

# **SISTEMA FINANCIERO**

---



## **PERO, ¿COMO ES POSIBLE? O POR QUE HA SUBIDO LA BOLSA**

---

*Raimundo Ortega*

### **I. INTRODUCCION.**

**D**e acuerdo con las estimaciones más fiables publicadas a mediados de julio, la economía española registraba en el primer semestre del año un crecimiento negativo del 1%; el paro seguía aumentando al tiempo que la inflación no conseguía bajar del nivel del 4,5% a pesar de la atonía general de la demanda, sólo apuntalada por unas exportaciones vigorosamente reforzadas por las sucesivas devaluaciones de la peseta. Y por si ello fuera poco, las Administraciones Públicas, encabezadas por la Central, siguen imperturbables gastando mucho más de lo que recaudan, hasta el punto que, para este año, el Gobierno no tiene empacho alguno en reconocer, después de predicar durante muchos meses lo contrario, un déficit del orden del 6% del PIB estimado.

Con este desastroso transfondo, al que últimamente adornan las conversaciones para conseguir una Triple Alianza contra el paro, la Bolsa surge esplendorosa y supera a finales de agosto la mítica cota del 300, perdida hace tres años con ocasión de la invasión de Kuwait por Irak.

Tan espectacular alza no es, con todo, fruto de las calenturas de agosto, aun cuando en ese mes se superan todos los niveles anteriormente conseguido y la contratación registra el mayor incremento porcentual de todas las Bolsas europeas, con excepción de la italiana; por el contrario, desde comienzos de año y mes tras mes la Bolsa ha estado subiendo -véase el gráfico núm. 1-, aparentemente indiferente a la delicada situación de la economía española y ante la perplejidad del resto de los mortales -especialmente los analistas macroeconómicos- que no aciertan a captar las claves interpretativas que los expertos bursátiles manejan para explicar tan radical divorcio.

Este trabajo -redactado en la última decena del mes de septiembre- pretende un objetivo muy modesto, derivado de una tesis muy sencilla. El objetivo consiste en explicar por qué ha subido la Bolsa; la tesis subyacente es que el divorcio o falta de entendimiento entre los analistas bursátiles y los macroeconómicos es debido a diferencias de lenguaje y, sobre todo, de instrumentos de análisis. Veamos si consigo lo que me propongo, sin aburrir al lector.

### **II. EL PANORAMA BURSATIL Y SUS CLAVES EXPLICATIVAS.**

En el número de "CUADERNOS" correspondiente a los meses de julio y agosto, los Profesores Fuentes Quintana y Alcaide Inchausti analizaban la situación de la economía española en pleno verano, trazando un panorama preocupante de la misma que conviene ahora resumir.

Inmersa en el contexto recesivo de la economía mundial y afectada por el cúmulo de incertidumbres que atenaza el proceso de integración europea, nuestra economía vive uno de sus

momentos más críticos, como lo muestra un PIB que registrará probablemente un descenso del orden del 1% para el año en curso y una demanda interna que cae tanto en sus componentes de consumo como de inversión -especialmente en su apartado de bienes de equipo-, localizándose en la construcción el único rayo de optimismo en este componente básico de la demanda.

La caída del empleo, con el carácter dramático que revelaron las cifras de la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre del año -una tasa de paro del 22,3%, que se prevé por el propio Gobierno que aumente algo en el segundo semestre del año-, señalaba la gravedad del problema del paro al tiempo que el tiempo transcurrido sin que se esboce el más mínimo esfuerzo serio para contenerlo subraya la dificultad de encontrar una solución a un escollo que la sociedad tiene enquistado desde hace mucho tiempo. Esa difícil solución exhibe su muestra más clara en la negativa de los Sindicatos -pero también de amplios sectores sociales y políticos- en aceptar la imposibilidad de mantener un crecimiento salarial -superior al 6,5%, según las últimas informaciones- que sobrepasa habitualmente el ritmo de inflación y es ajeno por completo al aumento de la productividad.

Esa indiferencia de la sociedad española ante la gravedad de los problemas es debida, en muy buena parte, a su rechazo frontal a aceptar los correspondientes sacrificios exigidos para su solución. Quizás no exista mejor prueba de ello que la evolución del déficit de las Administraciones Públicas, que sigue incrementándose a un ritmo explosivo. En efecto, en el documento titulado "Líneas de Política Económica y Presupuestaria", entregado por el Gobierno a Patronal y Sindicatos a comienzo del pasado mes de agosto, se admitía un déficit de aquéllas del 6,6% del PIB, del cual el 5,9% nada menos correspondería al Estado.

