Gráficos del Mes

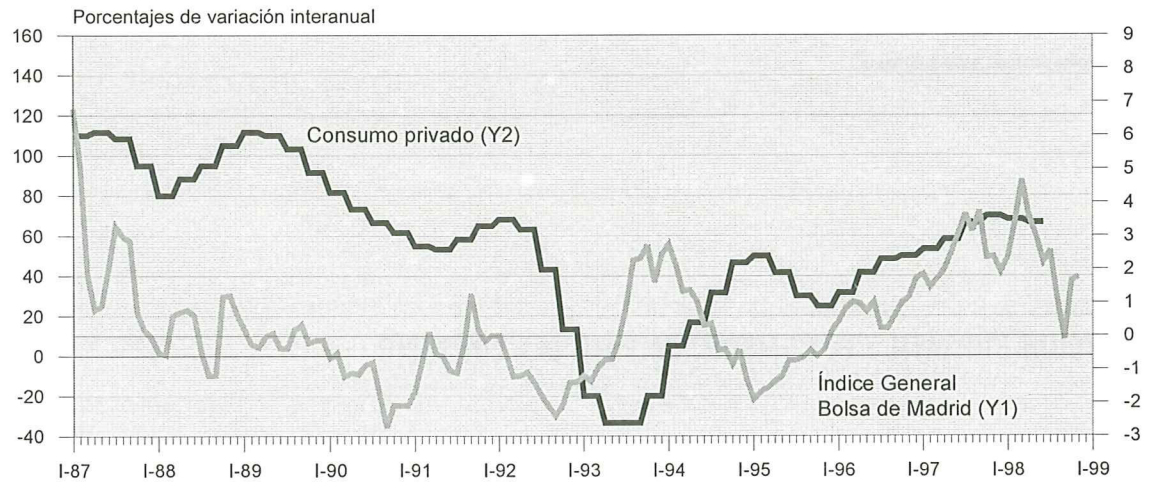
LA EVOLUCIÓN BURSÁTIL Y EL COMPORTAMIENTO DEL CONSUMO

Muchos estudiosos de la economía han intentado descubrir cuáles son las relaciones entre la evolución de la economía financiera y de la economía real y, concretando más, qué interrelaciones existen entre el mercado de valores y las variables macroeconómicas principales. Desde siempre ha sido aceptado que dichas interdependencias existen, de manera que la bolsa ha sido considerada como un barómetro económico. En efecto, la evolución de las cotizaciones de las acciones, que en definitiva no son sino el reflejo del valor de mercado de las empresas y éste depende de los beneficios que sean capaces de generar las mismas, son el resultado de la evolución de la economía en general y de cada sector o empresa en particular. Por otra parte, los inversores buscan obtener no sólo el beneficio que les reportan los dividendos pagados por las empresas sino también plusvalías o bien evitar minusvalías ocasionadas por las fluctuaciones de las cotizaciones, por lo que intentan anticiparse a tales fluctuaciones. Ello explica que los índices bursátiles sean casi siempre un indicador adelantado de la marcha de la economía, aunque en los últimos años, debido al proceso de globalización de los mercados financieros, dichos índices puede que ya no reflejen, al menos en el corto plazo, la evolución concreta de una economía nacional sino la de las grandes potencias o bloques internacionales.

Pero, más recientemente, las trabajos se han orientado a buscar la relación de causalidad contraria, es decir, si la evolución de las cotizaciones puede influir en las decisiones de gasto de los agentes económicos y concretamente en el consumo. El punto de partida teórico es que el consumo no sólo depende de la renta sino también de la riqueza de las familias o consumidores, como pusieron de manifiesto las teorías de la renta permanente y del ciclo vital desarrolladas en los años cincuenta y sesenta por M. Friedman y F. Modigliani, respectivamente. Un aumento de la riqueza conllevaría lógicamente un aumento del consumo y viceversa. La reciente crisis de los mercados financieros ha vuelto a plantear la cuestión, intentando deducir conclusiones prácticas de cara a predecir el comportamiento del consumo privado durante los meses finales del año en curso y durante el próximo tras las caídas de las cotizaciones bursátiles de agosto y septiembre últimos. En definitiva, la cuestión es si la crisis bursátil puede originar, a través de un "efecto riqueza" negativo o un deterioro de la confianza, una recesión del consumo y, como consecuencia, del PIB. No es el objetivo del *Gráfico del mes* teorizar ni aportar conclusiones definitivas sobre este tema, sino presentar de forma simple las evoluciones del consumo, de las expectativas de los consumidores y de la Bolsa en los últimos años, intentando verificar si el efecto riqueza tiene una influencia significativa en el comportamiento de los consumidores.

