

# La inversión en bolsa, una aproximación sencilla

Paula Albarrán González\*

## 1. Introducción: yo gané dinero en bolsa...

En los últimos meses no hay charla de café o comida entre amigos en que no surja en algún momento de la conversación el tema de la bolsa. Todos conocemos a alguien que recientemente ha multiplicado su pequeña o gran fortuna invirtiendo en el mercado de valores. A alguien que conocía a otro alguien que le recomendó un valor que estaba muy barato y que en menos de un año ha conseguido obtener una rentabilidad del 200 o el 300 por 100. Incluso, seguramente, muchos de nosotros nos hayamos atrevido a "jugar" un poco en bolsa y, probablemente, con éxito.

Es evidente que estamos atravesando uno de los mejores períodos de la bolsa, no sólo del mercado español sino también de muchos mercados internacionales. Desde comienzos de 2006 el IBEX-35 —índice de referencia de la bolsa española compuesto por una selección de 35 valores según criterios de liquidez, capitalización y volumen negociado— se ha revalorizado un 38,5 por 100, y desde comienzos de 2005, esa revalorización ha sido del 63,8 por 100, la mayor de los principales índices mundiales.

Por nombrar algunos en particular, el FTSE, índice de la Bolsa de Londres, subió un 36,1 por 100 en el mismo período; el Eurostoxx 50, el índice de los cincuenta mayores valores en Europa, subió un 50,4 por 100, y el Nikkei, de Tokio, lo hizo un 57,1 por 100. En Nueva York, el índice de referencia subió un 33,5 por 100.

Viendo estos datos, cualquiera que en estos dos últimos años no haya invertido en bolsa seguramente tendrá la sensación de haber perdido dinero.

Pero no se puede olvidar que también hubo grandes fortunas que se perdieron en la fase anterior de la bolsa, es decir, en la parte bajista del ciclo, en el período que abarca desde el año 2000 al 2003. Y no solo se perdieron grandes fortunas, sino también pequeños capitales que significaban todo lo ahorrado durante años por algunas familias.

Aún recuerdo, cuando a principios del año 2001 un inversor particular llamó a nuestro departamento de análisis diciendo que había invertido los 24.000 euros, que tenía ahorrados, en acciones de una compañía con un negocio "tradicional" que pretendía subirse al carro del *boom* tecnológico. Un año después de comprar las acciones,

