

## LAS BOLSAS EN EL AÑO 2000: ESTALLÓ LA BURBUJA

Sergio Fernández Sanz(\*)

### 1. Introducción

El año 2000 en las bolsas internacionales ha sido el año de la gran corrección o, si se prefiere, de una drástica vuelta a los fundamentos que tradicionalmente habían guiado el comportamiento de los mercados bursátiles. La desviación al alza que en los últimos años venían acumulando los índices representativos de la práctica totalidad de áreas geográficas tenía un reflejo claro en el extraordinario comportamiento de las cotizaciones. Sin embargo, de una forma más rigurosa, resultaba más relevante la fortísima elevación, respecto a registros históricos y al nivel de tipos de interés, de las principales *ratios* de valoración bursátil, como puede ser el cociente entre precio y beneficios empresariales (PER).

Asimismo, conviene apuntar que el culpable, líder o guía de esta desviación hacia terrenos en los que resultaba fácil hablar de sobrevaloración fue el sector de empresas de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones (TMT). No obstante, ese fuerte optimismo se contagió con celeridad y desenvoltura a otros sectores más "tradicionales", en los cuales la desviación también alcanzó cotas notables. Al cierre del año podemos decir que la severidad aplicada por los mismos inversores que habían propiciado la desviación, en buena parte arrepentidos, ha eliminado los argumentos acusatorios de sobrevaloración en la mayoría de mercados y sectores.

El trabajo comienza con un comentario panorámico de las fuentes y causas que llevaron a niveles extraordinariamente elevados a cotizaciones y *ratios*, y, posteriormente, propiciaron la severa corrección. A continuación, se realiza un análisis detallado de la evolución experimentada por algunas de las principales variables definitorias del comportamiento de los mercados y sectores bursátiles. Así, se revisan rentabilida-

des, volatilidades, betas, correlaciones y *ratios* de valoración. Finalmente, cerramos con un breve apartado con las principales conclusiones y las perspectivas para el año en curso.

### 2. Panorama general

El año 2000 ha supuesto un notable retroceso en los niveles de los principales índices bursátiles internacionales. Hace falta remontarse a los primeros años de la década de los 90 para encontrar un ajuste similar en las bolsas de la práctica totalidad de áreas geográficas. Asimismo, la volatilidad, aunque actualmente muestra una evolución decreciente, alcanzó durante el segundo trimestre cotas comparables a las de algunos de los peores episodios bursátiles.

Los elevados niveles de PER, Precio/Valor contable o Precio/Cash flow tenían como sustento unas fuertes estimaciones de beneficios y márgenes empresariales, pero también una clara relajación de las primas de riesgo aplicadas. La sobreestimación de las tasas de crecimiento de beneficios sostenibles en el futuro resulta lógica cuando se computan con optimismo el posible efecto "nueva economía", el largo ciclo estadounidense y su posible traslado mimético a Europa.

Asimismo, el largo período de tipos de interés, tasas de inflación y precios del petróleo relativamente bajos, experimentado por la mayor parte de las economías, había propiciado una relajación de las primas que se aplican a la valoración de los activos con riesgo, entre los que la renta variable es uno de los principales exponentes.

En segundo lugar, la presión bajista que sobre las cotizaciones podría tener esa significativa desviación de las *ratios* de valoración vino acompañada de una revisión a la baja de las

previsiones de beneficios empresariales y de la aparición de focos de incertidumbre, que propiciaban directamente un incremento de las primas de riesgo. En ambos casos observamos una alta generalización para sectores y valores, aunque especialmente afectados se vieron los pertenecientes al sector de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones (TMT), donde la desviación era más visible. Resulta razonable también esa generalización, por cuanto se ve originada por una revisión bastante global del crecimiento de todas las áreas geográficas mundiales, especialmente significativa en el caso de Estados Unidos.

