



Técnico vs. fundamental: una polémica estéril

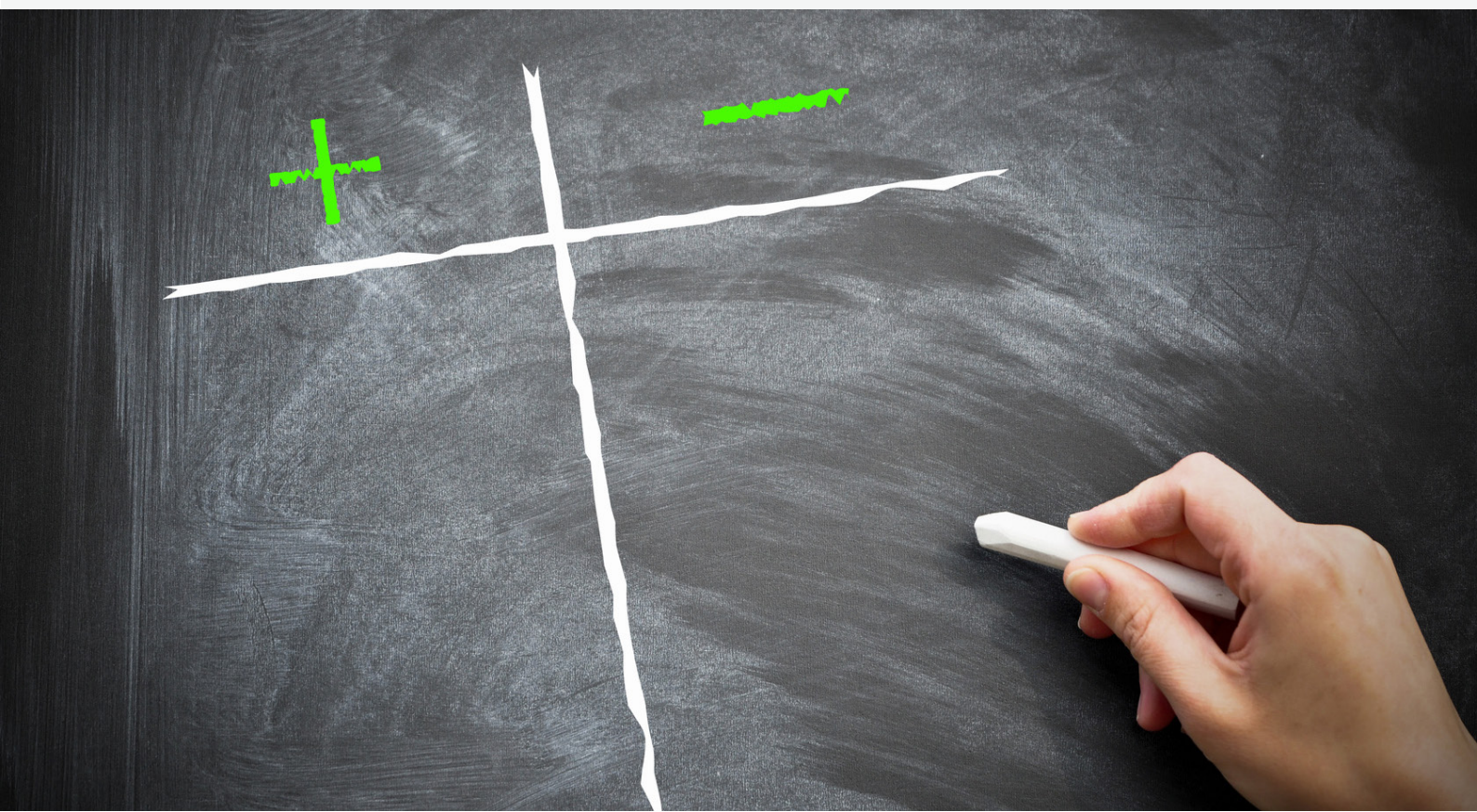
AUTORES:

Ramón J. Ruiz Martínez, CATEDRÁTICO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD (UNIVERSIDAD DE SEVILLA)

