

ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS DE LA SITUACION BURSÁTIL

Juan Ignacio ACHA-ORBEA

En este artículo se presentan la evolución reciente y las perspectivas del mercado bursátil durante el próximo año. Para ello se presta especial atención a la posición y evolución de la bolsa española en el contexto internacional, y a la inversión extranjera en España como indicador de cuál puede ser la actuación de los distintos inversores en el medio plazo.

1. TAMAÑO DE MERCADO

En primer lugar, conviene establecer la dimensión de la Bolsa española dentro de las bolsas mundiales. La Bolsa española representa el 1,2 por 100 de la capitalización bursátil mundial, cifra que es inferior a las de otras bolsas europeas como las de París (3,3 por 100) y Francfort (3,6 por 100) y está muy por debajo de las de Londres (10,6 por 100) y Estados Unidos (36,2 por 100).

Si comparamos la capitalización bursátil como porcentaje del PNB (gráfico 1), la Bolsa española se encuentra en línea con bolsas como la alemana o la francesa, y muy por debajo de las del Reino Unido y de Tokio.

En cuanto al volumen del mercado de valores español (cuadro núm. 1), se puede observar que el número de empresas en Bolsa aumentó de una forma significativa en los últimos años, debido a la incorporación de S. I. M. al mercado por motivos fundamentalmente fiscales. La capitalización bursátil se ha incrementado, básicamente, por la incorporación de valores extranjeros, y, asimismo, por la subida del índice general.

En definitiva, la dimensión de la Bolsa española es reducida en el contexto internacional. Adicionalmente, es relevante la ausencia de algunos sectores representativos, como pueden ser turismo, transporte y servicios.

2. COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES

Veamos la evolución de las principales bolsas internacionales. En el gráfico 2 se refleja la evolución porcentual de los índices en los periodos que van de enero a abril de 1991, y de agosto de 1990 a abril de 1991.

Como podemos observar, desde el 1 de agosto de 1990 únicamente la Bolsa inglesa y Wall Street han tenido un comportamiento positivo. El comportamiento más negativo ha correspondido a Alemania y Japón, por una serie de causas específicas que son suficientemente conocidas.

La Bolsa española, que tuvo un comportamiento muy negativo durante la crisis del Golfo, básicamente por la falta de liquidez de nuestro mercado, ha subido más de un 25 por 100 durante este año, lo cual supone la mayor revalorización entre las principales bolsas.

En los gráficos 7 y 8 hemos elaborado en base 100 el comportamiento de los diferentes mercados desde el 1 de agosto de 1990. Es importante destacar la similitud de los movimientos bursátiles de los diferentes mercados y la gran interconexión que existe entre ellos.

En los cuadros núms. 2 y 3 presentamos una serie de *ratios* que consideramos básicos para establecer unas comparaciones desde un punto de vista fundamental entre los distintos mercados bursátiles.

El análisis de estos indicadores sitúa a la Bolsa española en condiciones favorables claras de valoración con respecto a otras bolsas. Sin embargo, esta afirmación habría que matizarla, por un lado, por la composición del índice general, que sobrepondera bancos, eléctricas y Telefónica, y por otro, por los elevados tipos de interés actuales en Espa-

CUADRO NUM. 1
VOLUMEN DEL MERCADO DE VALORES

Año	Empresas	Capitalización bursátil	Contratación (miles de millones de pesetas)	Porcentaje sobre capitalización bursátil
1984	375	2.294	286	12,5
1985	334	3.007	493	16,4
1986	312	6.477	1.757	27,1
1987	328	7.749	3.696	47,7
1988	367	10.313	2.417	23,4
1989	417	13.401	3.817	28,4
1990	428	11.744 (1)	3.721	31,7
Marzo de 1991	426	14.214 (2)	1.022	—

(1) Incluye 0,944 billones correspondientes a valores extranjeros.

(2) Incluye 1,050 billones correspondientes a valores extranjeros.

CUADRO NUM. 2
COMPARACIONES INTERNACIONALES
(Precios a 2 de abril de 1991)

	P/E 1990	P/CF 1990	P/VC 1990	Renta div.	Crecimiento del beneficio por acción (1990-1991)
Estados Unidos	18,5	8,4	2,9	2,8	-1,4
Japón	42,9	15,5	3,0	0,8	2,3
Reino Unido	13,2	7,2	2,3	4,6	0
Francia	11,7	5,3	1,7	3,8	4,1
Alemania	12,0	2,9	1,3	2,8	0
Suiza	13,5	5,1	1,4	1,9	6,6
Italia	13,1	2,6	0,9	4,5	-15,1
España	11,1	5,2	1,1	4,2	9,1

Fuente: Goldman Sachs.

