

JAVIER PÉREZ GARCÍA*Profesor de la Universidad de Alcalá***ANTONIO LOBATO JAVIERRE***Analista financiero***Extracto:**

¿CÓMO es posible que el precio de las acciones de una empresa se sitúe notablemente por encima de su valor, manteniéndose así durante meses? En estos casos, el análisis fundamental aconsejaría deshacerse de esos títulos mientras, paradójicamente, el análisis técnico basándose en los elevados volúmenes contratados podría vislumbrar una tendencia alcista, estableciendo un «soporte» a no sé qué nivel y una «resistencia» a no sé qué otro. A largo plazo, valor y precio confluyen inexorablemente. En este sentido, y a nuestro juicio, podemos estar en un mercado en el que, en algún caso concreto, aprovechando la bonanza económica y el elevado grado de liquidez de los inversores, ansiosos por multiplicar sus ganancias y creyéndose auténticos expertos bursátiles por el simple hecho de llevar un seguimiento diario de las cotizaciones a través de la prensa, radio, teletexto e internet, dependiendo de la hora, se esté vendiendo humo. En estos casos, no cabe duda de que, tarde o temprano, la «burbuja» explotará desvaneciéndose el humo, confluyendo valor y precio. No conviene olvidar que se puede engañar a unos pocos mucho tiempo, a muchos poco tiempo, pero no se puede engañar a todos durante todo el tiempo.

En este artículo, se pretende simplemente compartir algunas reflexiones acerca del valor de las acciones. Así, en una primera parte, se trata de distinguir dos conceptos tan distintos como son el valor y el precio para, a continuación, reflexionar sobre la finalidad de algunos métodos de valoración de acciones de base histórica, como el valor contable, y de base futura, como el Descuento de Flujos Libres de Tesorería. Asimismo, tratamos de clarificar las posibles interpretaciones de una ratio bursátil clásico como es el PER. El trabajo concluye con la exposición de los distintos enfoques planteados por el análisis fundamental y técnico, para unos excluyentes, para otros complementarios.

Sumario:

Introducción: ¿Vale una acción lo que cuesta?

¿Pero se sabe cuál es el valor de una acción?

¿Se valora la historia o el futuro?

La valoración desde la óptica de inversionista: más vale pájaro en mano que ciento volando.

Regla número 1. Las expectativas de reparto de dividendo se trasladan al valor del título.

Regla número 2. La obtención de una mayor rentabilidad exige asumir mayor riesgo.

Regla número 3. La variación en los tipos de interés afecta a las cotizaciones.

Regla número 4. El valor de una acción recoge la capacidad de crecimiento de la empresa.

¿Cómo interpretar el PER?

Análisis técnico *versus* análisis fundamental.

¿No se estará, en algún caso, vendiendo humo?

Bibliografía.

«En cualquier fórmula para la valoración de acciones, en la que intervengan constantes, y más si están tomadas de algún tratado bursátil, deben ser consideradas como variables»

(Una de las muchas leyes de Murphy)

INTRODUCCIÓN: ¿VALE UNA ACCIÓN LO QUE CUESTA?

Dos de los mayores problemas que ha tenido la economía financiera han sido, por una parte, la valoración de las opciones financieras, tema este ya resuelto por BLACK y SHOLES en el año 1973, y por otra el de valorar una empresa, en definitiva, saber cuánto valen sus acciones. En este sentido, hay que distinguir realmente dos cuestiones. ¿Vale una empresa el precio de sus acciones en el mercado, o vale lo que resulta de la proyección y análisis de sus estados financieros?

Oskar MONGERSTERM fue uno de los principales paladines dentro del ámbito académico y los diversos puntos de vista que expone en *«Theory of Games and Economic Behavior»* del que fue coautor, han tenido un gran impacto no sólo en la teoría económica, sino en la planificación estratégica de empresas. Posteriormente, en su publicación *«Predictability of Stock Market Prices»* sostiene que la búsqueda del valor intrínseco de las acciones es la búsqueda de una quimera.

En una economía de intercambio, el valor de cualquier activo depende de una transacción, en definitiva de lo que alguien esté dispuesto a pagar por ello. Quizá lo más acertado en estas cuestiones lo sintetizase Antonio MACHADO al afirmar que *«todo necio confunde valor y precio»*. Así, mientras el valor refleja el grado de utilidad para satisfacer determinadas necesidades, el precio no es sino el producto de una negociación entre las partes implicadas en la transacción. ¿Qué valor tiene para usted un litro de agua? Imagino que si se encuentra cómodamente sentado leyendo estas líneas poco, si por el contrario estuviera perdido en el desierto sus necesidades no serían las mismas y, por tanto, el valor tampoco.

La problemática de valorar una empresa, dentro de su complejidad, a pesar de la existencia de avanzadas técnicas financieras y numerosos métodos de valoración de acciones, en teoría todos válidos para según qué finalidad, no deja de ser una cuestión meramente subjetiva y que depende única y exclusivamente de la filosofía, método y estimaciones que utilice el evaluador.

En el caso de que la empresa cotice en un mercado, organizado o no, la fijación del precio, que no del valor, quedaría exclusivamente en manos del mercado, pues al cotizar en bolsa, el precio es público, transparente e instantáneo, pues se va a ajustar de forma automática a la oferta, demanda, y sentimiento de los inversores. Es prácticamente imposible que el valor de una acción, cualquiera que sea el método aplicado coincida con el precio de la misma, aunque esté académicamente admitido que a largo plazo el precio es una buena aproximación al valor intrínseco de los títulos TUA (1991:155)

¿PERO SE SABE CUÁL ES EL VALOR DE UNA ACCIÓN?

Si admitimos que es el valor contable, por supuesto sabemos cuál es. Sin embargo este método de valoración sólo sería admisible para determinados supuestos, tal como la valoración de empresas con pérdidas. Para un negocio en marcha, el valor contable se considera como valor mínimo.

Si dividimos el valor del patrimonio neto entre el número de acciones que tiene la empresa, llegamos al valor en libros *book value* o valor contable. Este valor raramente coincidirá con el precio de la acción en el mercado, pues la diferencia entre ambos conceptos vendrá determinada por las perspectivas futuras de la empresa descontadas por el mercado.

La contabilidad, tal y como está concebida, se configura como un sistema de información válido para según que usuarios. En efecto, la contabilidad tiene un carácter eminentemente proteccionista, excluyendo la posibilidad de que pudieran repartirse como dividendos posibles plusvalías latentes que conducirían a la descapitalización de la propia empresa. No se puede pretender que un único sistema de información cubra las necesidades de la totalidad de los usuarios de la información financiera. En suma, la contabilidad no trata en modo alguno de reflejar determinados elementos intangibles, que sin duda existen, con capacidad de generar beneficios futuros.