En la literatura económica podemos encontrar las más variadas posiciones al respecto.

GRÁFICO NÚM. 1
ÍNDICE DE LA BOLSA DE MADRID Y CONSUMO PRIVADO



Fuentes: INE (CNTR) y Bolsa de Madrid.

Hay autores(1) que señalan que el consumo es un indicador adelantado de la Bolsa, dado que el mismo tiene un valor prospectivo para las empresas en cuanto posibilidades de beneficio. Sin embargo, como se señaló anteriormente, las cotizaciones de hoy suelen descontar la evolución prevista de las empresas con varios meses de antelación, por lo que la variable explicativa de las cotizaciones sería no tanto el consumo de hoy sino el previsto. Si se es capaz de hacer una buena previsión de éste, entonces el comportamiento de la Bolsa sería un buen indicador adelantado del consumo y, en general, del PIB. En realidad, para los inversores en Bolsa, como para los más expertos analistas, es difícil hacer buenas previsiones y todavía más anticipar y fechar correctamente cambios o puntos de inflexión en la evolución de los agregados económicos. Sin embargo, sí pueden tener una gran ayuda en la evolución de los tipos de interés y más concretamente en los movimientos de los bancos centrales. Éstos suben sus tipos cuando empiezan a manifestarse síntomas inflacionistas de recalentamiento de la economía, con el fin de evitar situaciones límite que tarde o temprano podrían provocar una recesión, y actúan en sentido contrario cuando la inflación ha sido controlada y la economía se encuentra en horas bajas. Así, pues, los movimientos de los tipos de interés tendrían dos efectos sobre la evolución bursátil: uno directo, derivado de la modificación de los rendimientos de las acciones en relación a los de los activos monetarios; y otro, como indicador adelantado de la marcha de la economía y de los beneficios empresariales.

El gráfico núm. 1 parece dar la razón a la teoría de que la Bolsa es un indicador adelantado del consumo. En él se representan las tasas de variación interanual del Índice General de la Bolsa de Madrid y del consumo privado desde 1987 hasta la actualidad. A lo largo de 1986 la Bolsa registró una fuerte recuperación, situándose las ganancias interanuales al finalizar dicho año en un máximo, con valores superiores al 120%. Desde comienzos de 1987 esta tasa empieza a desacelerarse rápidamente, con una recuperación durante el segundo trimestre seguida de una profunda caída en el otoño provocada por el desplome de la Bolsa de Nueva York. Mientras, el consumo prosiguió su fuerte crecimiento, no iniciando su desaceleración hasta el cuarto trimestre de ese año. Para detener el desplome de las bolsas, los bancos centrales procedieron a rebajar los tipos de interés, lo que originó la interrupción de la fase descendente del consumo recién iniciada. La Bolsa también recuperó la caída del otoño de 1987, pero su recuperación se detuvo a mediados de 1988, anticipando el máximo cíclico del consumo que se produciría tres trimestres más

