

¿BOLSA EUROPEA O AMERICANA?

“Desde el enfoque conservador que parte del dividendo actual, la bolsa europea ofrece una rentabilidad muy superior a la de la americana. A los precios actuales, y con el dividendo distribuido con cargo al ejercicio 2016, el Euro Stoxx 50 ofrece una rentabilidad por dividendo del 3,4%, frente al 2% ofrecido por el S&P 500. Si tomamos como referencia los dividendos previstos con cargo a 2017 o 2018 no varía mucho, manteniéndose el diferencial próximo al 1,5% de rentabilidad anual, en favor de la bolsa europea”

TEXTO OFELIA MARÍN-LOZANO*

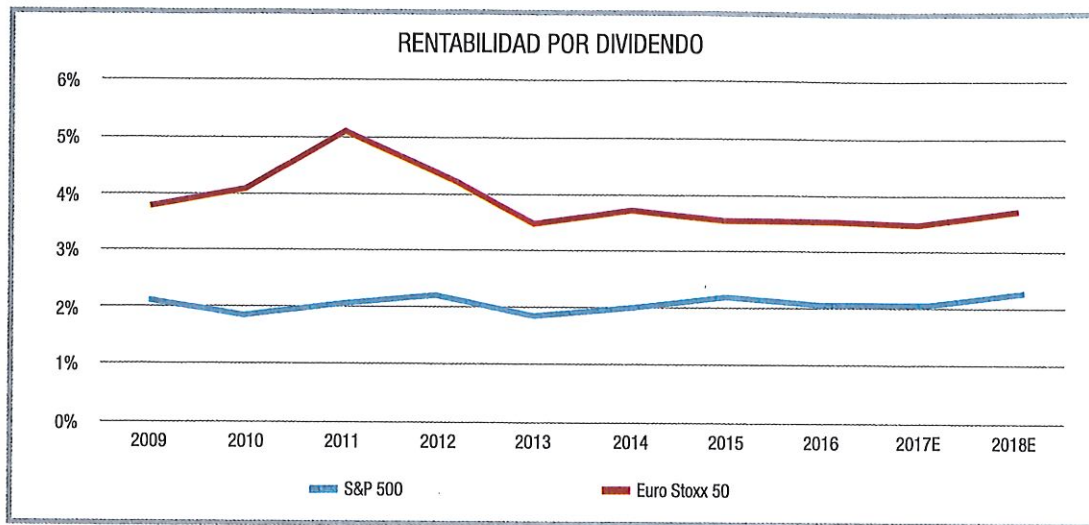
Consejera Delegada de 1962 Capital SICAV.

El beneficio se contabiliza. El dividendo se cobra. Por ello, a la hora de evaluar la rentabilidad que nos puede ofrecer la bolsa, partir de la rentabilidad por dividendo suele ser la vía que nos ofrece un juicio más seguro. Al fin y al cabo, la rentabilidad a largo plazo que nos ofrecerá la bolsa será la que resulte de percibir todos los dividendos que en su vida futura, en principio indefinida, nos pagarán las compañías de las que somos accionistas. Desde el enfoque conservador que parte del dividendo actual, la bolsa europea ofrece una rentabilidad muy superior a la de la bolsa americana. A los precios actuales, y con el dividendo distribuido con cargo al ejercicio 2016, el Euro Stoxx 50 ofrece una rentabilidad por dividendo del 3,4%, frente al 2,0% ofrecido por el S&P 500. Si tomamos como referencia los dividendos previstos con cargo al ejercicio 2017 o 2018 el panorama no varía mucho, manteniéndose el diferencial próximo al 1,5% de rentabilidad anual, en favor de la bolsa europea.

Rentabilidad por dividendo	2016	2017E	2018E
Euro Stoxx 50	3,4	3,5	3,7%
S&P 500	2,0	2,1	2,2%
PER	—	—	—
Euro Stoxx 50	18,1	14,9	13,5%
S&P 500	20,7%	18,1%	16,2

El pago de dividendos presenta grandes diferencias en función del sector de actividad y el tamaño de las compañías. En general los sectores maduros y las compañías grandes distribuyen como dividendo una proporción más alta de su beneficio. Ello es así porque sus necesidades de reinversión para el crecimiento son menores. Por el contrario, las pequeñas y medianas empresas con grandes planes de expansión, y las que operan en sectores con gran potencial de crecimiento (y necesidad de inversión) suelen retener una mayor parte de su beneficio. El dividendo que no pagan hoy es el beneficio que retienen para poder pagarnos un mayor dividendo mañana.