CUADRO NUM. 3
COMPARACIONES DE LA BOLSA ESPAÑOLA
CON LA MEDIA DE LA CEE Y CON LA MEDIA MUNDIAL

	España	Media CEE	Diferencia España-CEE	Media mundial	Diferencia España-Mundo
P/VC	1,16	1,65	-29,7	2,05	-43,4
P/CF	4,7	6,0	-21,7	7,90	-40,5
Per.	11,2	13,0	-13,8	18,2	-38,5
Yield (%)	4,4	4,1	7,3	2,7	62,9

Fuente: Morgan Stanley (marzo de 1991).

ña. Estos dos matices pueden provocar que los ratios puedan parecer mejores.

Con todo, aun teniendo en cuenta estas matizaciones, consideramos que la Bolsa española, en general, se encuentra en situación ventajosa, en cuanto a su valoración, comparándola con otras bolsas internacionales.

Un punto muy importante a destacar es la perspectiva del crecimiento del beneficio por acción (BPA) en el período 1990-1991. En este apartado, podemos observar que el crecimiento es prácticamente nulo para la mayoría de los mercados representados y, sin embargo, el crecimiento del BPA para la Bolsa española es del 9,1 por 100.

No obstante, conviene analizar cómo se encuentran los mercados anteriormente citados desde una perspectiva histórica. Para ello, hemos establecido una comparación entre los distintos mercados en base a P/E y P/CF, tomando como referencia dos períodos claramente diferenciados (1979-1983 y 1984-1988) y el actual. Estos períodos coinciden con situaciones económicas totalmente distintas. Sin pretender extendernos en este apartado, y teniendo asimismo en cuenta las cifras de inflación y tipos de interés de los períodos citados, llegamos a la conclusión de que los mercados bursátiles en general están caros desde un punto de vista fundamental examinados con una perspectiva histórica.

Sin embargo, si hacemos referencia al mercado líder (Wall Street), estamos viendo cómo el índice Dow Jones se acerca al 3.000, y cómo continuamente se hace referencia a un comportamiento de este mercado. En definitiva, la cuestión planteada sería: ¿por qué pueden subir las bolsas mundiales?

3. PERSPECTIVAS DE EVOLUCION DE LAS BOLSAS MUNDIALES

Entre los factores positivos, podemos destacar un previsible descenso de la inflación durante lo que queda de 1991 y durante el año 1992. Este descenso de la inflación, unido a la situación receptiva de las economías mundiales, está conduciendo a una importante baja de los tipos de interés. Asimismo, es importante mencionar que las bolsas en general valoran de forma más inmediata descensos en los índices de inflación que el crecimiento económico.

Otro factor que actuará de forma positiva es la opinión más o menos extendida sobre la evolución de las economías, que pueden estar ya tocando fondo, siendo posible que en el año 1992 veamos crecimientos importantes del BPA en países como Estados Unidos, Reino Unido y algunos europeos.

Entre los factores negativos, no nos podemos olvidar de la incertidumbre política en la URSS, de una posible subida de los tipos de interés a corto plazo por un repunte de la inflación en Alemania y, finalmente, de unos resultados empresariales peores incluso de lo previsto.

En definitiva, podemos concluir que, desde un punto de vista bursátil, estamos en una situación realmente decisiva y, en caso de confirmarse los factores positivos anteriores, incluso nos podríamos encontrar ante un nuevo ciclo bursátil alcista para los próximos años.

4. INVERSION EXTRANJERA EN ESPAÑA

En el cuadro núm. 4 se aprecia la gran influencia que tiene la inversión extranjera sobre la contratación en la Bolsa de Madrid. En el año 1990, la contratación extranjera supone el 14 por 100 sobre el volumen total de negocio bursátil. En cuanto al saldo anual neto, es decir, compras-ventas del período, observamos que las compras netas en 1990 fueron de 147.000 millones. Esta cifra es muy relevante y supone uno de los años cruciales de inversión extranjera en España.

Aunque la Bolsa de Madrid ha dejado de elaborar estos datos en 1991, podemos afirmar que continúa la actividad de los inversores extranjeros en la Bolsa y que el saldo es claramente positivo, aunque resulta difícil poder hacer una estimación.

Resulta conveniente confirmar en qué sectores se ha concentrado principalmente dicha actividad. En el gráfico 3 vemos que el saldo neto se ha concentrado principalmente en el sector eléctrico y en la construcción, siendo igualmente positiva la inversión en el resto de los sectores.

Asimismo, en el gráfico 4 se puede ver la evolución de la distribución mensual de la inversión extranjera, que se concentró principalmente en los meses de junio y julio, previos a la crisis del Golfo. A partir de agosto, podemos observar en el gráfico que la inversión extranjera se mantuvo estable y, por lo tanto, no desinvertieron.

En el gráfico 5 se especifican los países de procedencia de la inversión extranjera. La CEE (72 por 100) supone la zona geográfica de mayor influencia, y dentro de ésta, el Reino Unido (63 por 100); esta concentración se debe fundamentalmente a motivos fiscales y a que Londres se configura como un gran centro de decisión de carteras institucionales europeas y mundiales.