Antonio M^a Gil Corral, PROFESOR TITULAR DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD (UNIVERSIDAD DE GRANADA)

El PER es una magnitud sobradamente conocida y de un amplio y profundo tratamiento en la literatura financiera, amén de su constante utilización. Sin embargo, creemos que no está todo dicho. Por una parte, compartimos el punto de vista de los que defienden su utilización esencial como multiplicador del BPA. Y por otra, en base fundamentalmente a los trabajos de Leibowitz & Kogelman (1990, 1992 y 1994) y posteriormente de Fernández (1999, 2005, 2013 y 2014) se identifican cuatro componentes del mismo. Sin embargo, creemos que la lectura e interpretación de los mismos se puede ver desde otro punto de vista, más coherente con la realidad del mercado. En este sentido, determinamos que el verdadero PER de la empresa no es el que viene dado por los datos de mercado (PER_{Mercado}). Este es un PER 'aparente', pues contiene el 'efecto tendencia' (*trend factor*). Luego, para determinar el específico de la empresa (PER_{Ajustado}), es necesario deflactarlo de tal efecto. Como consecuencia de ello, obtenemos una estimación del 'efecto tendencia', que deriva del Análisis Fundamental. Lo que nos lleva a deducir que, por tal razón, el Análisis Técnico, basado esencialmente en las características de tal efecto, podría tener una base científica y resultar, de esta forma, demostrada su complementariedad con el Análisis Fundamental, minorando así la controversia existente entre estos dos tipos de análisis.

Palabras clave: PER, Factor Interés, Franchise Factor, Factor Riesgo, Factor Crecimiento, Tendencia, Análisis Fundamental, Análisis Técnico.





1.

Breve revisión conceptual

Como acabamos de decir en el resumen inicial, el PER es una magnitud sobradamente conocida y de un amplio y profundo tratamiento en la literatura financiera, amén de su constante utilización. Pero, antes de entrar en la esencia de nuestro punto de vista, hagamos un breve recorrido conceptual. El PER tiene sus fundamentos en los modelos de valoración dinámica de empresas y derivados del Análisis Fundamental. Así, bajo esta perspectiva histórica, el valor de la empresa podría estimarse de una forma muy simple estableciendo la siguiente relación:

[1]

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{Beneficio Neto Real}} = t - \text{veces}$$

Es decir, habida cuenta del valor resultante de la estimación y del diagnóstico económico y financiero, el valor de la empresa equivaldría a 't' veces los beneficios reales que obtiene en el momento de la valoración. Este coeficiente responde precisamente al término PER (Price/Earnings Ratio), que hoy día es más conocido por la siguiente expresión en términos unitarios:

[2]

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio o cotización de la acción (P)}}{\text{Beneficio por acción (BPA)}} = t - \text{veces}$$

También es conocido el hecho de que no se trataría de otra cosa que de una variante más del criterio del "Plazo de Recuperación" (*pay back*), que es un criterio de liquidez mediante el cual se intenta medir la rapidez de la recuperación para una inversión y un nivel de beneficio dados. O, dicho de otra forma, representaría el tiempo medio que tardaría el inversor en recuperar toda

su inversión si se repartiesen todos los beneficios como dividendos. Otro punto de vista aceptado, en el significado del PER, es el de ser el inverso de la rentabilidad exigida por el accionista (K_e).

[3]

$$\text{PER} = \frac{P}{\text{BPA}} = \frac{1}{K_e}$$

Así pues, el PER no sólo es una variante del criterio del Plazo de Recuperación, sino que también es el inverso de la rentabilidad de la inversión considerada, siempre que la duración sea ilimitada y el BPA constante. Pero quizás los que más consenso y claridad suscitan sean Brilman y Maire (1990, pág. 41) al considerar que el PER "... es un coeficiente que transforma una renta en capital, o que da el equivalente de capital de un potencial de rentas. Es decir, es un coeficiente de capitalización. En este sentido, es un instrumento extremadamente apreciable, pues la vida de los negocios lleva implícito permanentemente el intercambio de un capital contra una esperanza de rentas (beneficios y/o plusvalías ulteriores) y viceversa...".