De acuerdo con LARRIBA (1998:223-227), la aplicación del principio de prudencia y del precio de adquisición conducen a una «*prudente imagen fiel*» que, en todo caso, sería discutible que se correspondiera con la realidad. En efecto, el principio del precio de adquisición, lleva a valorar los elementos del balance a coste histórico, cuando existen bienes cuyo valor de mercado supera ampliamente su valor contable, este hecho producirá, por tanto, una revalorización que no se verá reflejada en el balance. La estimación de este valor exige, según la finalidad perseguida en la valoración, actualizar los activos a precios de mercado. Este método de valoración de base histórica, conocido como Activo Neto Real (ANR) y empleado también para casos concretos, consiste en actualizar el valor de los activos y detraer de éstos la financiación ajena.

Por otra parte, el balance siempre manifiesta la situación patrimonial de la empresa tras una evolución pasada, y no la proyección futura que es la que interesa al inversionista. Por tanto, al no recoger expectativas futuras, y esto es lo que realmente se valora en los mercados de capitales, lo único que se contempla es una «fotografía», con peor o mejor color, de la situación patrimonial de la empresa a una fecha determinada. No obstante, la situación pasada y presente de la compañía permitirá al ana-

lista efectuar con mayor grado de razonabilidad las proyecciones financieras, teniendo en cuenta que las estimaciones son sólo eso, y pueden estar basadas en criterios subjetivos del propio evaluador, a lo que se añadiría las incertidumbres inherentes a cualquier información relativa al futuro.

Aun teniendo en cuenta estas limitaciones, es imprescindible disponer de los suficientes datos, y que éstos sean a su vez razonablemente fiables, con el fin de poder analizar la evolución del negocio, sentando así las bases para determinar el valor de empresa.

La cuestión se complica a medida que avanzamos en el concepto que pretende calcular de una forma científica el valor razonable de una acción, asumiendo que la exactitud en valoración de acciones no existe. Por otra parte, es improbable que el valor de una acción y su precio sean coincidentes, aunque a largo plazo se produzca una convergencia. No obstante para que esto sea cierto desde el punto de vista teórico, es preciso establecer cuál va a ser el horizonte temporal que fija el analista para realizar su estimación. Además, si el precio de la acción coincidiese con el valor, no tendría sentido alguno comprar y vender acciones. No olvidemos que las expectativas de vendedor y comprador son contrapuestas, mientras el primero piensa que el valor es inferior al precio, y por eso vende, el segundo piensa justamente lo contrario.

MACHADO, al afirmar que «*todo necio confunde valor y precio*», sentó poéticamente las bases de una excelente regla, al menos en teoría, de cuándo comprar o vender acciones. Comprar si el valor es mayor que el precio y vender si valor es menor que el precio. Tan sencillo en teoría y tan complejo en la práctica. El precio de una acción es algo aleatorio, como ya lo pone de manifiesto la Teoría de la eficiencia de los mercados, pues el precio de un título, incluso el hipotético y teórico de renta fija, es en teoría una función multivariante y con variables implícitas y entrelazadas. Al respecto conviene señalar que en la fijación del precio el mercado no sólo descuenta aquellos aspectos que inciden de manera directa o indirecta en los resultados futuros de la compañía, también intervienen otros aspectos de carácter psicológico ciertamente difíciles de incluir en el análisis. Asimismo, se debe tener en cuenta el efecto que el propio volumen de títulos comprados o vendidos ejerce sobre la cotización de las acciones. En este sentido, podemos encontrarnos con empresas con unos fundamentales excelentes y que sin embargo están infravaloradas por el mercado por pertenecer a un sector que no está tan «de moda» como otros.

Si creyéramos que el precio podría calcularse sobre la hipótesis de que existiese una matriz de variables y coeficientes, en definitiva, un complicado sistema de ecuaciones, nos daríamos cuenta del error cometido al resultar imposible determinar la totalidad de las variables que conformarían la ecuación. Siguiendo a LARRIBA (1982:191), «El mercado bursátil fija el cambio de la acción a través de la oferta y la demanda a las que considera representativas de una síntesis de múltiples juicios sobre la sociedad emisora, su rentabilidad presente y futura, su posición en el mercado, posibilidades de desarrollo, etc.; pero, además, estos cambios también son influidos por otra serie de factores como la especulación, clima monetario, movimiento de capitales, circunstancias políticas, tipo de interés, etcétera, que alteran las simples fuerzas de mercado... El precio de mercado se forma por un cúmulo de expectativas; parte de ellas son expectativas sobre la sociedad emisora de los títulos, mientras que otra parte, y ciertamente no la menor, por el promedio de las de quienes trafican en Bolsa». SAMUELSON

(1977:52), que se hace la pregunta de cómo se debe invertir en Bolsa, se contesta a sí mismo diciendo que para ello no existen reglas garantizadas y sencillas; cualquiera capaz de predecir acertadamente el curso futuro de la actividad bursátil acertaría, lo malo es que no existe tal persona.

En cuanto a la determinación del valor de una acción, que es en teoría pura técnica financiero-contable, con la complejidad que ello conlleva, cabe señalar que depende, por una parte, del método de valoración empleado y, por otra, de la capacidad del propio evaluador.

Entendiendo que el precio y el valor oscilan alrededor de un punto de equilibrio se produce el beneficio o pérdida para el accionista. Hasta tal extremo es esto cierto, que a principios del 2000, las acciones de empresas del sector de nuevas tecnologías e Internet en sólo unos días se disparan de precio, algunas de ellas con unas cuentas de resultados previsionales desastrosas, al menos para los próximos diez años. Este hecho, a nuestro juicio, tiene tres explicaciones:

- El mercado está descontando unas expectativas futuras favorables y la capacidad de generar y obtener beneficios, a pesar de las pérdidas previstas de los primeros años, y considera por tanto que el valor es superior al precio.
- El elevado volumen de títulos comprados, inducido por factores psicológicos contribuye a elevar el precio de tales títulos. Si admitimos esta hipótesis el propio mercado reajustará el precio de los títulos a la baja una vez pasada la euforia inicial.
- Una combinación de ambas.

Todo inversionista pretende adquirir en los mercados financieros títulos cuyo valor a medio plazo sea superior a su precio, valor que denominamos según la terminología al uso como «valor intrínseco». Pero hasta en este escueto término vuelve a complicarse el problema, pues en ocasiones se utiliza la misma expresión para referirse a conceptos diferentes. No obstante, y prescindiendo de discusiones conceptuales, cuando nos refiramos a valor intrínseco lo equipararemos con una estimación del valor de las acciones basada en la capacidad de generación de beneficios que tiene la empresa.

El análisis fundamental, tema que más adelante se verá, sostiene que cada activo financiero está fuertemente arraigado a su valor intrínseco, que es función de la situación actual y futura del título. Las alteraciones que se producen por encima o por debajo de este valor, establecen las oportunidades de compra o venta del título. En suma, el valor intrínseco es una referencia a tener en cuenta en relación al precio del mercado.

¿SE VALORA LA HISTORIA O EL FUTURO?

