la horquilla de cotizaciones es muy amplia y los potenciales compradores se retraen cuando ven una posición vendedora “de cara” en el terminal.

De todos es sabido que los bancos están obligados a ejecutar las órdenes “por lo mejor” para sus clientes, por lo que tienen que vender aunque no haya liquidez. Esta circunstancia es a veces aprovechada por algunos operadores, que barren las posiciones y las sitúan un 10 o un 15 por 100 por debajo del valor anterior, a la espera de que el operador bancario tenga que ejercitar la orden por lo mejor que le ha venido de su red.

Ligada a la liquidez está el tema de la **volatilidad** de las acciones. Como es bien sabido, la volatilidad se identifica con la dispersión de las cotizaciones en un período específico, ya sea un día, una semana, un mes o un año. La volatilidad se mide estadísticamente por la desviación típica y es la clásica medida del riesgo bursátil.

Si un valor es muy volátil incrementa el riesgo del inversor, ya que puede subir mucho pero también puede bajar mucho. En general, los sujetos tienen un cierto grado de aversión al riesgo y si invierten en un valor que cotiza por término medio a 10 € por acción, lo harán mucho más tranquilos si la cotización oscila entre de 8 y 12 €, que si cotiza entre 4 y 16 €, porque puede que ganen un 60 por 100, pero también que lo pierdan.

Hay momentos en los que la volatilidad en la bolsa es muy alta. Se corresponde con situaciones de conflicto político o militar o bien con épocas de alta inflación, elevado déficit, etc. En este ambiente, los inversores suelen retirarse de la bolsa buscando la tranquilidad de la renta fija o incluso, la de la liquidez a corto. Son las épocas en las que los “profesionales” obtienen grandes beneficios, dado que, con poco volumen y gran volatilidad son capaces de entrar y salir con fuertes plusvalías. Evidentemente, no es este un mundo para el inversor medio, ya que igual que se hacen grandes fortunas, se pierden.

La volatilidad hace que además se pierdan las referencias “fundamentales” de un valor. Si un banco cotiza hoy a 10 €, mañana a 9 €, pasado a 11 €, y así sucesivamente, el inversor no tiene donde agarrarse para saber si debe o no invertir. Además, la volatilidad encarece el valor de las opciones sobre las acciones, lo cual genera un efecto disuasorio para los inversores que estuvieran dispuestos a apalancarse utilizando estos productos derivados.

Si utilizamos el coeficiente de variación de Pearson³ como medida de la volatilidad, podemos observar que en los últimos dos años, usando las medidas semana-

³ Cociente entre la desviación típica y la media aritmética de los datos analizados. Es una medida relativa, en contraposición con la varianza que es una medida absoluta, y además está en una dimensión diferente de los datos analizados.

les antes indicadas, la volatilidad tendría los siguientes valores:

- Bolsa: 14,18 por 100.
- Euribor año: 22,08 por 100.
- Swap diez años: 9,69 por 100

Podemos, pues, comprobar que la volatilidad del euribor ha sido claramente superior a la de la bolsa, aunque esta última ha sido mayor a la de la renta fija a largo. Sin embargo, esto es cambiante y, en épocas de inestabilidad, la bolsa puede estar muy volátil, aunque la renta fija a largo puede estarlo aún más, como ocurrió en la primera mitad de los años noventa, justo después del “no” danés al Tratado de Maastricht, cuando la volatilidad bursátil era del 30 por 100, pero la de los bonos del Estado a 10 años era del 40 por 100.

En cualquier caso, la volatilidad es un factor de riesgo que puede influir en los beneficios o pérdidas de los operadores a corto que realizan transacciones “intradía”, es decir, que están habilitados por sus casas de bolsa para tomar posiciones en el día, pero que deben cubrirlas antes del cierre de la sesión. Sin embargo, no es un factor que influya en el precio en el medio y largo plazo. Los valores se “calientan”, pero cuando pasa el momento de tensión, vuelven a la senda habitual, por lo que la volatilidad en un momento dado no marca la rentabilidad intrínseca de esas acciones.

