

## LA BOLSA ESPAÑOLA DEBERÍA DE VOLVER A SUBIR

Guillermo de la Dehesa

El precio de las acciones refleja la relación entre el rendimiento del capital invertido y el coste del capital utilizado. La diferencia entre uno y otro, es decir, el llamado "margen o diferencial del capital" y la percepción de su evolución futura determinan, a su vez, la valoración de las empresas, es decir, el llamado "múltiplo del capital" o relación entre el valor de mercado del capital de la empresa y su valor en libros.

Históricamente, ha habido una relación positiva muy estrecha entre el diferencial o margen del capital y el múltiplo del capital. El primero tiende a explicar casi siempre la mayor parte de la valoración de la acción. A mayor diferencial o margen, mayor valoración o múltiplo (gráfico 1). El fuerte aumento del diferencial en los últimos años explica en buena parte el boom bursátil de estos dos últimos años. Desde 1995 el diferencial se ha ensanchado hasta niveles récord y ha inducido un aumento del múltiplo y de la valoración del capital empresarial sobre su valor en libros.

Es muy probable que en los próximos meses comience una presión a la baja de dicho diferencial que afecte a la baja a las valoraciones, dada la percepción negativa de los inversores sobre las previsiones de crecimiento de la economía de los países de la OCDE y de los países emergentes, como consecuencia de la crisis asiática y del contagio sufrido por las bolsas de todos los países.

El gráfico nº 2 muestra la relación actual entre el "diferencial" del capital y el "múltiplo" en varios países de la OCDE. Se puede observar como la relación española ha alcanzado menores valores que la media por lo que una futura caída de los márgenes o diferenciales afectará en mayor medida a la valoración de aquellos países que lo tienen más elevado por encontrarse en una fase más avanzada del ciclo como Suiza, Holanda, Estados Unidos, Italia y Holanda, que a aquellos otros como España que tiene un "múltiplo" de 1,7 veces que no corresponde al elevado "diferencial" de 350 puntos básicos. Esto quiere decir que en la bolsa española los precios actuales han infravalorado la relación del múltiplo respecto al margen, por lo que se puede decir que el recorte ha ido demasiado lejos.

Por tanto, la bolsa española tiene por delante un margen de subida que otros países no tienen. De todas maneras, las incertidumbres sobre el contagio de la crisis a otros países emergentes, especialmente Iberoamérica podrían cambiar estas previsiones al afectar en mayor medida al crecimiento de los países de la OCDE y al de sus empresas.