Como se afirma en GONZALO *et alt.* (1998:560), el hecho de que una empresa tenga fijado el precio, porque coticen en bolsa sus acciones, no obsta para que sea evaluada y se obtenga un valor que difiera de su cotización. Precisamente la diferencia entre valor y precio podría indicarnos qué

título comprar o vender dentro de los que componen la cartera del inversor. En este sentido, si de la valoración *stand-alone* de una empresa que cotice en bolsa se obtuviera un valor superior al precio, fijado como sabemos por el mercado, estaríamos ante una oportunidad de compra, en caso contrario convendría vender.

Este razonamiento que, desde un punto de vista teórico, podría parecer sencillo, no lo es tanto en su aplicación práctica. El factor clave se encuentra en la estimación de un valor justo y razonable (*fair value*) para las acciones de la empresa objeto de análisis. Para ello es necesario el empleo de una metodología apropiada de valoración que permita alcanzar el objetivo previsto.

La valoración de un negocio en marcha exige, por lo general, la utilización de una metodología que tengan en cuenta el futuro de la empresa. No obstante hay ocasiones, tales como empresas con pérdidas continuadas, en las que podría estar justificado el empleo de métodos de base histórica. De entre estos últimos el método más simple sería el valor teórico o valor en libros (*book value*), obtenido por diferencia entre el valor contable de los activos y obligaciones de la empresa.

Algunos trabajos, tales como el del profesor ROJO *et al.* (1999:47), confirman que el valor de mercado de las empresas en la Unión Europea es notablemente superior a su valor contable, tanto por países como por sectores, y que la diferencia entre ambos valores es cada vez más significativa. No obstante existen sectores, tales como los de alta tecnología y servicios, más apreciados que otros por los inversores. En este sentido, cabría interpretar que el mercado valora un conjunto de intangibles no reconocidos en la contabilidad, tales como el capital humano, la tecnología, la imagen de marca, la calidad de servicio, etc., factores todos ellos que en definitiva contribuyen a generar beneficios futuros y que ciertamente la contabilidad no refleja. De ahí que autores como JOHANSON *et al.* (1997), piensen que los estados contables resulten ser una «visible ilusión» al no recoger la «realidad invisible».

Otros estudios como el de LOW *et al.* (1998:25), bajo el sugerente título «*Wall Street considera los intangibles más de lo que tú piensas*», llegan a la conclusión de que los activos intangibles constituyen un factor clave para la toma de decisiones de los inversores.

El hecho cierto es que el mercado valora la gran mayoría de las compañías por encima de su valor contable incluyendo, por tanto, información no reconocida en los estados financieros tradicionales. Esta circunstancia queda puesta de manifiesto en diversos estudios entre los que cabe destacar el realizado por HIGSON (1998:141), en el que se analiza la evolución experimentada por el *goodwill* en el período 1976-1992, o el de BROKING (1997:215), que considera el capital intelectual como el principal activo de las empresas del tercer milenio, poniendo de manifiesto que en diversas operaciones de adquisición de empresas las cantidades satisfechas en concepto de *goodwill* pasaron del 1% en 1976 al 44% en 1987. Autores de la talla de LEV (1996), señalan como el *gap* existente entre valor de mercado y valor contable se abre cada día más, circunstancia que podría poner de manifiesto el deterioro de una de las características básicas de la información contable, su utilidad.

Ya existen algunas iniciativas, tomadas ya desde 1998 por entidades de crédito como el BBVA o Bankinter, y más recientemente por Unión Fenosa, incorporando en su memoria anual la valoración del «capital intelectual», entendido como el conjunto de «activos» intangibles no reflejados en la contabilidad que ciertamente contribuyen a generar valor.

Los métodos de base futura tratan de valorar la empresa en función del comportamiento que puede tener la misma en el futuro. De entre ellos destacamos el descuento de flujos libres de tesorería (DFLT) como el más apropiado para la valoración de un negocio, en tanto que se basa en la idea, tan sencilla en teoría y tan compleja en la práctica, de que una empresa vale el equivalente a la tesorería que es capaz de generar en su actividad ordinaria a lo largo del tiempo. Esta metodología de valoración, a diferencia de cualquier otra basada en el pasado, considera implícitamente la totalidad de los factores, ya sean de naturaleza tangible o intangible, que contribuyen a generar los flujos de caja esperados del negocio.

No cabe duda que en los últimos años el DFLT se ha impuesto entre analistas y evaluadores empresariales. Siguiendo a GONZALO *et al.* (1998:582), este hecho obedece fundamentalmente a las siguientes razones:

- Las empresas han comenzado a confeccionar, publicar y usar ampliamente las previsiones de tesorería como instrumentos de gestión financiera.
- Toda la teoría financiera de la empresa gira en torno a la consideración de los flujos líquidos a que dan lugar las operaciones de la entidad, en especial valorar empresas es una tarea que debe ser emprendida con el mismo espíritu que se utiliza al evaluar proyectos de inversión.
- Los usuarios de los informes de valoración son capaces de entender los razonamientos basados en flujos de efectivo con mayor facilidad que cualesquiera otros basados en otras variables más complejas como los beneficios o las diversas variantes de los excedentes financieros.

La metodología del DFLT comprende las siguientes fases:

1. Estimación de los flujos de tesorería libres de apalancamiento del negocio sobre la base de las proyecciones financieras que recojan razonablemente el comportamiento estimado de los mismos. Como sabemos, los flujos libres de tesorería (FLT) son los excedentes líquidos generados por las operaciones ordinarias una vez deducido el importe de las inversiones necesarias para el mantenimiento de la capacidad productiva. Su cálculo implica efectuar una previsión razonable de la tesorería generada por las operaciones (TGO) para, posteriormente, deducir de ésta la inversión necesaria para el mantenimiento de la capacidad productiva (I_m).

$$FLT = TGO - I_m$$

Usualmente las proyecciones financieras se basan en un «Plan de Negocio» elaborado por la Dirección de la Compañía, incorporando asimismo un conjunto de hipótesis necesario para la proyección. No obstante, es el propio evaluador quien deberá analizar la razonabilidad del «*Business Plan*», efectuando las correcciones que estime oportunas en función de su experiencia y conocimiento del mercado y de la evolución real de la empresa en los últimos años. En suma las proyecciones financieras deben hacerse sobre una base realista y prudente que refleje razonablemente la evolución prevista del negocio.

La determinación de los flujos libres de tesorería implica, incluir en las proyecciones financieras los balances y cuentas de resultados previsionales, incorporando en los estados financieros previsionales las correspondientes hipótesis, contrastadas previamente con los datos disponibles. Asimismo, cabe señalar que las proyecciones deben incluir el efecto de la inflación elaborándose, por tanto en pesetas nominales. Esto implica estimar la inflación para los próximos años.

La proyección de FLT suele efectuarse para un período de 8-10 años, capitalizando a perpetuidad el flujo de caja del último año considerado asociándole una tasa de crecimiento razonable equivalente, al menos, al incremento previsto de la inflación.