En cuanto a sus componentes iniciales, el precio de la acción es la cotización del valor expresada en €, mientras que el beneficio neto por acción o BPA es el beneficio neto obtenido por la empresa en el último ejercicio económico (aunque también suele utilizarse el estimado para el siguiente) dividido entre el número de acciones ordinarias. En este sentido permanece la controversia de que cotización y BPA son dos magnitudes de diferente conceptualización y referidas a distintos momentos del tiempo.

2.

El PER: su descomposición y la lectura e interpretación del mercado

Nos proponemos ahora analizar una versión más completa y explicativa del PER considerado fundamentalmente como *un multiplicador del BPA con el que el mercado forma la cotización* y que, además, esconde una gran cantidad de información frecuentemente ignorada. Para ello partimos de los trabajos de Leibowitz & Kogelman (1990, 1992 y 1994) y posteriormente de Fernández (1999, 2005, 2013 y 2014) que resultan en la conocida ecuación [4]:

$$[4]$$

$$\text{PER} = \left(\frac{1}{R_F} \right) + \left(\frac{\text{ROE} - K_e}{\text{ROE} \cdot K_e} \right) \cdot \left(\frac{g}{K_e - g} \right) - \left(\frac{K_e - R_F}{K_e \cdot R_F} \right)$$

$$\text{PER} = (\text{FI}) + (\text{FF}) \cdot (\text{G}) - (\text{FR})$$

Bajo esta perspectiva, el PER depende de cuatro factores:

- *Del factor interés (FI)*, que determina el valor del PER en ausencia de crecimiento y riesgo. Recuérdese que R_F se define como la rentabilidad de un activo sin riesgo y representa a los tipos de interés del mercado, con lo cual un aumento provoca una disminución en el PER y viceversa.
- *Del factor específico o franchise factor (FF)*. Es un factor propio o diferencial del título o empresa en cuestión. Depende del ROE (return on equity) y de la rentabilidad exigida por el accionista (K_e).
- *Del factor crecimiento (G)*, que es directamente proporcional a la tasa de crecimiento (g) e inversamente proporcional a $[K_e - g]$.
- *Del factor riesgo (FR)*, que determina la cantidad adicional esperada por asumir el riesgo de la inversión tratada. Es directamente proporcional a la prima por riesgo exigida por los inversores $[K_e - R_F]$ e inversamente proporcional a su producto $[K_e \cdot R_F]$. Nótese cómo un aumento del riesgo provoca una disminución del PER.

Bajo una perspectiva matemática, el PER está en función de cuatro variables, que en orden de aparición, son: R_F , ROE, K_e y g . Si las tomamos de dos en dos, observamos que de ellas:

- R_F y K_e son exógenas o determinadas por el mercado
- ROE y g son endógenas o derivadas de la gestión de la empresa.

El efecto individual sobre el PER (y, por tanto, sobre

el precio o cotización) es, bien observando la anterior expresión o bien intuitivamente, el siguiente:

- Si $\uparrow R_F \Rightarrow \downarrow \text{PER} \Rightarrow \downarrow \text{Precio y viceversa}$
- Si $\uparrow \text{ROE} \Rightarrow \uparrow \text{PER} \Rightarrow \uparrow \text{Precio} \quad ""$
- Si $\uparrow K_e \Rightarrow \downarrow \text{PER} \Rightarrow \downarrow \text{Precio} \quad ""$
- Si $\uparrow g \Rightarrow \uparrow \text{PER} \Rightarrow \uparrow \text{Precio} \quad ""$

Obsérvese cómo las variables 'endógenas' (ROE y g) actúan positivamente sobre el PER (y, por tanto, sobre el precio o cotización). Por contra, las 'exógenas' (R_F y K_e) actúan negativamente sobre el PER (y, por tanto, sobre el precio o cotización).