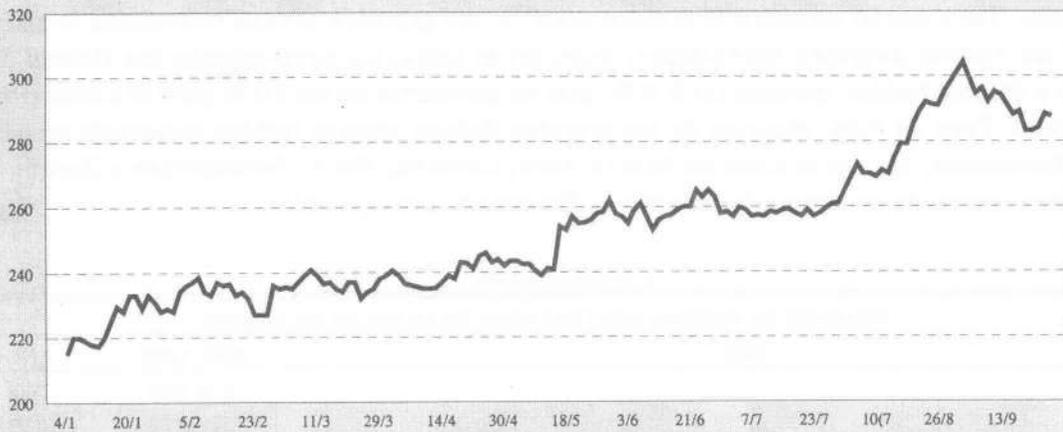
Como bien señalaban los Profesores Fuentes Quintana y Alcaide Inchausti, sólo la mejora registrada en la balanza de bienes y servicios -producto tanto de la recuperación de las exportaciones, favorecidas por las sucesivas devaluaciones de la peseta, como de la caída de las importaciones, consecuencia del debilitamiento de la demanda interna- constituía una nota positiva en ese sombrío panorama, si bien matizada por el negativo comportamiento de las balanzas de rentas y de capitales.

Con este transfondo, que se puede calificar de muchas formas menos de optimista, la Bolsa despliega un tono alcista que para muchos resulta sorprendente a la par que inexplicable.

En efecto, desde principios de año el mercado bursátil ha mostrado una evolución alcista que se acentuó en mayo, probablemente ante los pronósticos de un triunfo del Partido Popular en las elecciones del 6 de junio, pero que -como muestra el cuadro núm. 1- se ha traducido en aumentos no sólo de los precios sino también de las cantidades contratadas muy superiores a los de idénticos meses del año pasado. No podemos olvidar tampoco que se trataba de un fenómeno no circunscrito al mercado de acciones; en el gráfico núm. 2 -relativo a la inversión de no residentes en el mercado de deuda pública- y en el cuadro núm. 2 -que refleja lo sucedido en los mercados de productos derivados- puede observarse idéntica tendencia. En otras palabras, los mercados estaban mostrando una valoración al parecer muy diferente no tanto de la situación como de las perspectivas de la economía española.

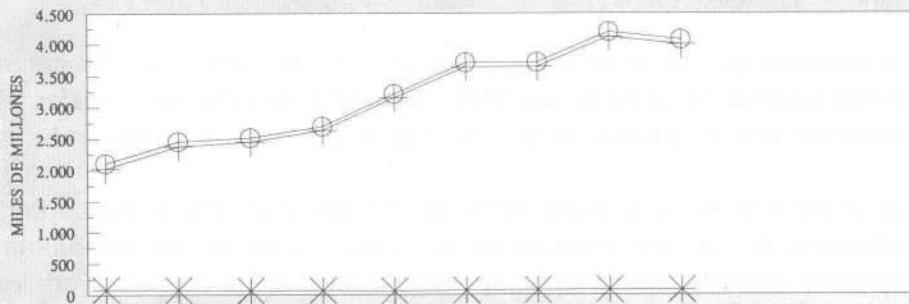
¿Podría, quizás, resumirse ese diferente juicio en la frase según la cual "cuanto peor ahora mejor después"? Intentemos, en todo caso, un análisis más pormenorizado.

**GRAFICO NUM. 1**  
**INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID**



ENERO- 21 AGOSTO 1993

**GRAFICO NUM. 2**  
**INVERSIONES DE NO RESIDENTES EN DEUDA PUBLICA**  
**AÑO 1993**



MES	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
INVERSION TOTAL	2.110	2.455	2.515	2.699	3.213	3.712	3.716	4.199	4.072			
BONOS Y OBLIGACIONES	2.025	2.381	2.451	2.633	3.154	3.645	3.645	4.120	3.997			
LETRAS	84	74	64	66	60	68	71	78	75			

OBSERVACION 03/09/93

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA

El primer rasgo que conviene destacar es que la Bolsa española no estaba sola en esa actitud optimista a pesar del difícil contexto económico de base que sufren las principales economías occidentales. Tal y como muestra el cuadro núm. 3, las grandes bolsas mundiales registraban a mediados de agosto avances apreciables, pues en el bimestre junio-agosto las Bolsas de la CE mas Suiza y Suecia habían ganado un 8,4% -que se convertía en un 19% para el correspondiente período anual. Pero es más, algunas de las grandes Bolsas citadas habían superado en 1993 sus máximos históricos; tal era el caso de Nueva York, Londres, París, Amsterdam y Zurich, y otras estaban muy cerca de conseguirlo- Madrid y Francfort, por ejemplo.

