

precisamente en el momento de recesión económica más severa de las últimas décadas, así como vislumbrar cuáles pueden ser los grandes condicionantes de la evolución de la Bolsa en 1994.

Siempre se ha dicho que la Bolsa es un buen termómetro de la economía, pero hay poca o nula evidencia de que tenga que estar en fase con el ciclo económico, y aún menos de que esa anticipación deba producirse siempre del mismo modo.

2. Hechos relevantes en 1993.

De entre la ingente cantidad de noticias tanto macro como microeconómicas que a lo largo del año han incidido en el mercado, varios son los hechos que podemos destacar como más significativos:

a) *Bajada de tipos de interés.* Una reducción de tipos (*ceteris paribus*) siempre es positiva desde el punto de vista bursátil porque:

- Reduce las cargas financieras de las sociedades, cuyos ahorros por este concepto pasan directamente a una mejora en la cuenta de resultados.
- Eleva el precio de los activos financieros, consecuencia de la reducción de las tasas de descuento aplicables a los flujos derivados de los mismos.
- Disminuye el atractivo de la "competencia" de la Bolsa en términos de instrumentos de inversión, ya que baja la rentabilidad de los activos de renta fija.

En 1993, las bajadas de los tipos han sido extraordinariamente intensas tanto en el extremo corto de la curva como en el largo, con bajadas de 4,75% y 6%, respectivamente. Este hecho por sí solo ha impulsado el multiplicador del mercado (*ratio* precio/beneficio) desde 10 veces a comienzos de año hasta 17 veces a final. Por tanto, no es reduccionista decir que el factor decisivo para las subidas del mercado en 1993 ha sido la bajada de tipos y, por tanto, la mayor valoración que los agentes han hecho de esos activos financieros, habiendo quedado absolutamente relegados los beneficios como factor impulsor de las cotizaciones, y atendiendo las subidas exclusivamente a la mayor valoración que los inversores otorgan a esos mismos beneficios.

b) *Devaluaciones de la Peseta.* La política monetaria restrictiva que en España se practicó desde finales de los ochenta y comienzos de los noventa resultó en una peseta sobrevalorada en razón de las teorías de determinación del tipo de cambio que aparecen en los manuales de macroeconomía. Los propios mercados de divisas se encargaron de corregir bruscamente esta sobrevaloración acumulada de nuestra moneda, lo que devolvió súbitamente a las empresas exportadoras españolas buena parte de la competitividad que habían venido perdiendo en los últimos años.

Además, el principal efecto pernicioso de las devaluaciones -aparte de una cierta merma de credibilidad-, como es el efecto de inflación importada, se ha visto muy mitigado al coincidir con la fase más depresiva del ciclo y con un momento en que los precios de las principales materias primas en el mercado mundial se han orientado a la baja.

Por contra, también se ha producido paralelamente un quebranto en aquellas compañías que estaban endeudadas en divisas, aunque este efecto ha sido compensado con creces por la rebaja de cargas financieras.

c) *Ampliación de las bandas del SME.* La constatación de la imposibilidad de llevar a cabo el proceso de convergencia nominal recogido en el Tratado de Maastricht en un escenario fuertemente recesivo en toda Europa forzó, el 1 de Agosto, el abandono de la disciplina cambiaria, y abrió las puertas para desarrollar políticas monetarias más autónomas y beligerantes para combatir la crisis económica.

Así lo entendieron todas las plazas bursátiles europeas que respondieron con fuertes subidas en el mes de Agosto, a las que no fue ajena el mercado español. Esta circunstancia de abandono de las bandas del SME va, pues, íntimamente ligada a la bajada de tipos de interés, y constituye, desde nuestro punto de vista, la piedra angular de la evolución bursátil en la última parte de 1993.

3. Perspectivas para 1994.

Los tipos dejan paso a los beneficios. Los motores de la Bolsa dejará de ser, progresivamente, en 1994 la bajada de tipos, cuyo recorrido se presenta ya bastante menor (especialmente en el tramo largo), para ir cobrando más importancia la recuperación de los beneficios empresariales en 1994.

Las empresas ya han efectuado, en gran medida, sus planes de ajuste de costes tanto laborales como financieros, y se hallan en condiciones de recuperar progresivamente sus márgenes y, por tanto, sus beneficios. Nuestra estimación de crecimiento por acción para 1994 la ciframos en torno al 15% para el conjunto de las sociedades cotizadas en Bolsa.

Será pues, un año más micro y menos macro desde el punto de vista bursátil, con una economía aún sin brillo, aunque más limpia que en 1993, y, en circunstancias similares, las bolsas de los países que nos anteceden en la posición del ciclo económico rompieron máximos históricos, por lo que España no debe ser una excepción.