Nótese, asimismo, cómo la empresa no puede influir plenamente sobre el precio o valor en mercado de sus títulos, pues de las cuatro variables que lo determinan sólo puede influir, y no totalmente, en dos de ellas (ROE y g). Razón por la cual las hemos denominado 'endógenas'. Efectivamente, la empresa puede influir de forma positiva en el valor de sus títulos, si consigue elevar la rentabilidad del accionista (ROE) y la tasa de crecimiento (g), pues ambos aumentos son atractivos para los inversores que, en su caso, se verán estimulados a invertir en ella.

Las otras dos, denominadas 'exógenas' (R_F y K_e), vienen determinadas por la estructura temporal de los tipos de interés de mercado (R_F) y por la rentabilidad que exigen los inversores en acciones (K_e). En el primer caso, es obvio que una subida en los tipos de interés de mercado provocará un aumento del coste de la financiación, lo que desincentivará la inversión que, a su vez, empujará a la baja la cotización de los títulos de la empresa.

En el segundo caso, en cuanto a K_e , si las políticas y estrategias mostradas por la empresa generan altas expectativas en los inversores, éstos 'esperarán' mucho de ella, lo que se traducirá en un aumento de su exigencia de rentabilidad, que será cada vez más difícil de satisfacer. Por lo que, en caso de que tales expectativas no se vean recompensadas, los inversores también se verán desincentivados para invertir, lo que también empujará a la baja la cotización de los títulos de la empresa y, por tanto el PER. En este sentido, es muy importante reflexionar, por parte de la empresa, sobre la información previsional e imagen que se traslada al mercado, por cuanto le puede ser, en cierto modo, perjudicial. No



es bueno generar innecesariamente altas expectativas en los inversores, pues ésto podría ser el origen de 'burbujas especulativas' que, a su vez, podrían terminar en una drástica caída de la cotización. Es precisa la prudencia en la creación de expectativas, procurando que éstas sean objetivas y, por defecto, más bien moderadas.

Hasta ahora, hemos adoptado una perspectiva matemática en el análisis del PER. Pero existe otra perspectiva aún más importante e interesante, que es la financiera. Volvamos a observar la ecuación [4] y detengámonos, de nuevo, en sus factores (FI, FF, G y FR) y en las variables que los componen (R_F , ROE, K_e y g). Deducimos entonces que es el PER el que condiciona a la cotización o precio de la acción en el mercado, y no al revés, como normalmente se acepta. Efectivamente, es el mercado el que, en base a la información que se va generando de la empresa (y explicitada en las variables anteriormente tratadas) va formando un determinado PER que servirá para formar una cotización, al multiplicarlo por el BPA. Así pues, el PER es fundamentalmente un multiplicador del BPA con el que el mercado forma la cotización. No estamos en contra de que también sea considerado como un criterio de liquidez, pero no es su esencia ni su origen.

Desde otro punto de vista, podríamos decir que es una especie de 'prima' con la cual el mercado forma la cotización. O bien, un multiplicador que asigna el mercado a la empresa en función de la calidad y cantidad (*feeling del mercado*) de información que le llega de la misma. Luego concluimos que "el PER condiciona a la cotización y no al revés". Ello nos lleva a reordenar su expresión más utilizada, que es la [1]:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio o cotización de la acción (P)}}{\text{Beneficio por acción (BPA)}} = t - \text{veces}$$

Y sustituirla por esta otra:

[5]

Precio o cotización de la acción (P) = PER · Beneficio por acción (BPA)

Obsérvese que las interpretaciones derivadas de estas dos expresiones parecen llevarnos a una aparente contradicción, pues:

1) Si partimos de su definición primaria, dada por la expresión [1], el PER es considerado como criterio de liquidez. Bajo este supuesto interesa, obviamente, un PER lo más bajo posible.

2) Si, en cambio, partimos de la expresión [5], el PER es utilizado como un multiplicador del BPA con el que el mercado forma la cotización. Luego, bajo esta óptica, interesa claramente un PER lo más alto posible.

