



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

9 DE MARZO DE 2015

ANÁLISIS ECONÓMICO FEBRERO 2015

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

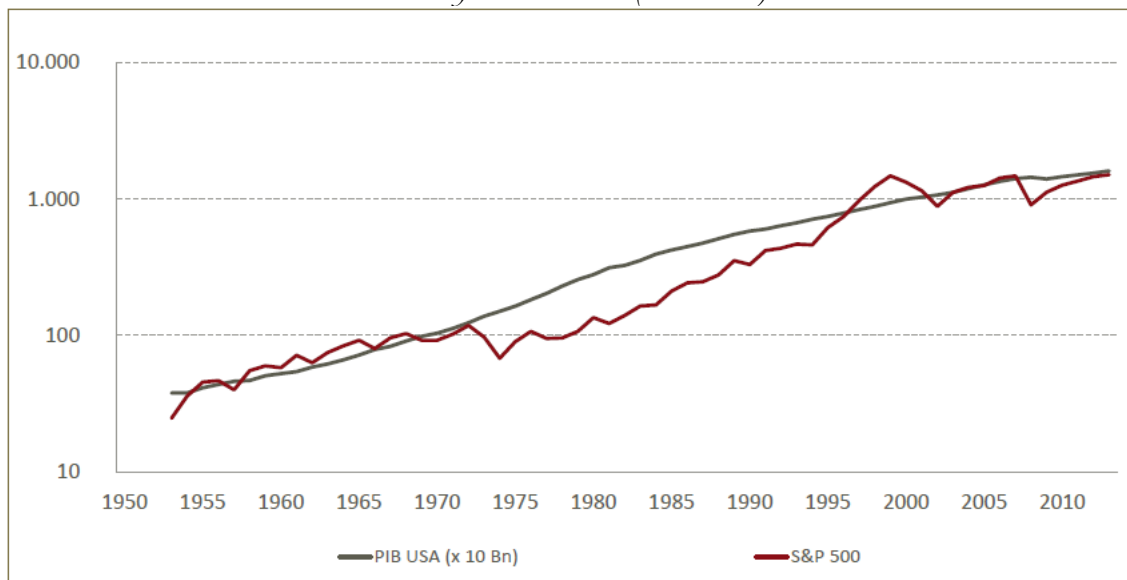
Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

¿Adónde va la bolsa?

La valoración de una compañía, sea o no cotizada, depende de su capacidad de generar beneficios a largo plazo. Y tiene por tanto dos determinantes: los beneficios futuros y los tipos de interés. Los primeros determinan qué flujos futuros descontamos y los segundos a qué tasa de rentabilidad los descontamos.

La bolsa europea sube un 14% en los dos primeros meses del año, aunque está un 40% por debajo de sus niveles de 2008, la estadounidense está en máximo histórico aunque sólo sube un 2 % en el año. ¿Cómo evolucionarán los beneficios? ¿Hacia dónde van las tasas de rentabilidad que exigimos a la inversión bursátil?

Bolsa y economía USA (1953-2014)



¿Cómo evolucionarán los beneficios?

Los beneficios están sin duda creciendo. Existen tantas estimaciones al respecto como compañías cotizadas hay en el mundo, todas ellas sometidas a enésimas revisiones. Pero el sentido común nos permite hacernos una idea bastante fidedigna de la previsible evolución del agregado, incluso por áreas geográficas. Los beneficios empresariales, a nivel global, crecen en paralelo a la actividad económica mundial. Con un crecimiento económico de entre el 3% y el 3,5% (cerca del 3% en EE.UU., del 1,5% en Europa y del 5% en Asia), las grandes compañías globales tienen asegurado, en conjunto, un aumento no inferior del beneficio operativo y una evolución superior del beneficio neto (dado el descenso de gastos de intereses en un entorno de bajas o decrecientes tasas de interés). **Esperar tasas de crecimiento de beneficio neto de dígito medio o alto a tipo a tipo de cambio constante es más que razonable.**

Pero las cuentas no siempre son lo que parecen. Ese +5% o +10% puede bien tornarse en +15% o en +0% en función del cristal con que se mire. Y no por obra de artimaña contable alguna, sino

simplemente por el hecho de reportar en una u otra moneda. En 2014 la traducción a dólares o a euros del beneficio obtenido globalmente dio lugar a un fenómeno curioso. Una misma compañía global (con un tercio del beneficio generado en Europa, un tercio en EE.UU. y un tercio en el resto del mundo), cuyo beneficio a tipo de cambio constante creciera un 5% pero tuviera dos sedes sociales, una en Europa y otra en EE.UU., hubiera reportado en torno a un +0% en Europa y un +10% en EE.UU. Sólo por efecto de caída del dólar frente al euro, que hizo que para una compañía estadounidense todo el beneficio generado fuera del área dólar traducido a dólares fuera más que el año anterior. Mientras que lo inverso pasó para una compañía del área euro, si traducimos a euros todo el beneficio generado fuera del área euro.

En 2015 se producirá el fenómeno contrario, dada la depreciación que acumula el euro (casi -20% hasta la fecha y -15% si el euro se mantuviera en estos niveles todo el año). **El 5% de crecimiento a tipo de cambio constante para una compañía con un tercio de ventas en cada área terminará siendo más de un +10% en euros y un +0% en dólares.**

¿Cuánto pueden crecer los beneficios en Europa en 2015?