Sin embargo, la liquidez sí que puede ser un factor definitivo para la cotización bursátil, tanto para bien como para mal. Un valor poco líquido cotizará siempre con un fuerte descuento sobre sus “fundamentales”. Si ese valor fuera objeto de deseo por uno de sus accionistas y hubiera un núcleo duro que se opusiera, podría darse el caso de que las acciones de los minoritarios se pusieran por las nubes ya que la inversión sería pequeña y no habría problema en pagar una fuerte prima de control por conseguirlas.

6. ¿Refleja la bolsa el verdadero valor de las empresas?

Probablemente es una de las preguntas más difíciles de responder. Existen los denominados criterios objetivos de valoración de acciones basados en ratios y en análisis de los balances y previsiones de las empresas, lo que se denomina **análisis fundamental**. Sin embargo, una cosa es el valor en libros y otra el bursátil y, como ya hemos indicado, una cosa es valor y otra, **precio**.

Cuando un valor está cotizando en bolsa, y está suficientemente diversificado su accionariado, la teoría nos indica que no se precisaría de análisis teóricos, ya que **debería ser el mercado el que valorara objetivamente las acciones de la empresa**. Siempre se ha dicho que la bolsa descuenta en el precio todos los acontecimientos futuros, los conocidos y los que no conocemos. De hecho, en muchas ocasiones, tomamos una posición en acciones y vemos que se nos hunde la cotización sin ningún motivo aparente, hasta que días después se hace pública la noticia causante de la bajada. Por ello, podría llegarse a asumir que **no debería haber mejor indicador de valoración de una empresa que su capitalización bursátil**.

No obstante, es preciso considerar lo que podríamos denominar factores exógenos. En primer lugar, hay que tener en cuenta cómo actúan los agentes del mercado, ya que es definitiva en lo que respecta a las cotizaciones bursátiles. En los años noventa, las entidades de inversión colectiva no dejaron de recibir entradas de dinero de partícipes deseosos de invertir en bolsa a través de “expertos” y es bien sabida la gran influencia que los fondos de inversión y de pensiones tienen en las cotizaciones. Sus decisiones, en algunas ocasiones provenientes de opiniones contrastadas entre varios gestores de diferentes entidades, amplifican los movimientos bursátiles de manera notoria. Los fondos ligados a índices bursátiles tienen que vender automáticamente cuando un valor sale del índice y cuando otro entra, tienen que comprar para mantener las proporciones del citado índice.

Otro motivo por el que se amplifican los movimientos de bolsa son las operaciones de crédito al mercado (para las compras) y de préstamo de valores (para las ventas). Cuando hay tendencia al alza, los especuladores se apalancan doblando o triplicando su apuesta, pidiendo dinero prestado y poniendo como garantía las acciones que se adquieren. Cuando hay tendencia a la baja, toman títulos en préstamo para poder venderlos en contado y cuando han bajado, los vuelven a recomprar para devolverlos a su legítimo dueño, a cambio de una comisión.

Y ello, dejando al margen el delito de iniciados (*insider trading* en terminología anglosajona), consistente en utilizar información confidencial para tomar o deshacer posiciones en la bolsa. Se conozca públicamente o no la noticia, lo cierto es que los muchos o pocos que la conocen toman decisiones de comprar o vender en el mercado y las cotizaciones de los valores afectados se ven manifiestamente alteradas.

Además, hemos de tener en cuenta la influencia que pueden tener las **operaciones corporativas**, u operaciones de tipo societario que realiza una empresa para cambiar sus

recursos propios o para tomar el control de una sociedad. Se trata de operaciones complejas que tienen un efecto definitivo en el futuro de la empresa y en su valoración bursátil. Una **salida a bolsa** (IPO, *initial public offering* en terminología anglosajona) o una **oferta pública de venta de acciones** (OPV) suponen en ambos casos la entrada de "papel" nuevo en la bolsa, con lo que ello supone para la liquidez de la compañía. En el caso de la salida a bolsa, no existe información previa relativa a cómo valoran los inversores la compañía e igual puede ser bien aceptado como no, y nadie es capaz de adivinar qué va a pasar tres meses después de que el valor haya salido a bolsa.

