
La prima de riesgo y el futuro de las cotizaciones

GUILLERMO DE LA DEHESA*

Después de experimentar una de las mayores burbujas bursátiles de la historia mundial y de sufrir su inevitable pinchazo posterior, muchos inversores se preguntan qué va a ocurrir a partir de ahora con los precios de las acciones. Muchos de ellos habían creído, ingenuamente, que la *nueva economía* llevaba consigo no sólo el fin de los ciclos, sino también nuevas formas de valorar las acciones de las empresas cotizadas, y ahora vuelven cabizbajos a redescubrir las leyes ortodoxas de la *vieja economía*. Cuando ahora observan, de nuevo, los PER, es decir, el precio de la acción dividido por los beneficios por acción, no pueden quedar tranquilos. En Estados Unidos, donde hay datos de esta relación desde 1872, se observa que la media histórica oscila, desde entonces, alrededor de un nivel de 16 veces beneficios (de acuerdo con el estudio reciente realizado por Robert Shiller, autor del famoso libro *Exuberancia irracional*), aunque con una desviación estándar muy elevada, ya que tuvo dos picos muy elevados, uno justo antes de la Gran Depresión, en que alcanzó 28 veces, y otro en el primer trimestre de 2000, que llegó a 48 veces y un suelo muy bajo en los primeros años treinta, en que cayó a 10 veces. En la actualidad se encuentra ligeramente por debajo de 20 veces, lo que indica que todavía podría continuar cayendo hasta alcanzar dicha media histórica.

El retorno esperado

También suelen analizarse dichas series históricas a través de la relación inversa a la del PER, es decir, a la que resulta de dividir los beneficios por acción por el precio de la acción, que se llama, comúnmente, rentabilidad de las acciones y que mide el retorno real esperado de las acciones. La media histórica es del 6,25%, que corresponde al PER medio de 16 veces, lo que no está mal, ya que correspondería a una rentabilidad más de dos puntos porcentuales superior a la media de los bonos del Tesoro norteamericano. Ahora bien, en relación con esta última, existe otra forma de medir la rentabilidad esperada de las acciones, que es a través de la llamada 'prima de riesgo de las acciones', que es la diferencia entre la rentabilidad esperada de las acciones y la rentabilidad de un activo sin riesgo, para la que se utiliza como referencia la del bono del Tesoro norteamericano a 10 años. La diferencia entre ambas se explica por la compensación que los inversores esperan recibir por invertir en unos activos de mayor riesgo, acciones, frente a otros de menor riesgo, bonos del Tesoro. Sin embargo, algunos economistas han considerado esta diferencia como una paradoja, ya que la evidencia muestra que no existe, desde 1872, ningún periodo de 30 años en los que la rentabilidad de una amplia y diversificada cartera de acciones haya sido superada por otra de bonos o letras del Tesoro. Esto hace que muchos piensen que la inversión en acciones tiene menos riesgo que en bonos públicos, que, además, pueden ver su valor licuado por la inflación.

Pero el hecho es que, por definición, la rentabilidad de las acciones es, a corto plazo, mucho más volátil que la de los bonos del Estado, que, además, éstas representan un activo sobre empresas privadas, que lógicamente tienen mayor riesgo que los Estados, y que, finalmente, son una deuda que está subordinada, en último lugar, al pago de las demás deudas de la empresa. Por otro lado, las elevadas rentabilidades históricas de las acciones frente a otros tipos de inversión dependen en gran medida de si se compran dichos activos cuando su PER es bajo y sus dividendos altos, ya que, si se hace la compra en la situación inversa, la rentabilidad puede ser muy baja. Como consecuencia de ello, lo que los inversores esperan y lo que finalmente obtienen no tiene por qué coincidir, con lo que la rentabilidad realizada, en lugar de la esperada, de las acciones y los bonos no siempre hace posible estimar la prima de riesgo de las primeras, especialmente porque esta última también cambia. Por ejemplo, cuando la prima de riesgo descende, los retornos esperados de las acciones también caen. Para que éstos caigan, los precios de las acciones tienen que subir. En línea con esta apreciación del capital, los retornos de las acciones tendrán que ser temporalmente altos mientras la prima está cayendo y, por lo tanto, los precios de las acciones aumentarán, temporalmente, más rápidamente que

los beneficios. Posteriormente, una vez que el ajuste se ha completado, los retornos esperados serán menores, ya que los inversores demandarán menos prima por mantener acciones.

