

LA RENTA VARIABLE EN 1999

Rodolfo Bacaicoa Hernández(*)

Los mercados bursátiles internacionales vivieron un año marcado por el avance de los valores tecnológicos, que recogieron el entusiasmo sobre la evolución futura de sus negocios. Ello llevó a la práctica totalidad de las bolsas mundiales a cerrar el año con importantes avances, con la incorporación añadida del mercado japonés, que cerró su mejor año bursátil de la década, en una apuesta por la salida de la crisis económica que ha hundido a los principales sectores productivos del país. El *boom* de las compañías tecnológicas ha eclipsado sin embargo un dato a tener en cuenta: en la mayoría de los mercados internacionales, más del 50 por 100 de las empresas han cerrado 1999 con saldo negativo o con un avance insignificante, y tan sólo la escalada alcista de los valores tecnológicos ha permitido un cierre brillante. Y eso que un buen número de factores han jugado a favor de los mercados.

En primer lugar, las crisis internacionales de los dos años anteriores, con los países emergentes como damnificados, han dejado paso a una situación de bonanza económica generalizada de la que sólo han escapado países muy concretos, como Ecuador o Venezuela, e incluso aquellas naciones cuyas perspectivas a comienzos de año no resultaban nada halagüeñas han finalizado 1999 con revisiones al alza de sus indicadores económicos.

Estados Unidos ha ejercido una vez más como locomotora para el resto de economías mundiales, y el tan esperado *atterrizaje suave* de su economía ha debido dejar paso a uno de sus años más brillantes. La prolongación del crecimiento de la economía estadounidense, apoyada en gran medida en la fortaleza del consumo privado, ha creado un nuevo arquetipo, el de la "nueva economía". El presidente de la Reserva Federal norteamericana, Alan Greenspan, alude cada vez con más fuerza a la aplicación de nuevas tecnologías como factor

clave que posibilita el incremento de la productividad en las empresas, de modo que el aumento de las ganancias salariales y del consumo no llega a provocar incrementos de precios, recalentando la economía y haciendo necesario un fuerte tensionamiento de la política monetaria que ralentizaría el crecimiento del país. De este modo, aunque en la segunda parte del año tanto la autoridad monetaria estadounidense como el BCE y el Banco de Inglaterra hayan procedido a subir los tipos de interés de referencia, éstos se sitúan aún en los niveles previos a la crisis asiática del verano de 1998, si no inferiores.

Con los tipos de interés en niveles históricamente bajos –el 3 por 100 del Área Euro representa un mínimo para la mayor parte de sus integrantes, mientras el 5,5 por 100 con que cerró el año el Banco de Inglaterra supone el tipo de interés más bajo con el que el Reino Unido ha acabado un año en las dos últimas décadas–, no es de extrañar el fuerte aumento de los beneficios empresariales en la mayoría de los sectores productivos, lo que se ha trasladado a las encuestas de clima industrial de los principales países occidentales, que han ido mejorando la percepción futura de sus economías a lo largo del año.

En este contexto, la OCDE procedió, a finales de año, a revisar al alza el crecimiento económico para el periodo 1999–2001 de los 29 países miembros del organismo internacional, basándose especialmente en el aumento generalizado de la demanda interna. La OCDE elevó su previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de los países miembros hasta el 2,8 por 100, cuando en mayo consideraba que el crecimiento no superaría el 1,3 por 100. Con anterioridad, el FMI ya había revisado al alza, en su informe de perspectivas de septiembre, todas sus previsiones respecto a la economía mundial, apoyándose en la mayor fortaleza de

la economía estadounidense y en la magnífica reacción de los países emergentes asiáticos y latinoamericanos a las crisis financieras y cambiarias que se han sucedido en los últimos.

Precisamente, el año se inició con una fuerte turbulencia provocada por la devaluación del real brasileño, que amenazó con trasladarse al resto del continente sudamericano. El 13 de enero Brasil decidía abandonar su sistema de control de cambios ligado al dólar y dejaba fluctuar su moneda libremente, lo que llevó al real de cambiarse a 1,2 unidades frente al dólar a superar las 2 unidades. Uno de los países que más se vieron afectados fue España, por la fuerte apuesta de las primeras empresas del país en el considerado mercado natural. Se temió que el efecto contagio sobrepasara los límites de Latinoamérica, y que China se viera obligada a devaluar el yuan. Sin embargo, el gobierno chino logró soportar la presión de los mercados y finalmente supo reconducir la situación. El yuan finalizó 1999 cotizando frente al dólar igual que había iniciado el año.

Pero, sin duda alguna, el acontecimiento más destacado de 1999 en el ámbito financiero fue el nacimiento del euro como moneda común de los 11 países miembros de la Unión Monetaria. El euro inició su andadura en un clima de euforia y en los primeros días del año pasó de las 1,16 unidades por dólar a superar las 1,18. Sin embargo, la alegría duró poco. La constatación de la diferencia de ciclos económicos que vivían los países de la Unión Monetaria y Estados Unidos hizo retroceder al euro hasta la paridad, con la que se pasó luchando los últimos meses del año. Tampoco benefició a la moneda común el intervencionismo político de los dos países centrales de la Unión, Francia y Alemania, quienes intentaron, en los albores del año, presionar al BCE para que relajara aún más su política monetaria para beneficiar la creación de empleo. El tira y afloja entre el BCE y el ministro de finanzas alemán, Oskar Lafontaine, no contribuyó a fortalecer la imagen del organismo comunitario en su primer año de existencia como autoridad monetaria.

Una de las consecuencias de la aparición del euro ha sido la concentración de empresas, tanto en operaciones nacionales como entre compañías de diferentes países. El establecimiento de un mercado común de competencia, con una moneda común, hizo entender a multi-

tud de empresas de diversos sectores la necesidad de aumentar su tamaño, ya fuera como método defensivo o como forma de penetrar en nuevos mercados. El sector más activo en este ámbito en 1999 fue el de las telecomunicaciones, impulsado además por la liberalización de los mercados en la mayoría de los países comunitarios el 1 de enero de 1998. Un mercado que pocos años atrás se configuraba como el monopolio natural clásico, controlado por las compañías nacionales respectivas, veía la entrada de nuevos competidores en un momento en el que el crecimiento del negocio no tenía parangón con ninguna época pasada. La explosión del mercado de telefonía móvil sorprendió a todos los implicados y se convirtió en buena parte en el motor de las mayores operaciones, mientras Internet hacía surgir un sinnúmero de nuevas compañías cuya aparición en los mercados se convertía en un acontecimiento. El sector bancario también se vio sumido en una ola de fusiones y alianzas, en la mayor parte de los casos de carácter nacional, por las reticencias de los políticos en un sector considerado sumamente sensible. No sólo Europa vivió la fiebre de las fusiones. En Japón, el sector bancario vio en ellas la solución a la salida de la crisis en la que se había visto sumido el propio sistema bancario, por su excesiva presencia en el tejido industrial del país y la laxitud en la cobertura de los riesgos asumidos. También Estados Unidos fue testigo de un importante número de operaciones de concentración, con las empresas de telecomunicaciones como principales protagonistas. Los mercados emergentes, tanto de Asia como de Latinoamérica, a medida que las crisis económicas y cambiarias se iban alejando en el tiempo, recibieron la entrada de capitales provenientes de las primeras economías occidentales.

Uno de los focos de atención centrales durante 1999 fue el devenir del precio del crudo, que en los últimos años había visto caer su valor, contribuyendo de manera importante al control de la inflación. Sin embargo, en marzo los países de la OPEP acordaban unos recortes de producción de petróleo para impulsar su precio, que por aquel entonces llegaba a bajar por debajo de los 10 dólares el barril. En contra de lo sucedido en otras ocasiones, los recortes fueron respetados, y el precio del crudo se disparó hasta superar a finales de año los 27 dólares por barril, un nivel no alcanzado desde la Guerra del Golfo en 1991. En el conjunto del

año, el precio marcó un nivel medio de 18,03 dólares por barril tipo Brent, un 35 por 100 por encima de 1998. La escalada en el precio del crudo alivió la economía de los países productores, como México y Venezuela, y acabó alertando a los países occidentales. Francia y Alemania, que habían iniciado el año con el temor a caer en un periodo deflacionista semejante al vivido en Japón, vieron alejarse el peligro, pero otros países periféricos de la Unión Monetaria y Estados Unidos vivieron pendientes de las consecuencias de la subida del crudo en la inflación. Aunque los repuntes inflacionistas no han causado gran alerta en estas naciones, el BCE ha tenido que comprobar cómo seis de los países miembros de la Unión Monetaria acababan el año superando el nivel objetivo del 2 por 100 marcado por el organismo.