En el caso de una OPV, la situación es distinta, puesto que el valor ya cotiza y se tiene una referencia de precio, así como un gráfico de evolución en los últimos años. De esta forma, lo único adicional que hay que estudiar es el efecto del incremento de "papel" en el mercado. Evidentemente, no es lo mismo que en la etapa previa a la OPV haya un 20 por 100 del capital en el mercado que un 80 por 100. En el primer caso, el riesgo será mucho mayor, puesto que si por ejemplo, sale un 30 por 100 más a bolsa, el *free float*⁴ será dos veces y media más que antes y es posible que el mercado no sea capaz de asumir más acciones, aunque en un primer momento los aseguradores de la operación lo hayan "colocado".

Cuando lo anterior ocurre, la cotización se deteriora poco a poco, a medida que los aseguradores van "soltando" el "papel" que se habían quedado en cartera, aparejando que la operación había sido un éxito y toda la colocación estaba "cubierta". En el mercado, es bien conocido el efecto que sobre la cotización tiene la "estabilización" del valor en los días siguientes a la finalización de la OPV. Las entidades aseguradoras pactan con la entidad emisora de las acciones una determinada cantidad considerada como un gasto adicional de la emisión (por ejemplo, 300.000 o 500.000 euros), con el que asumirán pérdidas de cambio en la compra-venta de acciones que realizarán en la semana siguiente al cierre de la operación, comprando cuando los que han acudido a la oferta vendan y vendiendo en caso contrario. Una o varias de las entidades aseguradoras de la operación actúan, pues, de contraparte para garantizar un "aterrizaje lento" de la cotización de las acciones en la fase posterior a la oferta.

Por el contrario, cuando casi todo el capital está en bolsa, una última OPV de un 10 o un 20 por 100 del capital puede ser hasta positiva para el mercado, puesto que

⁴ *Free float* es el porcentaje del capital de una compañía disponible para ser adquirido en un mercado organizado. Es la parte disponible para ser negociada por no pertenecer a inversiones permanentes o de control. (Nota del editor).

los inversores institucionales aprovechan para complementar sus carteras y pueden aparecer muchos nuevos accionistas en el tramo minorista que contribuyen a dotar al valor de una mayor liquidez.

El incremento de "papel" en el mercado también se puede hacer mediante una **ampliación de capital**, operación en la cual la empresa incrementa su base de recursos propios. La ampliación puede constituir, asimismo, una forma de vender una parte de la empresa sin reducir la inversión que tienen en ella los socios mayoritarios, utilizando los derechos de suscripción como instrumento de oferta.

La cotización de las acciones baja el primer día de la ampliación, cuando se desdobra la acción vieja en dos valores, la acción propiamente dicha y el derecho de suscripción. Los inversores profesionales suelen aprovechar estos momentos, cuando la mayoría de los accionistas quieren vender sus derechos (no tributan como ingreso y no se pagan impuestos en el momento de la venta, difiriéndose el pago hasta el momento de una eventual venta de las acciones "viejas", en el supuesto de que haya plusvalías) para realizar el denominado "**swap de carteras**", que consiste en aprovechar los momentos de disminución de valor de los derechos de suscripción para vender toda o parte de la cartera de acciones y comprar los equivalentes a la cartera vendida para suscribir el mismo número de acciones. De esta manera, mantienen la posición, pero rebajan por ejemplo un 10 por 100 el cambio de la misma, lo cual es un beneficio directo para su patrimonio.