Entre 1980 y 2000, el rendimiento medio de las acciones en los países de la OCDE, con la excepción de Japón, consiguió niveles récord de dos dígitos y su prima o exceso medio de rentabilidad sobre el de los bonos alcanzó el 7%. En estas dos décadas, el mercado alcista de los precios de las acciones no derivó de un crecimiento excepcional de los beneficios, sino de una caída de su prima de riesgo, así como de la rentabilidad real de los bonos, con lo que los precios de las acciones crecieron a una tasa muy por encima de la del crecimiento de los beneficios o de los dividendos. La prueba terminante de ello es que los PER pasaron de 8 a 30 veces beneficios en el índice S&P 500, de 7 a 25 veces en el FTSE-100 y de 9 a 25 veces en el Dax.

Es precisamente por este hecho que los inversores deberían esperar, a partir de ahora, un mucho menor exceso de retorno, absoluto y relativo, de las acciones sobre los bonos, del obtenido en los últimos 20 años, y ello a pesar de que la situación ha cambiado radicalmente desde la primavera de 2000. Un reciente estudio realizado por los economistas de Goldman Sachs demuestra que la prima de riesgo de las acciones sobre los bonos va a mantenerse en una media del 2,5% en los próximos 20 años, en lugar del 7%. Dicho estudio parte de los siguientes supuestos: el retorno esperado de las acciones es, por definición, la suma del rendimiento por dividendos y de su tasa esperada de crecimiento, que se asume que es igual al crecimiento de los beneficios por acción. El crecimiento de los beneficios se asume que está en línea con el crecimiento del PIB. El crecimiento anual medio del PIB en los países de la OCDE en los próximos 20 años se estima que sea del 2,6%. Si a éste se le añade un rendimiento medio por dividendo del 2,4%, se obtiene un rendimiento real medio de las acciones del 5%. Si se supone una inflación media en el periodo, un poco menor del 2%, el retorno nominal queda en el 6,8%, que, comparado con un rendimiento medio de los bonos del Tesoro a 10 años del 4,3%, en el mismo periodo, da como resultado una prima de riesgo del 2,5%, frente a la del 7% de las dos últimas décadas, lo que implica un rendimiento futuro para las acciones muy por debajo del disfrutado hasta ahora.

Este rendimiento real esperado de las acciones puede, en principio, parecer muy bajo, pero la evidencia histórica demuestra que, en los últimos cien años, éste ha sido del 6,7% y que la hipótesis básica de partida, de que los beneficios por acción tienden a igualar el crecimiento del PIB a largo plazo, es una realidad perfectamente contrastada. Unos años suelen ir por debajo y otros por encima, pero la media histórica termina igualando ambas tasas de crecimiento. Además, hay que tener en cuenta que el crecimiento de la economía no sólo depende del crecimiento de las empresas existentes cotizadas, sino también de la creación de otras nuevas, que no cotizan en Bolsa, lo que hace que los beneficios por acción de las existentes se hayan mantenido por debajo del crecimiento del PIB en todas las principales economías durante largos periodos.

Estimaciones discrepantes

Es más, las estimaciones de la prima de riesgo hubieran sido incluso menores si los precios de las acciones no hubiesen caído más de un 20% en el último mes y medio. Lógicamente, si continúan estas caídas en los próximos meses es muy probable que la prima de riesgo pudiese alcanzar el 3,5%, que sería consistente con un PER medio de 17 veces beneficios, o incluso uno superior. Por su parte, los grandes inversores institucionales, según una reciente y amplia encuesta, se muestran muy cautos y esperan, en los próximos 20 años, unas rentabilidades muy inferiores a las de los últimos 20, pero más elevadas que las de Goldman. Sus expectativas son que la rentabilidad real media de las acciones se sitúe en un 6,75% y la de los bonos a 10 años en el 2,75%, y que, por tanto, la prima media de riesgo de las acciones esté en el 4%. Las estimaciones de Goldman Sachs, al ser 1,5 puntos porcentuales menores, no coinciden en absoluto con dichas expectativas. El tiempo dirá quién tiene razón, pero, a largo plazo, la evidencia histórica demuestra que el análisis de Goldman es correcto.

**Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).*