2. Cálculo de la tasa de descuento aplicable que refleje el coste del capital previsto.

La valoración de un negocio en marcha exige aplicar una tasa de descuento equivalente al Coste Medio Ponderado del Capital. Dicha tasa de descuento considera tanto el coste del capital propio (Ke) como el coste de la deuda (Ki), y se determina a partir de una ponderación de los mismos.

- Para la estimación del coste del capital propio (Ke) caben varias posibilidades, si bien la más admitida en la práctica consiste en añadir a la tasa de rentabilidad de un activo sin riesgo a largo plazo (Rf) una prima de mercado ($Rm - Rf$), que recogería el exceso de rendimiento de la renta variable sobre la renta fija, multiplicada por un índice que exprese el diferencial de riesgo inherente en el valor en cuestión, usando generalmente la Beta media de la empresa de los últimos años (B).

$$Ke = Rf + B (Rm - Rf)$$

Ej. Supongamos que la rentabilidad de los Bonos del Estado a 10 años en la fecha de la valoración se sitúa en el 5,50%. El exceso de rendimiento de la renta variable sobre la renta fija puede fijarse en torno al 5,00%. Por último supongamos que la Beta media de la empresa en los últimos 5 años alcanza un valor de 1,20.

$$Ke = 5,50\% + 1,20 (5,00\%) = 11,50\%$$

- Para la estimación del coste de la deuda (K_i) se suele utilizar el coste medio de la deuda de compañías comparables, teniendo en cuenta el efecto impositivo.

Ej. Coste medio de la deuda (MIBOR + 1)	4,95%
Menos impuestos	35,00%
Coste de la deuda después de impuestos (K_i)	3,22%

$$K_i = 4,95\% \times (1 - 0,35\%) = 3,22\%$$

- Ponderación de ambos costes sobre la base de la *ratio* de endeudamiento de la empresa, utilizando como ponderaciones las proporciones de fondos propios (W_e) y de fondos ajenos (W_i) características de la entidad.

Siendo:

$$W_e = \text{Fondos propios} / \text{Pasivo remunerado} + \text{Fondos propios}$$

$$W_i = \text{Pasivo remunerado} / \text{Pasivo remunerado} + \text{Fondos propios}$$

De este modo, el coste medio ponderado del capital (K_o) se calcula multiplicando cada uno de los costes calculados por la proporción de cada tipo de financiación.

$$K_o = K_i \times W_i + K_e \times W_e$$

Ej. Considerando los siguientes datos (expresados en miles de euros):

Pasivo remunerado	450.000
Fondos propios	1.175.000

El cálculo del coste medio ponderado del capital (K_o) se efectúa de la siguiente forma:

$$K_i = 3,22\%$$

$$K_e = 11,70\%$$

$$W_i = 450.000/1.625.000 = 0,277$$

$$W_e = 1.175.000/1.625.000 = 0,723$$

$$K_o = (3,22\% \times 0,277) + (11,50\% \times 0,723) = 9,21\%$$

1. Una vez estimados los FLT y la tasa de descuento, restaría aplicar dicha tasa a los flujos de tesorería del negocio para determinar el Valor Actual Neto («VAN»). Dicho valor estaría compuesto:

- Por una parte por el valor de los flujos descontados, derivados de la proyección financiera a 8-10 años.
- Por otra, por el valor residual descontado, considerando la capitalización a perpetuidad del flujo de caja del último año considerado, corregido por la tasa de crecimiento que se estime razonable.

De esta forma llegaríamos a un valor razonable o *fair value* de la compañía objeto de análisis, obteniendo el valor de cada acción sin más que dividir aquel por el número de acciones de la sociedad. El valor así calculado podría compararse con el precio de cotización para, de esta forma, advertir si la empresa está sobrevalorada o infravalorada por el mercado. La comparación en el tiempo obliga a actualizar constantemente la valoración inicial, introduciendo las alteraciones que pudieran afectar a cualquier variable, ya sea exógena o endógena, en las proyecciones financieras o en el cálculo de la tasa de descuento.

No obstante, debemos admitir que la metodología empleada en el DFLT se basa en buena medida en estimaciones e hipótesis que, de no cumplirse, podrían alterar la valoración efectuada. En este sentido, el conocimiento, la experiencia y el criterio del propio evaluador constituyen la pieza clave en la determinación del *fair value*.

LA VALORACIÓN DESDE LA ÓPTICA DE INVERSIONISTA: MÁS VALE PÁJARO EN MANO QUE CIENTO VOLANDO

La preocupación del inversionista tanto del de renta fija como el de variable, es la de comprar títulos cuyo valor sea superior a su precio. Cuanto más alta sea la relación valor/precio, diremos que es un activo con mayores expectativas de rendimiento. No existe por ahora, y si existe nadie lo ha dicho, y si lo dice dejaría de existir en breve tiempo -debido a la altísima eficiencia de los mercados-, procedimiento alguno que permita calcular el precio de un título concreto en un espacio temporal determinado, es decir, a una fecha concreta. Sí existe, sin embargo, un método que permite calcular en el transcurso del tiempo, el valor del título a un tipo de interés de mercado, previamente establecido. Éste es el Valor Actual Neto (VAN), que nos permite determinar la valoración de una inversión en función de la diferencia entre el valor actualizado de todos los cobros derivados de dividendos, y todos los pagos actualizados originados por la misma a lo largo de la inversión realizada. Dicha inversión será viable si el resultado es positivo, e inviable en caso contrario.

Los inversionistas entienden que un millón de pesetas de hoy vale sin lugar a dudas más que ese mismo millón mañana, y la razón es que si hoy mismo lo invertimos, hoy mismo comienza a producir beneficios que no se producirían en otro caso. La deducción que se extrae de este planteamiento, es que todo ingreso futuro vale menos que el dinero contante y sonante de ahora.

Esta regla de inversión es una buena aproximación al criterio del VAN, pues éste, lo que pretende, es evaluar la viabilidad de un proyecto de inversión, que no necesariamente tiene que ser un activo financiero. La aplicación de este criterio, le da una considerable importancia al factor tiempo.

Las decisiones de inversión, mientras no se demuestre otra cosa, deben estar basadas en el criterio del VAN, pero esto no es tan sencillo como pueda parecer.

En el caso de un título de renta fija el tema se simplifica bastante, pues conocemos el precio de compra, el valor de reembolso y los cupones periódicos, en definitiva la serie de ingresos que periódicamente se van a ir percibiendo, por ello es relativamente fácil de calcular la rentabilidad de este tipo de activo, aunque en estos últimos años el análisis de la valoración de un título de renta fija se ha complicado bastante al existir una amplia fluctuación de tipos de interés originada por la política monetaria de los países. Es decir, ahora un título de renta fija tiene una alta volatilidad, si así no fuera no tendría sentido la operativa con instrumentos financieros derivados sobre un bono nacional.