Llegamos, de esta forma, al clásico interrogante de ¿qué es lo que interesa, un PER alto o un PER bajo, pues se trata de la misma expresión vista desde dos ópticas diferentes? La necesidad de aclarar esta aparente contra-

dicción es, precisamente, lo que nos lleva a descomponer el PER en las distintas formas tratadas anteriormente y que, finalmente, derivó en la ecuación [4].

Creemos que el no tener en cuenta o ignorar todas estas reflexiones está en el origen de muchos de los errores que cometen los 'fundamentalistas'. Estos en la actualidad están haciendo mucho hincapié en las 'relaciones con los inversores', por considerarse que es fundamental en la formación de expectativas sobre el valor de mercado de la compañía en Bolsa. Nosotros tampoco estamos en contra de este punto de vista, pero nuestra experiencia profesional nos dice que lo importante no es la relación con los inversores en particular, sino con el propio mercado y el conocimiento de su lenguaje, sabiendo e interpretando lo que en cada momento nos quiere transmitir. Creemos, en este sentido, que el mercado tiene '*vida propia*'. Es más, creemos que la mencionada 'relación con los inversores' no hace otra cosa que alimentar sus expectativas, lo que, como ya expusieramos anteriormente, lleva a empujar a la baja la cotización de las acciones de la empresa, justo lo contrario de lo que se desea.

Por último, hemos de hacer una importante precisión. El PER derivado de la expresión [5] no es el verdadero PER de la empresa, sólo un PER '*aparente*'. ¿Por qué afirmamos esto? Veamos. Si partimos, nuevamente, de [4] y agrupamos sus factores en función de las variables endógenas y exógenas, tenemos:

[6]

$$\text{PER} = \text{FI} - \text{FR} + \text{FF} \cdot \text{G} = [\text{FI} - \text{FR}] + [\text{FF} \cdot \text{G}]$$

Esta nueva reagrupación de factores, mostrada también en el gráfico-1, nos lleva a deducir que (*ver gráfico 1*):

1) El componente [FI - FR], al estar determinado por las variables exógenas, es en realidad el "Factor Tendencia (FT)" o "*Trend Factor*".

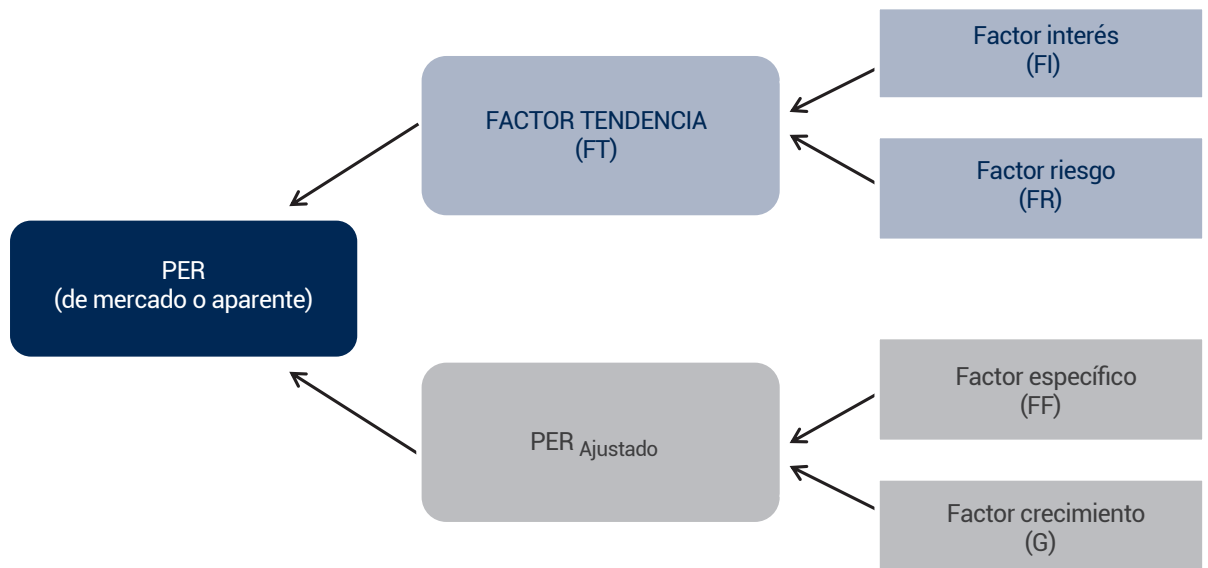
2) El componente [FF · G], al estar determinado por las variables endógenas, es en realidad el "PER real de la empresa" o $\text{PER}_{\text{Ajustado}}$.