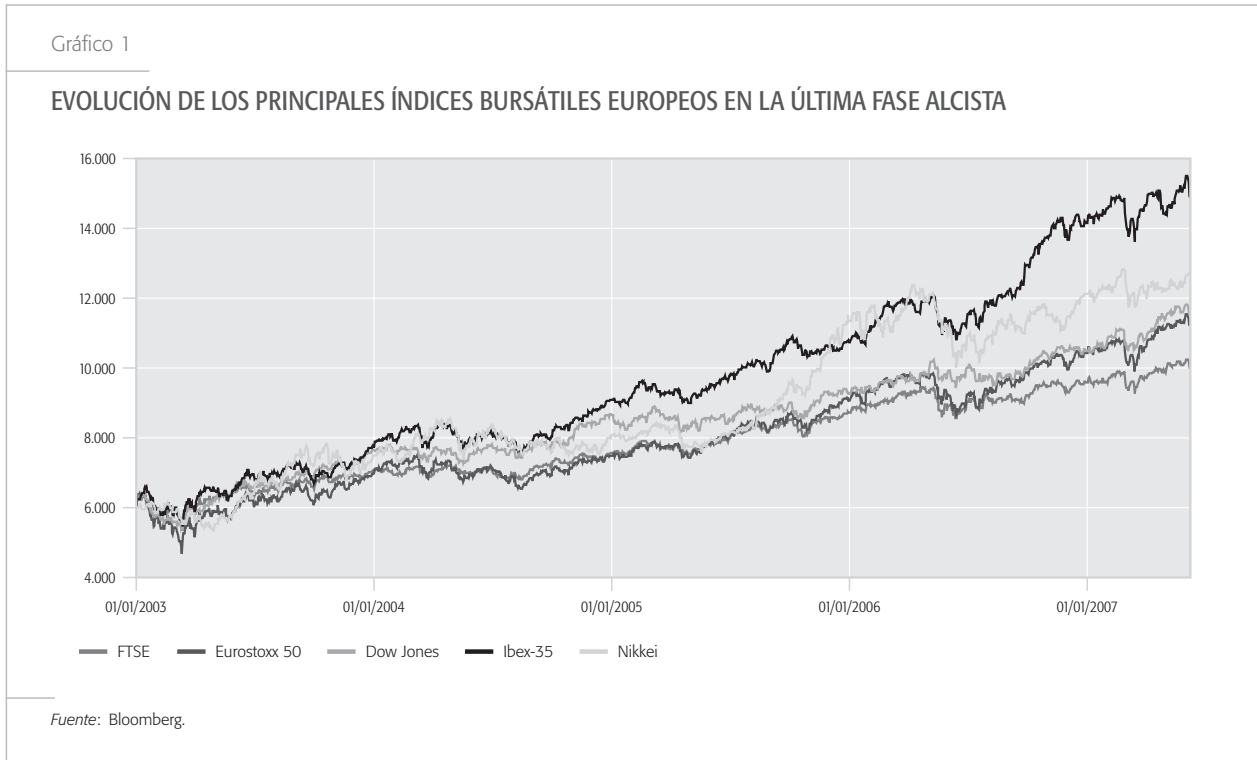
Cuadro 1

### REVALORIZACIÓN DE LOS PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES

Índice	Revalorización desde enero de 2005 (porcentaje)
Ibex-35	63,8
FTSE	36,1
Eurostoxx 50	50,4
Dow Jones	33,5
Nikkei	57,1

Fuente: Bloomberg.

\* Analista de renta variable. Espirito Santo Investment.



el crecimiento potencial de la compañía no era lo que se prometía; el plan estratégico resultó ser poco realista, la cotización había caído un 75 por 100 y la cartera de aquel inversor apenas valía 6.000 euros. La desesperación con

la que llamó aquel inversor hacía pensar que, realmente, había perdido el fruto de muchos años de trabajo y, probablemente, un capital que necesitaría para su vida cotidiana en el futuro.

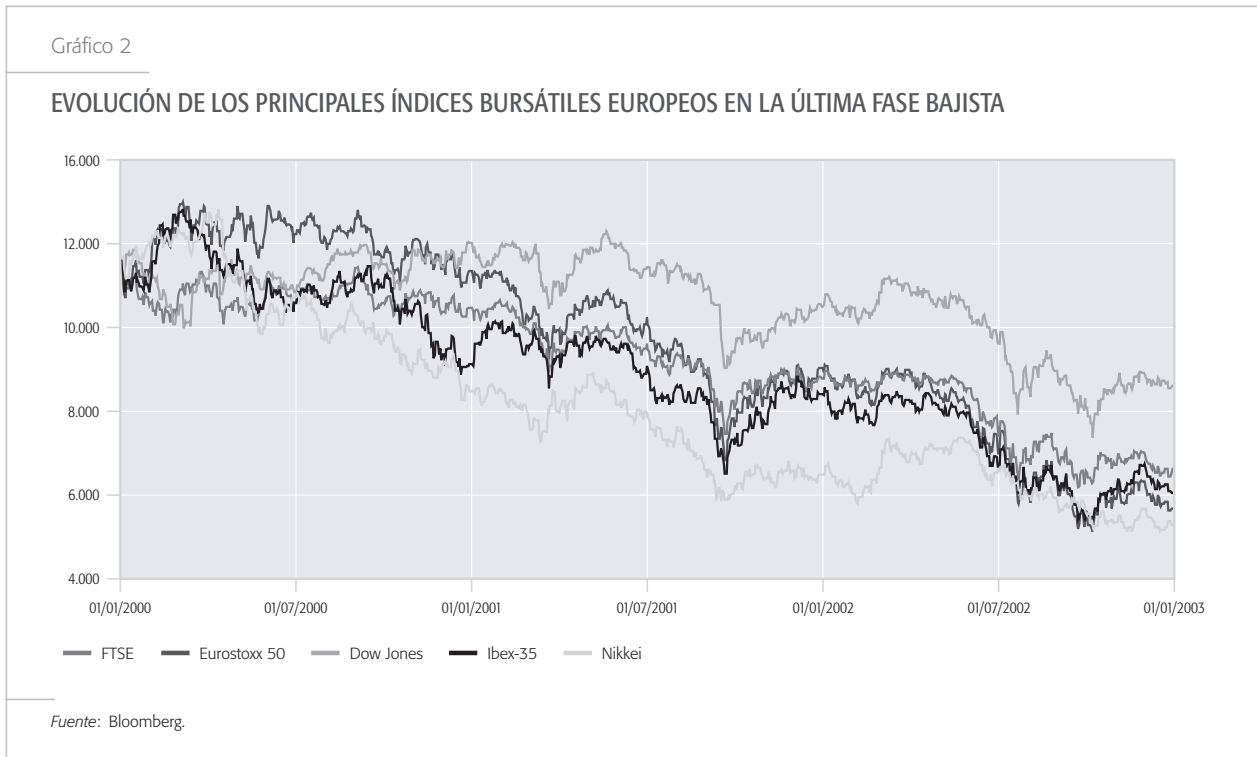
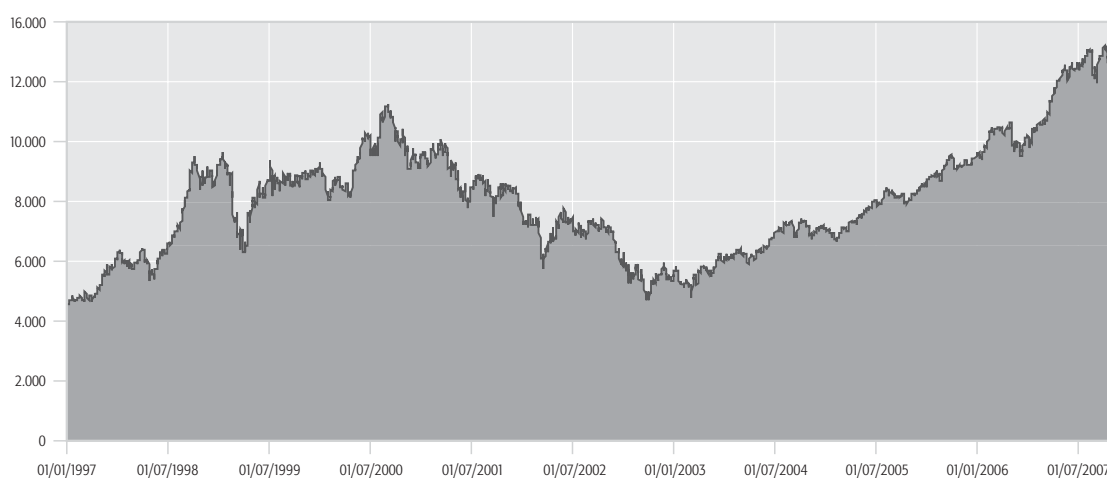