Diversos elementos se han erigido a lo largo del año en factores de presión catalizadores de la corrección bursátil. Así, las fuertes subida del precio del petróleo y depreciación del euro, sus efectos inflacionistas y la evolución al alza de los tipos de interés, se han visto reforzadas por la incertidumbre internacional producida por el conflicto de Oriente Próximo, la crisis de Argentina, los problemas de Turquía o el culebrón electoral estadounidense.

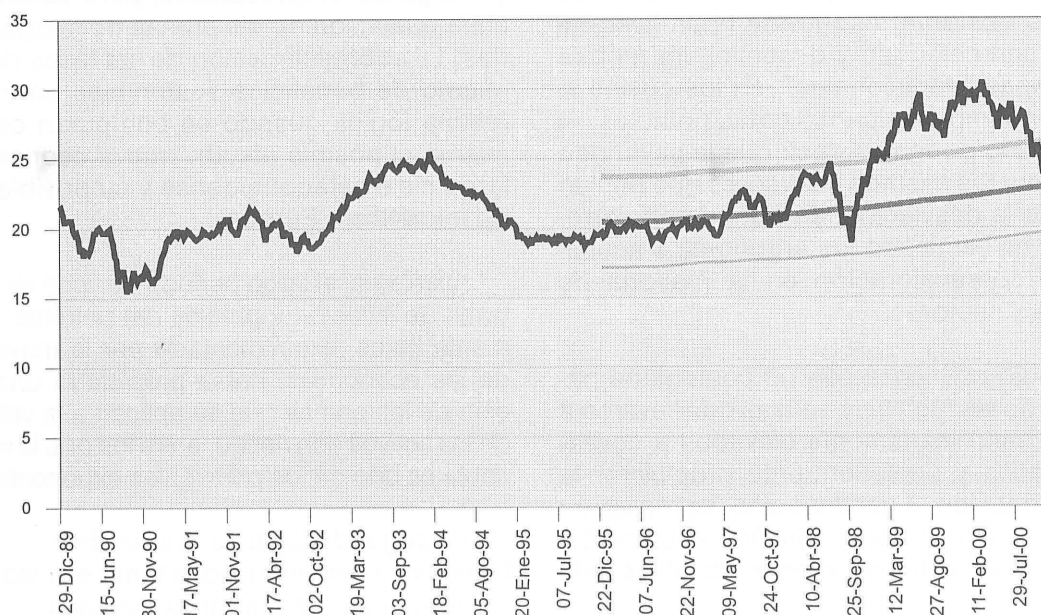
### 3. Evolución por áreas económicas

Como se puede observar en el cuadro 1, el

conjunto de bolsas internacionales, representado por el índice mundial se ha dejado en el conjunto de 2000 algo más de un 16%. Aunque la evolución negativa ha sido la tónica de todas las áreas geográficas, conviene poner de manifiesto que, como en la mayoría de episodios de crisis bursátil, las cesiones registradas por las plazas asiáticas han sido más intensas. Dada su alta exposición cíclica a la economía mundial –y, en general, su riesgo más elevado–, se han visto notablemente perjudicadas por las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento económico y empresarial. En el lado opuesto, el Reino Unido ha sufrido en términos netos mucho menos que sus homólogos europeos, quizá debido a un peor comportamiento relativo acumulado durante los dos años previos.

En términos de volatilidad, la historia es similar: se ha producido un significativo incremento a nivel mundial, que tiene como origen la práctica totalidad de áreas geográficas. Sin embargo, en este ámbito el comportamiento de las plazas asiáticas ha sido más favorable que el de otras regiones, y su repunte de volatilidad ha sido más moderado. En el lado negativo, el mercado que más ha notado la inestabilidad bursátil, y ha transmitido gran parte al resto, es Estados Unidos, que ha duplicado sus registros medios de la década de los noventa.

