

EL PARADOJICO COMPORTAMIENTO DE LA BOLSA ESPAÑOLA

En 1993, los mercados de capitales han vivido un año de euforia, con una espectacular subida de las cotizaciones en las bolsas españolas.

Seguramente, para los no expertos en los complejos mecanismos que determinan la dinámica de la inversión financiera, de la especulación y del riesgo, tan brillante resultado no deja de ser paradójico en un año en que el balance real de la economía española, tal como lo muestran los indicadores disponibles, presenta pasivos muy importantes dentro de una tónica recesiva de la actividad económica.

"Cuadernos" ha solicitado de cuatro reputados conocedores del mercado de capitales español, su autorizada opinión sobre el ejercicio bursátil de 1993.

Las páginas que siguen, recogen los interesantes puntos de vista de Raimundo Ortega, Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores S.A., de Cesar Alierta, Presidente de Beta Capital, de José Luis Feito, Socio-Consejero de AB Asesores y de Javier Ramos Gascón, Agente de Cambio y Bolsa, a quienes "Cuadernos de Información Económica" agradece su colaboración.

LA BOLSA: ¿DOS AÑOS PARALELOS?

Raimundo Ortega

La espectacular subida de la Bolsa ha sido una de las pocas sorpresas agradables que 1993 nos ha deparado. Contrariando los cautelosos pronósticos iniciales de los expertos, los mercados de capitales vivieron un ejercicio eufórico que no se limitó al mercado de renta variable, sino que se extendió también a los de renta fija-pública y privada- y productos derivados.

El cuadro núm. 1 intenta resumir las cifras más significativas de esos mercados y no precisa demasiados comentarios adicionales. Como puede comprobarse el índice bursátil muestra un incremento espectacular, sólo superado entre las Bolsas occidentales por Estocolmo. Vale la pena añadir que si midieramos su evolución en dólares, la subida sería de un 20%, justo el alza experimentada por el índice mundial que elabora *Morgan Stanley Capital International*. Destacan, igualmente, los cuantiosos aumentos registrados en la negociación de los dos mercados

organizados de renta fija y la marcha triunfal del mercado de opciones y futuros, que se está colocando rápidamente entre los más activos de Europa.

CUADRO NUM. 1

EVOLUCION DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

	1993	1992	Δ %
1. I.G.B.M.	322,77	214,25	50,7
2. Contratación Efectiva: A)	7.136,5	4.485,0	59,1
2.1. Renta Fija Privada Bursátil A)	957,0	437,0	119,0
3. Capitalización Bursátil B)	23.723,7	17.644,1	34,5
4. Renta Fija Mercado A.I.A.F.	2.007,8	3.945,0	96,5
5. Opciones y Futuros Renta Variable	14.593.034	5.310.193	274,8
6. Deuda Pública del Estado en poder de No residentes	4.253,0	1.912,5	222,4

* Los datos 1, 2 y 3 se refieren a la Bolsa de Madrid.

** Las cantidades son en miles de millones de Pts., excepto las de la fila 5 que reflejan número de contratos negociados en el mercado MEFF.

A) Cifras estimadas.

B) Los datos de 1993 son a 30 de noviembre.

Fuente: Bolsa de Madrid, A.I.A.F., MEFF Renta Variable y Banco de España.

La primera parte de este artículo pretende ofrecer al lector una recopilación por otra parte ya muy conocida, de las razones que explican tan brillante ejercicio, reservando para la segunda y última el intento de ordenar los argumentos utilizados por los analistas en este momento para predecir que 1994 será, también, "un buen año".