Gráfico 3

## EVOLUCIÓN DEL IBEX-35 EN LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg.

Independientemente de los movimientos alcistas o bajistas de los mercados, lo que sí es cierto es que, a largo plazo, la bolsa sí es una inversión rentable, aunque no siempre pueda hacernos ricos en unos meses.

En el período que abarca los últimos diez años, el IBEX-35 se revalorizó un 188 por 100, lo que equivaldría a una rentabilidad anual del 11,16 por 100, algo que no muchas otras alternativas de inversión han conseguido, excepto, claro está, la experimentada por la inversión inmobiliaria que, prácticamente, la iguala en ese mismo período.

## 2. Algunas reflexiones sobre la inversión en bolsa

El inversor particular muchas veces no tiene a su alcance las herramientas necesarias para tomar sus decisiones de inversión, no las conoce o simplemente se deja llevar por recomendaciones de amigos con la experiencia de haber ganado muchísimo dinero en algún valor concreto. Sin embargo, no parece esta la forma más adecuada de tomar decisiones de inversión.

Hay tres frases que me gusta recordar siempre cuando se habla de bolsa:

— “Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”.

— “Invierte solo aquello que no necesites”.

— “Dinero llama a dinero, pero siempre el más al menos”.

La primera frase forma parte de todo folleto de inversión de cualquier gestora o fondo de inversión. Nada puede garantizarnos que vayamos a ganar dinero en los mismos valores o fondos de inversión que ya se revalorizaron en el pasado. Las entidades financieras ofrecen productos que tienen una rentabilidad esperada, pero siempre asociada a un riesgo. Es un binomio que no se puede separar: a mayor rentabilidad esperada, mayor riesgo y, por lo tanto, mayor es la posible pérdida.

La segunda es algo que recuerdo siempre a mis amigos, y a mi misma. Como siempre se dice, no se gana o se pierde dinero en bolsa hasta que no se venden las acciones. Mientras dura la inversión sólo tenemos ganancias o pérdidas latentes y, si no necesitamos el dinero, podemos mantener nuestra inversión hasta encontrar el momento más oportuno.