Pero el problema se complica, al menos en teoría, cuando los títulos son de renta variable. Los agentes intervinientes en el mercado siempre han tenido muy claro que el valor de una acción es el valor actualizado de todos los dividendos, es decir *«los beneficios totales que el inversionista espera obtener con ella»*.

El inversionista que adquiere títulos de renta variable tiene fundamentalmente dos vías para obtener rentabilidad:

- Una, y la más sencilla, es que suba el precio (que no el valor) de sus acciones, plusvalía que sólo se hará efectiva en el momento en que se venda, pues en Bolsa, hasta que no se vende no se produce ganancia ni pérdida. Cuando se produce una noticia que indica un posible aumento del valor de la empresa, el precio se modifica de forma instantánea y se produce un puntual proceso especulativo.
- Otra es que haya reparto de dividendos por parte de la sociedad, esta cuestión durante estos últimos años ha decaído en nuestra Bolsa a diferencia de otras.

Existen, a nuestro entender, cuatro reglas básicas que debe tener presente el inversionista. Estas cuatro reglas son generales en todo el mundo, y no se han encontrado por el momento otras bases que permitan hacer una mejor estimación del valor del título.

Regla número 1. Las expectativas de reparto de dividendo se trasladan al valor del título.

Los inversionistas siempre esperan obtener con la inversión realizada un valor añadido, máximo si se trata de una cartera especulativa cuyo objetivo es obtener la rentabilidad derivada fundamentalmente de la plusvalía alcanzada. Y es que, paradójicamente, en una empresa que cotice en Bolsa se gana dinero cuando se deja de ser accionista. Se supone que la revalorización del título

viene inducida por las expectativas de reparto de dividendos futuros. De esta forma, a medida que aumenten los dividendos, se incorporan al patrimonio del propietario y, aunque baje la cotización el día de reparto al descontarse automáticamente del precio, las expectativas continuadas de reparto de dividendo se trasladan automáticamente a la revalorización del título.

El reparto de dividendo influye decisivamente en el valor de las acciones. El dividendo no deja de ser un flujo de tesorería descontado en la expresión del VAN, aumentando dicho valor. De ahí que los inversores conservadores, sin saber de estas cuestiones matemático-financieras, busquen sectores de inversión que garanticen o mejor dicho, aseguren un dividendo constante y elevado.

Regla número 2. La obtención de una mayor rentabilidad exige asumir mayor riesgo.

El riesgo es un factor inherente a cualquier activo financiero, sea del tipo que sea, pero especialmente vinculado a los de renta variable. Hay títulos que tienen más riesgo que otros, esto ya lo analizaremos más adelante a la hora de cuantificar el riesgo de los valores. La renta fija tiene bastante menos riesgo, habiendo algunos que en teoría -bonos del Estado o similares-, llevan asociado un escaso nivel del mismo. El concepto de riesgo implica la posibilidad de que suceda algo inesperado que ocasione un daño en el patrimonio del inversionista, ya sea por la probabilidad de experimentar pérdidas o por no verificarse las expectativas iniciales de beneficio.

La rentabilidad de un título está estrechamente relacionada con el nivel de riesgo asumido. Así, y por norma general, acciones con menor nivel de riesgo suelen llevar asociadas menores expectativas de rentabilidad. No se puede cuantificar igual el valor de un título extremadamente volátil -«chicharros» en la terminología al uso, en el que se puede ganar o perder mucho en poco tiempo-, que el valor de un título sólido o *blue chips*.

Regla número 3. La variación en los tipos de interés afecta a las cotizaciones.

Los tipos de interés, bien sean los oficiales o los del mercado, aun no siendo los mismos, guardan una elevada correlación. Por regla general, el precio de los títulos, o un índice de Bolsa, es inversamente proporcional a las variaciones de los tipos de interés. Cuando hay expectativas de que el Banco Central recorte los tipos de interés, se produce una subida casi automática en los precios de buena parte de los valores de renta variable, y la Bolsa sube. Este hecho obedece fundamentalmente a las siguientes razones:

- Los títulos de renta fija comienzan a ser menos atractivos. En consecuencia, se produce un drenaje de liquidez de inversiones en renta fija a renta variable. Parte de los recursos invertidos en renta fija, ya sean inversores particulares o fondos de renta fija, se trasladarán rápidamente hacia la renta variable, pues se supone que ofrecerá al inversor superior rentabilidad, aun asumiendo mayores niveles de riesgo. El mayor volumen de operaciones en el mercado de renta variable, derivado del aumento en la demanda de títulos, provoca un incremento en el precio de las acciones.

- La bajada de tipos de interés no sólo va a provocar una subida del precio de los títulos, sino también del valor de éstos. La reducción de los tipos de interés implica simultáneamente la reducción de los costes financieros en empresas endeudadas aumentando las expectativas de beneficios y, por tanto, de dividendos.

Regla número 4. El valor de una acción recoge la capacidad de crecimiento de la empresa.

La capacidad de crecimiento de una empresa, siempre que vaya acorde con las perspectivas de generación de beneficios futuros, es otro de los factores que van a influir en la determinación del valor de la acción. Por lo general, o al menos teóricamente, el cambio en la dimensión empresarial, como cualquier otra política de empresa, debe ir dirigido a la consecución de una mayor rentabilidad para el accionista. En este sentido, si del crecimiento se espera un incremento proporcional en los beneficios, parte de éstos se distribuirán entre sus accionistas en forma de dividendos, descontándose en el valor del título.

¿CÓMO INTERPRETAR EL PER?

El PER en realidad refleja la valoración que hacen los mercados de renta variable acerca de la capacidad que posee una empresa para generar beneficios.

En líneas generales esto nos viene a decir que si el precio de cotización reciente de una acción © es de 2.000 u.m. y genera un beneficio por acción (*BPA*) de 250 u.m./año -que parte se repartirán al accionista en forma de dividendos y parte permanecerán en la empresa para aumentar su autofinanciación-, la relación precio beneficio *Price Earnig Ratio* sería:

$$PER = \text{©}/BPA = 2.000/250 = 8$$

El PER no tiene dimensión, sólo indica que el precio reciente de la acción es «n» veces -en este caso 8-, el beneficio generado en el último ejercicio.

Una interpretación excesivamente simplista llevaría a identificar al PER con el concepto de recuperación de la inversión o *Pay back*. Así, se equipararía la inversión con el precio de cotización reciente o con la capitalización bursátil, y el rendimiento derivado de la inversión con el beneficio por acción o beneficio neto.

De esta forma, el inversionista «recuperaría» la inversión -el precio de la acción-, vía beneficios en un plazo de tiempo equivalente al valor del PER. Según esta interpretación, defendida por algunos autores, el PER sería el número de años necesarios para que, vía beneficios, se recupere la inversión efectuada.

Siguiendo este razonamiento, aquellas empresas con un PER más bajo, serán las más interesantes para comprar, ya que el período de recuperación será más corto y por tanto el inversionista recuperará antes la misma. En suma, interesará mantener posiciones en valores cuyos multiplicadores sean bajos en relación a otros valores del sector.