I. LAS RAZONES DEL EXITO EN 1993.

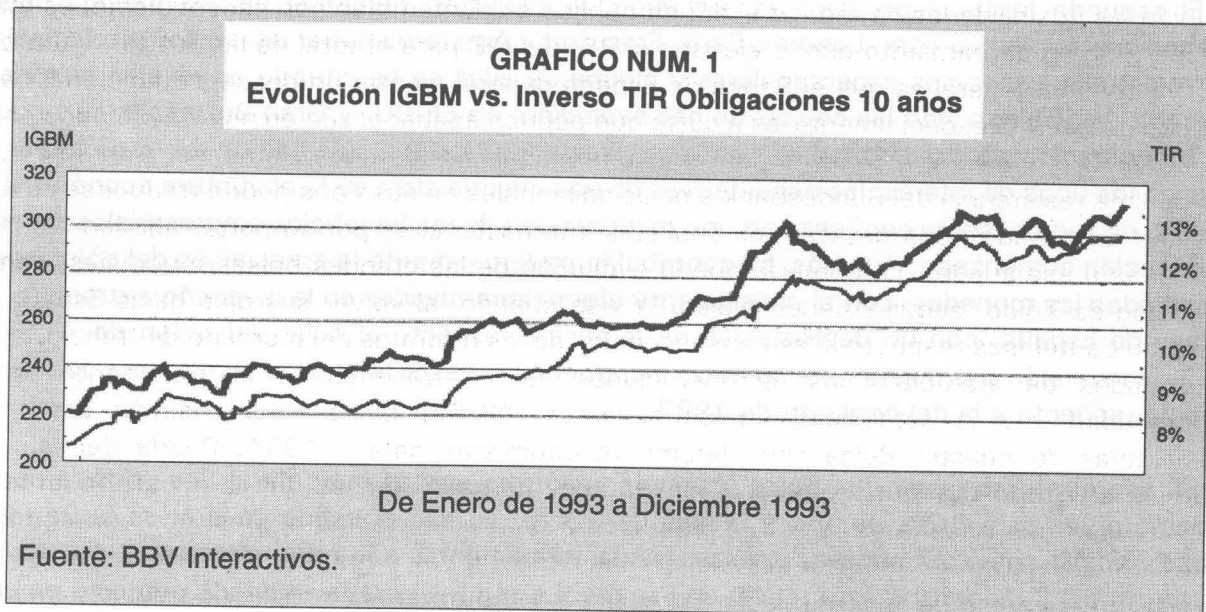
A la hora de aislar las causas explicativas del brillante ejercicio bursátil de 1993, los analistas son unánimes al conceder la mayor importancia al descenso de los tipos de interés. El gráfico núm. 1 refleja mejor que cien palabras la imagen que el variado entorno bursátil ha manejado a la hora de juzgar la evolución de la Bolsa. La trayectoria del mercado en 1993 ha sido analizada, y lo que es más importante *prevista*, en función de las expectativas de los tipos de interés; y esas expectativas han sido bajistas desde el principio, pero de forma muy destacada a partir de principio de agosto, cuando los países miembros del mecanismo de cambios del S.M.E. decidieron ampliar la banda de fluctuación de sus divisas en un 15% a cada lado.

Pero el descenso de los tipos de interés no explica por sí solo la evolución de las cotizaciones, ya que es preciso comprender un cambio, de carácter teórico, de indudable importancia: a saber, los analistas con más prestigio en los mercados internacionales -y consecuentemente los boletines que publican y difunden- decidieron que seguir utilizando el criterio tradicional del PER como medio de valorar el mercado se prestaba a claros errores -habida cuenta de la inestabilidad en la relación entre el PER adecuado y la rentabilidad obtenida en inversiones alternativas, especialmente deuda pública. Por lo tanto, si se comparaba el PER de la Bolsa de Madrid con su media histórica podría llegarse, decían, a conclusiones equivocadas, habida cuenta que los tipos de interés a corto se hallaban en mínimos históricos. De acuerdo con sus cálculos econométricos,

la relación tipo de interés a corto/beneficios explicaba mejor la variación del índice bursátil que la relación precio/beneficio.