Como demuestra el gráfico anterior, la inversión en bolsa sí es rentable a largo plazo. Una cartera que hubiera invertido 1.000 € replicando el IBEX en 1997 valdría ahora 2.885 €. Pero si hubiéramos necesitado deshacer la inversión a finales de 2002, habríamos realizado unas plusvalías mínimas o, incluso, puede que minusvalías, además del coste de oportunidad de haber invertido esa misma cantidad en otro activo, quizás más rentable.

Por lo tanto, debemos tener suficiente libertad en la inversión como para poder elegir el mejor momento para realizar la plusvalía.

La tercera frase es una versión ampliada de un refrán español. Lo que viene a decir es que podemos esperar obtener una rentabilidad en bolsa, pero no pensar que nos haremos ricos invirtiendo unos ahorrillos. Es una cuestión muy sencilla, obtener una rentabilidad del 30 por 100 en una cartera de inversión es excelente, prueba de una muy buena gestión. Pero si hemos invertido 6.000 €, entonces habremos ganado 1.800 €, que es una cantidad considerable que nos permitirá pasar unas buenas vacaciones, pero que desde luego no cambiará nuestra situación financiera. En cambio, si hemos invertido 600.000 €, habríamos ganado 180.000 € lo que ya es una plusvalía considerable, pero habríamos de tener antes 600.000 €.

En resumen, no deberíamos ver la bolsa como la forma de hacernos ricos en poco tiempo, sino entenderla como lo que es, un mercado de capitales que permite realizar inversiones con una rentabilidad esperada y con un riesgo asociado. Y como el mercado es complejo, para conseguir dicha rentabilidad existen herramientas diversas que ayudan a tomar las decisiones de inversión más apropiadas. Una de esas herramientas es el análisis fundamental de los valores cotizados.

Los siguientes epígrafes se estructuran sobre una breve explicación de lo que es la bolsa, que tipo de rentabilidades podemos obtener en ella y algunas nociones básicas sobre la valoración de las empresas. Por último, queremos mostrar como el entorno macroeconómico y legislativo puede afectar a la cotización de los valores, y finalmente, cuál es la situación actual del mercado.

### 3. Qué es la bolsa

La bolsa no es más que un mercado secundario de acciones, donde se negocian participaciones de las compañías.

Una acción es una participación en los fondos propios de una sociedad; por lo tanto, el titular de una acción es propietario de una parte de la compañía. En caso de quiebra y liquidación de la sociedad, el accionista sería el último acreedor en recuperar su capital. Como propietario, el accionista tendrá una serie de derechos políticos y económicos, entre otros, el de votar las decisiones más importantes en la gestión de la empresa en la junta general de accionistas, o en cualquier otra junta extraordinaria que se

convoque, y percibir la parte de los beneficios que se decida repartir vía dividendos. Y no menos importante que los otros, el derecho a recibir información.

La mayor parte de las acciones cotizadas en el mercado español son de tipo ordinario, como las descritas en el párrafo anterior, pero también pueden negociarse otro tipo de acciones con algunos derechos ampliados o limitados, como son las sin voto, que conllevan los mismos derechos que las acciones ordinarias pero sin el de voto en junta, a cambio de un dividendo preferente mínimo garantizado, adicional al ordinario que se apruebe en la junta.

El capital que las compañías recaudan en bolsa lo utilizarán para aumentar el valor de la empresa invirtiendo en su actividad y generando unos flujos de caja en la actividad normal de la compañía, que se emplearán a su vez en retribuir al capital, tanto ajeno, con el pago de intereses, como propio, es decir, abonando dividendos a los accionistas.

La inversión en bolsa se realiza mediante un intermediario financiero, cuyo papel es asumido por las sociedades y agencias de valores, que no sólo ofrecen servicios de intermediación sino que, además, prestan servicios de asesoramiento, seguimiento activo de nuestra inversión, solución de dudas que surjan y acercamiento al inversor minorista de toda la información que las compañías cotizadas tienen obligación de publicar.

El funcionamiento de la bolsa está regulado por un conjunto de normas y leyes, siendo la más importante de ellas la Ley del Mercado de Valores, y su cumplimiento está vigilado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV. La comisión se encarga de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles. Su objetivo principal es velar por la transparencia del mercado y la correcta formación de los precios. Por lo tanto, uno de sus principales objetivos es vigilar que la información relevante para el mercado, ya sea de las compañías o del propio mercado, sea compartida igualmente y al mismo tiempo por todos los agentes interesados, evitando así que se produzcan situaciones de ventaja de algunas partes por posesión de información privilegiada que distorsione la correcta formación de los precios.