El flujo de fondos. Pienso que el flujo de fondos, hacia el mercado de renta variable a ser claramente positivo. La inversión doméstica institucional ha sido, por tradición, férreamente conservadora y preferentemente orientada al muy corto plazo; de hecho, el porcentaje de esta inversión materializada en renta variable no llega al 1%, lo que nos sitúa claramente por debajo no sólo de los países más desarrollados, sino incluso de países como Portugal. Para explicar esta extrema aversión al riesgo, una de las principales razones a las que hay que acudir es el elevado nivel de los tipos de interés que tradicionalmente han regido en nuestro país. Esta situación se presenta radicalmente distinta en 1994, con unos tipos sin riesgo que apenas superarán el 7%, y ante los cuales un porcentaje progresivamente mayor de esa inversión institucional optará por ir pasándose a valores que ya ofrecen esa rentabilidad exclusivamente en razón al dividendo repartido y, por tanto, sin tener en cuenta más que probables revalorizaciones en el precio.

Mención especial requiere, al hablar del flujo de fondos, la inversión extranjera, no tanto por su importancia cuantitativa (que llega ya al 30% y es creciente, como corresponde al grado de internacionalización de nuestra economía), sino por su indudable importancia cualitativa, pues ha demostrado marcar la tendencia del mercado de manera autónoma en momentos de indecisión, apatía o incertidumbre sobre los fundamentales de nuestro mercado.

GRAFICO NUM. 1

INDICE DE LA BOLSA DE MADRID E INVERSA DE TIPOS A LARGO 13/1/94

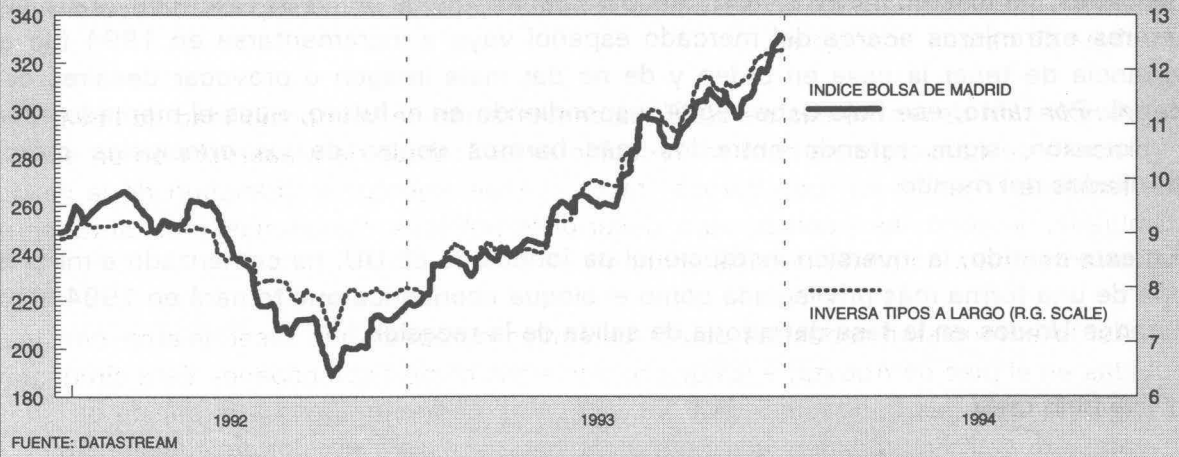
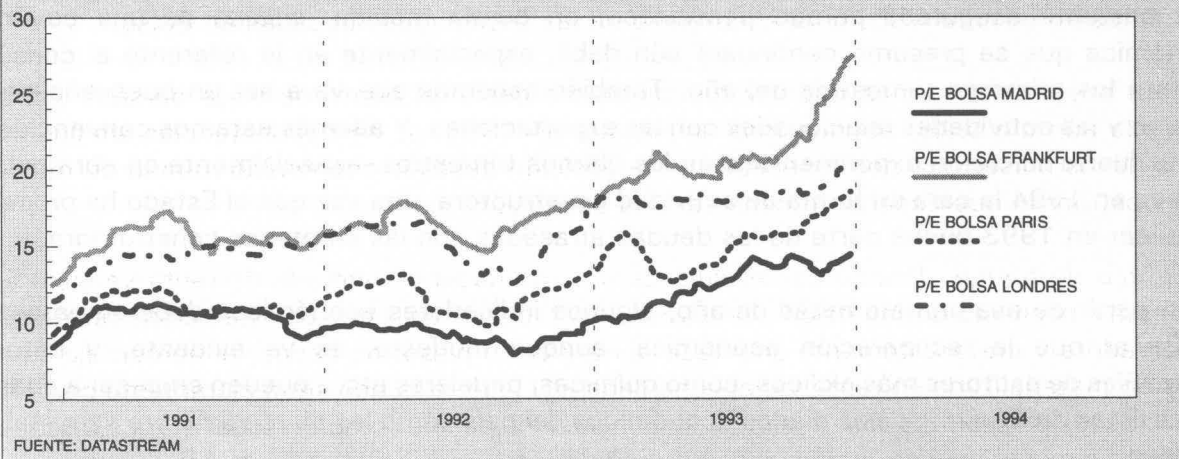