CUADRO NUM. 1

MILLONES DE PESETAS CONTRATADAS EN LA BOLSA DE MADRID		
MES	AÑO 1992	AÑO 1993
ENERO .....	326.603	326.502
FEBRERO .....	329.873	332.455
MARZO .....	302.981	428.481
ABRIL .....	330.453	299.443
MAYO .....	253.366	558.337
JUNIO .....	257.428	422.421
JULIO .....	269.320	403.021
AGOSTO .....	158.734	479.822
TOTAL PERIODO .....		
ENERO-AGOSTO .....	2.228.578	3.250.482

Fuente: BOLSA DE MADRID.

Las razones han sido varias, pero creo que merecen destacarse especialmente las siguientes:

- a) Una visión optimista respecto a las perspectivas económicas para 1994. Esa visión combina un crecimiento real del orden del 2,5% para los países del área de la OCDE -frente a un 1,4% previsto para este año- con una inflación que se mantiene en niveles modestos -algo menos del 3%.
- b) La creencia que la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas incluidas en el mecanismo de cambios del SME, permitiría recortes adicionales de los tipos de interés -recortes que en países tales como España o Francia se esperaba fuesen sustanciales.
- c) La confianza en que esos tipos de interés más bajos ayudarán tanto a una pronta recuperación de las economías europeas como de la americana -descartándose un posterior debilitamiento de la japonesa-, combinada con el efecto inmediato derivado de la menor rentabilidad de la renta fija.
- d) El convencimiento que, a diferencia de la situación previa al "crash" de octubre de 1987, -la inmensa mayoría de las grandes Bolsas- con la notable excepción de la alemana -están infravaloradas en la actualidad- siendo la americana, francesa y japonesa los tres casos más claros.
- e) En consecuencia, tanto la inmensa mayoría de los analistas como los propios inversores institucionales desechan, en las actuales circunstancias, la repetición de un descalabro semejante al de octubre de 1987. La razón fundamental reside en el escaso o nulo valor que hoy en día se da a los elevados PER existentes, habida cuenta que este indicador se califica como muy poco fiable a la hora de prever la tendencia futura de los mercados bursátiles.

CUADRO NUM. 2

CONTRATACION EN EL MERCADO DE PRODUCTOS DERIVADOS

VOLUMEN AÑO 1992-93

MES	OPCIONES	FUTUROS	OPCIONES	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	182.296	248.047		430.343
SEPTIEMBRE	222.160	442.217		664.377
OCTUBRE	220.649	431.609		652.258
NOVIEMBRE	249.491	450.322		699.813
DICIEMBRE	251.198	385.238		636.436
ENERO	220.730	426.996		647.726
FEBRERO	254.757	555.383	2.590	812.730
MARZO	185.326	540.992	12.109	738.427
ABRIL	246.139	550.612	13.464	810.215
MAYO	358.343	729.941	15.239	1.103.523
JUNIO	359.602	879.208	22.973	1.261.783
JULIO	256.978	622.734	16.138	895.850
AGOSTO	294.422	888.766	10.522	1.193.710

MEDIA DIARIA CONTRATACION AÑO 92/93

MES	OPCIONES	FUTUROS	OPCIONES	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	8.681	11.812		20.493
SEPTIEMBRE	10.098	20.101		30.199
OCTUBRE	10.507	20.553		31.060
NOVIEMBRE	12.475	22.516		34.991
DICIEMBRE	13.221	20.276		33.497
ENERO	11.617	22.473		34.090
FEBRERO	12.738	27.769	1.295	41.802
MARZO	8.424	24.591	550	33.565
ABRIL	12.307	27.531	748	40.586
MAYO	17.064	34.759	726	52.549
JUNIO	16.346	39.964	1.044	57.354
JULIO	11.681	28.306	734	40.721
AGOSTO	14.020	42.322	501	56.843

OPEN INTEREST A VENCIMIENTO

MES	OPCION	FUTURO	OPCION	TOTAL
	IBEX	IBEX	ACCIONES	
	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)	(Contratos)
AGOSTO	75.323	55.657		130.980
SEPTIEMBRE	67.870	74.120		141.990
OCTUBRE	83.930	76.076		160.006
NOVIEMBRE	105.527	95.933		201.460
DICIEMBRE	127.137	79.983		207.120
ENERO	63.873	65.887		129.760
FEBRERO	106.906	99.250	1.770	200.926
MARZO	74.080	99.803	6.639	180.522
ABRIL	81.174	109.716	6.685	197.575
MAYO	176.357	153.683	9.608	339.648
JUNIO	163.879	268.112	14.701	446.692
JULIO	127.755	222.251	9.013	359.019
AGOSTO	163.016	269.043	10.339	442.398

Fuente: M.E.F.F. RENTA VARIABLE, Boletín Mensual, Agosto de 1993.

- f) Por último y combinando varios de los rasgos antes escritos -a los que cabe unir la apreciación del dólar frente a varias divisas europeas-, las recomendaciones de diversos bancos de inversión y analistas americanos, que han revisado al alza sus consejos anteriores de comprar en los mercados europeos, han influido decisivamente.