El segundo factor explicativo es, sin duda, la evolución favorable de las grandes bolsas internacionales. Nueva York, Londres, París, Francfort y Amsterdam, por citar sólo las principales, han registrado ganancias espectaculares y alguna de ellas se ha situado en niveles históricos máximos. Varias han sido las causas de esa evolución: en EE.UU. y Gran Bretaña la certeza de una recuperación de sus economías; en los países comunitarios, además de las esperanzas de bajas en los tipos de interés, las expectativas de una mejoría clara de la coyuntura económica en 1994 y, en todo caso, la confianza en una recuperación de los beneficios empresariales durante el año recién comenzado. Además, ha contribuido poderosamente la apreciación del dólar frente a casi todas las monedas, con el consiguiente efecto incentivador en la inversión extranjera. En el caso de España, con un depreciación de la peseta respecto al dólar del orden del 19% en 1993, la inversión extranjera neta se había incrementado hasta finales de septiembre dos veces y media respecto a la del conjunto de 1992.

En ese contexto general la Bolsa española vivió tres etapas muy claras. La primera puede fecharse entre comienzos de año y finales de marzo: en ella el índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) subió 27 puntos, gracias, fundamentalmente, a los dos descensos del tipo de descuento del Bundesbank y su reflejo en España. La segunda etapa va desde primeros de abril hasta finales de julio y el IGBM exhibe una ganancia de 21 puntos, producto de la influencia de diversos factores. Los tres cuartos de punto que descendió el tipo de descuento alemán permitieron, sin duda, que el Banco de España redujese su tipo básico de intervención, de tal forma que el día 3 de agosto se situaba en un nivel del 10,5 frente al 13,75 con que se había iniciado el año. Bien es cierto que para ello había sido preciso depreciar dos veces la peseta, pero la mejoría de competitividad que ello proporcionaba a nuestra empresas exportadoras no fue pasada por alto por el Mercado. A finales de marzo los partidos de centroderecha habían obtenido un triunfo rotundo en las elecciones francesas, y sin embargo la pérdida de la mayoría absoluta por parte del PSOE en las generales del 6 de junio no parecía inquietar demasiado a los analistas bursátiles, que en todo caso reforzaba su tranquilidad con la ratificación del Tratado de Maastricht por el Parlamento británico el 23 de julio. La tercera y más brillante etapa de nuestro mercado bursátil tiene como escenario los meses que van de comienzos de agosto a finales de año. La ganancia de 55 puntos en el IGBM se explica fundamentalmente por el clima de euforia desatado por la ampliación de las bandas de fluctuación de las paridades en el mecanismo de cambios del SME. La opinión era unánime: hay que esperar fuertes descensos de los tipos de interés y políticas económicas de signo reactivador. Los hechos parecen dar la razón a los analistas, al menos en lo que a tipos de interés se refiere: a finales de octubre el tipo de descuento alemán se sitúa un punto por debajo del vigente a comienzos de julio y nuestro Banco de España había reducido, para mediados de noviembre, en punto y medio el básico de intervención. Y aun cuando fracasasen las conversaciones sobre un "pacto social" y surgiesen amenazas sobre movilizaciones y huelga general, el clima de optimismo bursátil -momentáneamente sobresaltado por la suspensión de cotización de las acciones de Banesto- se sentía afianzado, en el plano internacional tanto por las previsiones de la OCDE para 1994 como por la firma del acuerdo GATT, en tanto que, en la escena doméstica, la aprobación de los Presupuestos Generales para 1994 y el anuncio de medidas para reformar el mercado de trabajo reforzaban sus pronósticos optimistas cara a 1994. El resultado ha sido esa ganancia del 51% que el IGBM mostraba al finalizar el año.



II. CLAVES PARA ENTENDER LOS PRONOSTICOS SOBRE 1994.

Como antes he indicado, la evolución de la Bolsa durante el año pasado sorprendió no sólo por su deslumbrante trayectoria alcista sino porque esta se desarrolló sobre el transcurso de una de las más profundas crisis de la economía española en los últimos 45 años. Ante tal divorcio y cuando uno se dispone a interrogarse respecto a cual puede ser la evolución bursátil este año, cabe preguntarse si tiene alguna utilidad examinar las previsiones macroeconómicas.