GRÁFICO 1  
PER MUNDIAL Y MEDIA MÓVIL 6 AÑOS



CUADRO 1  
COMPORTAMIENTO DE LOS ÍNDICES REGIONALES

		Europa ex UK	EE.UU.	UK	Japón	Australasia	Am. Latina	Mundial
Rentabilidad.....	2000	-17,3%	-12,5%	-7,8%	-27,0%	-27,2%	-17,3%	-16,1%
	1990-99	12,8%	19,2%	14,9%	5,5%	9,7%	16,2%	13,1%
Volatilidad.....	2000	28,4%	26,4%	16,9%	20,6%	21,1%	27,5%	17,5%
	1990-99	20,3%	13,3%	13,6%	19,8%	19,4%	26,1%	13,0%
Correlación vs. Mundial .....	2000	40,3%	61,7%	54,8%	52,8%	78,6%	62,9%	-
	1990-99	54,2%	57,9%	51,6%	65,9%	50,3%	52,4%	-
Beta vs. Mundial .....	2000	0,66	0,93	0,53	0,62	0,95	0,99	-
	1990-99	0,84	0,59	0,54	1,00	0,75	1,11	-

Fuente: AFI.

En términos de correlación, los aumentos relevantes se han situado en los mercados más influidos por el comportamiento de las bolsas estadounidenses y la evolución de su economía, fundamentalmente América Latina y la Cuenca Asiática. Algo similar se observa en las betas –indicador de sensibilidad– respecto al índice mundial, donde EE.UU., Asia y América Latina muestran el mayor riesgo.

Aún más evidente resulta la intensa corrección en términos de PER y otras *ratios* de valoración. Como se puede observar en el gráfico 1, desde los máximos históricos de comienzos de año la evolución ha sido monótonamente a la baja. De nuevo, se observa una total generalización de las correcciones por áreas geográficas, aunque si que se encuentran divergencias en la intensidad y cronología. Véase el gráfico 2.

Como podemos ver, la desviación era más notable en los mercados desarrollados, los cuales, salvo Estados Unidos, desde un primer momento iniciaron una profunda reducción del nivel de PER, mucho más intensa en Japón. En el caso estadounidense, como veremos más tarde, la más tardía evolución a la baja observada se corresponde con el mejor comportamiento relativo de las cotizaciones de los sectores tradicionales. En todo caso, conviene decir que las correcciones han llevado los niveles de PER a cotas relativamente razonables o más acordes con la evolución histórica, pero que, salvo en las economías asiáticas y latinoamericana, no puede hablarse de infravaloración actual.

### Europa ex UK.

De cara a detallar más el análisis conviene detenerse en el comportamiento de algunos de