CUADRO NUM. 3

EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES BOLSAS MUNDIALES								
		DOW JONES	FT-100	NIKKEI	COMMERZBANK	CAC-40	MIB	
	MADRID	N. YORK	LONDRES	TOKIO	FRANCFORT	PARIS	MILAN	
1986	208,31	1.895,95	1.679,00	18.701,30	2.064,40	N.C.	1.479,00	
1987	227,18	1.938,83	1.712,70	21.217,00	1.299,70	1.000,00	1.008,00	
1988	274,43	2.168,57	1.793,10	30.159,00	1.651,90	1.573,90	1.219,00	
1989	296,60	2.753,20	2.422,70	38.915,87	2.190,21	2.001,28	1.420,00	
1990	223,25	2.633,66	2.149,40	23.848,70	1.701,20	1.517,93	750,00	
1991	246,24	3.168,83	2.439,10	22.983,70	1.804,50	1.765,66	981,00	
	Noviembre	246,42	2.894,68	2.420,20	22.687,35	1.789,40	1.739,70	1.001,00
	Diciembre	246,24	3.168,83	2.439,10	22.983,70	1.804,50	1.765,66	981,00
1992	Enero	255,03	3.223,39	2.751,20	22.023,05	1.933,50	1.875,25	1.066,00
	Febrero	266,51	3.267,67	2.562,10	21.338,81	2.010,90	1.983,38	1.057,00
	Marzo	255,47	3.235,47	2.440,10	19.345,95	1.974,60	1.942,40	989,00
	Abril	248,73	3.359,12	2.654,10	17.390,71	1.972,90	2.031,14	991,00
	Mayo	261,06	3.396,88	2.707,60	18.347,75	2.035,80	2.033,29	980,00
	Junio	238,31	3.318,52	2.515,80	15.951,73	1.960,90	1.900,63	893,00
	Julio	216,32	3.393,78	2.399,60	15.910,28	1.798,50	1.754,67	787,00
	Agosto	204,97	3.257,35	2.312,60	18.061,12	1.709,00	1.684,88	767,00
	Septiembre	192,95	3.271,66	2.553,00	17.399,08	1.647,10	1.736,73	717,00
	Octubre	198,47	3.226,28	2.658,30	16.767,40	1.670,20	1.742,20	871,00
	Noviembre	213,86	3.305,16	2.778,80	17.683,65	1.715,10	1.771,37	863,00
	Diciembre	214,25	3.301,11	2.846,50	16.924,95	1.704,40	1.857,78	884,00
1993	Enero	229,95	3.310,03	2.807,20	17.023,78	1.744,40	1.772,21	1.075,00
	Febrero	232,89	3.370,81	2.868,00	16.953,35	1.865,60	1.983,71	1.133,00
	Marzo	241,29	3.435,11	2.878,70	18.591,45	1.886,60	2.031,38	1.049,00
	Abril	244,37	3.427,55	2.813,10	20.919,18	1.822,70	1.939,03	1.163,00
	Mayo	257,19	3.527,43	2.840,70	20.552,35	1.820,90	1.888,70	1.191,00
	Junio	259,84	3.516,08	2.900,00	19.590,00	1.874,70	1.971,87	1.183,00
	Julio	269,96	3.539,47	2.926,50	20.380,14	1.997,40	2.085,88	1.242,00
	Agosto	303,12	3.651,25	3.100,00	21.026,60	2.126,60	2.216,49	1.389,00
	Máximo anual	304,88	3.651,25	3.100,60	21.076,00	2.126,60	2.216,49	1.390,00
	Mínimo anual	215,60	3.241,95	2.737,60	16.287,45	1.694,30	1.772,21	895,00

Las alzas experimentadas por nuestra Bolsa han participado, beneficiándose de ellas, de todas estas razones, que han sido debidamente traducidas por analistas e inversores a las pautas propias de nuestra situación económica y financiera. Desde el punto de vista de quien estudia la situación española con una óptica macroeconómica, la tarea más apasionante, sin duda, es examinar cuáles han sido los juicios y los comportamientos que han llevado al auge bursátil.

Tal y como he indicado antes, la Bolsa venía mostrando una clara tendencia alcista desde comienzos de año, sin que los negros pronósticos económicos ni las cada vez mayores

incertidumbres políticas influyeran en esa opinión. Se pensaba, por así decirlo, que la difícil situación provocaría, tarde o temprano, un descenso de los tipos de interés y la adopción de medidas estructurales dirigidas tanto a flexibilizar el mercado de trabajo como a reforzar la competitividad de nuestros bienes y servicios. La convocatoria de elecciones generales y los pronósticos de una posible victoria del principal partido de la oposición reforzaron esos juicios. Una vez más, parecía que la Bolsa desempeñaba fielmente su papel de "indicador adelantado", del que tanto se enorgullece.