Toda esa información, de obligada difusión, será canalizada a través de la CNMV; y aunque es pública, serán las sociedades intermediarias quienes pueden acercarla, hacer más asequible y ofrecer una valoración y su posible impacto en el mercado. Podríamos decir que "nuestro" analista financiero tendrá que traducir esa información para anticipar su impacto en nuestra inversión y poder así tomar decisiones.

## 4. La rentabilidad de la inversión en bolsa

Una vez que hemos decidido que queremos invertir en bolsa, tenemos que elegir el valor o el grupo de valores que compraremos esperando obtener una rentabilidad. Para tomar esa decisión deberemos analizar la información disponible y con ella comprar aquellas acciones que sean más atractivas. Esto es, que nos hagan prever una mayor rentabilidad, tanto desde el punto de vista del dividendo, como de las plusvalías.

### 4.1. Rentabilidad del dividendo

La rentabilidad por dividendo es la primera que obtenemos en nuestra inversión en bolsa, es lo que recibimos sin necesidad de deshacer nuestra participación en la compañía.

Existen empresas cotizadas que tradicionalmente tienen una elevada rentabilidad por dividendo, por política de la compañía o por la naturaleza de su negocio. Hay otras con una elevada generación de caja que no solo les permite reinvertir aquella parte necesaria para continuar con el crecimiento, sino además repartir entre los accionistas aquello que ha "sobrado" en la gestión de ese año.

La rentabilidad por dividendo resulta del cociente entre el dividendo percibido y el precio de compra de la acción. Cuanto más alta sea la cotización, menor será esta ratio de rentabilidad por dividendo, aunque la cantidad recibida sea la misma.

$$\text{Rentabilidad del dividendo}_t = \frac{\text{Dividendo recibido}_t}{\text{Precio de compra}}$$

Entre los valores que actualmente cotizan en la bolsa de Madrid, los que actualmente ofrecen una mayor rentabilidad por dividendo son Telecinco, Antena 3, Banco Santander, Telefónica y BBVA.

### 4.2. Rentabilidad por plusvalías

Pero nuestra rentabilidad también vendrá dada por la revalorización de las acciones que hemos comprado, es decir, por la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra.

Pero, ¿por qué suben o bajan las acciones? Aplicando la teoría económica, el precio al que se cotiza una acción es aquel en que se cruzan las curvas de oferta y demanda. Como en cualquier otro mercado, cuando la cantidad demandada es mayor que la ofrecida el precio de cierre de la operación sube, y viceversa. Si la cantidad ofrecida es superior a la demandada, el precio necesario para que se cruce la operación, baja. Pero una vez alcanzado ese punto de equilibrio, el precio de la acción no debería variar. Entonces, ¿Qué es lo que desplaza esas curvas de oferta y demanda para que el precio varíe?

En otras palabras, el precio de las acciones debe reflejar el valor de la compañía. Pero, entonces, ¿por qué habría de subir el precio de una acción si ya refleja el valor real de la empresa? Porque el valor de la empresa varíe.

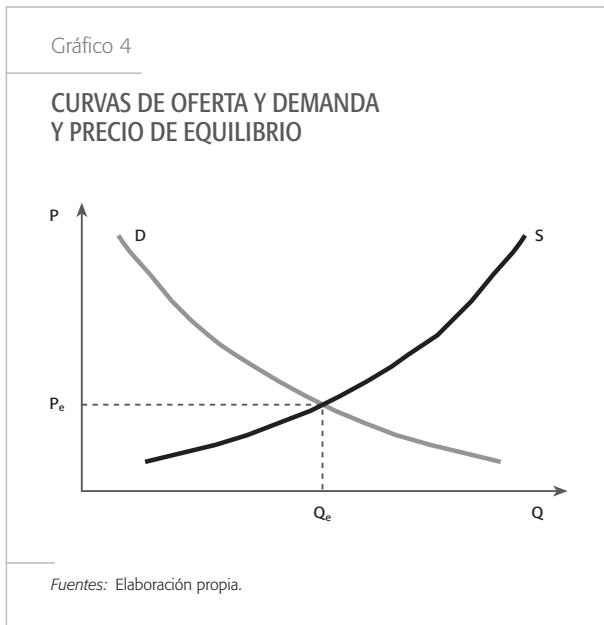
Como ya hemos comentado, las sociedades acuden al mercado de capitales para obtener fondos necesarios para el desarrollo de su actividad. Al sacar sus acciones nuevas a cotizar en bolsa (Oferta Pública de Suscripción), se está permitiendo la entrada de nuevos propietarios de los fondos propios de la compañía. El capital conseguido se destinará al desarrollo normal de su actividad,