El repunte del precio del crudo vino acompañado por la recuperación del resto de materias primas, que en marzo se situaban en los niveles más bajos de la década. Desde entonces, el precio del aluminio y el cobre ha subido alrededor de un 30 por 100, mientras el zinc lo hacía en un 15 por 100 y el níquel ascendía un 55 por 100. La causa principal hay que buscarla una vez más en la recuperación de las economías asiáticas, que comenzaron a demandar mayor cantidad de materias primas, lo que se tradujo en un ascenso generalizado de las cotizaciones de las empresas siderometalúrgicas en todo el mundo.

El comportamiento de la deuda a largo plazo, con caídas en precio y repuntes de rentabilidad, vino marcado por la constatación de que la ralentización de la economía estadounidense tendría que esperar un año más, mientras los países del Área Euro salían airoso de una situación delicada. Los tipos de interés a 10 años ascendieron casi dos puntos porcentuales en EE.UU., cerrando el año por encima del 6,5 por 100, mientras en Alemania se pasaba de rozar una rentabilidad próxima al 3,5 por 100 a acabar el año con una rentabilidad superior al 5,3 por 100. A esta tendencia se sumó incluso Japón, aunque la rentabilidad de su deuda a largo plazo ande todavía por debajo del 2 por 100.

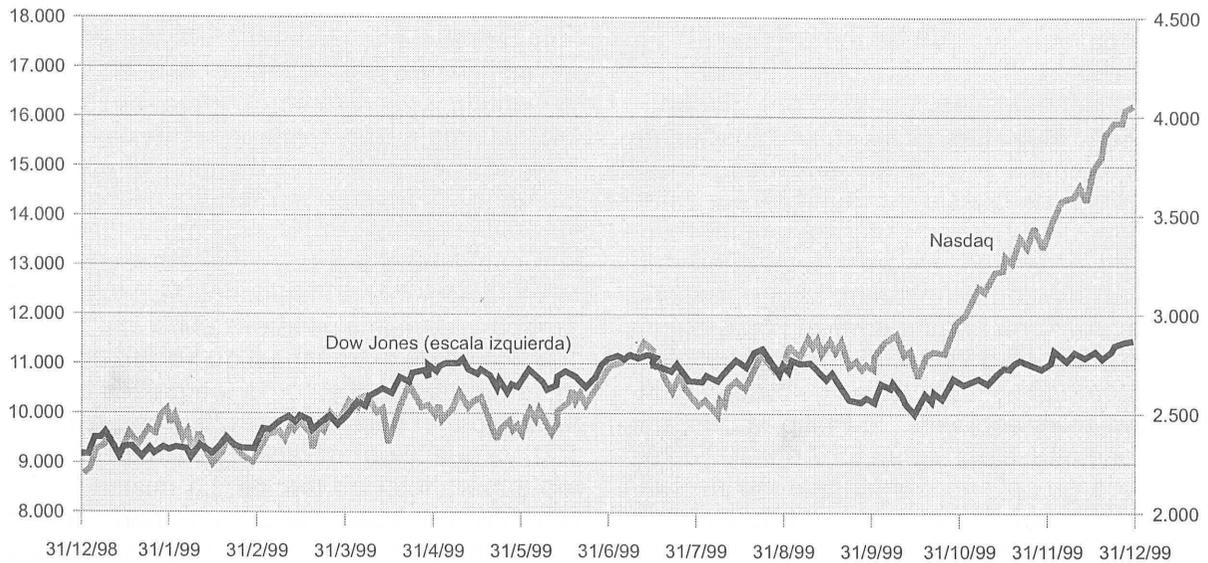
Otro de los hechos destacables de 1999 es el cambio producido en los propios mercados de valores. En primer lugar, la globalización de los mercados ha provocado la competencia

entre las propias bolsas para mantener e incrementar sus fuentes de ingresos. Éstas se han visto obligadas a diseñar su propia estrategia de crecimiento, con la certeza de que aquéllas que no logren aumentar su importancia en el contexto mundial verán cómo los usuarios se marchan a otras plazas que les ofrezcan mayor liquidez y menores costes de transacción. En este contexto, no es de extrañar que las bolsas hayan dejado de entenderse como meros sistemas de intercambio de acciones para convertirse en auténticas empresas privadas, con la necesidad de generar beneficios. De este modo, en los últimos meses hemos asistido al paso a manos privadas de diversos mercados bursátiles como el australiano, el sueco o el propio NASDAQ estadounidense. Otras muchas bolsas contemplan esta posibilidad, planteándose la salida a cotizar del propio mercado. En Europa, mientras tanto, el acuerdo alcanzado entre la Bolsa de Londres y la de Francfort para la creación de una plataforma de cotización común se veía respaldado por la incorporación el 4 de mayo de otros seis mercados europeos, entre ellos el español. El objetivo de la Alianza Europea de Bolsas, como se ha venido a denominar al proyecto, sería la implantación de un ámbito de contratación homogéneo en el que se negociarán en euros las acciones europeas de mayor liquidez, sin la pretensión de sustituir a los mercados nacionales. El primer paso para su entrada en funcionamiento está siendo la homogeneización de los horarios de negociación, para lo que ya se ha procedido a la ampliación de horarios en diversos países, incluida España.

ESTADOS UNIDOS

El año bursátil en Estados Unidos ha sido testigo de la explosión de los valores tecnológicos y de Internet, lo que ha permitido al índice Nasdaq Composite cerrar el año con un avance del 85,6 por 100, la mayor subida registrada por un índice general en el país en todo el siglo. Pero el verdadero despegue del Nasdaq se produjo en los últimos cuatro meses del año, impulsando el valor de las compañías tecnológicas en todo el mundo. El camino del índice Dow Jones fue bien distinto. Los cuatro primeros meses del año bastaron al índice industrial para pasar de los 9.100 puntos a superar la barrera de los 11.000. A partir de ahí, el temor al recalentamiento de la economía estadounidense y a subidas de tipos por parte de la Reserva

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES DOW JONES Y NASDAQ EN 1999



Federal marcó un camino lleno de altibajos, no recuperando la fortaleza inicial hasta los dos últimos meses del año. Buena parte de culpa en este *sprint* final lo tuvo el comportamiento de la inflación, que logró cerrar el año en el 2,7 por 100, con la inflación subyacente en el 1,9 por 100, uno de los niveles más bajos de las dos últimas décadas a pesar del comportamiento del precio del crudo. El saldo final reflejó un avance del 25,2 por 100, con una reducción de la volatilidad hasta niveles del 16 por 100, la menor de todos los principales índices mundiales.

La autoridad monetaria decidió elevar el nivel objetivo de los fondos federales en tres ocasiones a lo largo de 1999, hasta situarlos en el 5,5 por 100, nivel previo a la crisis asiática del año anterior. El endurecimiento de la política monetaria tuvo carácter preventivo, puesto que no llegaron a plasmarse las temidas tensiones inflacionistas, a pesar de la fortaleza de la economía estadounidense, que el próximo mes de febrero cumplirá nueve años de crecimiento continuo. A falta del tirón de las exportaciones, es el consumo privado el que sigue tirando de la economía norteamericana, cuyo principal talón de Aquiles sigue siendo el déficit comercial, que a lo largo del año fue marcando nuevos récords históricos. Las ventas minoristas –sin incluir automóviles– concluyeron 1999 con un incremento del 8,9 por 100, máximo del actual ciclo eco-

nómico. Una de las causas fundamentales habría que buscarlas en la fuerte creación de empleo de los últimos años, que permitió cerrar el año con una tasa de paro del 4,1 por 100.