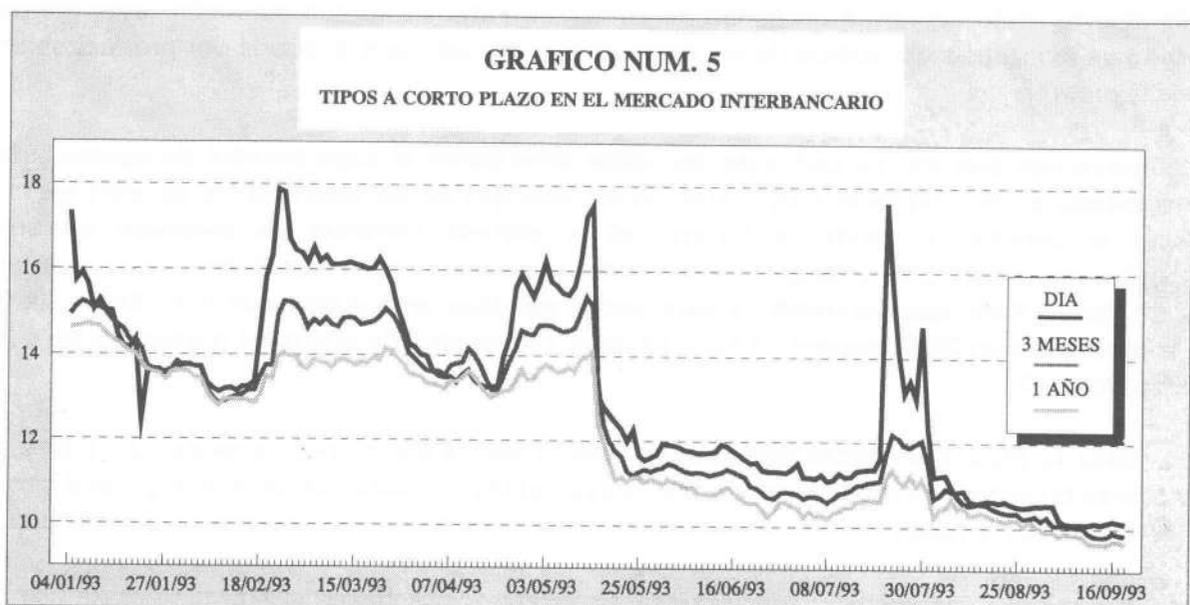
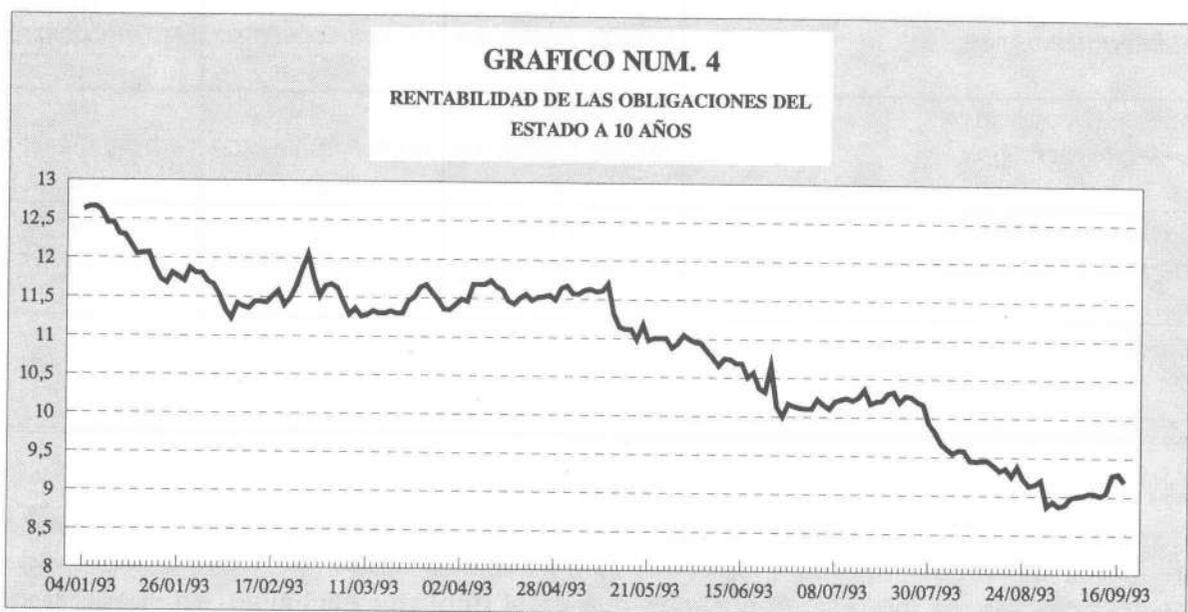
CUADRO NUM. 4

UN EJEMPLO DEL ANALISIS BURSATIL DESPUES DE LAS ELECCIONES DEL 6-J			
	1	2	3
FACTOR TIPOS DE INTERES	TIR OBLI10 9,5%-10%	TIR OBLI10 10-10,5%	TIR OBLI10 ≥ 11%
FACTOR POLITICO			
ESTIMACION NEUTRA (SIN FACTOR POLITICO)	IGBM ESTIMADO 277	IGBM ESTIMADO 265	IGBM ESTIMADO 240
A GOBIERNO COALICION	(*) FACTOR CORRECTOR +3	(*) FACTOR CORRECTOR +5	(*) FACTOR CORRECTOR +15
B GOBIERNO MONOCOLOR APOYO PREDEFINIDO	(*) FACTOR CORRECTOR -2	(*) FACTOR CORRECTOR 0	(*) FACTOR CORRECTOR +10
C GOBIERNO MONOCOLOR SIN APOYO PREDEFINIDO	(*) FACTOR CORRECTOR -7	(*) FACTOR CORRECTOR -5	(*) FACTOR CORRECTOR 0
■■■■ ESCENARIOS MAS PROBABLES. (*) SOBRE ESTIMACION NEUTRA. Fuente: B.B.V. INTERACTIVOS. <i>Análisis y Estrategia Bursátil</i> , Julio de 1993.			