Independientemente de que las cifras anteriores sean una mera aproximación, **parece claro que veremos “revisiones al alza” de beneficios en Europa, y a la baja en EE.UU.** Por este estricto efecto de tipo de cambio en las compañías globales, al que se suman el impacto real positivo en las compañías exportadoras (las que concentran sus instalaciones productivas en Europa, y cuyas ventas al exterior se ven favorecidas en volumen dado el abaratamiento del euro), y también por el descenso del crudo, que puede suponer un relevante aumento del consumo y del PIB (mucho más acusado en Europa que en EE.UU.).

Una familia media europea se ahorrará 500 euros anuales en la factura de gasolina, y los gastará en otros productos. Esto puede suponer un relevante aumento del consumo, de un mínimo del 1%, que traducido a PIB sería un 0,6% de crecimiento adicional de PIB (el consumo representa dos tercios del PIB). En América también será positivo, para el consumidor norteamericano, pero menos a nivel agregado de la economía porque los productores de petróleo americanos recibirán menores ingresos. En Europa no hay productores de petróleo. Beneficioso también será para Asia en general (especialmente China y Japón), y perjudicial para países productores de petróleo (árabes, rusos e iberoamericanos).

Esto nos permite entender las rápidas revisiones al alza de PIB que ya se están realizando. En España íbamos por el +1,5% y ya alcanzamos según algunas previsiones un +2,7% previsto para 2015. Aproximadamente la mitad de la diferencia proviene del efecto tipo de cambio, y la otra mitad del impacto de un crudo más barato.

El beneficio crecerá, pero ¿qué hará la tasa de descuento?

La tasa de descuento de los beneficios, la rentabilidad que le exigimos a nuestro capital a la hora de invertir, suele definirse como la suma de la tasa libre de riesgo (tipo de interés que ofrece el bono soberano de calidad a largo plazo) y la prima de riesgo.

La tasa libre de riesgo está en niveles excepcionalmente bajos. La alternativa de invertir sin riesgo a largo plazo no ofrece prácticamente rentabilidad: casi el 0,3% en Alemania, poco más del 1,4% en España. Si asumiéramos que en el futuro estas tasas se van a mantener, las tasas de rentabilidad exigibles a la inversión en bolsa deberían bajar radicalmente. Normalmente se suele pedir a la

inversión en capital algo próximo al 10% (que a grandes rasgos se correspondería, en las últimas tres décadas, con un 5% de tasa libre de riesgo y un 5% de prima de riesgo). Vamos a asumir que el 0,3% o el 1,4% a diez años no son tasas normales, que son representativas de una situación excepcional. Pensemos que, efectivamente, poco a poco, la economía retomará pulso, crecimiento, y niveles de inflación próximos al 2%. Mayores no serán, porque **el principal factor que contribuye a la inflación a largo plazo es el salarial, y el mercado de trabajo ya es líquido a nivel global**. Todos los jóvenes en Iberoamérica y África saben cómo se vive en Europa o Estados Unidos. Lo han visto por televisión o internet y lo han hablado por móvil con un pariente que ya está en la “tierra prometida”. Y a poco que haya déficit de mano de obra (y por tanto riesgo de subidas salariales) en Occidente, cogen un avión por 400 euros y se incorporan al mercado laboral occidental por el salario mínimo. No habrá inflación alta en Occidente en décadas, y por tanto **los tipos seguirán bajos. Quizás no al 0% a corto y al 1% o 2% a largo, pero no mucho más del 2% a corto (la inflación máxima probable), y no mucho más del 3% o 4% a largo**.

Tasa libre de riesgo subiendo, pues, pero muy baja para estándares históricos (en EE.UU. en los últimos 60 años la tasa libre de riesgo, el bono a 10 años, se situó en media en el 6,5%; ello fue la combinación de tres periodos: las décadas 1953-73 en que se situó en media en el 6%, los años 1973-93 en el 10%, y las dos décadas siguientes en el 4,5%). Si aplicamos la regla de la Fed según la cual la valoración de la bolsa americana debe ser la que marca la equiparación entre la TIR del bono a 10 años y la inversa del PER, la TIR actual del bono americano justificaría un PER de hasta 50 veces (17 actual); a la inversa, el PER actual se justificaría con una TIR de hasta el 6%. Parece evidente que en la actualidad lo más anormal es la baja TIR del bono, pero en cualquier caso la discrepancia entre bolsa y bono es todavía muy alta.

¿Y la prima de riesgo?

En Europa la percepción de riesgo es muy aún superior a en EE.UU.: porque ha faltado una autoridad única (lo que ha retrasado el rescate bancario, prolongado la crisis financiera y colapsado el crédito), y porque a falta de esa autoridad cada paso a golpe de consenso se hace eterno y reaviva las dudas sobre la viabilidad de la moneda única. Aunque todo esto ha cambiado. La prueba definitiva sobre el euro ha sido la aceptación por parte de un partido de izquierda radical en el país más conflictivo, Grecia, de los mandatos de la troika. Banco central regulador y supervisor único y política fiscal cada vez más unificada (hasta Francia ve sus presupuestos visados por Bruselas) son la prueba de que el euro está para quedarse. Los bancos son solventes, porque lo dice la autoridad bancaria única, y ello es un anticipo de que volverá el crédito. Por tanto, prima de riesgo llamada también a reducirse.

Beneficios crecientes por mayor actividad económica global (y más en Europa por un petróleo bajo, un euro bajo y unos bancos que volverán a prestar) y tasa de descuento baja y bajando, por los tipos bajos y la percepción de riesgo decreciente, son una excelente combinación para que la bolsa suba.

Gracias por su confianza.

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.
© Know Square S.L.