

FOCUS · La prima de riesgo bursátil implícita: un indicador claramente imperfecto que hay que tener en cuenta

Intentar estimar el posible grado de sobrevaloración o de infravaloración de la bolsa no es una tarea sencilla. Cualquier indicador tiene ventajas e inconvenientes y, por ello, lo más razonable es tener en cuenta un amplio abanico de medidas. Una evaluación global de un conjunto de indicadores puede proporcionar un mayor grado de confianza en torno a la valoración que se haga del mercado que se esté analizando. Entre las múltiples medidas que se utilizan, se encuentra la prima de riesgo bursátil implícita (PRBI).

Antes de abordar la PRBI, conviene explicar qué se entiende por la prima de riesgo bursátil. Esta medida no es más que la compensación que exigen los inversores en términos de rentabilidad por invertir en activos de mayor riesgo (acciones) en vez de hacerlo en títulos con niveles de riesgo más bajos (deuda pública). El nivel de riesgo de las distintas clases de activos hace referencia a la dispersión o a la volatilidad de sus rentabilidades históricas. A modo de ejemplo, la desviación estándar de los retornos anuales históricos (desde finales del siglo XIX hasta inicios de la segunda década del presente siglo) del mercado de acciones cotizadas de EE. UU. alcanza el 20%. En el caso de las letras del Tesoro estadounidense a tres meses, la desviación estándar es del 4%. Naturalmente, la contrapartida al mayor riesgo que presenta el mercado bursátil es que comporta un retorno mucho mayor que el de los títulos de renta fija. Así, la rentabilidad promedio anual real (ajustada por la inflación) histórica de la bolsa estadounidense es del 6,5%. Por su parte, la rentabilidad promedio histórica del bono americano a 10 años se ha situado en torno al 3% en términos reales. La diferencia entre ambas magnitudes arroja una prima bursátil histórica del 3,5%. Si se tiene en cuenta la rentabilidad histórica de las letras del Tesoro americano (1,6%), la prima bursátil asciende hasta el 4,9%, lo cual representa un diferencial de rentabilidad considerable, exigido por los inversores para invertir en acciones en vez de hacerlo en deuda pública. De hecho, la dificultad de la teoría económica para justificar una prima de riesgo bursátil tan abultada como la observada en los datos sigue siendo hoy por hoy, un rompecabezas (conocido como el *equity premium puzzle*).

La PRBI no es más que la versión prospectiva de este indicador, y la comparación de su valor frente al de la prima de riesgo bursátil histórica puede ofrecernos pistas acerca de una potencial sobrevaloración del mercado. Esta medida parte de las estimaciones de los *cash-flows*, fundamentalmente dividendos, que generará la cartera de acciones analizada (por ejemplo, los componentes del S&P 500). En un primer paso, se debe calcular la tasa in-

terna de retorno (TIR) implícita en esa senda de dividendos teniendo en cuenta el precio al que cotizan las acciones y, en un segundo paso, restarle un tipo de interés libre de riesgo (generalmente, la *yield* del bono estadounidense a 10 años). Una PRBI baja apuntará en la dirección de una posible sobrevaloración.

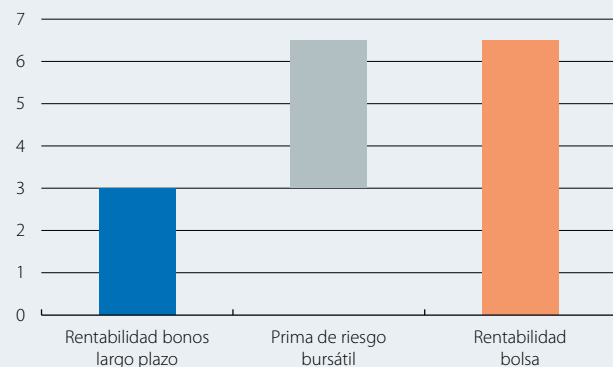
¿Qué podemos decir sobre la PRBI actual de la bolsa americana? Primero, que se sitúa próxima al 7%, por encima de la prima de riesgo histórica observada. Así pues, en principio, esta métrica no parece encontrarse en cotas que sugieran una situación de sobrevaloración acusada, en claro contraste con lo que reflejan otros indicadores como el CAPE (una ratio del precio actual sobre los beneficios promedio de los últimos 10 años).

De todas formas, cabe tener en cuenta que los bajos niveles de los tipos de interés libres de riesgo justifican una PRBI elevada, ya que es lógico que un inversor anticipe la eventual normalización de dichos tipos de interés. De hecho, en los últimos años, el descenso de los tipos de interés se ha visto prácticamente compensado por un aumento de la PRBI. Por otra parte, y esto es un problema fundamental del indicador, una PRBI relativamente alta no es necesariamente incompatible con una bolsa sobrevalorada, puesto que los dividendos utilizados para su estimación pueden pecar de un optimismo desmesurado, algo que sucede con bastante frecuencia.

En definitiva, aunque la PRBI no apunte en estos momentos a una situación de sobrevaloración en la bolsa americana, es importante tener presentes sus puntos débiles como indicador. En cualquier caso, se trata de una medida que debemos continuar teniendo en el radar, junto con muchas otras.

EE. UU.: prima de riesgo bursátil histórica (1872-2012)*

(%)



Nota: * Rentabilidades reales anualizadas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de J. J. Siegel.