El cuadro núm. 2, antes citado, recoge el número de contratos negociado en los mercados de productos derivados -futuros y opciones tanto sobre el índice IBEX como sobre algunas acciones concretas. Es interesante observar que en el trimestre abril-junio, en el que el índice general de la Bolsa de Madrid subía un 7,6% -menos que en trimestre anterior, 8,63% y en el bimestre posterior, 16,17%- , tanto por el número de contratos -casi 3,2 millones- como por el interés abierto -prácticamente un millón de contratos estaban en esa situación- este mercado apuntaba ya la intensísima subida de los mercados al contado que acabaría por producirse en el mes de agosto.

La fuerza con que los mercados de derivados anticiparon el auge bursátil de agosto estaba fundamentada en dos factores muy claros: **a)** las ventajas de las operaciones de arbitraje -comprar al contado y vender a futuro-, **b)** la entrada continua de inversión extranjera -principalmente americana- y dirigida, sobre todo, hacia los valores españoles que cotizan en la Bolsa de Nueva York -aprovechando la apreciación del dólar americano, que a mediados de julio llegó a ser casi de un 28% respecto a su cotización a mediados de enero del presente año- véase el gráfico núm. 3.

De todas formas, a las pocas semanas de celebradas las elecciones generales del 6 de junio, los analistas bursátiles se mostraban cautos. Mayo había concluido con un índice general situado en el nivel del 257 y todos los ojos estaban puestos en dos hechos considerados claves: uno, de



carácter económico, el margen existente para un descenso de los tipos de interés en un contexto de reducciones concertadas en el marco europeo; otro, de raíz política, los posibles pactos del futuro Gobierno con los Nacionalistas y, en especial, con Convergencia y Unión.

Con esos condicionantes, el cuadro núm. 4 recoge bastante bien, en mi opinión, el análisis dominante en esos momentos. Como puede comprobarse, una de las mayores sociedades de valores y bolsa del país situaba entre 270 y 275 el posible índice general de la Bolsa de Madrid en el caso de un descenso de los tipos de interés de las Obligaciones del Estado a 10 años hasta niveles del 9,5-10% y suponiendo la existencia de un Gobierno monocolor con o sin apoyo predefinido de los Nacionalistas.

Es muy importante subrayar como los inversores extranjeros confiaron ciegamente en un descenso de nuestros tipos de interés. La anticipación de esa tendencia a la baja la recogió el mercado de deuda pública, que registró a partir de abril entradas masivas de fondos de no-residentes, orientados a la inversión en deuda a medio y largo plazo -gráfico núm. 2- la cuantía de la inversión extranjera en renta variable es una de las estadísticas menos fiables de nuestro mercado de capitales; de todas formas, las estimaciones más fiables la sitúan en torno al 25% de la cifra global recogida en el cuadro núm. 1. Apoyados en la apreciación del dólar y en la subida de los precios causada por el descenso de los tipos de interés, esa inversión ha logrado en muchos casos rentabilidades del orden del 22% en dos meses.

Julio fue un mes de transición -el índice subió casi un 4%- dominado por las incertidumbres políticas domésticas y las dudas sobre la posibilidad de posteriores descensos de los tipos de interés, con el transfondo de un marco débil y una peseta cuya fortaleza parecía ser un tanto artificial. Así las cosas, el gran acontecimiento lo provocó la negativa del Consejo del Bundesbank a reducir el tipo lombardo en su reunión del 29 de julio y la tormenta cambiaria que ello originó. El resultado adoptado por los Ministros del ECOFIN, con la consiguiente ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas componentes del mecanismo de pagos hasta un 15% se interpretó, unánimemente, como el pistoletazo de salida para un descenso generalizado de los tipos de interés.

Y lo cierto es que los hechos dieron pronto la razón a quienes así pensaban. Poco a poco y con mayor o menor amplitud, los Bancos Centrales europeos, incluyendo al Banco de España, fueron reduciendo los tipos a corto plazo y provocando así un descenso, más o menos pronunciado, de los tipos a largo.

Tal y como puede observarse en los gráficos núm. 4 y 5, las previsiones resultaron ciertas. El tipo a tres meses en el mercado interbancario de depósitos había descendido a finales de agosto casi 4,7 puntos porcentuales respecto a sus niveles de mediados de enero y el tipo a largo, reflejado por las Obligaciones del Estado a diez años, habían bajado de una rentabilidad del 14%, que ofrecían a comienzos de enero, a niveles inferiores al 10%, por primera vez en su historia reciente. Además, otro dato reforzaba el optimismo del mercado, el diferencial entre las Obligaciones españolas y los "Bund" alemanes se había reducido por debajo de los tres puntos -exactamente 2,8- y se estimaba que podría llegar a final de año a 2,2 puntos.