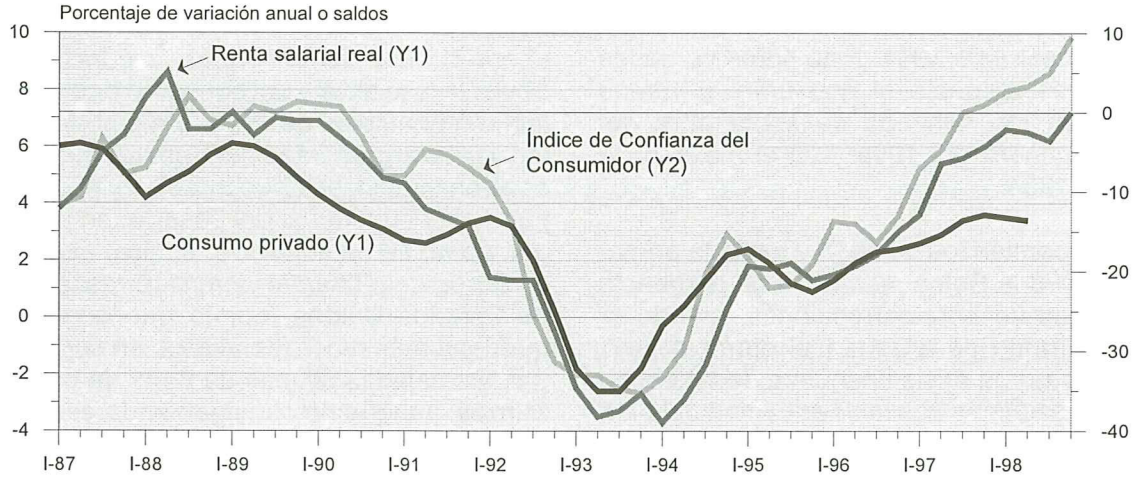
tarde. A partir de mediados de 1988, las tasas de variación interanual del índice bursátil se orientan a la baja, registrando un nuevo mínimo cíclico a finales del tercer trimestre de 1990, mientras el del consumo se retrasa hasta el segundo trimestre de 1991. Este adelanto de las cotizaciones respecto al consumo lo vemos también en los mínimos de septiembre del 1992 y de enero del 1995 y en el máximo de enero del 1994.

Desde comienzos de 1995 y hasta la primavera de 1998 la Bolsa mantuvo una tendencia alcista, aunque con correcciones, siendo la más importante de ellas la del otoño del 97, provocada por la crisis financiera desatada en los países asiáticos tras la devaluación del bath tailandés y por las expectativas de nuevas alzas de los tipos de interés en Estados Unidos. Ésta se superó al cambiar dichas expectativas y fundamentalmente por la afluencia de inversión provocada por los trasvases de carteras desde los países afectados por la crisis hacia mercados más seguros. Sin embargo, desde el pasado mes de abril y con un breve paréntesis en julio, las tasas de variación anual del Índice de la Bolsa de Madrid, al igual que las del resto de países occidentales, ha sufrido una nueva y profunda corrección que ha llevado la tasa de variación interanual desde un máximo del 88% en marzo a un 8,3% en septiembre. Parte de las pérdidas se han recuperado en octubre y noviembre, como consecuencia de las bajadas de tipos de interés llevadas a cabo en Estados Unidos y Europa, pero parece improbable que el nivel de las cotizaciones supere el máximo alcanzado en julio último y más aún que a partir de ahí continúe la escalada alcista iniciada en 1995. Por ello, las tasas de variación interanual volverán previsiblemente a orientarse a la baja, pudiendo convertirse en negativas a la altura de marzo o abril del próximo año. La razón fundamental de esta previsión es que la fase expansiva del ciclo de la economía norteamericana está tocando a su fin, lo que significa que los beneficios empresariales empiezan a orientarse a la baja y con ellos, las cotizaciones de las acciones. Obviamente, si la Bolsa americana se orienta a la baja, no cabe pensar que las europeas actúen en sentido contrario, por más que la previsiones económicas a este lado del Atlántico sean más optimistas. En este contexto, nuevas bajadas de tipos de interés pueden ayudar a hacer más suave el "aterrizaje", pero no serán capaces a corto plazo de invertir la tendencia económica fundamental.