GRAFICO NUM. 2

RATIOS P/E DE DIFERENTES MERCADOS EUROPEOS 13/1/94



A este respecto, pensamos que, en ausencia de turbulencias no estrictamente económicas o financieras, no existen motivos fundados para pensar que la prima de riesgo percibida por los inversores extranjeros acerca del mercado español vaya a incrementarse en 1994 (de ahí la importancia de tener la casa en orden y de no dar mala imagen o provocar desaires de mal anfitrión). Por tanto, ese flujo debe seguir respondiendo en el futuro, pues el mercado español, por valoración, sigue estando entre los más baratos dentro de los principales mercados desarrollados del mundo.

En este sentido, la inversión institucional de fondos de EE.UU. ha comenzado a mirar hacia Europa de una forma más privilegiada como el bloque económico que tomará en 1994 el relevo de Estados Unidos en la fase definitoria de salida de la recesión.

4. ¿Y al final qué?

Por último, faltaría por comentar de qué nos podemos servir a la hora de materializar estas buenas perspectivas, teniendo como premisa algunas orientaciones generales.

Si por algo se caracteriza el inversor en Bolsa es por aceptar, en mayor o menor grado, un riesgo, asumiendo, por un lado, el riesgo sistemático inherente al mercado en su conjunto y, adicionalmente, los riesgos no sistemáticos asociados a cada valor en función de su beta^(*). Sin embargo, dentro de esta incertidumbre sí sabemos algunas cosas que pueden sernos de utilidad a la hora de invertir en Bolsa en 1994.

Sabemos, por ejemplo, que en la primera parte del año habrá compañías que, por tener un volumen de deuda elevado, se beneficiarán en mayor medida de unos tipos de interés sensiblemente más bajos. Sabemos que hay compañías orientadas a producciones cuya demanda está bastante asegurada porque permanece, en buena medida, aislada de una coyuntura económica que se presume continuará aún débil, especialmente en lo referente al consumo, durante los primeros trimestres del año. También sabemos que va a ser un buen año para el turismo y las actividades relacionadas con las exportaciones. Y además estamos convencidos de que la fuerte licitación experimentada en los últimos trimestres -especialmente en obra pública- dará ya en 1994 la cara en forma de actividad constructora, una vez que el Estado ha procedido a liquidar en 1993 buena parte de las deudas atrasadas con las empresas constructoras.

A partir de esa primera mitad de año, algunos indicadores económicos deberán empezar a confirmar que la recuperación económica, aunque modesta, es ya evidente, y entonces compañías de sectores más cíclicos, como químicas, papeleras etc... pueden empezar a aparecer en las listas de los principales diarios económicos del país como las de rendimiento semanal más elevado.

En definitiva, si en 1993 se escuchó atentamente en los comités de inversión la voz de los macroeconomistas sobre cuánto iban a bajar los tipos de interés, y cuál debía ser el valor correcto de la peseta, este año se presenta más proclive al lucimiento de los analistas sectoriales que mejor afinen con las compañías en cuestión.

(*) Beta es una medida de riesgo. A mayor beta, mayor riesgo. Beta representa el porcentaje medio de cambio en el precio de un valor comparado con el porcentaje de cambio del índice del mercado.

Por último, podemos finalizar las perspectivas bursátiles de 1994 aludiendo a las mismas palabras con las que comenzábamos este artículo para justificar la subida de 1993; en definitiva, al hecho de que los inversores en Bolsa buscan anticiparse a lo que más tarde sucede en la economía real. Por tanto, no es ni mucho menos, aventurado decir que quienes están invirtiendo en Bolsa en estos momentos no están pensando en si el momento de giro o recuperación de la economía española ha empezado ya o va a comenzar en algún trimestre próximo, sino, sencillamente, en cómo vamos a estar en 1995 y 1996. En este sentido, y a juzgar por el Índice General de Cotizaciones, lo peor podemos, efectivamente, haberlo dejado atrás.

LA APARENTE PARADOJA DE UNA BOLSA BOYANTE CON UNA ECONOMIA EN RECESION

José Luis Feito^(*)

La acumulación de evidencia de un sucesivo e intenso debilitamiento de la economía española a lo largo de 1993 ha coincidido con un aumento considerable de las cotizaciones bursátiles hasta sobrepasar, en los primeros días de 1994, el máximo histórico que se registró en 1987. El objeto de estos comentarios es explicar brevemente este comportamiento -que, lejos de ser paradójico, se ciñe a la previsión lógica de los modelos al uso sobre la determinación del precio de activos financieros- y aventurar la evolución probable del Índice de la Bolsa de Madrid en 1994. Como en cualquier previsión, se ha de concentrar la atención en lo supuestos que la sustentan, sobre todo el ritmo calculado de recuperación y la bajada de tipos pronosticada.