En el ámbito empresarial, las fusiones y adquisiciones vivieron su punto culminante entre las compañías de telecomunicaciones. Entre ellas destacó el anuncio de compra de Sprint, tercer operador nacional de larga distancia, por parte de MCI WorldCom, segundo en el mismo escalafón, creando un gigante que se hacía con el 30 por 100 del mercado nacional amenazando la supremacía de ATT. La compra de Sprint –y su filial de móviles Sprint PCS–, se convirtió en la mayor operación empresarial de la historia, con un valor de 20 billones de pesetas. En el mercado de las telecomunicaciones, también destacaron las operaciones de compra de Ameritech por parte de SBC Communications y las adquisiciones de ATT en el negocio del cable. Otro sector en ebullición fue el del aluminio. Los valores cíclicos aprovecharon la recuperación económica mundial para apostar por la concentración empresarial. En julio se anunció el acuerdo de fusión entre la canadiense Alcan, la francesa Pechiney y la suiza Algroup, que las convertía en el mayor fabricante de aluminio del mundo. La reacción de la estadounidense Alcoa, primer fabricante hasta el momento, fue inmediata, realizando una oferta

de compra por Reynolds que la volvían a situar en el primer puesto mundial. La recuperación económica de los países asiáticos permitió a Alcoa liderar el ránking de revalorizaciones del Dow Jones, con una subida del 115 por 100.

El año también vino marcado por dos decisiones judiciales. Las compañías tabaqueras se vieron afectadas por la decisión de un tribunal de Miami de considerar culpables a éstas compañías de múltiples enfermedades provocadas por el tabaco, en una demanda interpuesta por cientos de miles de fumadores que podría acabar con una indemnización próxima al medio billón de dólares. El fallo judicial afectó a las compañías tabaqueras de todo el mundo y llevó a las acciones de Philip Morris, primera fabricante, a perder un 55,7 por 100 de su valor a lo largo del año, convirtiéndose en el valor con peor comportamiento del índice Dow Jones. Por su parte, Microsoft tuvo que ver cómo un veredicto judicial le acusaba de ejercer prácticas monopolistas y proclamaba la necesidad de dividir la compañía para permitir la libre competencia, aunque todavía está por ver el final de la historia. Sin embargo, los excelentes resultados de la compañía y la fiebre en el sector permitieron a Microsoft acabar el año con un ascenso del 70 por 100, tras doblar su valor en 1998. Esta circunstancia llevó a Microsoft a consolidarse como la primera compañía mundial por capitalización bursátil, por delante de General Electric, con 100 billones de pesetas. Pero sin duda la estrella del año fue Qualcomm, compañía que fabrica circuitos integrados, teléfonos móviles y desarrolla sistemas informáticos de gestión, que vio multiplicarse su valor por 24. Este tipo de comportamientos fue utilizado por Greenspan para ratificarse en su idea de que el mercado se halla envuelto en una peligrosa burbuja especulativa que no tiene su base en los resultados de las compañías.

El índice industrial Dow Jones tuvo que ceder ante la evidencia de la cada vez mayor importancia que las empresas tecnológicas tienen en la economía actual, y daba un paso importante al incluir, a partir de noviembre, a compañías como Intel, SBC Communications o la propia Microsoft.

UNIÓN EUROPEA

Las bolsas europeas vivieron el primer año de la moneda común con gran euforia, motiva-

da en gran parte por un número importante de fusiones empresariales de un tamaño no visto hasta el momento y el ímpetu de los valores tecnológicos y de telecomunicaciones. Las compañías de telecomunicaciones se apoyaron en la fiebre provocada por la telefonía móvil y el crecimiento de Internet para mostrar revalorizaciones sorprendentes. Entre las compañías de mayor tamaño destacó el comportamiento de Nokia, primer fabricante de móviles mundial, que acabó el año como la primera compañía europea por capitalización –superando a Deutsche Telekom y la petrolera BP Amoco–, con una revalorización del 245 por 100. No es de extrañar así que el índice con un mejor comportamiento de los países occidentales fuera el finlandés Hex20, con un 189 por 100, ya que la ponderación de Nokia en el mismo supera los dos tercios. La misma explicación hay que buscar al extraordinario comportamiento del índice sueco OMX, con una revalorización del 71 por 100, impulsado por otra compañía fabricante de móviles, Ericsson. También fue un buen año para las empresas petroleras, favorecidas por el repunte de precios del barril de crudo y la concentración de compañías.

Sin embargo, la evolución de los principales mercados de renta variable europeos siguió una trayectoria similar al índice norteamericano Nasdaq, llegando en varios casos a situarse en octubre a precios inferiores a los de comienzo de año, y no fue hasta los dos últimos meses de 1999 cuando se desató la euforia compradora.

Destaca asimismo el comportamiento de la Bolsa helena, con una subida del 102 por 100, tras el avance del 85 por 100 de 1998. La explicación hay que buscarla en el buen comportamiento de su economía y el saneamiento de sus finanzas, que le permitirán, previsiblemente, incorporarse a la Unión Monetaria el 1 de enero de 2001, incluso un año antes de la proyectada primera revisión. Con el déficit público por debajo del 3 por 100 solicitado para su admisión entre los países del Área Euro y la reducción de la deuda pública a niveles inferiores a los de Bélgica e Italia, el escollo principal pudiera venir por el tipo de interés griego, todavía en niveles muy superiores al marcado por el BCE. Tampoco cumple Grecia el requisito de inflación, pero sus niveles actuales se sitúan por debajo de países como España e Irlanda.

La volatilidad de los principales mercados europeos se situó en torno al 20 por 100, cifra muy similar a la de la Bolsa japonesa, aunque superior a la de los índices estadounidenses Dow Jones y Standard & Poors 500.

ESPAÑA

Tras la euforia inicial provocada por el nacimiento exitoso del euro como moneda común, la Bolsa española se movió lateralmente, con el índice selectivo Ibex-35 entre los 9.500 y los 10.500 hasta el mes de noviembre en el que las cotizaciones de las empresas tecnológicas se disparó, empujando al índice a superar los 11.000 y cerrar el año con un avance del 18,35 por 100.

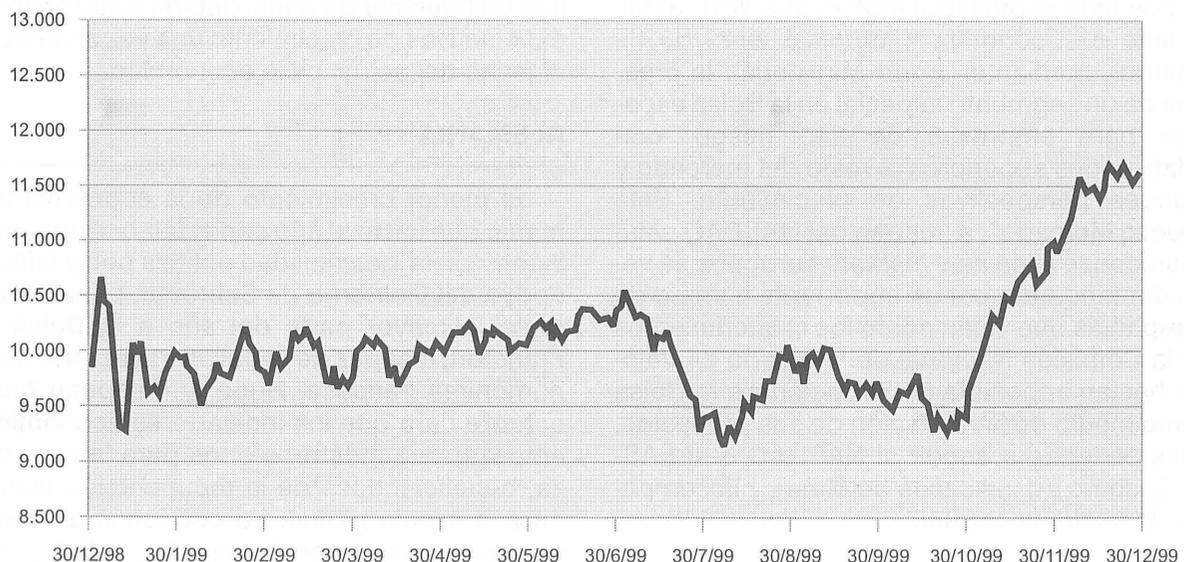
La presencia de las compañías españolas en Latinoamérica fue un factor que en nada las benefició al comienzo del año, cuando la devaluación del real brasileño y las posibilidades de contagio al resto de países de la zona provocaron importantes retrocesos. Sin embargo, compañías como Endesa y Repsol redoblaron su apuesta por la región lanzándose a la adquisición de la eléctrica chilena Enersis –tras un duro proceso en el que se mezclaron cuestiones políticas– y la petrolera argentina YPF respectivamente. La compra de YPF permitió a Repsol –a partir de entonces Repsol–YPF– convertirse en la novena compañía mundial del

sector, incorporar una importante capacidad extractora y beneficiarse así de la escalada del precio del crudo.