Finalmente, no podemos olvidar la creciente importancia que va tomando la contratación de valo-

CUADRO NUM. 4
INVERSION EXTRANJERA EN LA BOLSA DE MADRID

Año	Contratación extranjera total (1)	Porcentaje sobre volumen total	Saldo neto anual (2)
1984	42	7	15
1985	126	12	53
1986	656	18	145
1987	1.947	24	64
1988	1.209	23	37
1989	1.327	16	244
1990	1.165	14	147

(1) Miles de millones de pesetas.

(2) Compras-Ventas.

CUADRO NUM. 5
DATOS ECONOMICOS EN 1990 Y PREVISIONES PARA 1991

	1990	1991		
		Gobierno	BBV	OCDE
Crecimiento PIB	3,7	3,0	3,1	2,7
Tasa de paro	16,3	15,8	16,0	16,0
Inflación	6,4	5,6	6,0	6,7
Déficit c/c (% PIB)	-3,5	-2,8	-3,1	-3,8

res españoles tanto en las bolsas extranjeras donde cotizan como a través de los Euromarkets (Cedel y Euroclear). En este sentido, están siendo cada vez más relevantes los volúmenes de contratación, que en muchos casos, provocados por oportunidades de arbitraje, se realizan en estas plazas y que para los valores más internacionales pueden igualar la contratación en el mercado doméstico.

5. COMPORTAMIENTO DEL INDICE GENERAL

En el gráfico 9 se puede apreciar el comportamiento del índice general de la Bolsa de Madrid durante el período 1986-1991.

Hay una serie de aspectos que conviene destacar en una primera lectura:

- *Volatilidad del índice.* El índice ha experimentado unos movimientos bruscos desde el año 1986 que no se corresponden de manera directa con las previsiones económicas en los distintos momentos.

- *La rentabilidad,* para un inversor estable, ha sido prácticamente nula durante los últimos años.

En cuanto a la revalorización por sectores, en el gráfico 6 se observa cómo el mejor comportamiento durante 1991 ha correspondido a los sectores siderúrgico y varios, que coinciden con los que más habían bajado durante la crisis del Golfo.

Si observamos la evolución en un período más amplio (agosto de 1990-abril de 1991), encontra-

mos que sólo dos sectores han tenido un comportamiento positivo: eléctricas y comunicaciones. Por el contrario, los sectores siderúrgico y varios han tenido un mal comportamiento bursátil.

6. PERSPECTIVAS

En cuanto a los datos económicos de 1990 y a las previsiones para 1991, recogidas en el cuadro núm. 5, hay que destacar los siguientes aspectos:

- Es previsible una mejora de las expectativas del crecimiento del PNB para la segunda parte del año 1991 y para 1992.

- Los últimos datos de inflación indican una probable mejora del índice de inflación con respecto al año 1990.

- Por último, hay un consenso general sobre una disminución del déficit por cuenta corriente, como porcentaje del PIB, que puede llegar a ser del 3,1 por 100 para 1991.

¿Cómo se encuentra actualmente la Bolsa de Madrid?

La Bolsa de Madrid ha consolidado su índice en torno al 280, y en nuestra opinión éste refleja una valoración con ligero descuento según:

- la inflación prevista del 6 por 100;
- el tipo de interés actual, y
- el incremento previsto de beneficio por acción, en torno al 8 por 100, para 1991.

CUADRO NUM. 6
MERCADOS DE VALORES
(Análisis de liquidez)

Peso relativo (porcentaje)	Inversores	1989	1990	1991 (estimación)
23 Particulares		VV	VV	VV
15 Instituciones españolas		V	—	C
12 Inversiones internacionales		CCC	CC	CC
50 Accionistas estables		CC	—	CC
Total mercado primario (miles de millones de pesetas)		550	260	150-200

V: Vendedor; C: Comprador.

Además, hay otros factores, como son el buen comportamiento de Wall Street y otras bolsas europeas, que, junto con el incremento de la confianza en la Bolsa por parte de las instituciones españolas, afianza aún más la consolidación del 280.

Quizá convenga detenernos ahora en reflexionar sobre quiénes van a ser los compradores y vendedores durante el año 1991. Como se puede apreciar en el cuadro núm. 6, hemos distribuido el peso relativo de los inversores en cuatro categorías de inversión. Podemos hacer un desglose de lo incluido en cada apartado: por «accionista estable» entendemos el accionariado estable de una compañía, independientemente de que sea por control o no; por «instituciones españolas» nos referimos a fondos de inversión, fondos de pensiones, gestión de patrimonios, y otras entidades de inversión colectiva; por «particulares», aquellos inversores que actúan de forma individual, y por «inversor internacional», a los no residentes.

