

Los límites razonables del PER

Si el PER llega a cifras extremas, como por ejemplo 30, implica una *rentabilidad implícita*, sobre el precio actual de la empresa, de un 3,33%.

Si la relación del precio actual (P) sobre el beneficio anual último reportado (B) que representa el PER es 30, ello quiere decir que el beneficio actual sobre el precio (B/P) es 1/30, o lo que es lo mismo, que la *rentabilidad implícita* es: 0,333 ó 3,33%.

Algunas compañías llegan a cotizar a PER 30, y a veces incluso superior.

Si la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo es del 4%, es decir, superior a la rentabilidad implícita de la inversión en acciones de PER 30 o superiores, debemos analizar muy bien si esas acciones no están sobrevaloradas.

Tener un PER de rentabilidad implícita inferior a la rentabilidad del dinero invertido sin riesgo sólo se justifica en que el mercado, los inversores, tienen expectativas de beneficios de la empresa muy superiores a los actuales.

Por ejemplo, si se espera que los beneficios futuros de una empresa de PER 30 se tripliquen, entonces la *rentabilidad implícita* de la que estaríamos hablando sería del 10%.

$$B/P = 1/30 = 3,33\%$$

$$3B/P = 3/30 = 10\%$$

Si la rentabilidad del dinero sin riesgo es del 4%, la rentabilidad mínima que deben exigir los inversores a sus inversiones con riesgo se debería mover entre 2 y 3 veces esa tasa, es decir, entre el 8 y el 12%. Si tomamos una tasa intermedia del 10%, vemos que un PER 30 sólo se explicaría, en esas circunstancias, si se esperase de la empresa en cuestión que triplicara sus beneficios en un futuro no muy lejano.

A finales de 1999, el mes anterior al final de la burbuja tecnológica, el PER medio en Wall Street era 30, y la rentabilidad de la deuda pública era el 4%. En Marzo de 2000 se hundió la Bolsa, y las cotizaciones, y por tanto

sus PER cayeron a plomo.

Como vemos, el PER esconde mucha más información de la que pueda parecer primera vista, y no se le puede tratar de manera simplista.

Detengámonos en la tasa de riesgo. Hemos dicho que los inversores añaden a la tasa de rentabilidad sin riesgo una tasa de riesgo adicional que conforma la rentabilidad mínima que le exigen a una inversión.

Esa tasa de riesgo tiene dos componentes: uno general, de entorno, que podemos llamar **riesgo del mercado**, y otro específico del activo objeto de la inversión, desde un inmueble a una empresa, por ejemplo, y que llamaremos **riesgo de los activos**.

El mercado exige a las inversiones una tasa de rentabilidad que es la suma de las tres: tasa sin riesgo + tasa de riesgo de mercado + tasa de riesgo de los activos. A la suma de las dos últimas podemos referirnos como la **tasa global de riesgo**.

A efectos de referencia conviene resaltar que la tasa global de riesgo históricamente implícita en las acciones norteamericanas se ha movido alrededor del 6%. Y que dicha tasa global de riesgo a finales de 1999, antes del estallido de la burbuja tecnológica, era negativa.

Centrémonos en tasa de riesgo de mercado. Y supongamos que la tasa específica de riesgo de los activos es fija, del 3%.

La tasa general de riesgo del mercado se suele mover entre el 25 y el 100% de la tasa sin riesgo. Es decir, si la tasa sin riesgo está en el 4%, estaríamos hablando de un 1% cuando está baja y un 4% cuando está alta.

Si esa tasa baja, por ejemplo del 3 al 1%. Entonces, en el ejemplo que estamos siguiendo, los inversores pasarían de exigir una rentabilidad del 10% (4+3+3) a una del 8% (4+1+3). Como consecuencia se produciría una subida de precios de las acciones, porque si

$$\text{Antes } 3B/P = 3/30 = 10\%, \text{ es decir: Precio} = 30$$

$$\text{Ahora } 3B/P = 3/37,5 = 8\%, \text{ es decir: Precio} = 37,5$$

Bajando la tasa de riesgo de 3 a 1% vemos que se produce una subida de

precios de 30 a 37,5, es decir, de un 25%. El precio se ajusta automáticamente, porque habrá inversores dispuestos a comprar y pagar más por esa acción, ya que a un precio de 30 le supone una rentabilidad del 10% superior a la que el mercado exige. El precio se para cuando el precio llega a 37,5, y la rentabilidad baja al 8% ahora pretendido por todos.

El PER habrá pasado a 37,5 si comparamos el precio con los beneficios actuales, y a 12,5 si lo comparamos con los triples beneficios futuros esperados ($37,5/3$).

En sentido contrario, si aumenta la tasa de riesgo, los precios de las acciones, y de los activos en general, bajan. No en vano se afirma que el dinero es cobarde. O que el riesgo tiene un precio.

La cuestión capital es: ¿cómo ponerse de acuerdo sobre lo arriesgado que es un negocio? No es nada fácil. El análisis de la volatilidad de los beneficios de una empresa o en general de las empresas de un sector, nos puede ayudar, pero el futuro no es una simple proyección del pasado, y de lo que hablamos es de la volatilidad futura, del riesgo de que los beneficios sean menores de lo esperado en el futuro. En todo ello hay siempre una gran componente de subjetividad, que es bastante inevitable.