La bolsa europea, y en especial el índice Euro Stoxx 50, tiene una mayor proporción de empresas grandes que operan en mercados maduros que la bolsa americana representada por un índice más amplio, de 500 empresas, entre las que se incluyen además, un mayor número de compañías que operan en sectores menos maduros, notoriamente, los relacionados con tecnologías de información y comunicación. Las compañías del Euro Stoxx 50, en media, distribuyen una mayor proporción de su beneficio que las del S&P 500. En un año medio, sobre un beneficio normalizado, su 'pay-out' suele situarse en niveles próximos al 50%, frente a niveles inferiores al 40% que son los habituales para la media de las compañías americanas. A igualdad de múltiplos sobre beneficios, pagando el mismo PER, el mayor 'pay-out' de la bolsa europea justificaría algo más de medio punto porcentual de mayor rentabilidad por dividendo. Si el diferencial es mayor, es debido a que el precio que el mercado paga por sus beneficios, el PER, es



también tradicionalmente menor al que paga por los de la bolsa americana. Ello supone reconocer que la bolsa americana presenta unas expectativas de crecimiento a largo plazo mayores, o un perfil de riesgo menor.

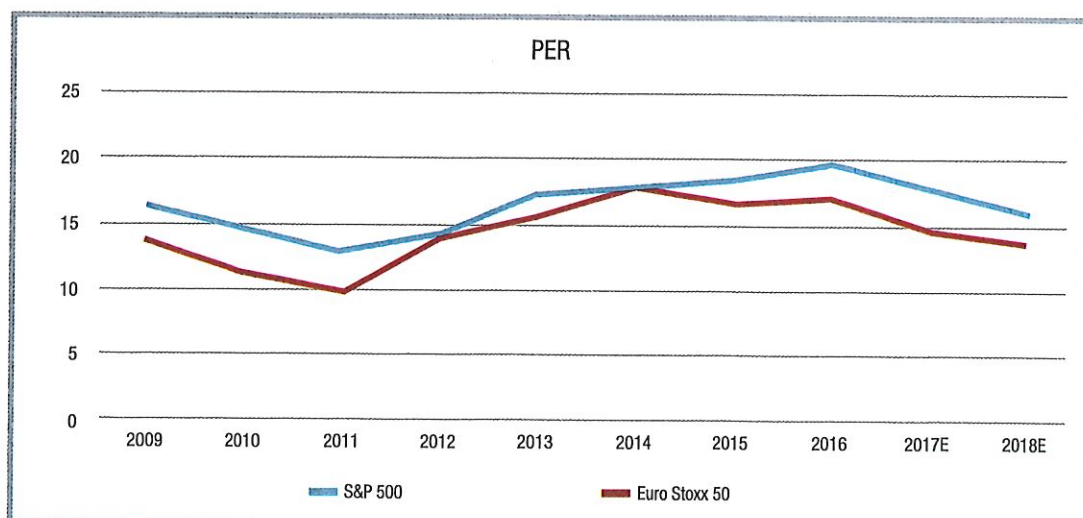
“Las compañías del Euro Stoxx 50, en media, colocan mayor proporción de su beneficio que las del S&P 500. Su ‘pay-out’ suele rozar el 50%, frente a niveles inferiores al 40% para la media de las americanas”

1 ¿Están caras las bolsas en términos históricos?