En definitiva, nuestra opinión es que la inversión se va a concentrar principalmente en los accionis-

tas estables e internacionales; y, como consecuencia de ello, la inversión institucional va a acudir al mercado y las ventas se van a seguir concentrando en los particulares. En nuestra opinión, los inversores particulares, con los movimientos bruscos de la Bolsa, han sido prácticamente expulsados de la inversión bursátil.

Otro aspecto que nos preocupa es la posible afluencia que pueda haber de emisiones de mercado primario (bonos convertibles, ampliaciones de capital, etc.), que pueden ralentizar los movimientos bursátiles.

¿Cuáles son las perspectivas a medio plazo?

Nuestra estimación es que el índice puede alcanzar el nivel 310-315 durante este año o los primeros meses del año 1992. Para ello, será necesario que se concreten, entre otros, los siguientes puntos:

- Control de inflación en torno al 5,9 por 100.
- Nueva reducción de tipos de interés.
- Sustancial mejora de los beneficios por acción después del segundo trimestre.

Gráfico 1

CAPITALIZACION BURSÁTIL
Porcentaje del PNB

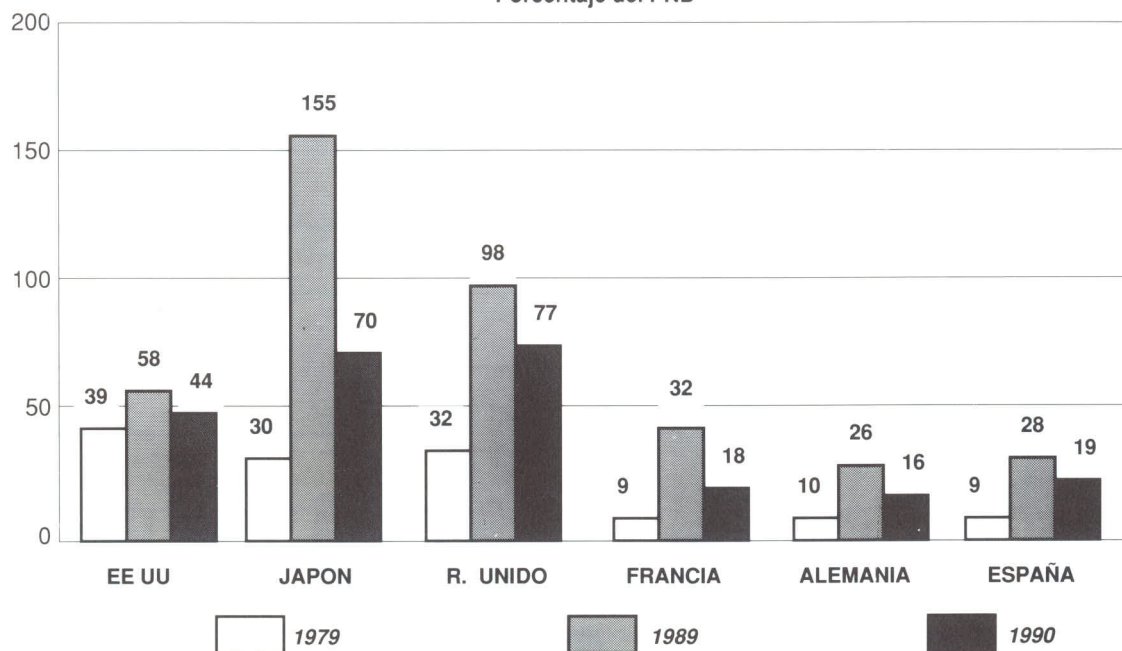


Gráfico 2

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES

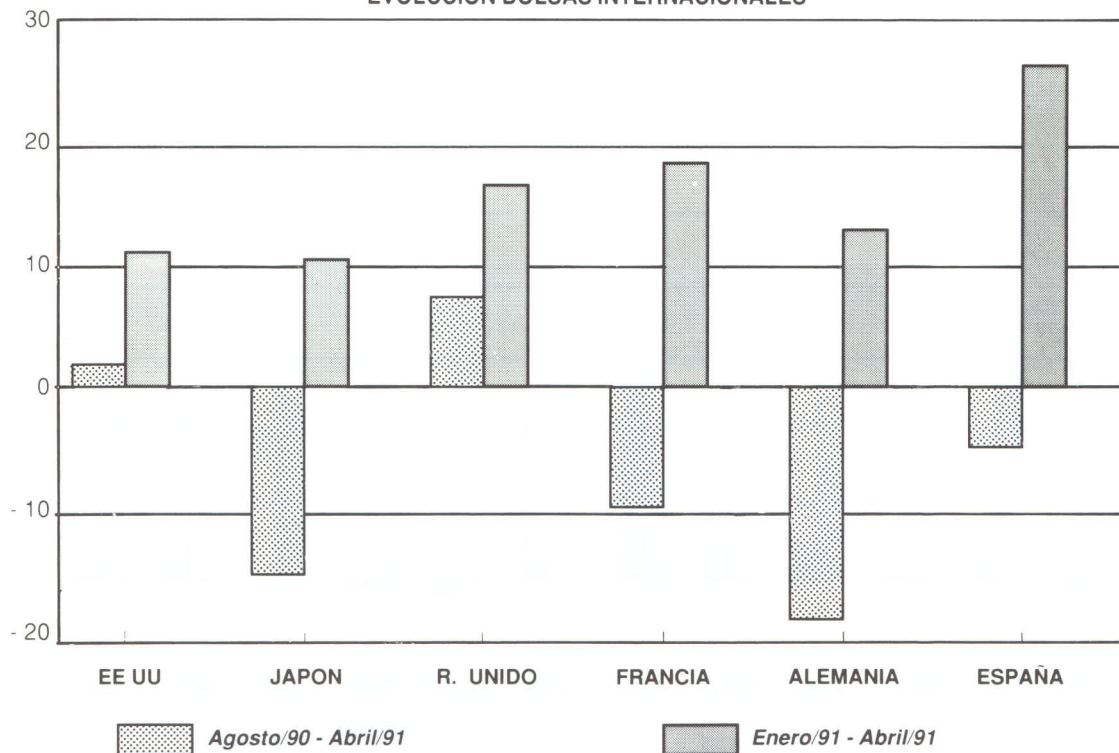


Gráfico 3

CONTRATACION DE EXTRANJEROS POR SECTORES
(Pesetas efectivas de 1990)

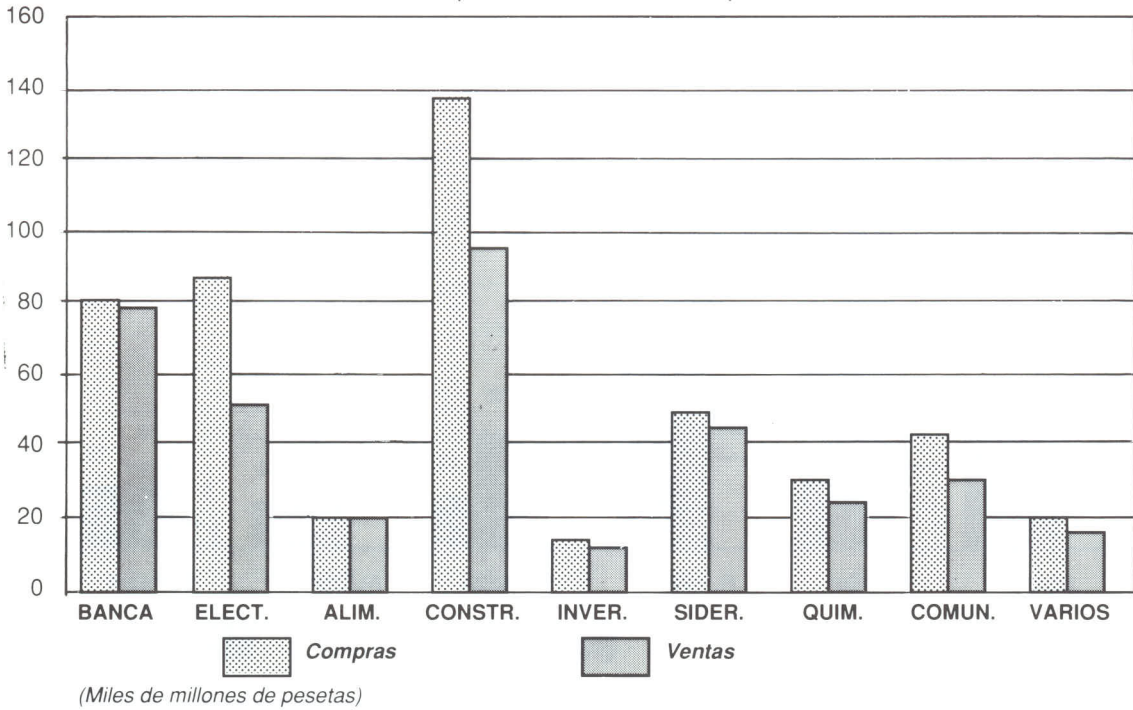


Gráfico 4

DISTRIBUCION MENSUAL 1990
Inversión extranjera (R. Variable)