Cierto que la Bolsa española comenzaba a encarecerse. El PER medio del período 1990-1992 había sido del orden del 9 y a mediados de agosto se situaba en el 13,6. Pero dos hechos tendían, a los ojos de los analistas y del propio mercado, a difuminar la importancia de este dato. En primer lugar y a juzgar por ese indicador, la Bolsa española era una de las más baratas del mundo. A esas mismas fechas, mediados de agosto pasado, el PER de los mercados de Londres,

Francfort y París era, respectivamente, 18,6, 21 y 15,6. El otro factor primordial residía en la importancia que los analistas daban a los tipos de interés como factor adecuado para descontar la tendencia futura de la Bolsa. Según este tipo de análisis nuestra Bolsa estaba -y está- claramente infravalorada. Suponiendo un nivel de tipos a corto plazo del 9%, esa infravaloración se cifra entre un 16 y un 21%; por lo tanto, el índice general de la Bolsa de Madrid podría llegar a finales de año a un nivel del 310 y alcanzar nada menos que el 340 en el verano de 1994, caso de proseguir el descenso de los tipos a medio y largo plazo. A parecidas conclusiones se llega cuando se toman los beneficios empresariales como variable clave. El razonamiento se apoya en este caso en la posible reactivación de la actividad económica que ese descenso propicie así como en la mejora de las cuentas de las sociedades, empezando por las eléctricas -que dado su nivel de endeudamiento son las más directamente beneficiadas por ese movimiento- y continuando por los bancos -cuya tasa de morosidad se confía comience a disminuir a partir del segundo semestre del año próximo. En todo caso, si los tipos a largo se situaran en 1994 entre el 9 y el 8,5% y los beneficios de las empresas incluidas en el índice IBEX fuesen del orden del 6,5%, el índice general de la Bolsa de Madrid podría fluctuar entre el 310 y el 345. Como es lógico, en este tipo de razonamiento las previsiones de incrementos de los beneficios se incorporan progresivamente en los modelos de valoración al uso entre los analistas bursátiles y los resultados ofrecen pronósticos para los meses finales de 1994 y comienzos de 1995.

### III. CONCLUSIONES.

Con una economía muy debilitada y con unas perspectivas inciertas en lo que a sus principales variables se refiere -crecimiento, inflación, evolución del empleo, déficit público, futuro del tipo de cambio de la peseta, posibilidades de introducir reformas que flexibilicen su funcionamiento y refuercen su escasa competitividad-, la Bolsa española ha mostrado hasta principios de septiembre un optimismo continuado que se ha traducido en un alza espectacular tanto de sus precios como de los volúmenes negociados. Por añadidura, ese optimismo se ha visto apoyado por la confianza de los inversores extranjeros -especialmente institucionales americanos-, que han apostado por un descenso de nuestros tipos de interés y por un tipo de cambio favorable a sus aspiraciones de lograr tanto en los mercados de deuda pública como de acciones rentabilidades mucho más altas que las ofrecidas en sus propios mercados.

Pero, como he intentado recordar en el segundo apartado de ésta mi contribución a CUADERNOS, no podemos desgajar lo sucedido en la Bolsa española del contexto más general en que se han movido las restantes grandes bolsas mundiales, empezando por las europeas. La confianza en una recuperación de la economía mundial en 1994, compatible con la continuidad de una inflación baja ha apoyado una visión optimista del futuro de los mercados bursátiles para los próximos doce meses y con la ausencia de acontecimientos graves en zonas geo-políticas estratégicas, tales como Oriente Medio o la antigua Unión Soviética. Esa visión recibió un espaldarazo definitivo con la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas incluidas en el mecanismo de cambios del S.M.E., interpretado unánimemente como anuncio de un descenso generalizado de los tipos de interés en Europa; lo cual favoreció los flujos de inversión hacia los mercados de nuestro continente, y de forma más destacada hacia aquéllos como el español y el francés, en los cuales existía margen para que la baja de los tipos fuese más acusada.

La tesis central de este trabajo es que los analistas bursátiles suelen ser por tendencia -no me atrevo a decir que por deformación profesional- más optimistas, a la par que atrevidos, que los analistas macroeconómicos. La interpretación de los datos macroeconómicos es, -por lo tanto,

muy diferente en unos y en otros. En el curso de los tres o cuatro últimos meses las dos premisas básicas que han guiado sus pronósticos -y no se olvide que las publicaciones en que éstos se recogen son leídas atentamente por centenares de personas de quienes dependen las decisiones de invertir o no- han sido las dos siguientes: a) la economía mundial comenzará a recuperarse a finales de 1993 y comienzos de 1994, sin que la inflación constituya a medio plazo un obstáculo para la misma; b) los tipos de interés descenderán en EE.UU. y Japón se encuentran ya en los niveles más bajos de su historia reciente, en Europa forzosamente bajarán tanto por la necesidad en que los Gobiernos se encuentran de reactivar sus débiles economías como porque la ampliación de las bandas del mecanismo de cambios del S.M.E. así lo permite.

En esas condiciones, el criterio de valoración de los mercados no es ya el PER -o el valor en libros de las compañías cotizadas- sino el tipo de interés. Y así como de acuerdo con los dos primeros podría considerarse que los mercados de renta variable están caros, incluso si tomamos en consideración un pronóstico optimista respecto a los beneficios empresariales en 1994, con unos tipos de interés a la baja, en un contexto inflacionista controlado, cabe aceptar la posibilidad de multiplicadores precio/beneficio más altos para el año venidero.