Cuadro 2

### VALORES ESPAÑOLES CON MAYOR RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

Compañía	Rentabilidad del dividendo 2006 (porcentaje)	Rentabilidad del dividendo 2007 (porcentaje)
Gestevisión Telecinco	5,9	6,2
Antena 3 Televisión, S.A.	5,1	5,5
Banco Santander Central Hispano, S.A.	3,7	4,3
Telefónica	3,7	4,3
BBVA (Banco Bilbao)	3,5	4,1

Fuente: JCF.



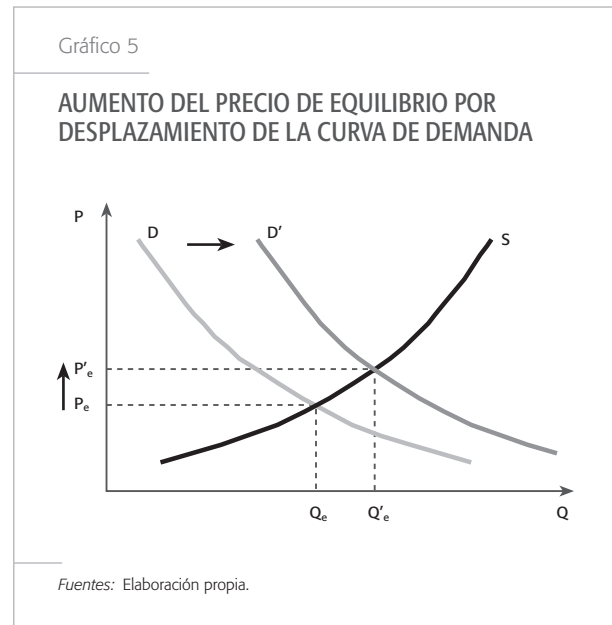
con la que se obtendrá un beneficio, es decir, una rentabilidad del capital.

Un nuevo plan estratégico, para invertir en nuevos proyectos, una nueva planta que aumente la capacidad productiva, el desarrollo de un nuevo producto que diversifique la oferta que se da a los clientes, la compra de otra sociedad para incorporarla al grupo y completar así la base de productos o de clientes..., todo esto son posibles destinos para invertir los fondos conseguidos en el mercado de capitales y que aumentarán el valor de la compañía. Cuando ese mayor valor se refleja en el mercado, subirá el precio de la acción, y entonces tendremos una plusvalía latente.

Pero ¿qué ocurre si el nuevo proyecto de inversión no alcanza la rentabilidad esperada, o si aumenta la competencia y los márgenes operativos se deterioran, o si la consolidación de la nueva empresa adquirida tiene mayores costes de lo que se esperaba o menores beneficios...? todo eso tendrá un impacto negativo en la generación de flujos, con lo que el valor de la empresa disminuirá, el precio de la acción recogerá ese menor valor y tendremos unas minusvalías latentes.

Por lo tanto, ¿qué acciones deberemos comprar? las de aquellas compañías con un plan de negocio o unas perspectivas de crecimiento que puedan aumentar su valor para que se refleje en el mercado.

Sin embargo, no solo una variación en la valoración de la compañía puede cambiar el precio de sus acciones en bolsa. En ocasiones ocurre que las acciones de una compañía



están baratas porque no reflejan su valor real, es decir, el mercado no está reconociendo ese valor. Pero si en un determinado momento ese valor aflora, el precio de las acciones subirá, aunque la compañía no haya cambiado.

## 5. ¿Cuál es el valor de una empresa? El análisis fundamental como herramienta de inversión

Definimos el valor de una empresa como el valor presente de los flujos futuros. Es decir, la suma de los flujos que esperamos que la compañía genere en el futuro, traídos a valor presente.

Como es obvio, los flujos de caja futuros son una estimación y, como tal, tienen un componente subjetivo. Nadie sabe cuánto beneficio obtendrá una empresa el año que viene, y menos el siguiente, y mucho menos cuánto deberá ganar perpetuamente, asumiendo que la actividad de la empresa no termina. Pero todo eso es lo que necesitaríamos conocer para saber cuánto vale la empresa en funcionamiento y, por lo tanto, deberemos utilizar toda la información disponible para hacer nuestra mejor estimación sobre estos valores.