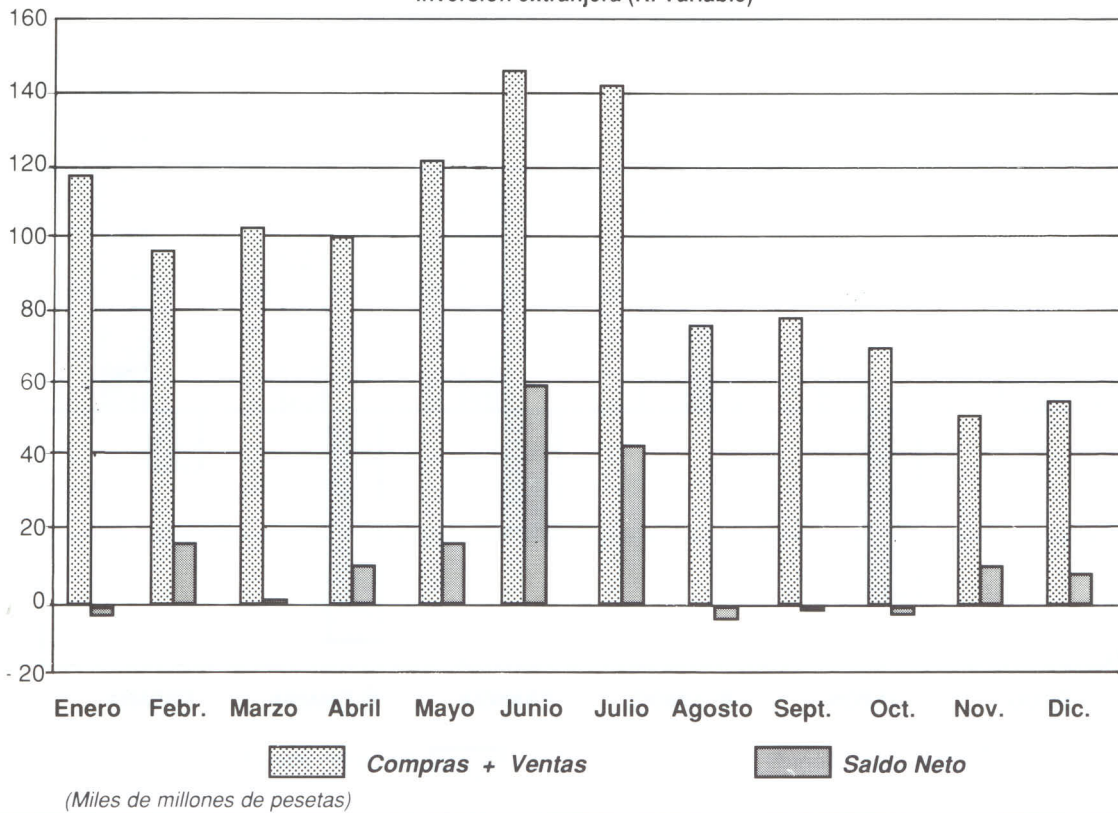


Gráfico 5

PAISES DE PROCEDENCIA
Inversión Extranjera 1990

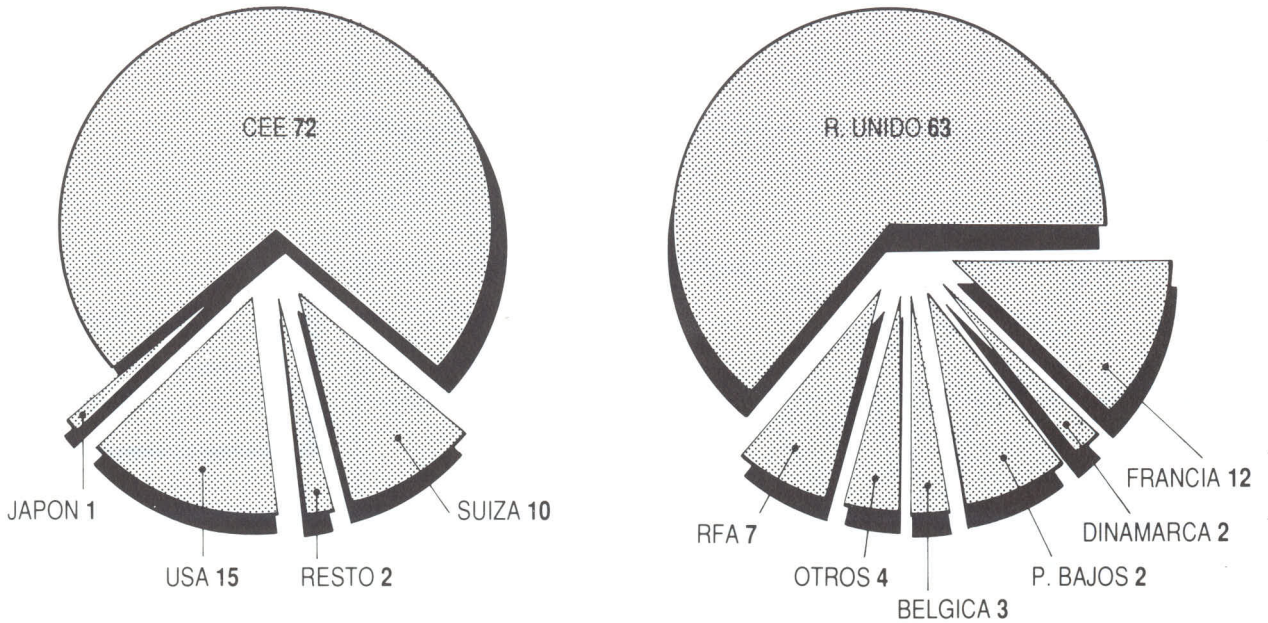


Gráfico 6