Repárese que la contención de la inflación es un supuesto clave en tales pronósticos, pues el tipo de interés real resulta ser la variable determinante. Prueba de ello es que una ligera desviación alcista respecto a los pronósticos del mercado sobre el índice de precios al por mayor en Gran Bretaña se tradujo, hace unos días, en una pérdida del 1,5% del índice del *Financial Times* para la renta variable. El caso de los mercados de renta fija es, incluso, más paradigmático. Las expectativas de descenso en los tipos de interés canalizaron cuantiosos flujos de inversión hacia ellos, pero la realidad actual es que, por ejemplo, los Bancos centrales de Francia y Bélgica han sido muy cautos a la hora de bajar sus tipos -temerosos, sin duda, de propiciar un descenso brusco en la cotización de sus respectivas divisas- y nadie puede predecir la actitud del Bundesbank en los próximos meses, incluso si la recesión alemana continuara.

En algunos de esos mercados, tales como el americano o el inglés, la subida de los precios en los activos de renta fija ha estado muy apoyada por una circunstancia especial que podría desaparecer de la noche a la mañana y que es la siguiente: ante una demanda de créditos bastante débil, los bancos han aprovechado los bajos tipos de interés a corto plazo para financiar la adquisición por cuenta propia de papel a medio y largo plazo. Pero ante la menor señal de que la curva de tipos de interés se vuelve contra ellos no vacilarán en deshacerse de esas carteras, provocando un descenso brusco de los precios.

El auge de los mercados españoles, tanto de renta fija como variable, se ha fundado en unas pautas muy semejantes pero adaptadas a la peculiar situación política y económica que caracteriza nuestro país.

Es cierto que los tipos han bajado y que se ha estrechado el diferencial con los tipos de los Bonos alemanes, con lo cual los precios en los mercados de renta variable y fija han subido, atrayendo una abundante inversión extranjera. Y es probable también, al menos esa es la opinión dominante en el mercado y entre sus analistas en el momento de redactar este trabajo, que se produzca un nuevo descenso, que llevaría la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años a niveles del 8,5% a finales de año. Por añadidura, los menores tipos de interés se reflejarán en los balances de las compañías -especialmente las eléctricas- que podrán empezar a recomponer sus beneficios en el próximo ejercicio. Pero el hecho que me interesa destacar es que, en último término, la euforia bursátil se ha basado casi exclusivamente en el descenso de los tipos de interés, olvidando la existencia de incertidumbres que, aun cuando difuminadas durante el verano,

no han desaparecido. Y aquí reside una de las claves para interpretar ese futuro que los analistas bursátiles tiende a juzgar en términos más favorables que los analistas macroeconómicos, lo cual explica la evidente divergencia en sus recomendaciones, divergencias que a éstos últimos les produce siempre una embarazosa perplejidad.

Hasta ahora esos análisis, y por lo tanto el propio mercado, estaba descontando el mejor de los escenarios posibles respecto a los hipotéticos acuerdos en el Pacto Social y en la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado. Si por las razones que sean, y no es este trabajo la mejor ocasión para entrar en ellas, no se consigue un acuerdo claro de moderación salarial y unos presupuestos que anuncien para 1994 una moderación creíble del déficit público, podría iniciarse una fase de elevada volatilidad en los mercados. En ese caso comenzarían a recuperar su primacía en el análisis bursátil las variables en que los macroeconomistas suelen hacer hincapié: evolución de la inflación, inestabilidad del tipo de cambio de la peseta, continuación de la fuerte apelación del Tesoro a los mercados de fondos, incertidumbres respecto a la evolución futura de los tipos de interés, entre otros.

Y lo cierto es que en las dos últimas semanas hemos tenido una buena prueba de la situación de incertidumbre que se acaba de describir: los resultados más visibles de la misma han sido una disminución del saldo de deuda pública en poder de no-residentes del orden de los 200.000 millones de pesetas y un descenso del índice general de la Bolsa de Madrid, que sin romper la cota del 280 -que se muestra como un soporte sólido por el momento- ve difícil recuperar el legendario nivel del 300 sin la ayuda de nuevos descensos de los tipos de interés del Tesoro y del Banco de España o de noticias alentadoras que provengan de las negociaciones para lograr un Pacto Social y de las conversaciones políticas para remachar la aprobación de los Presupuestos Generales del Estado.

Al concluir este breve trabajo no se me ocurre mejor imagen que la de señalar cómo la divergencia analítica -lo que he calificado de existencia de una barrera sustentada en el uso de "dos lenguajes"- entre los estudiosos de la situación macroeconómica y los de la bursátil está convergiendo. Esa convergencia se produce, además, porque los segundos comienzan a filtrar por un tamiz mucho más estrecho el optimismo que les dominó durante la primavera y el verano. El futuro de la Bolsa en 1994 dependerá de qué escuela de pensamiento tiene razón: si la bursátil, más atrevida y confiada, o la macroeconómica, más cauta y desilusionada.