A continuación trataremos de explicar algunos de los conceptos básicos:

**¿Qué son los flujos de caja?** Son los fondos generados con la actividad ordinaria de la compañía, después de las inversiones necesarias para conseguir esos flujos y de



la financiación del circulante. Con ese flujo generado se pagarán tanto la deuda como los dividendos o, simplemente, se acumulará en caja para usos futuros.

Son los gestores de las empresas los que, además de intentar obtener la máxima rentabilidad de la actividad ordinaria de la compañía, es decir, obtener los mayores márgenes, deben decidir en qué emplear los flujos generados que, a su vez, influirán en los flujos futuros. Deberán decidir en qué proporción amortizarán o aumentarán la deuda y qué parte del resto de caja generado se destinará a repartir como dividendo a los accionistas o se reservará para utilizar en el futuro. Y son los accionistas de la compañía los que deberán a su vez valorar la gestión realizada por los directivos de la compañía y aprobarla, o no, en la junta general de accionistas que se convoca anualmente.

Pero, ¿cuál es la mejor gestión? No existe un manual sobre cómo gestionar correctamente una empresa. Las decisiones de inversión que se tomen anualmente o en planes estratégicos plurianuales influirán en la obtención de una mayor o menor rentabilidad operativa en el futuro. Y las decisiones de financiación afectarán además al beneficio neto del grupo, a través del resultado financiero, y a su viabilidad futura, puesto que el mayor endeudamiento aumentará los gastos financieros pero disminuirá el coste medio de financiación, aunque si es excesivo puede llevar a la quiebra del negocio. Una financiación mediante recursos propios (tal vez aumentando el capital en bolsa) tendrá un menor impacto en el resultado financiero, pero aumenta el coste medio del capital y penaliza la valoración.

Esta decisión de financiación de la empresa enlaza con la siguiente variable necesaria para la valoración de la compañía.

**¿A qué tasa se descontarán esos flujos?** Al coste medio ponderado del capital, esto es, el coste de la financiación ajena y propia, ponderada por el peso de cada tipo de financiación. El coste de la financiación ajena, es decir, de la deuda, es algo bastante obvio. Todos tenemos alguna deuda contraída, con un coste asociado.

Pero ¿cuál es el coste de los fondos propios? A los fondos propios, es decir, a los accionistas, se les retribuye obteniendo una rentabilidad del capital invertido que deberá ser, al menos, la tasa libre de riesgo, es decir, la rentabilidad que obtendría invirtiendo ese mismo capital en un activo con un riesgo mínimo. Esta inversión de referencia es la Deuda del Estado. Pero además, habrá que darle una prima de rentabilidad que compense el riesgo asociado a nuestra inversión. Al fin y al cabo la actividad de nuestra empresa tiene un riesgo superior al Estado español. La cuantía de esa prima dependerá del riesgo de nuestra activi-

dad. En sociedades cotizadas en bolsa, la prima de riesgo se asocia a la correlación de la volatilidad del valor con la del mercado de referencia.

Evidentemente, a este método de valoración se le pueden poner muchas objeciones, y el más obvio de todos es que no conocemos cuánto generarán las empresas en el futuro y por lo tanto hay que estimarlo. La subjetividad de quien está analizando la compañía entra en la valoración y, por lo tanto, siempre se podrá estar de acuerdo con esa valoración, o no. Y se pueden dar simultáneamente en el mercado valoraciones de distintas casas de bolsa sobre una misma compañía absolutamente dispares.

Y esa subjetividad no sólo se aplica a la valoración numérica, sino también a la información no económica de las empresas. La trayectoria histórica de un equipo gestor, la tradición de cumplimiento o no con los planes estratégicos anunciados, la estabilidad o incertidumbre regulatoria del sector en el que opere la compañía..., son variables no cuantificables que también deberían tener un impacto en la valoración; e, incluso la estructura accionarial y la estabilidad que aporten los accionistas de referencia.

Observando la experiencia de los últimos años en el mercado de valores español, quizás la mejor noticia para un valor sea un rumor de OPA (Oferta Pública de Adquisición), un rumor que estará alentado por una estructura accionarial no estable, o con accionistas de referencia no industriales, es decir, que tengan esa participación como una inversión financiera y que aceptarían sin problemas una oferta por su paquete accionarial en una compañía siempre que suponga una rentabilidad atractiva para su inversión. Si la compañía objeto de la OPA es muy atractiva, se puede iniciar una batalla entre varios oferentes y, entonces, el precio de la acción subirá ante la lucha de los candidatos a su compra.