La bolsa europea suele cotizar a un PER más bajo y a una rentabilidad por dividendo más alta que la americana. Lo explica en buena medida su composición sectorial (muchos más bancos y compañías de servicios públicos en Europa, muchas más tecnológicas y empresas de gran consumo en Estados Unidos), aunque cuando el diferencial se amplía

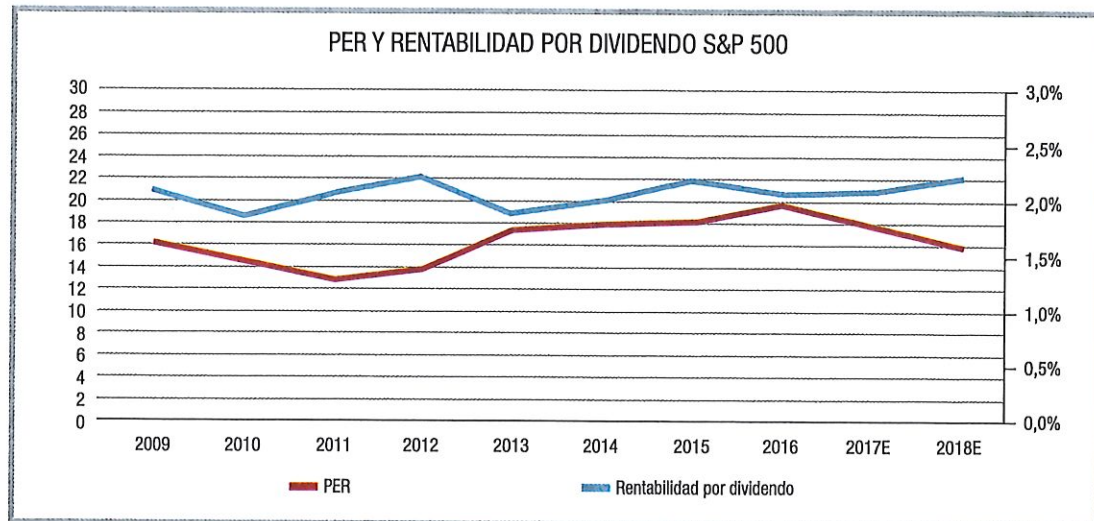
de forma notable con respecto a una media histórica hay que atribuirlo a otros factores, notoriamente una distinta percepción general de riesgo, que en la Eurozona, desde la crisis financiera, responde a las dudas sobre el futuro del euro. De hecho, si comparamos los múltiplos de cotización de las grandes multinacionales globales de consumo, tecnología o industria, europeas y norteamericanas, no apreciamos grandes diferencias entre unas y otras. Por el contrario las compañías del sector financiero y de los sectores regulados (eléctricas, telecomunicaciones) de la zona euro cotizan a múltiplos mucho más penalizadores que los de sus homólogas americanas.

Pero, más allá de que el beneficio y el dividendo europeo coticen por debajo del americano, a los precios actuales, y con respecto a su historia ¿cotizan más caras o más baratas las bolsas? La respuesta varía según qué consideremos como historia comparable. Si tomamos períodos muy largos, de muchas décadas, como hacen los que intentan defender, desde hace ya por los menos tres o cuatro años, que la bolsa americana está muy cara, podríamos decir que el PER del S&P 500, de



unas 18 veces sobre el beneficio previsto para 2017, se sitúa por encima de la media histórica, que estaría en niveles de entre 15 y 16 veces en los últimos 50 años. Quienes hacen dicha comparación, sin embargo, suelen olvidar que, en media, la rentabilidad del bono a 10 años del Tesoro americano, cuando uno toma como referencia las cinco últimas décadas, estaría muy por encima del 6% (frente al 2,5% actual). Y que el PER medio de 15 o 16 veces se obtiene gracias, en buena medida, a un largo período de múltiplos PER próximos o inferiores a 10 veces que se mantuvieron en las décadas de los 70 y 80 del siglo pasado, en escenarios de inflación y tipos de interés cercanos o superiores al doble dígito.

tom-up'. Es decir, decide si es accionista de esta empresa o de aquella, y evalúa si el precio que le piden por serlo se corresponde con las expectativas de beneficio futuro y el riesgo asumido, en cada compañía. Hacer juicios sobre "si una bolsa está cara o barata" a partir de agregados de precios y beneficios, es una simplificación muy arriesgada. De entrada, hay empresas que no ganan dinero, o incluso lo pierden y en cantidades relevantes. Cuando uno aplica un PER al conjunto del beneficio generado por las empresas incluidas en un índice, implícitamente está dando valor negativo a muchas compañías (cuando su precio mínimo nunca será inferior a cero), y restando en consecuencia valor al índice.