La respuesta ha de ser afirmativa por dos razones. Ante todo porque los propios analistas bursátiles se han trazado, con mayores o menores diferencias en los rasgos secundarios, un cuadro básico de la economía española en 1994. La segunda justificación reside en la conveniencia de evitar la sensación de desconcierto que se produjo en 1993 y reconocer que las auténticas diferencias surgen, sobre todo, a la hora de interpretar y valorar datos básicamente idénticos.

Dicho esto, ¿qué se espera de la economía en 1994? El previsible descenso del PIB en 1993 -del orden del 1%- dará paso a una tímida recuperación a partir del segundo trimestre, que podría situar nuestro producto en tasas de crecimiento real del orden del 0,7/0,8% en este año. La demanda interna seguirá débil hasta finales de año, con un consumo afectado por unas expectativas desfavorables respecto al crecimiento de las rentas y una inversión fija que, aun cuando mejore en relación con las tasas negativas de 1993, registrará todavía un descenso en torno al 2%. Solamente el saldo exterior neto continuará mostrándose este año como el pilar más firme del crecimiento global de la economía.

En este contexto, los analistas señalan con cierta alarma, que en todo caso es menor que la mostrada por otros agentes económicos, como, a pesar de la débil actividad económica, la inflación no acaba de contenerse. Y, ciertamente, la cifra del 4,9% ha sido peor que la esperada. También las posibilidades de reducir el déficit público se contemplan con escepticismo; es más, se espera un empeoramiento que lo elevaría al 8% del PIB para el total de las AA.PP.. Aun con todo, la opinión general es que el Banco de España deberá aceptar un descenso adicional de los tipos de interés, especialmente los a corto que podrían acabar el año en niveles situados entre el 7,50/7,70 reduciendo a casi dos puntos el diferencial con los tipos alemanes. Ahora bien, la más mínima resistencia del Bundesbank a bajas adicionales en sus tipos podría traducirse en una debilidad acentuada de la peseta. Los analistas internacionales, por su parte, añaden algunas pinceladas a ese cuadro. La primera, que la evolución de las grandes bolsas mundiales, con la excepción de Tokio, seguirá siendo alcista. Y aun cuando, al volver sus ojos hacia España se muestran cautelosos respecto a las consecuencias de las reformas del mercado de trabajo, a las posibilidades de atemperar las remuneraciones de los trabajadores al incremento de la productividad y a la estabilidad en los acuerdos PSOE-CIU, su actual opinión sobre las perspectivas de nuestra Bolsa son claramente optimistas cara a 1994. Podría decirse, en resumen, que todos los que siguen la evolución del mercado piensan que la evolución lenta de una actividad que pasaría de la actual depresión a una recuperación modesta es contemplada como la mejor garantía tanto para consolidar las expectativas de posteriores descensos de los tipos de interés como de la continuación en la tarea de reformar el mercado de trabajo y mejorar la competitividad de las empresas.

Con ese transfondo, el paso hacia la previsión puramente bursátil precisa de un puente sostenido en los pilares que a continuación trataré de resumir:

