

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

intensidad, en Diciembre, supuso -dentro de la tendencia alcista general- un cierto punto de inflexión y la apertura aparente de un ciclo bursátil distinto, con un mayor grado de volatilidad, pero, al propio tiempo, con unas perspectivas de futuro más favorables, que se generó, básicamente, por el impulso de la inversión extranjera. Este se debió a los efectos del proceso de devaluación de la peseta, que tras su tercer retoque a la baja, alcanzó un punto que los analistas internacionales juzgaron como adecuadamente representativo de su valor frente al conjunto de las monedas. En tales condiciones, los P.E.R. de la Bolsa española dejaron de estar contrarrestados negativamente por un elemento que con anterioridad había operado como disuasorio para la inversión extranjera en acciones españolas.

En lo que se refiere a los tipos de interés -sin duda, a mi juicio, el factor más claramente determinante del fenómeno que se está tratando de analizar- es preciso tener en cuenta que su reducción en el curso de 1993 ha sido enormemente acusada. El tipo básico de intervención del Banco de España -el correspondiente a las subastas de certificados (CB)- pasó del 13 al 9 por 100: un 44 por 100 de reducción. Mayor todavía fue el descenso del rendimiento de las letras del Tesoro (del 13,5 al 8,5, aproximadamente), más significativo aun a estos efectos, por cuanto que se trata de un tipo que, de una manera más inmediata, puede operar, tanto en inversiones directas, como de las realizadas a través de instituciones de inversión colectiva, como coste de oportunidad, o, si se quiere, como condicionante del nivel de las cotizaciones en renta variable, en cuanto expresivo de la rentabilidad de las inversiones sin riesgo. Los cinco puntos de reducción de la retribución de las letras del Tesoro, podrían explicar por sí solos, de una manera mecánica -supuesta dialécticamente una constancia de los demás factores- un crecimiento medio de las cotizaciones superior incluso al registrado por el índice general. A este efecto, que se ha calificado como de "mecánico", hay que añadir su influjo sobre los costes financieros de las empresas cotizadas y, por tanto, sobre sus cuentas de resultados. En esta reducción, que la Bolsa anticipó primero en cuanto tendencia previsible y reflejó después, se halla, a mi entender, la clave del año bursátil de 1993, lo que no supone desconocer el posible juego de algunos otros elementos concomitantes, de peso, sin embargo, mucho más reducido. Hay que resaltar que la evolución de los tipos de interés ha cobrado en los últimos tiempos una significación psicológica que le hace desbordar la que de por sí tienen desde un punto de vista estrictamente técnico que, por otra parte, es evidentemente importante. El tipo de interés, como se puede apreciar, se ha constituido en el término de referencia obligado de los analistas para evaluar las perspectivas de los índices bursátiles y del nivel de cambio de las monedas, lo cual ha calado con fuerza en la opinión pública, aunque, como casi siempre sucede en estos casos, con un grado importante de simplificación.

Se ha aludido antes a las sucesivas devaluaciones de la peseta. Su impacto sobre la Bolsa fue necesariamente contradictorio. Por, una parte acabó con la anómala sobrevaloración de nuestra moneda y eliminó así un factor de inestabilidad e incertidumbre que permitió que la inversión extranjera redujera los riesgos de la inclusión en sus carteras de títulos bursátiles españoles. Esto se hizo efectivo particularmente en el mes de Agosto y, en general, en la segunda parte del año. Junto a ello, los sectores y empresas exportadoras se vieron favorecidos en medida apreciable y, por el contrario, los sectores y empresas endeudados en divisas sufrieron un agravamiento de sus cargas financieras, si bien con la compensación de la reducción de los costes de su financiación en pesetas, a causa de la bajada de los tipos de interés, pues normalmente los grandes demandantes de crédito en moneda extranjera lo son también en moneda nacional.