Las fuentes del valor de las acciones y el ciclo económico.

Si exceptuamos acontecimientos especiales (como las guerras, bruscas e intensas subidas del precio del petróleo, etc), se puede detectar una clara relación entre las fases del ciclo económico y el comportamiento de las cotizaciones bursátiles. En general, las cotizaciones empiezan a caer y alcanzar mínimos cíclicos en los primeros estadios de desaceleración del nivel de actividad. En el fondo de la recesión, sin embargo, se recuperan las cotizaciones y no es infrecuente recuperar máximos históricos cuando se entra en los primeros estadios de la recuperación para sobrepasarlos cuando la recuperación se asienta firmemente. Así pues, el alza de las cotizaciones de la Bolsa de Madrid a lo largo de 1993, coincidiendo con la instalación de la economía en el fondo de la recesión, se asemeja a las pautas de comportamiento observadas en otros países industrializados. Las razones de este comportamiento se comprenden mejor si se examinan las fuentes del valor de las acciones.

Los tres factores principales que determinan el valor accionario son el crecimiento del beneficio por acción, el tipo de interés de los activos sin riesgo al que se capitalizan estos

^(*) Socio-Consejero de AB ASESORES.

beneficios y la prima de riesgo inherente a la inversión en renta variable respecto a la correspondiente inversión en aquellos activos sin riesgo. Cuando se confirman los primeros síntomas de una desaceleración sostenida del nivel de actividad, se suelen rebajar las previsiones de crecimiento por acción, y es también habitual aumentar la prima de riesgo por la mayor mortalidad empresarial y la mayor probabilidad de sorpresas negativas en sus cuentas de resultados que tienen lugar durante la fase descendente del ciclo que se avecina. Por otra parte, en esta fase del ciclo los tipos de interés suelen permanecer aún altos, al menos en términos reales, ya que bien el crecimiento del PIB o la inflación suelen estar por encima de los valores de equilibrio a largo plazo. Todo ello induce una caída de las cotizaciones de mayor o menor entidad dependiendo de la intensidad con que operen los factores mencionados.

Cuando la economía alcanza el fondo de la recesión, sin embargo, habitualmente la inflación y los tipos de interés nominales se han reducido sustancialmente y los tipos de interés reales se acercan a sus mínimos históricos. Este factor despliega poderosos efectos alcistas sobre las cotizaciones que superan los que se derivan del clima de pesimismo que domina la economía en la fase de recesión. Además, las previsiones de crecimiento por acción comienzan a recuperarse habitualmente en el fondo de la recesión; en cualquier caso, no se produce un deterioro respecto a las continuas revisiones a la baja que caracterizan el primer estadio de la recesión. Por otro lado, y en contra de lo que habitualmente se piensa, la prima de riesgo asociada a la inversión en renta variable se reduce cuando la economía llega a la fase final de la recesión. Esto es así porque las empresas cotizadas que han sobrevivido a la recesión en ese momento son generalmente las más competitivas o las que han efectuado los ajustes más intensos y se han preparado mejor para afrontar la recuperación. La menor prima de riesgo opera en la misma dirección que la bajada de tipos de interés fomentando la demanda de acciones y aumentando las cotizaciones.

El comportamiento de la Bolsa en 1994.

Los factores anteriores explican la subida de la bolsa en 1993, a pesar del deterioro continuo de la actividad económica a lo largo de dicho año. El comportamiento previsible de dichos factores a lo largo de 1994 permite aventurar otra subida sensible de las cotizaciones durante este año, si bien de menor intensidad que la registrada el año anterior. En el cuadro núm. 1 resumimos nuestras previsiones sobre la evolución del índice de la Bolsa de Madrid en 1994, así como la de los principales determinantes del precio de las acciones.

CUADRO NUM. 1

EL INDICE DE LA BOLSA DE MADRID Y SUS DETERMINANTES		
	1993	1994 ^E
Indice General	322,7	400/420
Tipos de interés a largo ^a (%)	10,2	7,0/7,5
Tipos de interés a corto ^b (%)	11,7	6,5/7,0
Crecimiento beneficio/acción (%)	-0,7	14,8
<i>Pro Memoria</i>		
Crecimiento PIB (%)	-1,0	1,2/1,5
Inflación (%)	4,9	3,5

Notas: ^(E) Estimaciones AB ASESORES. Excepto los índices, todas las cifras se refieren a valores medios para el período.
^(a) Tipo rendimiento interno de las obligaciones Tesoro a 10 años.
^(b) Tipo interbancario a 3 meses.