Esta afirmación es parcialmente falsa, o parcialmente cierta, al estar basada en una visión excesivamente simplista que puede llevar a errores. Por ello conviene introducir algunas matizaciones al respecto:

- a) Obsérvese que, generalmente, el PER compara por cociente la cotización reciente de la acción -precio que como sabemos lo fija el propio mercado descontando las perspectivas futuras de la compañía-, con el beneficio neto alcanzado en el último ejercicio. En este sentido, se está comparando una magnitud que refleja expectativas futuras con otra que no deja de ser un dato histórico. En consecuencia, al valorar en base al PER dos compañías del mismo sector con distinta tendencia de crecimiento de sus beneficios, se estaría perjudicando a aquélla con mayor recorrido alcista. La solución a este problema pasa por homogeneizar los componentes del PER, comparando la cotización reciente con la proyección de beneficios futuros de la empresa, ofreciendo al inversionista el cálculo del PER estimado para un período razonable, que podría situarse en torno a los diez años.
- b) El PER podría identificarse con el período de recuperación de la inversión sólo si:
- El beneficio neto se repartiese íntegramente entre los accionistas. Situación ciertamente poco habitual en la práctica en tanto que las empresas, por lo general, aplican una parte de los beneficios obtenidos para autofinanciación de la propia entidad.
 - Los beneficios de las empresas fueran constantes. Si la tendencia de beneficios fuera alcista el plazo de recuperación disminuiría, aumentando en caso contrario.

La recuperación real de la inversión exigiría tener en cuenta:

- El dividendo repartido.
- La variación de cotización desde la fecha de adquisición.

El cálculo con datos históricos es sencillo. Supongamos los siguientes datos:

Precio adquisición (1-01-1999)	1.615 u.m. por acción
Precio de cotización un año después (31-12-1999)	1.975 u.m. por acción
Dividendo por acción percibido el (1-06-1999)	60 u.m. por acción
Beneficio por acción (BPA año 1999)	120 u.m. por acción

La rentabilidad de la inversión (Ra), teniendo en cuenta que vía plusvalía sólo se genera cuando se venden las acciones, podríamos calcularla de la siguiente forma:

$$Ra = [(1.975 - 1.615) + 60] / 1.615 = 26\%$$

(Nota: Téngase en cuenta que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras).

Y el plazo de recuperación de la inversión será de: $1/26\% = 3,8$ años

Plazo que podría compararse con el *Payback* de una inversión alternativa en renta fija -letra del tesoro a un año-, supongamos que la rentabilidad de este activo hubiera sido del 3,5%. El plazo de recuperación del activo sin riesgo sería de $1/3,5\% = 28,57$ años.

Sin embargo, el verdadero problema es estimar la rentabilidad esperada (Re) del inversionista. Este cálculo exigiría conocer:

- a) El precio de cotización en el momento de compra (Co), dato conocido.
- b) El dividendo esperado por acción ($DP Ae$), dato estimable razonablemente.
- c) El precio de cotización esperado un año después a la adquisición (CI), difícilmente estimable en tanto que en la fijación del precio intervienen un conjunto de factores que, a pesar de que alguno se crea lo contrario, escapan a la capacidad de predicción del analista.

$$Re = [(CI - Co) + DP Ae] / Co$$

El PER, calculado a 31 de diciembre de 1999, sería de:

$$PER = 1.975/120 = 16,45$$

Un PER alto o bajo no es indicador de si el título es caro o barato en sí mismo. El PER es un excelente índice de la carestía relativa del título en referencia a otros valores del sector. En este sentido, debe ser analizado en referencia a títulos de empresas preferentemente del mismo sector. Se trata, por tanto, de un indicador de gran utilidad para ser utilizado como referencia a la media de un sector. En este sentido, no parece acertado comparar un PER del sector eléctrico o de autopistas con el de alimentación o en el que intervengan empresas cíclicas.

Si el PER calculado hoy, sobre la base del beneficio del año pasado, es superior al calculado hace una semana o hace un mes, calculado igualmente sobre la base del beneficio del año anterior, no quiere decir en modo alguno que el plazo de recuperación de la inversión aumente. Téngase en cuenta que si el denominador -beneficio del año anterior-, es una constante, un dato ya conocido, lo

que hace aumentar el PER es el aumento de cotización de las acciones, que a su vez viene inducido en buena parte por la mejora en las expectativas de la entidad. En suma, podemos concluir que aumentos en el PER, calculado sobre la base de beneficios pasados, no son sino el reflejo de la apreciación que el mercado hace de esa acción y, por tanto, síntoma positivo salvo que los títulos estén sobrevalorados por el mercado, debido por ejemplo a aumentos repentinos en los volúmenes de contratación originados, por ejemplo, por modas pasajeras en determinados sectores que hacen repuntar la cotización de un título sin que exista un respaldo fundamental.

El PER tiene sólo un valor temporal, y por tanto efímero, no olvidemos que el precio de los títulos se modifica día a día e incluso dentro de la misma sesión. En este sentido, el PER se encuentra exclusivamente vinculado a la fecha en la que se tomó como referencia para el cálculo del mismo.

ANÁLISIS TÉCNICO *VERSUS* ANÁLISIS FUNDAMENTAL

«Básicamente, el analista financiero debe ser un profeta sin el beneficio de la inspiración divina»

Burton G. MALKIEN

Dentro de los diversos sistemas, elevados a la categoría de método, enfocados a «calcular el precio» de un título en los mercados de valores, algunos de ellos muy curiosos, se utilizan dos tipos de análisis, teniendo como sustento un soporte gráfico, es decir, mediante la utilización de dos ejes de coordenadas, en los cuales se reflejan de forma gráfica, y en la actualidad con el apoyo de herramientas informáticas, una serie de datos, acerca de la evolución del precio de un título.

Observemos como si hasta aquí se ha insistido en el cálculo del valor de una acción, pues se estaba hablando en esencia de análisis fundamental, que tiene como objetivo estimar el valor de un título, en este caso y en lo que sigue hablaremos de «precio». Entendiendo que de lo expuesto se tiene clara la diferencia entre valor y precio. Unos inversionistas estarán más interesados en el valor de un título, mientras que otros, más especuladores, estarán más interesados en el «cálculo» y evolución del precio.

En Bolsa toda la problemática se reduce a dos cuestiones:

- ¿Qué valor comprar o vender?
- ¿Cuándo comprar o vender?

Mientras que el análisis fundamental trata de dar una respuesta a la primera de las preguntas, prestando especial atención al valor de una acción, el análisis gráfico y técnico, que no es lo mismo, tratan de ofrecer respuestas a la segunda cuestión. Se trataría por tanto, y en principio, de dos análisis complementarios.

El análisis técnico y gráfico, analiza las evoluciones de los precios de las acciones y volúmenes de contratación, con el objetivo de predecir las futuras tendencias, fundamentalmente a corto plazo, de los precios de un título o de un índice, ya sea general o sectorial.