Una de las principales novedades del mercado español la constituyó la puesta en marcha el 1 de diciembre del primer mercado en euros para compañías Latinoamericanas, el Latibex. Éste se ha marcado como objetivo el integrar cerca de 50 de las principales compañías de la región, con una capitalización próxima a los 200.000 millones de euros, aunque en un primer momento cuenta tan sólo con cinco empresas, tres de ellas filiales de las entidades españolas BBV y BSCH. El primer mes de negociación se caracterizó por los bajos volúmenes de contratación, cerrando el año prácticamente en los mismos niveles iniciales.

Fue 1999 un año paradójico, con la mayoría de los valores en números rojos, mientras unas pocas empresas veían subir su cotización de manera espectacular. El avance del mercado de renta variable español se cimentó en la revalorización de Telefónica, que dobló su valor en el año impulsada por el comportamiento del resto del sector en Europa y la favorable evolución de sus filiales que comenzaron a cotizar, TPI y Terra. Destacó igualmente el sector bancario, especialmente el BSCH, que recibió el respaldo de los inversores a su fusión y a su estrategia futura, y Bankinter, con un *rally* final

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL IBEX-35 EN 1999



tras solicitar una ficha bancaria para la creación de un banco independiente que desarrollará su actividad exclusivamente por Internet.

Y es que fueron el negocio en la Red y los medios de comunicación los que provocaron las mayores subidas del año. Durante 1999 se incorporaron al parqué bursátil compañías de sectores punteros e innovadores que con anterioridad no tenían representación en España. En el sector de la publicidad, hizo su debut bursátil TPI, filial de Telefónica cuyo principal negocio son las páginas amarillas, que acabó el año con una revalorización del 224 por 100 por las expectativas de crecimiento de su negocio a través de Internet. Del mismo modo, subían de forma espectacular Sogecable –primera representante de los medios de comunicación en cotizar en Bolsa– y Amadeus, sociedad participada por Iberia cuyo negocio se centra en la venta de viajes a través de Internet. A comienzos de año la compañía que desató la euforia fue Zeltia (con un avance anual del 183 por 100), debido al cada vez más probable éxito del medicamento anticancerígeno desarrollado por su filial Pharma Mar, que podría multiplicar sus resultados. Pero sin duda la estrella del año fue Terra, filial de Internet de Telefónica, cuyo primer mes y medio de cotización –salió al mercado el 17 de noviembre– rompió todos los moldes y obligó a la Bolsa a eliminar en diversas ocasiones los límites máximos de fluctuación del 15 por 100 para no estrangular la cotización de la compañía, que finalizó el año con una revalorización del 361 por 100.

Fue éste el principal motivo que llevó al Ministerio de Economía a impulsar el 29 de diciembre, mediante Orden Ministerial, la creación de un segmento especial en la Bolsa española para empresas de alto riesgo, con volatilidades superiores al resto del mercado y grandes perspectivas de crecimiento. Este “Nuevo Mercado”, a imagen del NASDAQ estadounidense y los *new markets* europeos se venía demandando por un importante número de compañías que veían cómo los requerimientos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores hacían imposible la utilización de la Bolsa como medio de financiación de sus proyectos, o les obligaba a acudir al NASDAQ o al EASDAQ, como en los casos de Meta4 y la compañía de telefonía Jazztel.

En la industria básica destacó el buen com-

portamiento de las compañías siderometalúrgicas, con Acerinox, Aceralia y Asturiana del Zinc a la cabeza, que dejaron atrás varios años de penuria gracias al aumento del precio de las materias primas.

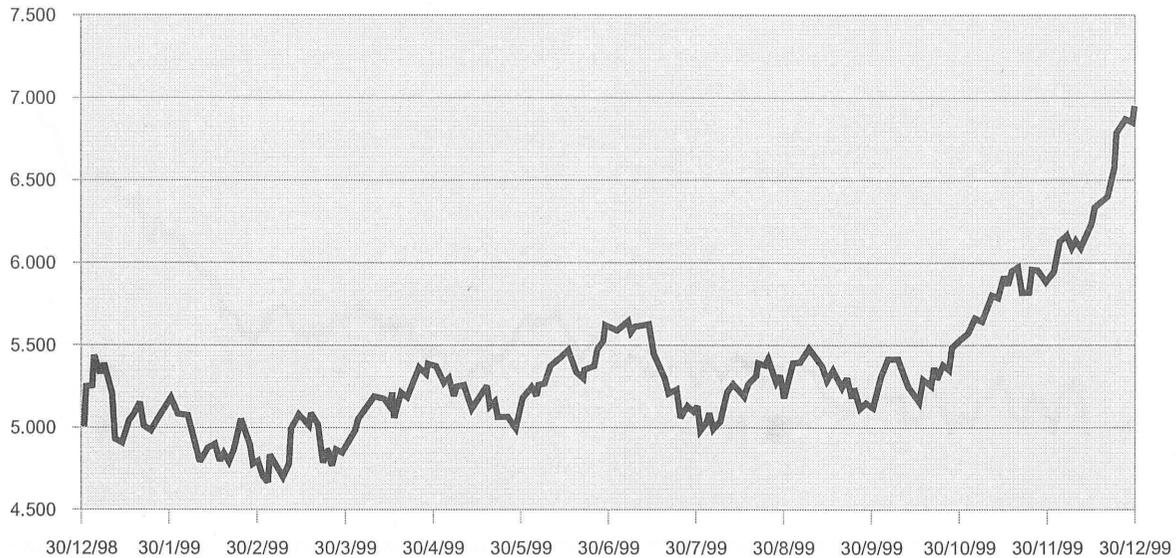
El sector eléctrico estuvo sin embargo en el lado opuesto, con pérdidas generalizadas de las que tan sólo escapó Unión Fenosa. Cuatro son los factores claves que han provocado el mal comportamiento del sector. En primer lugar, la incertidumbre acerca de las ayudas del Gobierno español a través de los polémicos CTC, valorados en un billón de pesetas, que la Comisión Europea no ha aprobado, retrasando su negociación durante meses. En segundo término, no debemos olvidar las consecuencias que el aumento de la rentabilidad de la deuda pública tiene sobre el sector, debido al fuerte endeudamiento que soporta. El intervencionismo del gobierno a la hora de fijar recortes de tarifas como medio para luchar contra la inflación, perjudica a las compañías eléctricas, que ven sus resultados recortados por una mera decisión política. Por último, tampoco 1999 resultó un año benigno para la producción hidroeléctrica debido a la falta de lluvias, encareciendo la generación de energía. El comportamiento de Unión Fenosa hay que enmarcarlo dentro del ámbito de las telecomunicaciones, por su presencia en Retevisión y Amena, y a los rumores de final de año sobre una posible OPA por parte de Endesa.

El peor sector del año bursátil ha sido el de la construcción, con una caída del 31 por 100, tras un buen par de años, debido a las menores expectativas de crecimiento una vez alcanzado el techo del actual ciclo económico.