Otra operación susceptible de alterar el, a veces, plácido camino aleatorio de las acciones es la existencia de una operación de **concentración empresarial**, en concreto, una **fusión** o una **adquisición** de una empresa cotizada en bolsa. En general, el efecto de una operación de este tipo es negativo para la sociedad absorbente o compradora, y positivo para la absorbida o vendida, puesto que se supone que la entidad que quiere tomar el control tiene que pagar una prima por el mismo. Evidentemente, esto no es una verdad absoluta, pero la evidencia empírica así lo demuestra.

Dentro del mundo de la compra-venta de empresas, merece especial atención la posibilidad de que se formule una **oferta pública de adquisición de acciones** (OPA) sobre una compañía cotizada, ya sea amistosa u hostil, puesto que en ambos casos y sobre todo en el último, se suele producir un incremento notable de cotización en el momento en el que se anuncie la operación y si, además, hay una pugna por el control de la compañía, la sucesión de ofertas y contraofertas puede llegar a duplicar la cotización bursátil.

Una posible estrategia de inversión es el análisis de los diferentes sectores empresariales a fin de detectar qué compañías no tienen un núcleo estable de accionistas y cotizan por debajo de su valor real, pues estas podrán ser más tarde o más temprano objeto de una OPA y, aunque haya habido que esperar dos o tres años para lograr una cartera estable, puede suponer un beneficio importante sobre la media de rendimiento de una cartera.

En el mismo sentido, la elección de valores con escaso *free float* puede reportar ventajas para los inversores, puesto que si el capital de una empresa está concentrado en unos pocos accionistas y sólo hay un 5 o un 10 por 100 en el mercado (aunque oficialmente, todas las acciones estén cotizadas en bolsa), puede que en un momento determinado los accionistas decidan que no les merece la pena estar en bolsa y que la compañía formule una **OPA de exclusión de cotización** sobre sus propias acciones que, de acuerdo con la legislación vigente, supone la mayor valoración posible de la compañía, puesto que la CNMV obliga a la entidad a ofrecer el precio más alto de la cotización bursátil, el de una posible OPA anterior o la valoración de un experto independiente.

La OPA de exclusión tiene algunas características importantes de cara a la valoración de la empresa. La necesidad de someter el precio al criterio de la CNMV es debida al hecho de que se está eliminando a los accionistas minoritarios la posibilidad de obtener liquidez en el futuro y, si el precio fuese libre, la entidad emisora ofrecería el menor posible, no dando opción a dichos accionistas, que verían perjudicados sus legítimos derechos. Por tanto, la exclusión de cotización puede ser una muy buena oportunidad para obtener una plusvalía significativa y poner en valor las acciones que se poseen, obteniendo incluso una sobreprima por la venta de los títulos.

Por consiguiente, y lamentándolo mucho, no hay respuesta a la pregunta que se formulaba en este punto. El valor de una empresa en bolsa depende de tantos aspectos, que resulta imposible determinar de una manera objetiva cuál es la valoración de la misma. Si queremos saber por qué está Repsol a PER 10⁵ y los inversores no compran y, sin embargo, sí lo hacen con Ferrovial a PER 30, tendremos que consultar al Oráculo de Delfos. Si hay valores de beneficio recurrente que cotizan con una rentabilidad por dividendo del 6 por 100 ¿por qué no se compran en lugar de bonos al 4,5 por 100? Si podemos vender acciones

⁵ Se entiende por PER la relación por cociente entre la cotización bursátil de una acción de una empresa y el beneficio por acción de dicha empresa, es decir, el número de veces que se está pagando el beneficio anual cuando se compra dicha acción.

y simultáneamente comprar bonos convertibles sobre las mismas acciones unos días antes de la fecha de conversión, ganando un 20 por 100, ¿por qué no se hace? Y así sucesivamente. No hay respuesta.

7. Conclusiones

La bolsa es un ente curioso. Creemos sinceramente, que todos los intentos de sistematización de la inversión bursátil y todos los métodos de predicción que se han utilizado son incapaces de comprender a una "criatura" que tiene algo de alienígena. Y es que intentar predecir el comportamiento humano en un entorno cambiante es prácticamente imposible. Cada persona reacciona de una manera diferente y si agregamos inversores que opinan y actúan de forma distinta, el resultado es imprevisible. Por ello, e insistimos que es nuestra opinión, la bolsa no es otra cosa que un fenómeno psicológico que registra expectativas diversas y que refleja muy poco el verdadero valor de las cosas.