El análisis técnico, según sus defensores, que por regla general poseen escasa formación contable y financiera, o teniéndola no creen en ella, es un método comprendido pero raramente admitido en el ámbito académico. Para los analistas técnicos el motivo principal del rechazo es que este tipo de análisis, que en principio no tiene base científica alguna, es un desconocido en su más absoluta profundidad... Eso al menos es lo que manifiestan los «chartistas», como les gusta llamarse. No obstante la realidad es otra bien distinta, pues en medios académicos, se conoce este tipo de análisis, si bien no tiene muchos adeptos. No obstante en buena parte de los departamentos de análisis de sociedades de Bolsa, inversiones y similares se utilizan y aplican las referidas técnicas como complemento al análisis fundamental.

La aplicación del análisis técnico ha aumentado progresivamente con la utilización de complejos y sofisticados programas estadísticos aplicados a este fin. Las cotizaciones en tiempo real las trasladan a pantallas que mediante gráficos basados en medias, osciladores y una parafernalia tan extensa como la imaginación del analista o diseñador del programa, intentan vencer y hasta convencer, de que el invento funciona.

Sin ánimo de entrar en discusiones sobre la base científica de las teorías que subyacen detrás de este tipo de análisis, en definitiva lo que pretende es determinar el precio de título en función de su comportamiento en los mercados de valores, considerando de forma casi exclusiva dos parámetros que se supone intervienen en la formación del precio: la cotización del título y el volumen negociado, en definitiva, oferta y demanda.

Un grupo relativamente importante de los analistas actuales, pretenden demostrar que el análisis fundamental, por sí mismo, aporta escasa información a los agentes intervinientes del mercado. Ello es debido, dicen, a la liquidez, profundidad y a la cada vez mayor volatilidad del mercado, características que exigen adoptar una decisión de inversión contando con este otro tipo de análisis, sobre todo y de forma relevante en el corto y medio plazo.

El análisis gráfico y el análisis técnico, basado en el estudio de los gráficos de los precios y los volúmenes, incorporan factores psicológicos y emocionales, factores que entre otros muchos, mueven a los mercados de valores, y quedan reflejados en las órdenes de venta y de compra.

Hasta hace relativamente poco tiempo, se asimilaban los conceptos del análisis técnico con los de análisis gráfico y viceversa. A medida que los elementos de análisis han ido avanzando, fundamentalmente debido al desarrollo de la informática que permite de una forma rápida el tratamiento de datos estadísticos y su transformación en gráficos, ha hecho que lo que en principio era análisis meramente gráfico, avanzase y naciese un complemento sustancial a éste, el análisis técnico.

El análisis técnico, no tiene una definición clara y concisa que sea admitida por los analistas, sean fundamentales o no. Es en síntesis una sola técnica, aunque alguno se empeñe en elevarlo en ocasiones a la categoría de arte, que cada analista aplica según sus particulares criterios y pretende descubrir en cada «figura» que se forma en los gráficos «algo» que marque una tendencia y por tanto la formación de un precio. Los sentimientos y los estados de ánimo de cuantos participan en los mercados, son los protagonistas que hacen que este singular estudio sea considerado al analizar el comportamiento más o menos errático y aleatorio de los mercados de valores.

Dentro de la cada vez más extensa bibliografía que hay del mismo, cada cual intenta dar una definición lo más exacta, siendo cada una de ellas distinta, pero coincidentes en el fondo. Siguiendo a TWEDE (1989:19) «Análisis Técnico es el estudio del comportamiento de los mercados de valores en sí, es decir el análisis de las decisiones y actitudes de los diversos protagonistas de ese mercado y de los motivos psicológicos que hay tras ellas».

Toda la información que se produce, se refleja de una forma automática en el precio, por lo cual no es posible realizar un estudio. Los precios, según el análisis gráfico, se encuentran influidos por factores total y absolutamente psicológicos, en los cuales no tiene cabida nada que sea racional.

En este tipo de análisis, lo que cuenta inicialmente es el precio de la transacción, es decir, el sentido más estricto de la oferta y la demanda puntual, estando éstas, determinadas por factores psicológicos. En este tipo de análisis la formación de los precios se debe en un 90% o más a factores psicológicos, y el resto a factores lógicos, postura diametralmente opuesta al análisis fundamental.

La teoría del análisis gráfico parte, además, de la base de que la historia tiende a repetirse, y que el precio actual de un título puede determinarse en función de precios pasados, que pueden predecir con bastante probabilidad de acierto, la tendencia del precio futuro.

Mientras que los fundamentalistas concentran sus estudios y esfuerzos en tratar de determinar el valor de la empresa, ajeno a toda variación en los precios, basándose fundamentalmente en sus datos contables-financieros, los seguidores del análisis técnico y gráfico, siempre utilizan los precios anteriores como base para estimar un precio futuro.

El análisis técnico sostiene que todo lo que puede influir en el precio de un título se encuentra reflejado en dicho precio, por tanto se pueden predecir futuras tendencias estudiando los gráficos que contienen las mismas.

Los fundamentalistas piensan que la acción del mercado es el reflejo del movimiento entre oferta-demanda. Así, cuando la demanda es mayor que la oferta, los precios suben, en caso contrario, los precios bajan. En el análisis técnico cambia el razonamiento, sosteniendo que cuando los precios suben es porque los títulos están sobrecomprados, esto es, porque la demanda supera a la oferta, encontramos ante una situación decididamente alcista. Si sucede lo contrario, es decir, cuando la oferta excede a la demanda, estaríamos ante una situación bajista.

También se mantiene la hipótesis de que los precios van a evolucionar según la tendencia. Lo complejo es determinar, o averiguar cuándo se produce una tendencia definida, o mejor aún, cuándo va a producirse un cambio en la misma.

En síntesis, las bases que subyacen en el desarrollo de este tipo de análisis son, sin entrar en profundidades, las siguientes:

- La influencia de los agentes del mercado descuenta todo lo inherente al precio de un título.
- Los precios de los títulos siempre se mueven siguiendo una tendencia.
- La historia de los títulos siempre se repite, antes o después.

La eficiencia de los mercados es de tal fuerza y persistencia que cualquiera que sea el tipo de análisis a utilizar nos va a conducir en principio a no poder predecir ni demostrar algo. Los análisis técnicos defenderán que su teoría y métodos son totalmente válidos, en tanto que los fundamentalistas defenderán sus posturas y criterios, sobre la base de sus teorías más científicas, académicas y, en realidad nos guste o no, bastante más ciertas, al menos por ahora, y éstas sí son demostrables.

El análisis fundamental, en definitiva, trata de estimar razonablemente el valor intrínseco de un título, introduciendo en el análisis la incidencia de los cambios en las variables macroeconómicas, tales como las fluctuaciones en los tipos de interés, inflación, materias primas, etc. En definitiva lo que hace o pretende hacer el análisis fundamental, es estudiar todos aquellos «causas» que pueden afectar al valor de la empresa.