ALEMANIA

El menor crecimiento de la economía alemana, que inició el año con el temor a una recesión y con la inestabilidad política por la falta de apoyo del Gobierno de Schröder, penalizó durante la mayor parte del año a la Bolsa de Francfort, incapaz de seguir la trayectoria de su homónima francesa. Hubo que esperar hasta octubre para que los indicadores económicos empezaran a mostrar signos para la esperanza, beneficiándose de la recuperación económica a escala global. La economía alemana, muy concentrada en bienes de capital y muy sensible a los ciclos económicos, comenzó a

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DAX FLOOR EN 1999



despegar, lo que llevó a una mejoría de la confianza empresarial e impulsó al mercado de renta variable. Alemania logró cerrar el año con una tasa de paro del 10,2 por 100, mínimo desde abril de 1996, tras iniciar el año con ascensos que llevaron al ministro de Economía a solicitar al BCE una bajada de tipos para reactivar su maltrecha economía. Con todo, Alemania ha acabado 1999 con un incremento del PIB –según datos provisionales– del 1,4 por 100, el menor de la Unión Europea junto a Italia. En este contexto, las subidas se volvieron a apoyar en los sectores bancario, de telecomunicaciones y tecnológico.

El proceso de fusiones en Alemania tuvo una menor relevancia, siendo las dos operaciones más importantes las compras por parte de Mannesmann y Deutsche Telekom de Orange y One2One, tercer y cuarto operador de móviles del Reino Unido. Fue precisamente la adquisición de Orange por parte Mannesmann la que provocó que la británica Vodafone AirTouch decidiera realizar una oferta por la compañía alemana, en la que se convertiría en la mayor operación hostil de la historia. La Bolsa de Francfort, en una decisión histórica, decidió limitar el peso de Deutsche Telekom en el índice selectivo Dax al 15 por 100, debido al bajo *free-float* de sus acciones, en su mayoría en manos públicas.

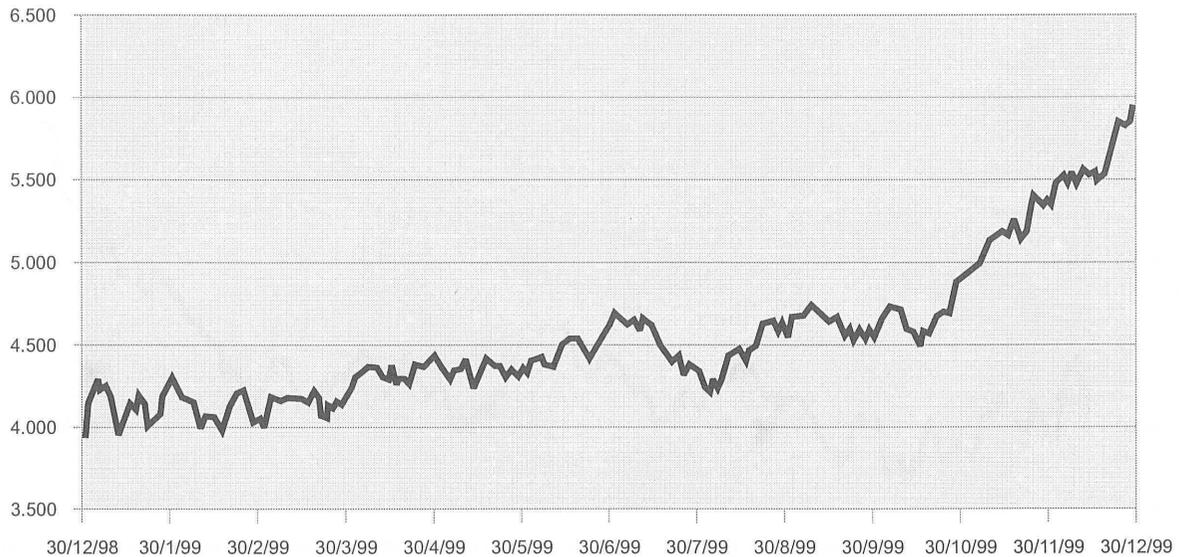
En el sector bancario destacó el avance del Deutsche Bank, que ya había realizado sus deberes en 1998 con la compra del banco de inversiones estadounidense Bankers Trust. Durante el año, se barajó la posibilidad de una fusión entre el Deutsche Bank, que se había convertido en el primer banco mundial por activos, y el Dresdner Bank, aunque las negociaciones no llegaron a fructificar. Sin embargo, los rumores en torno a esta entidad, a la que también se vincula con el HypoVereinsbank y el francés Société Générale, impulsaron el valor de sus acciones por encima del 50 por 100.

La noticia que conmocionó definitivamente a los mercados fue el anuncio por parte del gobierno alemán de un paquete de medidas fiscales, entre las que se incluiría la reducción del impuesto de sociedades del 40 al 25 por 100 y la exención de tributación de las plusvalías por la venta de participaciones en otras compañías, que hasta el momento se gravaban con un 50 por 100. Los principales beneficiados serían los bancos y la aseguradora Allianz, que posee la mayor cartera industrial del país.

FRANCIA

El mayor crecimiento de la economía francesa, que dobla el de Alemania, con un mantenimiento de los precios al consumo en diciem-

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL CAC-40 EN 1999



bre en tasas del 1,2 por 100, ha permitido la mejora de la productividad de las empresas francesas, convirtiendo al país galo en el motor de la economía comunitaria. Aunque el consumo doméstico ha venido reduciendo su tasa de crecimiento, la recuperación del sector exterior y la de la producción industrial han propiciado asimismo una disminución del paro en un punto porcentual, hasta situarse por debajo del 11 por 100, mínimo de los últimos siete años. Todo ello ha contribuido a la mejora de las expectativas económicas en el país, convirtiendo al mercado parisino en la estrella de las bolsas del Área Euro, tras avanzar un 51 por 100 en su índice Cac-40 durante el año 1999. Con tal progresión, la Bolsa de París lograba encaramarse al primer puesto en la Unión Monetaria por capitalización del mercado y por volumen de contratación, superando a Francfort.

Un factor clave que propició que París se convirtiera en el centro de atención fue la ola de anuncios de fusiones en los más diversos sectores. El mundo financiero se convulsionó cuando BNP lanzó una doble oferta pública de adquisición sobre las entidades Société Générale y Paribas, que acababan de anunciar un acuerdo para fusionarse. La oferta de BNP, respaldada por el gobierno francés, suponía sobrepasar al Deutsche Bank por activos y convertirse en la primera entidad financiera mun-

dial. Sin embargo, tras varios meses de disputas, BNP sólo pudo hacerse con el control de Paribas y tuvo que abandonar su intento de hacerse con Société Générale, la entidad más deseada por BNP, que permanecía independiente. Los que ganaron con todo la historia fueron los accionistas de las entidades, que disfrutaron de las altas revalorizaciones de sus títulos. Otra guerra de similares características se produjo entre Elf Aquitaine y TotalFina, que lanzaron sendas OPA para hacerse con el control de la otra compañía petrolera. Finalmente, los directivos de Elf aceptaron la oferta de la compañía franco-belga, formando uno de los grupos petroleros más poderosos a nivel mundial.

Tampoco el sector de la distribución fue ajeno a estos movimientos de concentración y originó la fusión entre Carrefour y Promodès, propietarias de Pryca y Continente respectivamente, en un movimiento de carácter defensivo ante la amenaza de la entrada de la compañía estadounidense Wal-Mart en el mercado francés. Las acciones de las dos compañías fusionadas avanzaron de forma notable, con una subida del 70,8 por 100 en el caso de la opante Carrefour. El resto del sector también se benefició del acuerdo y logró unos avances que no se trasladaron a las empresas del sector en el resto de Europa.

El sector tecnológico, una vez más, brilló con luz propia entre rumores de posibles ofertas de compra por parte de grupos extranjeros. La estrella fue la fabricante de semiconductores ST Microelectronics, con una subida del 340 por 100, seguida por el conglomerado de construcción y telecomunicaciones Bouygues, debido al interés que su división de telefonía móvil suscita entre los grandes del sector, y su participación en el canal de televisión TF1. France Télécom logró acabar el año con una revalorización del 94 por 100, a pesar del golpe que supuso su intento fallido de comprar E-Plus, tercer operador de móviles de Alemania, que finalmente cayó en las manos de la holandesa KPN.