1. La ya citada recuperación de la economía -con tasas de crecimiento del orden del 1% para este año y algo superiores al 2% en 1995- como garantía cierta de la recuperación de los beneficios empresariales, en la cual influirá, también, la menor carga financiera y la contención salarial.
2. Un descenso adicional de los tipos de interés. La opinión, más o menos unánime, es que el Banco de España utilizará cualquier margen de maniobra, por reducido que sea, para bajar los tipos de interés. Niveles del 7/7,25 para los a corto y del 7,8/8,10% para los a largo plazo son los pronósticos más generalizados para finales de este año.
3. El optimismo respecto a la evolución de las principales bolsas mundiales; evolución que seguirá afectando muy directamente a la Bolsa española, que se beneficiaría también -aun cuando en menor proporción que en 1993- de la apreciación del dólar respecto a la peseta.
4. La política de privatizaciones. La impresión dominante es que este año proseguirán las medidas iniciadas en 1993 y saldrán al mercado títulos por un volumen cifrado en unos 450.000 millones de pesetas.
5. El esperado descenso en los tipos de interés tenderá a favorecer en los dos próximos años las rentabilidades obtenidas en Bolsa frente a las derivadas de la colocación en Deuda Pública. Ello atraerá, lógicamente, a la inversión institucional. Se calcula que un aumento de la inversión de los Fondos de Renta Variable del 1 al 5% de sus carteras supondría una afluencia al mercado de casi medio billón de pesetas.

Es claro que de esos cinco factores el más relevante es la evolución de los tipos de interés. Dejando a un lado un grave empeoramiento del clima socio-político, la Bolsa seguirá subiendo en la medida que continúen los descensos en los tipos de interés. Ahora bien, esas subidas serán irregulares y poco duraderas si la reducción del precio del dinero se basa en la continuidad de la atonía de la actividad económica; por el contrario, sólo la reducción de los diferenciales de tipos con las economías centrales de la Unión Europea anunciaría una mejora de nuestros desequilibrios básicos, la consolidación de los beneficios empresariales y, por lo tanto, la continuación firme del actual ciclo bursátil alcista.

Semejante optimismo se refuerza cuando los analistas estudian los llamados "factores intrínsecos" y confirman su conclusión que nuestra Bolsa sigue infravalorada. En efecto, cuando se tiene en cuenta el comportamiento histórico del mercado y se ajusta con los supuestos de un crecimiento medio del PIB para el bienio 94-95 del orden del 2% y unos tipos a corto en torno al 7%, el crecimiento adicional situaría al IGBM para finales de año entre el 360 y el 370. Conviene repetir que tales proyecciones se basan en un análisis de esos factores intrínsecos que descarta los sistemas más tradicionales, según los cuales la mayoría de las bolsas mundiales -y Madrid sería un buen ejemplo- negocian sus acciones a niveles muy altos -de nuevo podemos citar a Madrid-, con un multiplicador del 16 en 1993 frente a una media histórica del 10.

Pues bien, durante gran parte del año pasado, la inversión que afluyó hacia nuestro mercado estaba atraída por el convencimiento que muchas sociedades cotizadas ofrecían unos beneficios potenciales elevados, que la coyuntura económica deprimía temporalmente. Vuelve así a surgir la duda, antes expresada, respecto a las posibilidades de una recuperación no-inflacionaria de la economía, única vía para cimentar unos beneficios empresariales que sostengan una relación precio/beneficio equilibrada.

En resumen, 1994 será un año difícil pero muy interesante no sólo para analistas, gestores de fondos e inversores finales, sino también para quienes únicamente seguimos la evolución bursátil con el interés teórico que siempre despierta un mercado que, al menos en teoría, nos dice por adelantado cómo se va a comportar la economía real. Deseo expresar, para terminar, una advertencia: y es que, detrás de ese horizonte despejado se adivinan nubarrones que, si bien podrían desvanecerse sin mayores consecuencias, nadie puede descartar en estos momentos que no den lugar a un fuerte temporal que, una vez pasado el "efecto enero" es decir, el fenómeno estacional, compartido por numerosas Bolsas, que produce un aumento significativo de las rentabilidades, especialmente en la segunda quincena de ese mes se lleve por delante algunas cosechas a punto de recogerse.

LA BOLSA EN 1993 Y PERSPECTIVAS PARA 1994

César Alierta

1. Introducción.

El presente artículo pretende aportar algunas ideas para explicar la aparente paradoja que puede suponer que el mercado bursátil haya experimentado una subida próxima al 50%