El análisis técnico-gráfico se ocupa sin embargo de la interrelación existente entre los precios y los volúmenes contratados, bien sean títulos, sectores o índices. Es decir, estudia «el efecto» que se induce (precio y volumen), en razón de la psicología de los inversionistas y de cuantos agentes intervinientes en el mercado están representados mediante el binomio oferta-demanda. Sobre la base de este comportamiento, que dota al mercado de una alta eficiencia, el analista técnico pretende extrapolar aun más allá, con el fin de determinar inicialmente la tendencia, lo cual le permitirá en definitiva estimar el precio.

Tanto uno como otro persiguen un objetivo común, orientar al inversionista, y pretenden llegar al mismo punto final desde diferente punto de partida. El analista técnico intenta vaticinar el precio, y el analista fundamental pretende conocer el valor, que a largo plazo y teóricamente deben coincidir.

La ventaja del análisis técnico frente al análisis fundamental es que con el primero, con un simple golpe de vista nos permite analizar todo el historial del comportamiento del precio de un título: ampliaciones, dividendos, volúmenes, puntuales acontecimientos significativos en los mercados, etc. Sin embargo, difícilmente los precios del pasado podrán extrapolarse al futuro.

Si el análisis técnico fuese cierto, y sus predicciones acertadas y correctas al menos en un grado significativo, y alguien fuese capaz de predecir la formación de precios futuros, no cabría la menor duda que estaríamos ante una práctica que configuraría una teoría totalmente revolucionaria acerca de la «adivinación» de los precios. Lamentablemente, y hasta el día de la fecha, nadie ha sido capaz de predecir el precio, y si alguien ha tenido esa capacidad no lo ha dicho, y hace bien. En el hipotético supuesto de que funcionase, dejamos el invento para los creyentes, y en el caso menos hipotético de que no funcione, nos consolamos con que alguno habrá estado entretenido jugando con un conjunto de gráficos e interpretando un conjunto de técnicas estadísticas que ocasionalmente, no conviene perder la ilusión, le habrán hecho sentir un auténtico «gurú».

En suma, en el análisis fundamental se considera y estima, que el precio de un título a largo plazo, debe situarse en torno o muy próximo a su valor intrínseco, produciéndose una incuestionable convergencia. Así, de esta forma, podremos conocer el grado de sobrevaloración o infravaloración que posee tal título en el mercado, y a partir de ahí, decidir qué valor comprar o qué valor vender de los que configuran la cartera. Este tipo de análisis tiene un fundamento científico, del que carece el análisis gráfico-técnico.

La aplicación del análisis fundamental exige disponer de una sólida preparación contable, financiera y económica, siendo asimismo importante disponer de experiencia y conocimientos acerca del sector al cual pertenece la empresa objeto del análisis, así como de aspectos macroeconómicos que, sin duda, también afectan a la situación financiera y de resultados de las empresas.

¿NO SE ESTARÁ, EN ALGÚN CASO, VENDIENDO HUMO?

Para finalizar, cabría preguntarse ¿cómo es posible que el precio de una empresa se sitúe notablemente por encima de su valor, manteniéndose así durante meses? En estos casos, el análisis fundamental aconsejaría deshacerse de esos títulos mientras, paradójicamente, el análisis técnico basándose en los elevados volúmenes contratados podría vislumbrar una tendencia alcista, estableciendo un «soporte» a no se que nivel y una «resistencia» a no se que otro. Como se ha advertido a largo plazo valor y precio confluyen inexorablemente. En este sentido, y a nuestro juicio, podemos estar en un mercado en el que, en algún caso concreto, aprovechando la bonanza económica y el elevado grado de liquidez de los inversores, ansiosos por multiplicar sus ganancias, y creyéndose auténticos expertos bursátiles por el simple hecho de llevar un seguimiento diario de las cotizaciones a través de la prensa, radio, teletexto e Internet, dependiendo de la hora, se esté vendiendo humo. En estos casos, no cabe duda que, tarde o temprano, la «burbuja» explotará desvaneciéndose el humo al equipararse valor y precio. No olvidemos, que se puede engañar a unos pocos mucho tiempo, a muchos poco tiempo, pero no se puede engañar a todos durante todo el tiempo.

BIBLIOGRAFÍA

- ARTHUR ANDERSEN (1992): «The Valuation of Intangible Assets». *The Economist Intelligence Unit*. January.
- BROKING, A. (1997). *El capital intelectual. El principal activo de las empresas del tercer milenio*. Ediciones Paidós Ibérica, S.A.
- BURTON G. (1992). *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Alianza editorial.
- CAÑIBANO, L. y GINER, B. (1993): «Análisis de estados financieros: una perspectiva europea». *Universidad Autónoma de Madrid. Doc. IADE, n.º 32*.
- CAÑIBANO, L. y MORA, A. (1997): «The influential factors on accounting: a clasification of the european accounting systems». 8.º *World Congress of the Internacional Association for Accounting Education and Research*, París, october.
- CAÑIBANO, L. y SÁNCHEZ, M.P. (1997): «La valoración de los intangibles. Estudios de innovación vs información contable financiera» *IX Congreso AECA*, Salamanca, septiembre.
- FERNÁNDEZ, P. (1999): *Valoración de empresas*. Ed. Gestión 2000. Barcelona.
- GONZALO, J.A., PÉREZ, J., SERRANO, R. (1998): *Contabilidad superior: análisis económico, financiero y patrimonial*. Capítulo 12. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España. Madrid.
- HIGSON, G. (1998): «Goodwill». *British Accounting Review*, 30.
- JOHANSON, U., LÖÖF, H. y GROJÉR, J.E. (1997). «Evaluating the importance of the invisibles». *Internacional Conference on Industrial Competitiveness in the knowledge-Based Economy. Stockolm OECD Conference*. February.
- LARRIBA, A. (1982): *Acciones y derechos de suscripción*. Ministerio de Hacienda, Instituto de Planificación Contable. Madrid.
- LARRIBA, A. (1998): *Contabilidad general y normas relativas a las cuentas anuales*. Tomo I. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España. Madrid.
- LEV, B. (1996):«The boundaries of financial reporting and how to extend them». *Working paper*. University of California at Berkeley. August.
- LOW, J. y SIESFELD, T. (1998): *Measures that matter: Wall Street Considers non financial perfomance more than you think*. Strategy & leadership. March/April.
- ROJO, A., SIERRA, M., y NIETO, F.J. (1999): «Los intangibles a través del ratio valor de mercado/valor contable en la unión europea». *X Congreso AECA*, Zaragoza, Septiembre.
- SAMUELSON, P. (1977): «Las fluctuaciones del mercado de valores». *Análisis Financiero*, núm. 13.
- TUA, J. (1991): *La investigación empírica en contabilidad*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- TWEDE, L. (1989): *Psicología del mercado bursátil*. Ediciones Deusto. Bilbao.