REINO UNIDO

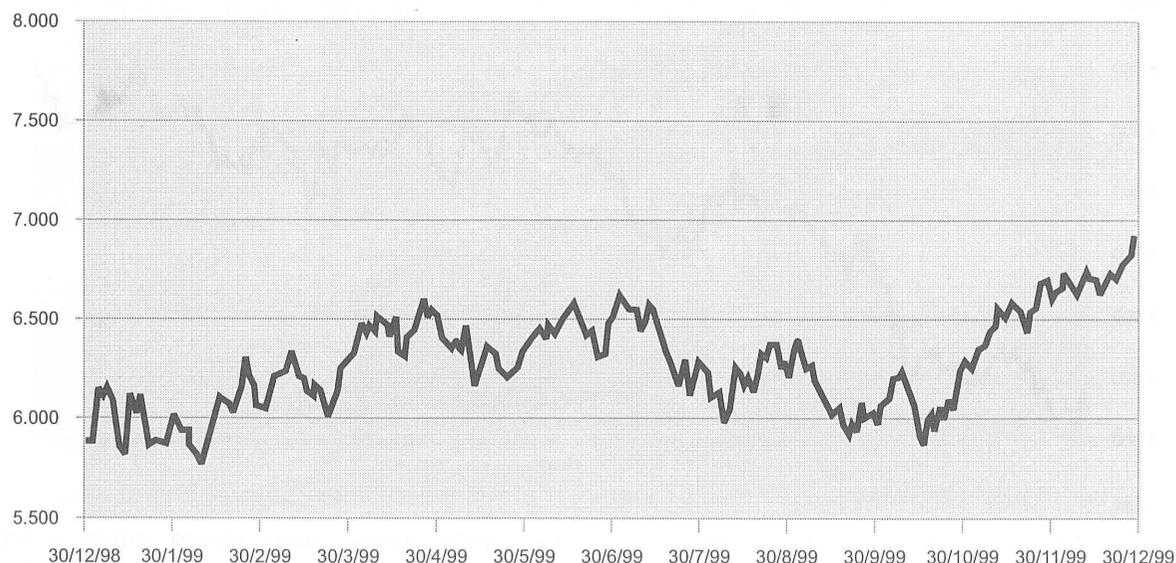
Los movimientos de tipos de interés por parte del Banco de Inglaterra fueron el centro de atención durante todo el ejercicio de 1999. Tras cuatro bajadas en el primer semestre del año que situaron el tipo de referencia en el 5 por 100, mínimo en veinte años, la autoridad monetaria británica vio la necesidad de echar marcha atrás y subirlo de forma consecutiva, en septiembre y noviembre, 25 puntos básicos. Estas subidas, consideradas de carácter preventivo ante la ausencia de un riesgo inminente de repuntes de inflación, encontraron su explicación en el comportamiento del mercado de

trabajo. La reducción de la tasa de paro al 4 por 100 en diciembre, nuevo mínimo de las dos últimas décadas, no se convertía en una cifra para la alegría, ya que la falta de mano de obra puede provocar un tensionamiento del mercado laboral y llevar a subidas de los salarios por encima de lo deseable. La recuperación de la economía británica se fue plasmando a lo largo del año, con varias revisiones al alza del crecimiento del PIB nacional, que finalmente se cree haya acabado en el 2 por 100.

Un factor que no benefició el comportamiento de la Bolsa londinense fue la fortaleza de la libra frente al euro, con la consiguiente pérdida de competitividad de sus productos frente a los de Francia o Alemania, principales socios comerciales del Reino Unido. Sin embargo, el perjuicio no fue tan grave y el consumo privado se convirtió durante el año en el impulsor del resto de la economía, lo que provocó un ensanchamiento del déficit comercial.

Aparte de las compañías de telecomunicaciones, especialmente los operadores de móviles Orange y Vodafone AirTouch, las grandes ganadoras del año fueron las petroleras británicas, con BP Amoco –actualmente en proceso de fusión con la norteamericana Atlantic Richfield– a la cabeza. Pero fue precisamente Vodafone la compañía más activa en el mercado. Tras anunciar a principios de año la fusión con

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE FOOTSE 100 EN 1999



la norteamericana AirTouch, se convirtió en la mayor compañía del sector en el mundo. No satisfecha con ello, y tras varias compras de menor calado, la compañía británica se ha enfrascado en la adquisición del grupo de ingeniería y telecomunicaciones alemán Mannesmann, para lo que se ha enfrentado a los dirigentes de la compañía, a las autoridades alemanas y a los propios sindicatos de los trabajadores. Por si la operación alemana no resultara suficientemente complicada se ha enfrascado al mismo tiempo en una guerra con British Telecom para hacerse con el control de la compañía española Airtel.

JAPÓN

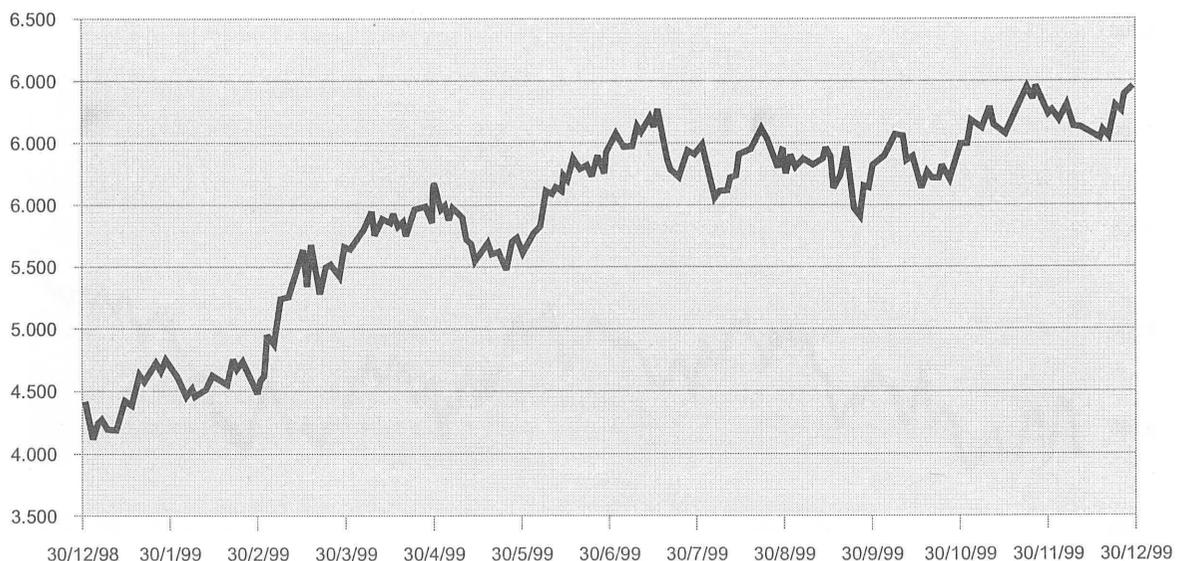
La Bolsa de Tokio siguió una trayectoria distinta al resto de los principales mercados mundiales. Fue en los primeros meses del año cuando se produjeron los mayores subidas de su índice Nikkei, beneficiado por la entrada de capital extranjero ante la posibilidad de que Japón reinicie un nuevo ciclo económico expansivo, sobre el que todavía se ciernen ciertas dudas. Tras la fuerte crisis de 1998, con una caída del PIB del 2,5 por 100, la mejoría del sector exterior ha llevado a una recuperación de la producción industrial en el segundo semestre del año que, sin embargo, no se ve respaldada por un mejor tono del consumo privado, que prosi-

gue con la atonía que provoca la actual situación de deflación en el país.