Por último, queda la consideración obligada acerca de la posible anticipación por la Bolsa de acontecimientos futuros o, como se ha dicho en ocasiones, de su capacidad predictiva. En este aspecto -según se apuntó antes- parece que la Bolsa, en la secuencia temporal de su marcha

durante 1993, fue descontando la tendencia a la reducción de los tipos de interés. Mucho más discutible es que en el alza de sus cotizaciones haya descontado ciertas perspectivas de recuperación económica, ya que, por desgracia, los diagnósticos más rigurosos al respecto ni permitían ni permiten prever en un horizonte temporal próximo -que es lo que los mercados pueden anticipar- un cambio claro de signo en la coyuntura económica general. Esto no obstante, sí ha podido tener alguna influencia el hecho de que, aun dentro de la etapa recesiva en que se halla la economía española, las cuentas de resultados de las empresas cotizadas hayan conocido en la última parte del año -en el último trimestre de 1993, concretamente- una leve mejoría, consecuencia de la reducción, ya comentada, de las cargas financieras y también de los costes laborales, debido a la reducción de plantillas, lo que supone además un indicio de lo que al respecto puede suceder en 1994.

El presente año la Bolsa ha reanudado su camino con una tónica de fortaleza, que no se ha visto alterada sensiblemente ni siquiera por un acontecimiento negativo tan importante como la intervención de Banesto. Puede dar la impresión de que esa situación, con los inevitables altibajos si se contempla el día a día, es poco menos que imparable. Creo, no obstante, que siempre es muy peligroso caer en la tentación de apostar por la ilusión de los movimientos autosostenidos. No es lógico, en mi opinión, prever una continuidad en 1994 de la línea de alzas intensas del año anterior. Sin embargo, dentro de lo arriesgadas que son las predicciones en todo caso y más aún en este terreno, entiendo que -con una exigencia de mayor selectividad, que deriva aunque no sea más que de la altura de las cotas alcanzadas- hay razones para esperar de la Bolsa un comportamiento moderadamente favorable.

Por una parte, el nivel de los tipos de interés, en un contexto de depresión económica, ofrece todavía margen para un recorrido a la baja, sobre todo como acompañamiento a una previsible reducción de los tipos internacionales.

Por otra, la mejora de las cuentas de resultados de las sociedades cotizadas que, como se dijo, comenzó a experimentarse al final de 1993, debe acentuarse en este año, habida cuenta de las causas que principalmente la determinan: reducción de costes financieros y de plantillas.

Finalmente, un elemento nuevo, al que, como tal, conviene dedicar especial atención. En 1994 es previsible que los Fondos de Inversión comiencen a jugar un cierto papel en el mercado de acciones que hasta ahora no ha sido más que testimonial, aunque con algún leve atisbo de cambio de actitud muy al final de 1993.

Por razones de índole fiscal, en las que sería impropio profundizar aquí, los Fondos han captado en los últimos años una parte muy importante del "stock" de ahorro familiar preexistente, que se había refugiado antes en las llamadas "supercuentas", y también de los nuevos flujos de ahorro. Al terminar el año, se estima que sus activos totales superaban los 10 billones de pesetas, la inmensa mayoría invertidos en renta fija, que había venido ofreciendo una posición muy confortable, dados los altos tipos de interés. La progresiva reducción de éstos, muy fuerte en términos nominales y también sensible en términos reales, ha afectado a los partícipes, acostumbrados a una rentabilidad muy superior, que además han contemplado como las inversiones en Bolsa obtenían magníficas revalorizaciones. En la inversión a través de Fondos existen factores de rigidez que dificultan los cambios de política inversora y que tienen su causa, tanto en la limitada capacidad de movimientos de los partícipes (también por razones fiscales), como en la vocación de aquéllos, reflejada en sus propios Reglamentos de Gestión. Su flexibilidad se ve pues limitada, pero en modo alguno anulada, como lo prueba el trasvase operado en 1993 desde los Fondos de dinero (FIAMM) hacia los F.I.M. Parece probable que en 1994 el trasvase

se produzca hacia los Fondos de renta variable y hacia la parte invertida en acciones de los llamados Fondos mixtos, aportando una corriente adicional -de alguna importancia, aunque de difícil cuantificación- de nuevos recursos para colocación en la Bolsa.