Si restringimos la historia a la última década, con un escenario de tipos e inflación más equiparables a los actuales y una composición de los índices más similar (con mayor peso de empresas tecnológicas), podemos ver que la rentabilidad por dividendo que ofrecen las bolsas a los precios actuales no difiere tanto de lo que podemos considerar habitual. Si tomamos como referencia el PER las oscilaciones son ya mucho más marcadas, aunque hay que tener bien presente que los últimos años, un buen número de sectores (en especial los relacionados con el sector financiero, y el energético), ha obtenido resultados excepcionalmente negativos (en muchos casos, cuantiosas pérdidas), que desnaturalizan los múltiplos medios.

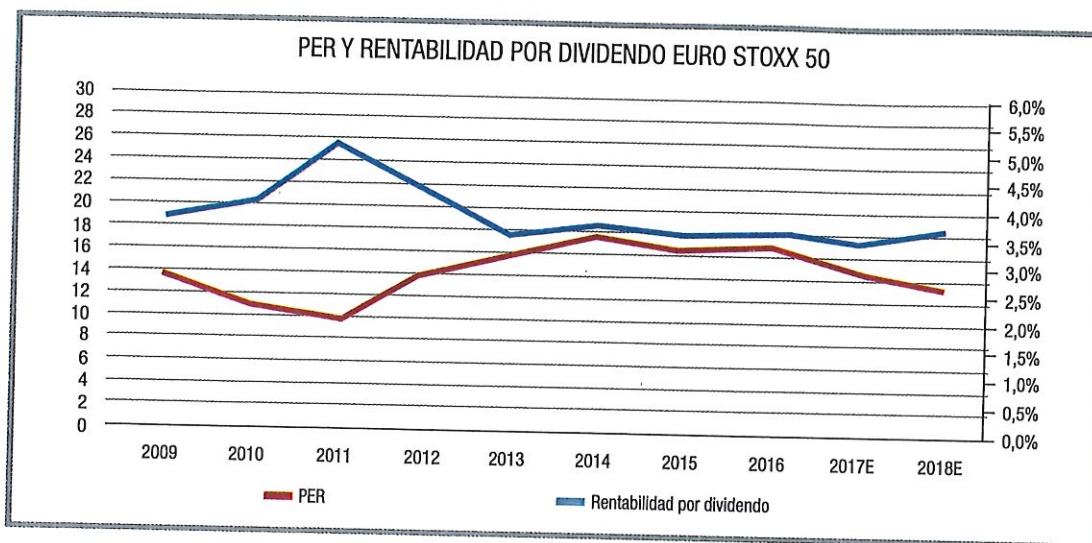
En resumen, si asumiéramos un escenario de tipos a largo plazo similares a los actuales, la bolsa americana estaría ligeramente barata y la europea, muy barata. Solo a partir de unos tipos de interés de los bonos soberanos a 10 años claramente superiores al 4% en Estados Unidos y al 5% en la zona euro podríamos empezar a ver caros los mercados de renta variable. No son esos escenarios, en especial en la zona euro, que veamos verosímiles. Desde luego no a corto y medio plazo

2 Los riesgos de los múltiplos sobre índices bursátiles

El inversor responsable y profesional no compra índices, compra acciones. No invierte 'top-down', invierte 'bot-

"Con unos tipos a largo plazo similares a los actuales, la bolsa americana estaría ligeramente barata y la europea, muy barata. Solo a partir de unos tipos para los bonos soberanos a 10 años claramente superiores al 4% en EEUU y al 5% en la zona euro podríamos empezar a ver caros los mercados de renta variable. No son escenarios, en especial en la zona euro, que veamos verosímiles"

En ciertos sectores, como los relacionados con internet, comercio electrónico, muy relevante, que obtienen un beneficio muy reducido, o ni tan siquiera lo obtienen, aunque se prevé por su posición de mercado, por el avance en sus servicios y productos, que algún día no muy lejano lo podrán obtener y sea cuantioso. Si hay un número significativo de empresas que pueden multiplicar por varias veces su beneficio en un corto plazo, incluir implícitamente su valor en un índice por 'métodos top-down' o, lo que es lo mismo, por múltiplos medios, desvirtúa las conclusiones sobre si el índice está barato o caro.