REVALORIZACION POR SECTORES

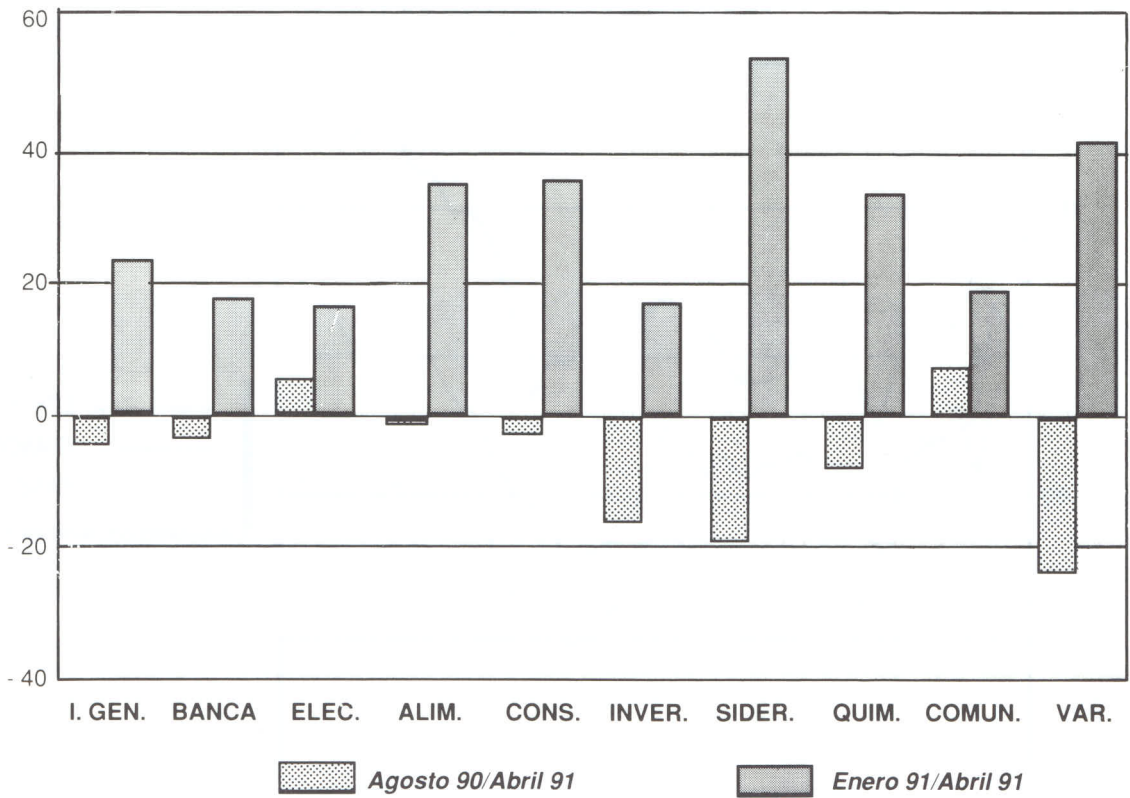


Gráfico 7

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES (I)
Desde 1.08.90 al 22.04.91