Así pues, si queremos calcular el $\text{PER}_{\text{Ajustado}}$, hemos de deflactarlo de la expresión anterior:

[7]

$$\text{PER}_{\text{Ajustado}} = \text{PER}_{\text{Mercado}} - \text{FT}$$

Al afirmar la existencia de un "PER real de la empresa" o $\text{PER}_{\text{Ajustado}}$ distinto del PER de mercado o '*aparente*', estamos diciendo que, **dependiendo del momento del ciclo en el que nos encontremos, se puede estar enmascarando una mala o buena gestión por parte de la empresa**. Efectivamente, dada la naturaleza de los ciclos, sus fases vienen acompañadas de niveles de PER altos o bajos. Así, en una fase de mercado alcista, un PER elevado (circunstancia normal y frecuente) no significa nada por sí mismo, ya que no sabemos qué

GRÁFICO 1: $PER_{\text{MERCADO O APARENTE}}$, PER_{AJUSTADO} Y FACTOR TENDENCIA.


parte corresponde al Factor Tendencia (FT). Por ejemplo, es posible que suceda que el mencionado FT sea considerable, en cuyo caso, al restarlo del PER_{Mercado} , se obtendría un PER_{Ajustado} pequeño, lo que dejaría al descubierto una “no tan buena” gestión empresarial. Y viceversa. En caso de situarnos en una tendencia bajista razonaríamos de forma similar.

El FT es, pues, fundamental a la hora de determinar, cuál ha sido el nivel de calidad en la gestión de la empresa. Su cuantía dependerá de la fase del ciclo en donde nos encontremos. Dicho de otra forma, si no deflactamos del PER_{Mercado} el FT, no sabremos con objetividad cuál es la aportación de la empresa (“PER real de la empresa” o PER_{Ajustado}) en ese momento del ciclo. La identificación del ‘efecto tendencia’ (FT) nos lleva indefectible y definitivamente a conectar el Análisis Fundamental con el Análisis Técnico Bursátil, toda vez que éste último tiene como objetivo básico el estudio de las tendencias. Luego sería razonable, pues, empezar a plantearnos si resulta cierta la creencia tradicional de que el Análisis Técnico no tiene una base científica, ya que acabamos de demostrar que **es el propio Análisis Fundamental el que deja en evidencia la realidad de las tendencias y la posibilidad de cuantificarlas. Podríamos decir que el Análisis Fundamental estudia las causas que originan el cambio en los precios, mientras que el Técnico estudia el efecto en los mismos, en sus movimientos. Son dos perspectivas complementarias y superpuestas de un mismo objetivo**, que no es otro que la determinación del precio futuro. Sin embargo, con frecuencia, ambos

puntos de vista entran en conflicto, por cuanto existe un desfase entre el ciclo financiero o bursátil y el económico, dado que los mercados no son plenamente eficientes y la información que llega a los mismos no se descuenta de manera efectiva en tiempo y forma, como atestiguan los numerosos estudios que se han llevado a cabo.

