

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.

Es interesante señalar que en 1994, por primera vez desde 1988, las tres fuerzas principales que determinan los valores bursátiles (tipos de interés, prima de riesgo y crecimiento beneficios) actuarán en el mismo sentido expansivo sobre el precio de las acciones. También por primera vez desde 1988, la demanda de acciones por parte de familias e instituciones domésticas (fondos de inversión y Cajas de Ahorro) será probablemente superior que la demanda de acciones por parte de extranjeros. Como se puede observar en el cuadro núm. 1, uno de los supuestos centrales es que la intensidad de las fuerzas deflacionistas inducidas por la recesión permitirá una caída considerable de la inflación y de los tipos de interés. A su vez, esta caída de tipos sustenta la previsión de crecimiento del PIB.

LA BOLSA EN 1993. PERSPECTIVAS PARA 1994.

Francisco Javier Ramos Gascón

Como es sabido, la Bolsa española se ha comportado en el pasado año de una manera extraordinariamente positiva. Una sola cifra, la del incremento del índice de las acciones, superior al 50 por 100, basta para sustentar la anterior afirmación.

Es natural que ese hecho, que la fría realidad de los números hace incontestable, suscite una sensación de sorpresa en el profano y, en alguna medida, también en el que no lo sea tanto. Resulta asimismo incuestionable -cifras a la vista- que el año económico que hemos dejado atrás ha sido un año durísimo. La evolución del PIB refleja una economía en franca recesión, la inversión real se ha debilitado, el desempleo ha experimentado una continua progresión y ha alcanzado un nivel escalofriante, la peseta ha sufrido tres devaluaciones en un corto lapso de tiempo y uno de los escasísimos indicadores que no se ha comportado de manera negativa -la tasa de inflación- revela una resistencia a la baja mayor que la esperada en las previsiones oficiales. Ante todo ello, la pregunta acerca de si un comportamiento bursátil tan dispar con respecto a la evolución de la economía real tiene explicación, o incluso si tiene sentido, se plantea de manera inmediata. La respuesta no puede ser categórica, ni puede formularse en términos simplistas. Frente a una pura impresión negativa -contradicha, no hay que olvidarlo, por la objetividad de unos hechos que "están ahí"- la única actitud razonable tiene que ser la de un análisis que, en una primera instancia, ha de encaminarse a buscar una justificación lógica a esos hechos, intento al que sería inadmisibles renunciar "a priori".

En la evolución del mercado accionario español durante 1993 pueden distinguirse dos períodos. El primero, que comprende los siete primeros meses; el segundo, desde primeros de Agosto hasta el final. La primera parte del año registra un avance del índice del orden del 25 por 100 (la mitad del avance anual) con movimientos bastante uniformes, que se conjugan con una reducción muy acusada de los tipos de interés, los cuales se reducen del orden de 4 puntos porcentuales. La segunda ofrece discontinuidades más marcadas -fuertes alzas entremezcladas con correcciones bajistas-, que acompañan la tendencia a la baja de los tipos de interés, que continúa, aunque de una manera más suave que en los primeros meses del año. El mes de Agosto, con un crecimiento muy notable en las cotizaciones, que se repetiría, también con gran