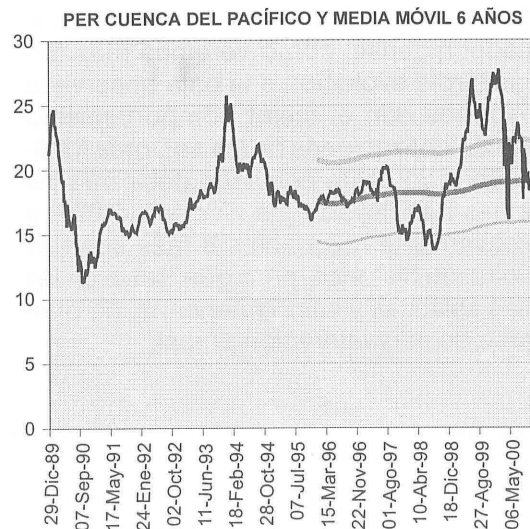
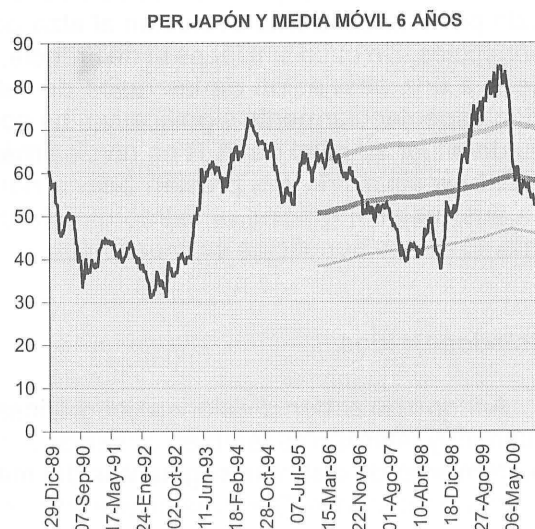
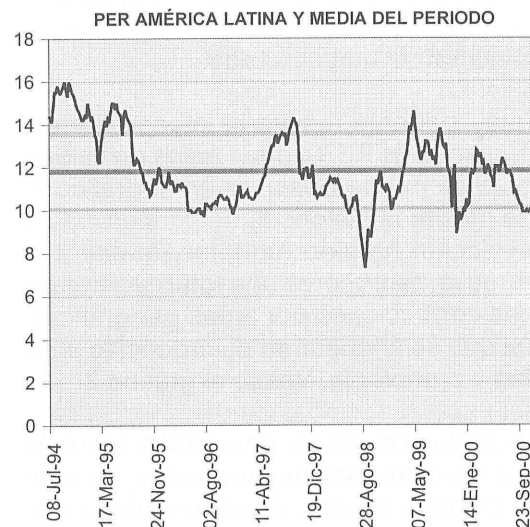
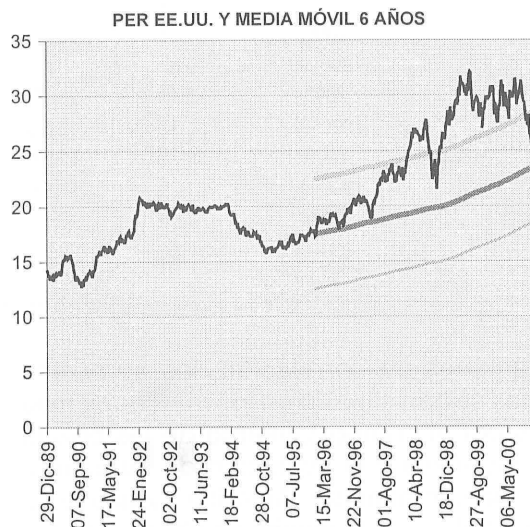
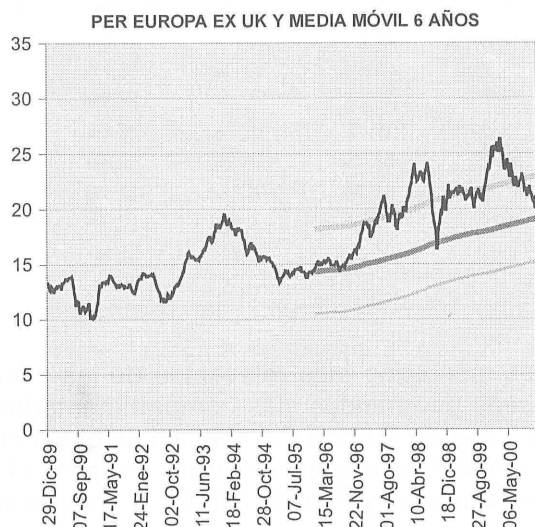
los mercados más relevantes de las distintas áreas geográficas más compartimentadas. En el caso de Europa Continental se observa una significativa dispersión entre España, el más perjudicado, y Francia o Italia, que en términos netos apenas han sufrido. Un año más el mercado español ha reflejado su peor comportamiento en épocas de crisis financiera internacional. Las razones son otra vez el mayor peso de los inversores extranjeros que despliegan un mayor sesgo doméstico en coyunturas adversas y la mayor exposición de las empresas españolas a las condiciones en América Latina. En términos de volatilidad, sin embargo, ha mejorado mucho lo observado en años previos, lo que también tiene un reflejo claro en la reducción de la beta, y el menor riesgo que supone actualmente (cuadro 2).