Sin embargo, la brillantez del inicio de 1999 no tuvo continuidad en el tiempo, y el índice Nikkei se movió de forma paralela, ante la lentitud de la recuperación nipona y el temor a que la fuerte apreciación del yen tanto frente al dólar como frente al euro, perjudicase los intereses de las compañías exportadoras. El gobierno japonés intentó reactivar la economía tirando del gasto público—lo que le llevará probablemente a presentar un déficit presupuestario del 6 por 100— con diversos paquetes de medidas. El sistema financiero japonés también recibió el apoyo de las autoridades, tras su reciente colapso, y comenzó a ver la luz llevado por el anuncio de la fusión de las entidades Dai-Ichi Kangyo, Industrial Bank of Japan y Fuji en agosto. El acuerdo fue saludado con grandes ganancias por los inversores, y el resto de entidades se movieron con celeridad, produciéndose un efecto dominó en el sector, con nuevas fusiones al finalizar el año.

Para detener la escalada del yen, el Banco de Japón decidió intervenir en una docena de ocasiones en los mercados de divisas vendiendo su propia moneda, pero se vio en la mayor parte de las ocasiones impotente y tuvo que acabar cediendo ante la presión y aceptar la situación.

GRÁFICO 6
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE NIKKEI 225 EN 1999



La fiebre tecnológica llegó también al mercado japonés, que vio como las compañías de telecomunicaciones y de Internet multiplicaban su valor. Otras compañías del sector como Sony lograban cerrar el año con un avance del 268 por 100 y marcando nuevos máximos históricos gracias al comportamiento final del NASDAQ estadounidense.

PAÍSES EMERGENTES

Latinoamérica.

El año 1999, que se inició con la devaluación del real brasileño y el temor a una nueva crisis que arrastrara al resto del continente, acabó con importantes ganancias en los principales mercados de renta variable. Otro foco de inestabilidad provenía de la celebración de elecciones presidenciales en la mayoría de los países de la región y la situación política chilena provocada por la detención en el Reino Unido del ex-presidente Pinochet. Sin embargo, la sangre no llegó al río y, bajo la supervisión del Fondo Monetario Internacional, Brasil llevó a cabo una serie de reformas económicas y fiscales que le permitieron recibir grandes sumas del FMI y salir de la crisis con mayor rapidez de la esperada. Paradójicamente, el mayor país sudamericano acabó el año con un crecimiento positivo del PIB cuando a comienzos de año se barajaba la posibilidad de que la contracción de la economía llegase a ser hasta del 3 por 100. Igualmente positivo ha resultado el comportamiento de la inflación, que se temía se disparase debido a las importaciones, y sin embargo se cree que acabe el año entre el 8 por 100 y el 9 por 100. La mejoría de la economía se tradujo en un avance del 152 por 100 del índice Bovespa de la Bolsa de Sao Paulo, cerrando el año con un nuevo máximo histórico.

Quizás el país más afectado por la devaluación de la moneda brasileña fuera Argentina. La pérdida repentina de competitividad de sus productos no podía ser contrarrestada por una devaluación de la moneda propia, debido al sistema cambiario argentino que ancla la cotización del peso a la moneda estadounidense. Tras un periodo de incertidumbre, Argentina pudo mantener la paridad de su moneda frente al dólar, pero se vio forzada a pedir una revisión de los acuerdos comerciales existentes en el marco de Mercosur. Todo ello ha provocado que la econo-

mía argentina haya sufrido una contracción en 1999 en torno al 3,2 por 100, que ha impedido que el avance del índice Merval superara el 28 por 100, colocándose todavía lejos de las cotas alcanzadas antes de la primera crisis de 1997.

México, sin embargo, vivió la situación económica del resto de Latinoamérica con menor preocupación, al depender en mucha mayor medida de su vecino del Norte. El crecimiento del PIB, aun siendo menor que en el año precedente, se cifró en torno al 3,4 por 100, estimándose para el año 2000 en un 4,3 por 100. De este modo, la Bolsa de México estuvo entre las mejores del mundo, con una subida del 80 por 100 y una volatilidad del 30 por 100.

En el resto de la región, destaca el mal comportamiento de las bolsas de Colombia y Ecuador, que padece la peor crisis de los últimos setenta años, con una caída del PIB del 6,6 por 100 e hiperinflación.

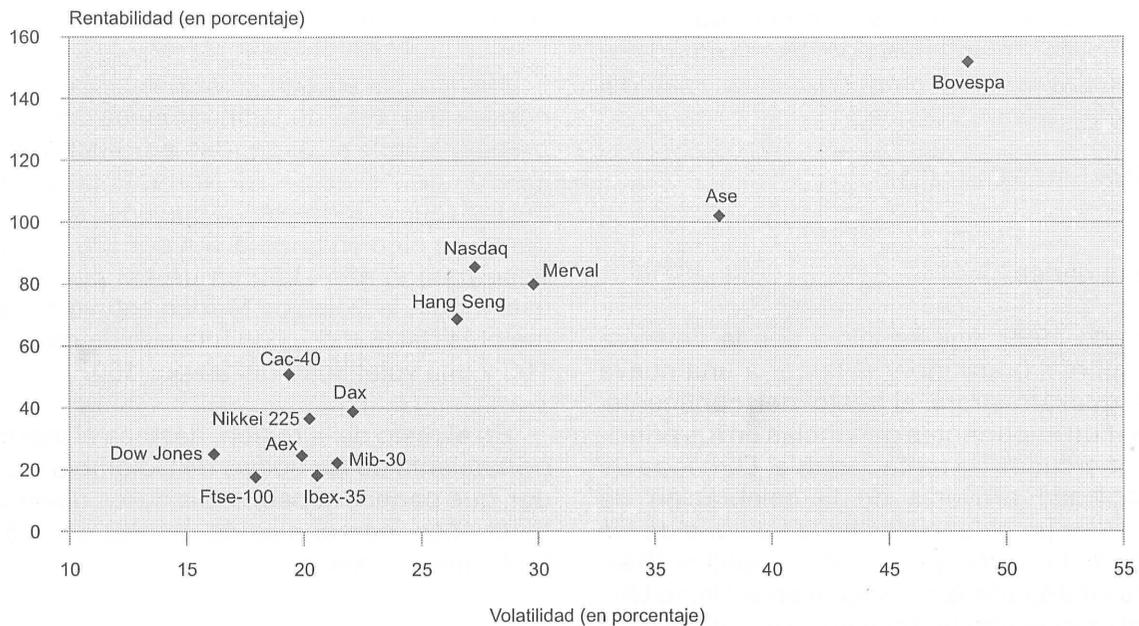
Sudeste asiático.

La estrella del Sudeste asiático fue sin duda Corea, con una revalorización del 100 por 100, prosiguiendo la senda alcista iniciada en el último trimestre de 1998, en el que su índice Kospi subió un 83 por 100. La causa hay que buscarla en la espectacular recuperación de su economía, que se cree habrá cerrado el año con un crecimiento del 9 por 100. Los primeros signos de reactivación impulsaron la entrada de capital extranjero, que se ha convertido en el verdadero motor de la Bolsa coreana. Y todo ello a pesar de los problemas financieros que acechan al gigante Daewoo, primer grupo industrial del país.

El segundo mayor mercado de la zona tras Japón, la antigua colonia británica Hong Kong, ha cerrado 1999 con un avance del 68,8 por 100 de su índice Hang Seng. Buena parte de la culpa la tuvo la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio, lo que beneficiará de modo extraordinario a las empresas de Hong Kong.

En el resto de la región, destacan los avances de Singapur y Yakarta, una vez que se va consolidando el proceso democratizador en Indonesia. Taiwan logró superar el drama del terremoto vivido en el verano y cerró el año con una subida del 31,6 por 100.

GRÁFICO 7
RELACIÓN RENTABILIDAD/VOLATILIDAD DE LAS BOLSAS EN 1999. (EN MONEDA LOCAL)



Este de Europa.