Si dicho escenario se cumple y los índices bursátiles siguen adelantando como hasta ahora el ciclo del consumo, la conclusión es obvia: la fase alcista del consumo debería tocar techo a principios de 1999. Sin embargo, existen varios argumentos para prever que en esta ocasión el desfase entre la Bolsa y el consumo puede ser superior al del pasado: en primer lugar, como se ha señalado, el ciclo económico en Europa continental va más retrasado que el de Estados Unidos, por lo que en principio quedaría más recorrido al alza; en segundo lugar, las bajadas últimas de tipos de interés en Europa, aunque no consigan enderezar al alza las cotizaciones bursátiles, sí pueden actuar expansivamente sobre la demanda de consumo; por último, por lo que respecta a España, la bajada de la imposición sobre la renta de las familias aumentará desde comienzos de 1999 la renta disponible de éstas, lo que impulsará al alza al consumo.

Lo que también pone de manifiesto el gráfico núm. 1 es que en el corto plazo, es decir, a unos pocos meses vista no parece existir una correlación significativa entre las variaciones de las cotizaciones bursátiles y las del consumo, si bien es cierto que la metodología de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), que presenta los datos filtrados y suavizados de los movimientos erráticos o irregulares de cada periodo, no es la más propicia para detectar tales correlaciones. Es decir, como han puesto de manifiesto diversos estudios econométricos, el efecto riqueza derivado de variaciones en las cotizaciones apenas tiene incidencia en el comportamiento del consumo, incluso en Estados Unidos, donde el porcentaje del patrimonio de las familias invertido en renta variable es mucho más elevado que en Europa y mucho más que en España. Una posible explicación nos la brinda la propia teoría de la renta permanente: así como las familias no modifican al alza o a la baja su nivel de consumo ante variaciones de su renta cuando entienden que éstas son transitorias, también podrían obrar en el mismo sentido ante las fluctuaciones de la renta variable si entienden que las mismas son sólo cíclicas o irregulares y que no afectan, por tanto, a su riqueza a largo plazo. De hecho, si observamos la evolución del consumo en los últimos años podemos ver que ha mantenido

GRÁFICO NÚM. 2
CONSUMO PRIVADO, RENTA SALARIAL E ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Nota:Los datos del Índice de Confianza del Consumidor y de renta salarial para IV-98 son medias de octubre y noviembre.
Fuentes: Comisión UE, INE (CNTR) y elaboración propia.

una tendencia creciente, pero moderada, mientras el Índice General de la Bolsa de Madrid acumulaba ganancias del 240% entre marzo de 1995 y julio de 1998. Bien es verdad que el porcentaje de activos de las familias en renta variable en 1997 no suponía más que el 14,5% del total de activos financieros de las mismas. Lo que sí han provocado las subidas de la renta variable es una recomposición de las carteras, pues este porcentaje apenas suponía un 8,4% en 1995.

Tampoco parece verse afectada la confianza de los consumidores cuando se producen bruscas oscilaciones de los índices bursátiles, como puede observarse en el gráfico núm. 2. Es enormemente ilustrativo cómo ni la crisis de 1997 ni la de 1998 han producido la menor mella en el Indicador de Confianza de los Consumidores, que ha continuado su tendencia alcista hasta superar en los mese finales de 1998 los niveles alcanzados en el anterior ciclo. En realidad, cabe pensar que la confianza viene determinada fundamentalmente por la percepción de la economía en general y, muy particularmente, por la evolución del empleo y de las rentas salariales, variable también recogida en el gráfico núm. 2. La correlación entre estas variables y el consumo es muy alta, pues no en balde las remuneraciones de los asalariados son el componente de la renta disponible de las familias con el que el consumo guarda una correlación más estrecha. Por otra parte, a la vista de estos indicadores, cabría pensar que las estimaciones de la CNTR para el consumo privado se quedan cortas desde 1997, dada la brecha que se ha ido abriendo entre dichos indicadores (y otros no representados en el gráfico) y las estimaciones del consumo. En todo caso, lo que sí parece deducirse es que el consumo no ha alcanzado todavía el máximo en el actual ciclo y que la ligera desaceleración del mismo que ponían de manifiesto los últimos datos de la CNTR para el segundo trimestre de 1998 no ha tenido continuidad en la segunda parte del año.

NOTA

(1) Véase André, Nuño y Pérez García: *A Multifactor sector Model for the Stock Market: Evidence from Spain*, 1998.