

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%

---