Tras un nefasto 1998, los principales mercados de renta variable del Este de Europa saldaron el último año con un notable comportamiento. De todos ellos, la subida más espectacular fue la de la Bolsa de Moscú, cuyo índice RTSI, calculado en dólares, se revalorizó un 197 por 100. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el año anterior la caída había sido del 85 por 100, por lo que todavía se halla a la mitad de valor del precio de cierre de 1997. Los países que recibieron el respaldo de la Unión Europea, convirtiéndose en candidatos para una próxima entrada en el Club de los Quince, lograron plasmarlo con significativos avances. La Bolsa de Varsovia se anotó un 46 por 100 de subida, mientras el mercado húngaro cerraba con un avance del 40 por 100. La Bolsa de Praga sufrió el lastre de la economía checa, que, con un incremento interanual del PIB en el tercer trimestre del 0,8 por 100, se sitúa claramente por detrás de Hungría y Polonia. Aún así, el 24 por 100 de subida del mercado no es nada despreciable.

PREVISIONES PARA EL AÑO 2000

Una vez dejados atrás los temores por el efecto 2000, que no provocó ningún problema

de gravedad, el año recién iniciado se presenta con optimismo en los mercados de renta variable. Sin duda, habrá que estar atentos a la intensidad de las subidas de tipos de interés en Europa y Estados Unidos, donde previsiblemente la Reserva Federal anuncie la primera medida del año en este sentido el 2 de febrero. Sin embargo, la rentabilidad de la deuda a largo plazo no debiera ir más allá de sus niveles actuales, asumiendo que un 7 por 100 para el T-Bond norteamericano a 10 años es un límite que no debe superarse. De no ser así, la situación podría complicarse.

En el escenario más probable, con subidas de tipos a corto entre medio y un punto porcentual, y estabilidad de las rentabilidades de la deuda a largo plazo, las principales bolsas mundiales deberían continuar con las ganancias de los últimos años. La inflación no parece que vaya a convertirse en un problema para las economías occidentales, toda vez que el precio del crudo difícilmente seguirá su escalada.

Lo que sí parece seguro es que los valores tecnológicos seguirán con el protagonismo de 1999. El comportamiento de las compañías de Internet no mostrará una senda uniforme, con fuertes altibajos en sus cotizaciones, pero el futuro pasa por la Red y toda aquella compañía

CUADRO 1
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS

Pais	Índice	Cotización 31/12/99	Cotización 31/12/98	Rentabilidad 1999 (En porcentaje)	Volatilidad 1999 (En porcentaje)
España	Ibex-35	11.641,40	9.836,60	18,35	20,54
Francia	Cac-40	5.958,32	3.942,66	51,12	19,33
Alemania	Dax	6.958,14	5.002,39	39,10	22,08
Reino Unido	Ftse-100	6.930,20	5.882,60	17,81	17,93
Italia	Mib-30	42.991,00	35.152,00	22,30	21,38
Holanda	Aex	671,41	538,36	24,71	19,90
Suiza	SMI	7.570,10	7.160,70	5,72	17,69
EE.UU.	Dow Jones	11.497,12	9.181,43	25,22	16,16
	S&P500	1.469,25	1.229,23	19,53	18,07
	Nasdaq	4.069,31	2.192,69	85,59	27,27
Japón	Nikkei 225	18.934,34	13.842,17	36,79	20,21

CUADRO 2
PRINCIPALES ÍNDICES DE LOS PAÍSES EMERGENTES

Pais	Índice	Cotización 31/12/99	Cotización 31/12/98	Rentabilidad 1999 (En porcentaje)	Volatilidad 1999 (En porcentaje)
Brasil	Bovespa	17.091,60	6.784,33	151,93	48,35
México	Mexbol	7.129,88	3.959,66	80,06	29,79
Argentina	Merval	550,47	430,06	28,00	35,71
Polonia	Wig20	1.788,60	1.221,00	46,49	28,37
Hungría	Bux	8.819,45	6.307,67	39,82	31,54
Rep. Checa	Px-50	489,70	394,20	24,23	21,24
Rusia	Rtsi	175,26	58,93	197,40	57,44
Corea del Sur	Kospi	130,02	64,94	100,22	41,77
China	Hang Seng	16.962,10	10.048,58	68,80	26,54
Taiwan	Twse	8.448,84	6.418,43	31,63	25,86

que deje de lado sus posibilidades de crecimiento a través de Internet pagará con la indiferencia de los inversores su osadía. Europa contará al finalizar el año con un importante número de compañías de Internet cotizando, con las filiales de Deutsche Telekom y Telecom Italia entre ellas.

La ola de fusiones vividas durante 1999 puede ser sólo una muestra de lo que acontezca durante el presente año. En los primeros días del año, dos grandes operaciones ya han visto la luz: el acuerdo en Estados Unidos entre America Online y Time Warner, en el primer gran movimiento de este tipo realizado por una empresa de Internet, y las OPA globales de Telefónica sobre sus filiales de Brasil, Argentina y Perú. Pero esto no será nada más que el comienzo. Pendientes quedan las operaciones entre Vodafone y Mannesmann y la puja por el banco británico Natwest. Es de esperar que en el nuevo año se vayan venciendo las reticencias políticas que han impedido una mayor concentración de empresas a nivel internacio-

nal en Europa. Los ejemplos del grupo bancario portugués Champalimand y de Telecom Italia, con la frontal oposición del gobierno italiano al acuerdo alcanzado con Deutsche Telekom, ilustran claramente que el camino para una equiparación real entre empresas de distintos países dentro de la Unión Europea todavía no es un hecho. El sector que parece más preparado para realizar este tipo de operaciones es el bancario, aunque todavía deberán vencerse algunos miedos. El año 2000 ampliará sin duda el proceso de concentración empresarial a otros sectores todavía muy atomizados, como el químico o el de la construcción.

De cumplirse los pronósticos, Francfort podría convertirse en la estrella europea del nuevo año, favorecida además por la importante reforma fiscal anunciada por el gobierno alemán, que previsiblemente entrará en vigor el 1 de enero de 2001. El estrechamiento del diferencial entre las economías europea y norteamericana puede provocar un movimiento de capitales que perjudique a la Bolsa estadouni-

dense, que no lograría repetir los buenos resultados del último año. La incertidumbre que las elecciones presidenciales estadounidenses pudieran provocar será un factor a tener en cuenta. Más aún si, como parece, por fin se produce el despegue de la economía nipona, tras una década para el olvido. Tanto en Europa como en Japón habría que apostar, además de por las compañías tecnológicas, por los valores cíclicos, que verán sus beneficios incrementados por la favorable situación económica.

España afronta el año 2000 en una buena posición, a pesar de que parezca alcanzado el máximo del actual ciclo económico. El riesgo de las mayores compañías nacionales va en aumento, debido a su dependencia de Latinoamérica. Si la recuperación económica en esta región prosigue el camino marcado, ésta debe ser la gran fortaleza del mercado español, que se beneficiará del gran potencial de crecimiento del enclave. La creación del *Nuevo Mercado* para empresas de alto riesgo supondrá una novedad a seguir muy de cerca y que posiblemente acabe aportando el valor estrella –y quizás el estrellado– del próximo año.

Las previsiones para los mercados emergentes, de más difícil vaticinio, se presentan en un principio como favorables. Al igual que ocurriera con Grecia los dos últimos años, a medida que los países del Este de Europa vayan su-

perando los obstáculos y se aproximen a su integración en la Unión Europea, es previsible que sus mercados de renta variable reciban la inyección de capital extranjero, ansioso por situarse en una economía de mayor potencial de crecimiento que las occidentales. Latinoamérica se encuentra con un problema fundamental. De continuar las operaciones llevadas a cabo en el último año por Repsol y Telefónica, se puede producir una falta de liquidez en los mercados que limite el interés de los inversores internacionales. Argentina ha visto cómo el volumen de contratación descendía de forma alarmante los últimos años, pasando de 63 millones de dólares negociados diariamente en 1993 a 20 millones en el último año. De continuar este proceso, tan sólo Brasil y México parece que puedan seguir manteniendo atractivo para los inversores. Las Bolsas que parecen situarse en una buena posición inicial son las asiáticas, con los mercados chinos de Hong Kong y Shanghai a la cabeza, a la sombra de la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio.

NOTA

(*) Analista del Dpto. de Análisis Sectorial. Analistas Financieros Internacionales.