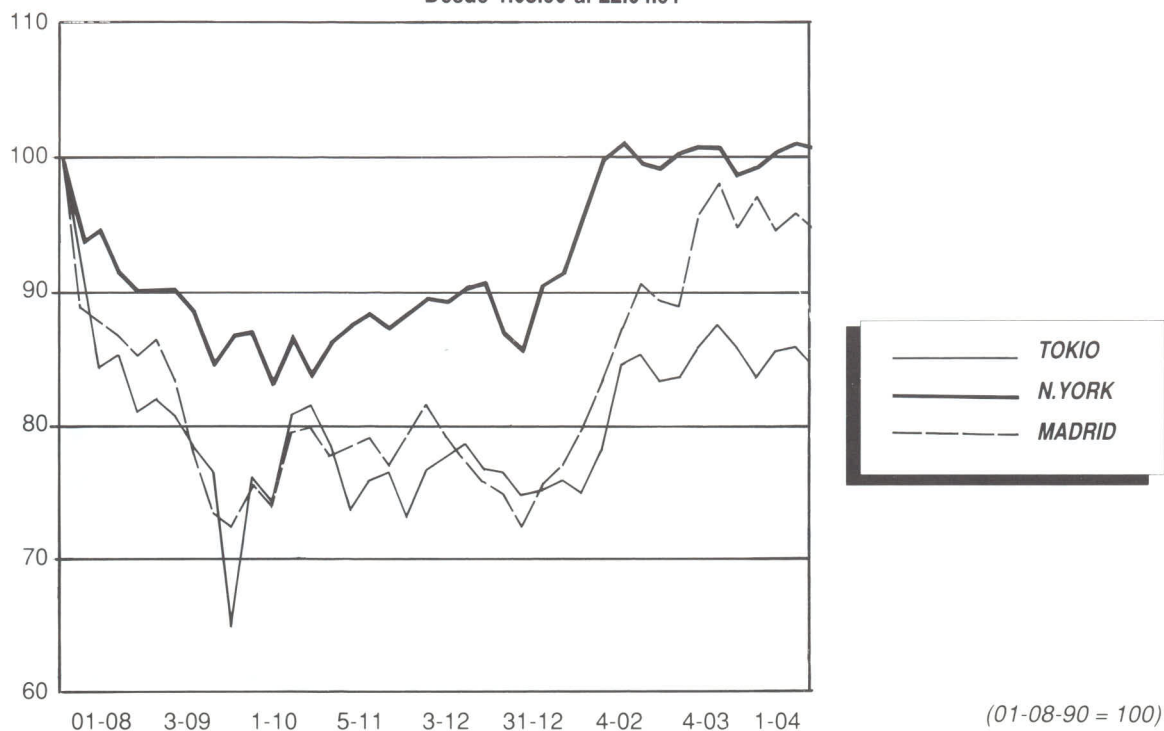


Gráfico 8

EVOLUCION BOLSAS INTERNACIONALES (II)
(desde 1.08.90 a 22.04.91)

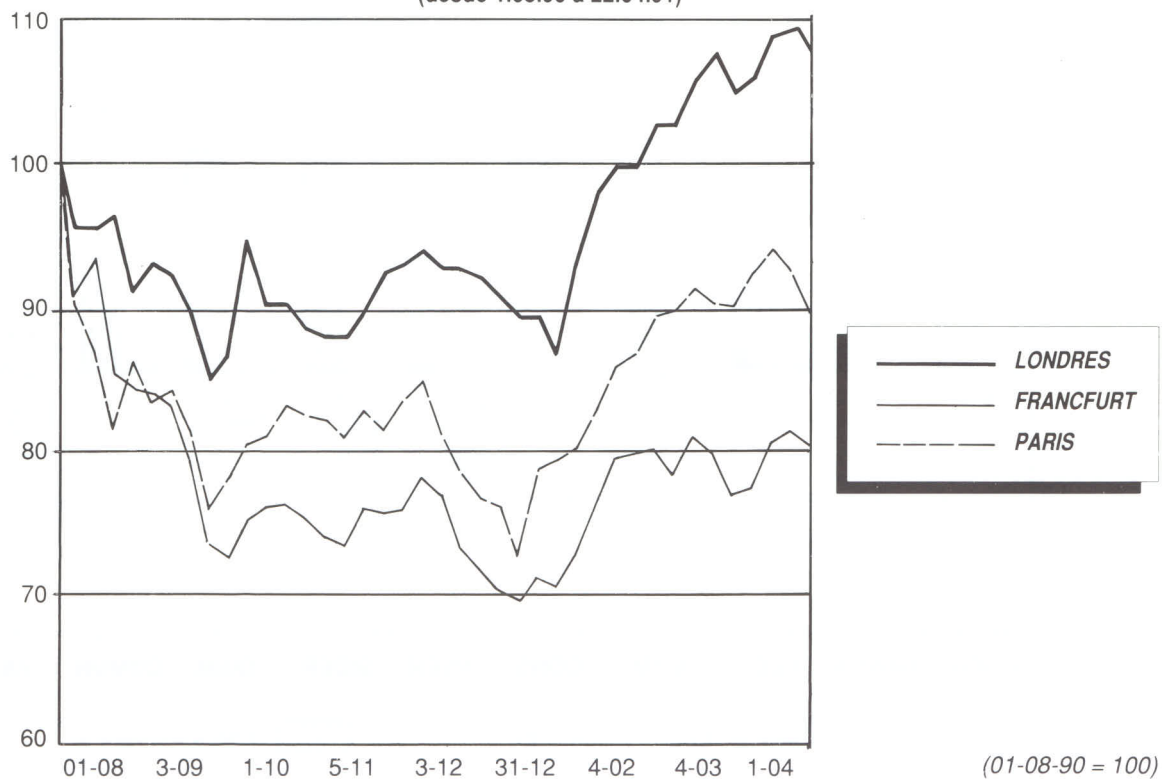


Grafico 9

INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID. 1986-1991