Los academicistas y ortodoxos de las finanzas (que normalmente no operan en los mercados, lo que lleva en la práctica a su desconocimiento real) no reconocen como tal el para ellos ‘supuesto’ lenguaje de los mercados, ni el que éstos tengan vida propia. Creemos simplemente que lo desconocen o no lo entienden, lo que no les autoriza a afirmar que no existe o que es irracional en el mejor de los casos. Por ello, insistimos, en que **el Análisis Técnico podría tener una base científica, desde el momento en que se reconoce la existencia del ‘Factor Tendencia’ en el seno del Análisis Fundamental**. De esta forma, **todo inversor que no identifique o localice, en el mercado, el efecto tendencia y no pronostique sus posibles cambios está, en la práctica, abocado a las pérdidas**. Esta circunstancia viene a corroborar tácitamente la premisa técnica de que *‘nunca hay que ir en contra de la tendencia’*. Otra cosa es posicionarse en el momento adecuado. Sea como fuere, creemos que ha llegado el momento de reconocer que, en el seno del Análisis Fundamental, hay una laguna importante. Nos referimos al hecho de que el Factor Tendencia, tan importante en los mercados financieros, es perfectamente cuantificable como variable integrante del análisis y el persistir en su ignorancia no lleva a nada bueno.



3.

Conclusiones

Concluimos presentando en seis puntos nuestras aportaciones que, sin duda, generarán críticas y controversias:

- 1) Que el PER es fundamentalmente un multiplicador del BPA con el que el mercado asigna un precio a un valor determinado. Si bien es susceptible de utilizarse como criterio de liquidez.
- 2) El 'efecto tendencia' (FT o *Trend Factor*) existe y deriva del Análisis Fundamental.
- 3) Por la razón anterior, el Análisis Técnico podría tener una base científica y resultar complementario con el Análisis Fundamental.
- 4) El verdadero PER de la empresa no es el que determina el mercado (PER_{Mercado}). Este es un PER 'aparente',

pues contiene el efecto tendencia. Luego, para determinar el específico de la empresa (al que hemos calificado de 'ajustado', PER_{Ajustado}), es necesario deflactarlo del efecto tendencia.

- 5) Los fundamentales endógenos de la empresa sólo determinan una parte del precio.
- 6) La creencia de que los fundamentales tipo "macro" (o exógenos a la empresa) determinan el precio de forma invariable es una ingenuidad. El "feeling" o lectura que hace el mercado de los mismos varía con la fase del ciclo en que se encuentre.

Dada la naturaleza fuertemente heterodoxa de estas últimas afirmaciones, no nos queda más remedio que rogar la paciencia y la comprensión de nuestros lectores.

Bibliografía

- **ADSERÀ, X. y VIÑOLAS, P. (1997):** Principios de Valoración de Empresas. Ed. Deusto. Pp. 68-69.

- **BRILMAN, J. & MAIRE, C. (1990):** Manual de Valoración de Empresas. Ediciones Díaz de Santos, S.A. Pág. 41.

- **FERNÁNDEZ, Pablo (1999):** PER, crecimiento y rentabilidad de una empresa. Temas de actualidad, nº 80, Agosto-Septiembre de 1999, pp. 36-41:

- **FERNÁNDEZ, Pablo (2005):** Valoración de empresas. Ed. Gestión 2000. Capítulo-2, pp. 75-107.

- **FERNÁNDEZ, Pablo (2013):** Valoración de empresas y sentido común. Libro editado en la web del SSRN, <http://ssrn.com/abstract=2202141>. Capítulo 1: Métodos de valoración de empresas.

- **FERNÁNDEZ, Pablo (2014):** Valoración de empresas y

sentido común. Libro editado en la web del SSRN, <http://ssrn.com/abstract=2430662>. Capítulo-37: El PER, la rentabilidad exigida y el crecimiento esperado.

- **LEIBOWITZ, M.L. & KOGELMAN, S. (1990):** Inside the P/E Ratio: The Franchise Factor. Financial Analysis Journal November-December 1990, 17-35.

- **LEIBOWITZ, M.L. & KOGELMAN, S. (1992):** Franchise Value and the Growth Process. Financial Analysis Journal 48, 53-62.

- **LEIBOWITZ, M.L. & KOGELMAN, S. (1994):** Franchise Value and the Price/Earnings Ratio. Salomon Brothers Inc. The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts.

- **RUIZ MARTÍNEZ, R.J.; GIL CORRAL, A.M. (2014):** Complementos de Gestión Financiera. Ed. Síntesis. Capítulo-13. Pp. 475-520.