En el mismo sentido, en términos de valoración el comportamiento ha sido desigual. La fuerte corrección en las cotizaciones españolas se ha visto claramente reflejada en una notable reducción del PER, que además se veía favorecida por una excelente evolución al alza de los beneficios. Un caso similar es el de Francia, que pese a una desviación de las *ratios* de valoración espectacularmente significativa, ha conseguido situar su nivel de PER en niveles más razonables sin sufrir una presión bajista notable en sus precios, gracias al extraordinario crecimiento de los beneficios empresariales.

### Estados Unidos.

Aunque no caben divisiones geográficas, resulta muy interesante también observar el comportamiento de distintos segmentos del mercado estadounidense. Como se puede intuir a partir del gráfico 4, la evolución de los precios de

GRÁFICO 2



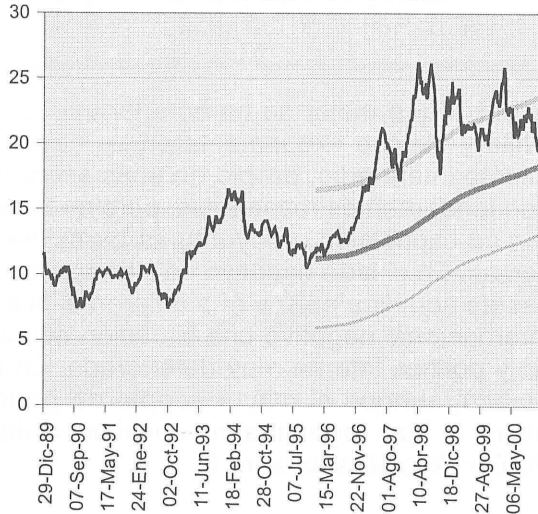
CUADRO 2  
EUROPA EX UK: MERCADOS RELEVANTES

		España	Alemania	Francia	Italia
Rentabilidad.....	2000	-16,6%	-10,2%	-0,2%	2,0%
	1990-99	16,8%	14,6%	15,9%	13,4%
Volatilidad.....	2000	17,9%	20,3%	20,9%	19,1%
	1990-99	18,4%	16,4%	16,6%	21,9%
Correlación vs. Mundial.....	2000	55,5%	62,6%	58,4%	44,5%
	1990-99	55,4%	57,3%	48,7%	40,3%
Beta vs. Mundial .....	2000	0,57	0,73	0,70	0,49
	1990-99	0,78	0,72	0,62	0,68

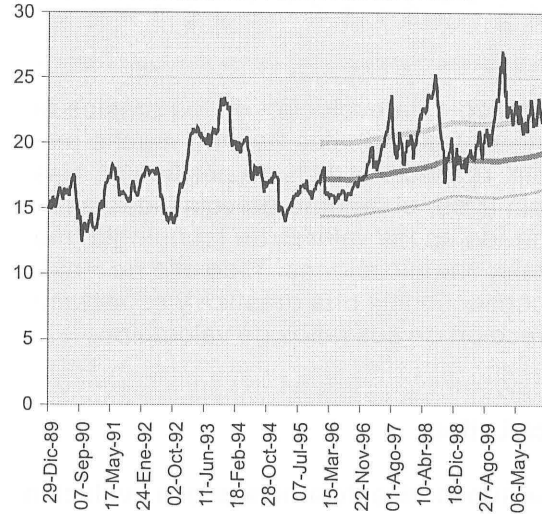
Fuente: AFI.