BOLSA AMERICANA 20 MAYORES EMPRESAS	Capitalización bursátil (000 Mn\$)	PER 2016	Rentabilidad por divid.
Apple	754	17	1,6%
Alphabet (Google)	578	30	0,0%
Microsoft	508	32	2,4%
Amazon	428	182	0,0%
Berkshire Hathaway	412	17	0,0%
Facebook	408	43	0,0%
Exxon Mobil	344	35	3,6%
Johnson & Johnson	339	20	2,6%
JP Morgan Chase	308	14	2,3%
Wells Fargo	277	14	2,8%
General Electric	261	29	3,2%
AT&T	249	19	4,8%
Bank of America	245	16	1,3%
Procter and Gamble	228	24	3,0%
Wal Mart Stores	216	17	2,9%
Visa	207	29	0,7%
Chevron	207	99	4,0%
Pfizer	203	18	3,8%
Verizon	197	13	4,8%
Coca Cola	183	22	3,5%
Media ponderada	—	22,8	2,0%
Media pond. PER<30	—	17,8	2,4%
S&P 500	—	20,7	2,0%

En negritas las compañías con PER superior a 30 veces

Al final, para saber si una bolsa está cara o barata no valen atajos. Hay que hacer los números compañía por compañía. Sirva como ejemplo el cuadro adjunto, donde se detallan las 20 principales empresas norteamericanas por capitalización bursátil (entre las 20 representan casi un 30% del valor del S&P 500), con sus múltiplos PER (respecto al beneficio de 2016, ya conocido) y su rentabilidad por dividendo. El múltiplo PER medio, ponderado por capitalización bursátil como

se hace en el índice S&P 500, es ligeramente superior al del índice (22,8 frente a 20,7), aunque si excluyéramos del análisis todas aquellas compañías relacionadas con software o internet (Alphabet-Google, Microsoft, Amazon, y Facebook) y a las dos grandes petroleras (Exxon, Chevron) que obtuvieron, en un contexto excepcionalmente bajo de precios de petróleo, un beneficio muy alejado del de un año normal y que cotizan a múltiplos superiores a 30 veces, veríamos cómo las 14 restantes, grandes compañías de la industria, los bienes de consumo, el sector bancario o farmacéutico, cotizan en media a un múltiplo de 17,8 veces sobre el beneficio del último año, y ofrecen una rentabilidad por dividendo del 2,4%, unos múltiplos claramente inferiores a los del índice en su conjunto.

3 Valoración top-down y bottom-up en automoción

Hoy Tesla supera en capitalización bursátil a Ford y prácticamente alcanza a General Motors. 51.000 millones de dólares es el valor bursátil de General Motors, 45.000 millones el de Ford, 49.000 millones el de Tesla. General Motors vendió 10 millones de coches por 166.000 millones de dólares; Ford vendió 6,7 millones de coches por 152.000 millones de dólares, Tesla vendió 70.000 coches por 7.000 millones de dólares. General Motors ganó 9.400 millones de dólares, Ford ganó 4.600 millones, Tesla perdió 700 millones. Un análisis 'top-down' nos diría, sumando todos los datos, que las compañías americanas de automoción valían en bolsa 145.000 millones, y que obtuvieron un beneficio conjunto de 13.300 millones. Así, el sector de automoción norteamericano cotizaría a un múltiplo de 10,9 veces beneficio, un múltiplo superior al de los grandes fabricantes europeos (los que cotizan más altos, los fabricantes premium Daimler y BMW, lo hacen a un PER inferior a 9 veces). Un análisis 'bottom up' nos dice que General Motors cotiza a un múltiplo muy bajo, (PER 5,4), que Ford cotiza parecido a BMW o Daimler (PER 9,8), y que hay una legión de entusiastas que confían ciegamente en el gurú Elon Musk, presidente de Tesla, que vendiendo 20 veces menos que sus competidores, y perdiendo cientos de millones en lugar de ganar miles, vale lo mismo que ellos en bolsa... ▣