## 6. También el entorno económico afecta a la valoración

No sólo las decisiones propias de las empresas pueden hacer que aumente o disminuya su valor. El entorno económico y legal en el que desarrollan su actividad afectará tanto positiva como negativamente a su negocio.

Una desaceleración económica general hará que las compañías más ligadas al consumo vean disminuir sus expectativas de crecimiento, como puede ocurrir con la cotización de las empresas hoteleras, como NH hoteles, o de distribución textil, como Inditex. Una nueva legislación que fomente el uso de un determinado tipo de energía

mediante la regulación de subvenciones a su actividad, como ha ocurrido en España con la nueva ley de energías renovables, mejorará la valoración de todas las empresas que hayan invertido en el sector, como es el caso de Gamesa o de Acciona, una empresa de construcción con una división muy fuerte de energías renovables. Un elevado precio del petróleo en el mercado mundial afectará negativamente a las empresas altamente consumidoras de combustible, como las aerolíneas, pero beneficiará a algunas compañías petroleras. La aprobación de unos presupuestos generales con un mayor peso de las inversiones en I+D estimulará la cotización de las empresas tecnológicas, como es el caso de Indra.

Estos son solo algunos ejemplos de como el entorno económico y legislativo puede afectar a las expectativas de crecimiento de algunas compañías y, por tanto, a su valoración, y deberían tener impacto en la cotización de las acciones.

## 7. ¿En qué momento nos encontramos?

Después de vivir los últimos cuatro años con una clara tendencia alcista en los mercados, parece que en estos momentos el sentimiento general es de incertidumbre. Se diría que los índices no muestran una tendencia clara por que existen datos contradictorios en los mercados.

Por un lado, los resultados empresariales siguen siendo excelentes. En 2006, los beneficios de todas las empresas que cotizaban en el IBEX-35 crecieron un 27,5 por 100 respecto al año anterior y el primer trimestre de 2007 seguían mostrando la misma fortaleza.

Sin embargo, las presiones inflacionistas en Europa están haciendo que el Banco Central Europeo esté elevando el tipo de interés de referencia de la zona euro, de forma continuada desde diciembre de 2005, pasando del 2 por 100 entonces al 4 por 100 actual. Esta subida se da en un entorno de elevado endeudamiento, tanto de las empresas como de las familias, en estas por el elevado precio de la vivienda. Ante esta situación surge el riesgo de que primero se produzca una caída brusca de los precios

de la vivienda, lo que arrastraría en la bolsa tanto al sector inmobiliario como a las constructoras, y que además se produzcan impagos de deuda que pudieran llegar a afectar al sistema financiero y, por tanto, a la cotización de los bancos en bolsa.

Además, el deterioro de la situación financiera de las familias podría provocar una desaceleración del consumo privado, que también afectaría a las empresas de distribución y consumo.

## 8. Conclusión

Como toda inversión, la bolsa ofrece una rentabilidad a cambio de asumir un riesgo. A mayor riesgo, mayor rentabilidad se puede obtener, pero también se puede perder más. No deberíamos acercarnos a la bolsa como el lugar donde con facilidad y rapidez podemos hacernos ricos, aunque la experiencia de los últimos años nos haya mostrado casos en los que eso sí ha ocurrido con cierta frecuencia.

No existe un modelo matemático que nos permita predecir el precio de las acciones en bolsa en el futuro. Como en todo mercado, se cruza un precio cuando se encuentran la oferta y la demanda de un valor, y la oferta y la demanda dependen de múltiples variables, muchas de ellas cuantificables numéricamente y otras muchas no, y sólo se pueden analizar desde un punto de vista subjetivo.

Lo que debemos hacer es intentar encontrar un modelo (y como todo modelo nos servirá para simplificar realidad) que nos permita hallar un valor teórico para una acción e intentar comprar aquellas acciones cuyo valor pensemos que es mayor que el precio al que cotizan en el mercado.

No existe el modelo de valoración perfecto. El método de valoración más empleado en la actualidad por los analistas es el descuento de flujos de caja. Como todos los modelos es inexacto y tiene un elevado componente de estimación de variables futuras, lo que a veces lo hace muy subjetivo, pero es el mejor que conocemos hasta ahora y podemos utilizarlo como herramienta de inversión junto con el sentido común y, por qué no, con un poco de intuición.