Dejamos a los teóricos las hipótesis del mercado eficiente, las razones por las que el precio de las acciones refleja en todo momento el valor actualizado de los flujos futuros, las teorías de la selección de carteras, basadas todas ellas en hipótesis imposibles, y demás modelos con los que se atormenta a los alumnos en las facultades de Administración de Empresas.

En cualquier actividad, lo importante son los resultados y, al final, ningún inversor o especulador bursátil puede decir que él nunca ha perdido. Todos hemos perdido y ganado, y lo que al final se intenta es que nuestras expectativas sean acertadas más veces que fallidas, con lo que entonces el saldo neto será positivo.

Jesse Livermore era un inversor americano tradicionalmente bajista en la década de los años veinte, al que podríamos calificar como un "genuino hombre de bolsa". Livermore, que había ganado una fortuna en el "crack" de 1929, se declaró en quiebra en 1934, después de haber sido alcista en 1930 y 1931, en contra de lo que habitualmente había hecho y se suicidó en 1940. No obstante, merece la pena recordar tres frases acuñadas por él en relación a los mercados bursátiles:

— "Un especulador debería imponerse la norma, cada vez que realiza con éxito una operación, de tomar la mitad de sus beneficios y encerrar la suma en una caja fuerte. El único dinero que los especuladores obtienen de Wall Street es el dinero que retiran de sus cuentas tras concluir con éxito una operación".

— “Sólo conozco una confidencia segura de un corredor. Es tu petición de margen. Cuando te llegue, cancela tu cuenta. Estás en el lado malo del mercado”.

— “Es absurdo intentar prever el siguiente gran movimiento, sea hacia arriba o hacia abajo. Lo que hay que hacer es observar el mercado para determinar los límites entre los cuales las cotizaciones carecen de significación precisa y decidir no participar hasta que las cotizaciones rompan los límites en una u otra dirección”.

Hoy en día se ve mucho joven con cara de velocidad, que se cree que lo sabe todo por que ha hecho un más-ter en algún sitio con nombre rimbombante. Es importante ser precavido y no dejarse tentar por gestores “estrella” en los que ese cóctel de arrogancia e ignorancia puede llegar a devorar los ahorros de los sufridos inversores.

La bolsa es un lugar no apto para excesos de autoestima. Hay que aproximarse a ella con humildad, no creyendo en los “chollos”, diversificando lo más posible, haciendo apuestas con mesura y dejando siempre que el “ultimo euro” se lo gane otro. Lo importante es nadar en un mar con olas suaves, evitando la “mar gruesa”, por-

que cuando creemos que estamos en un valle a lo mejor estamos en una cresta y la caída puede ser realmente importante.

Criterios tan sencillos como el PER o el BPA de un valor pueden ser un indicativo racional para hacer una buena inversión en bolsa con perspectivas de medio y largo plazo. Comprar a PER 30 es en principio una locura, pero hay gente que lo hace por que “eso va a subir mucho”. Recordemos la actuación de Joe Kennedy después de la conversación con su limpiabotas. Cuando se producen subidas verticales no racionales y todo el mundo está comprando por que “se lo han dicho”, hay que estar fuera del mercado.

En cualquier caso, no debemos olvidar que la bolsa es un mercado difícil de prever y que no existen estrategias definidas para ganar siempre, ni técnicas maravillosas con las que no se puede perder. Si así fuera, todos los que “juegan” a la bolsa estarían en el Caribe comprando y vendiendo por el teléfono móvil, en vez de estar mirando a una pantalla y comiéndose las uñas según se mueven las cotizaciones. No existen técnicas milagrosas; sólo sentido común, criterio, diversificación de riesgos, intuición y... suerte.