GRÁFICO 3

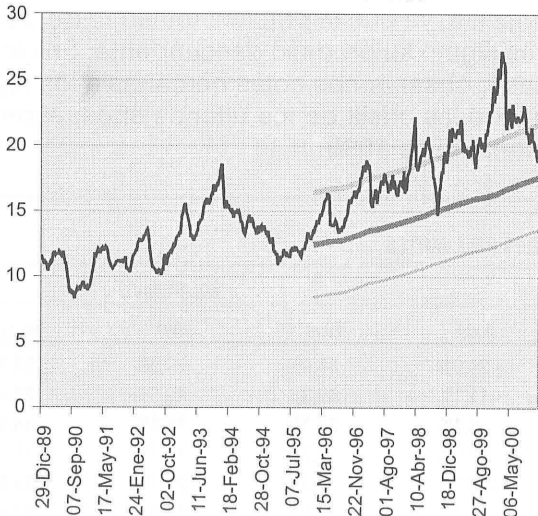
PER ESPAÑA Y MEDIA MÓVIL 6 AÑOS



PER ALEMANIA Y MEDIA MÓVIL 6 AÑOS



PER FRANCIA Y MEDIA MÓVIL 6 AÑOS



PER ITALIA Y MEDIA MÓVIL 6 AÑOS

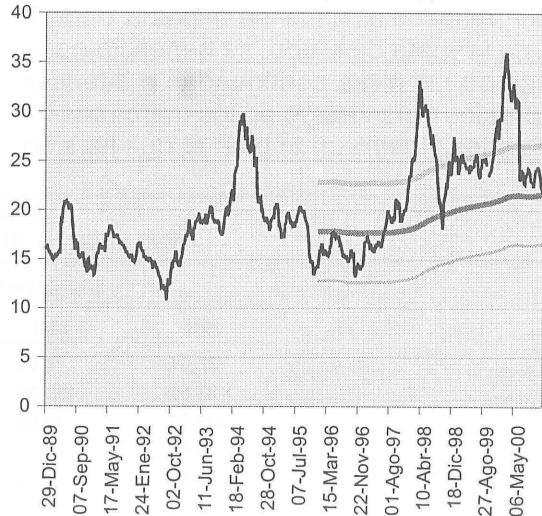
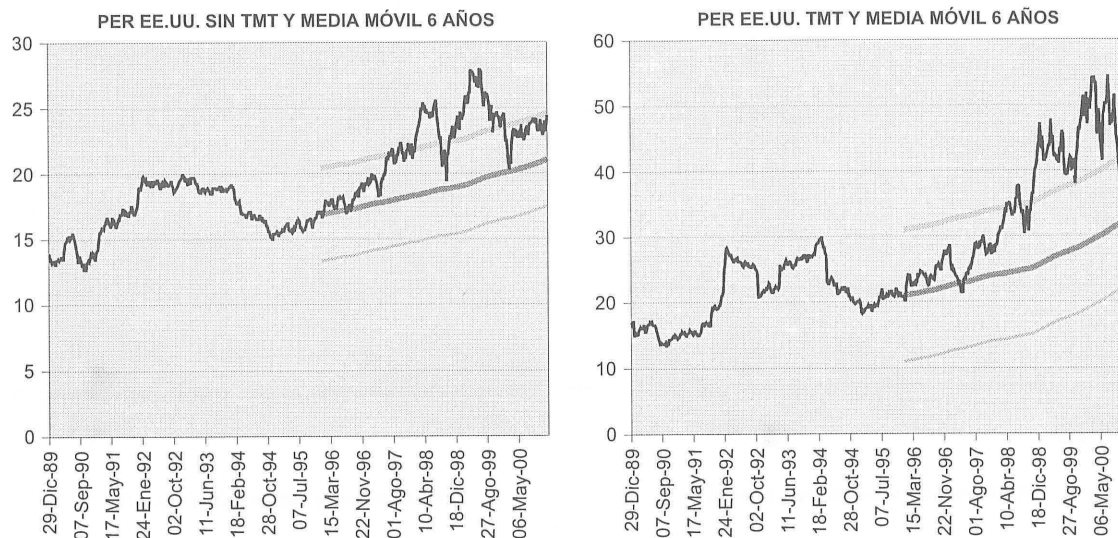


GRÁFICO 4



tir del gráfico 4, la evolución de los precios de los sectores tradicionales ha sido mucho más favorable, respecto al 35% de pérdida de Nasdaq. Asimismo, el repunte de volatilidad se ha concentrado en los valores de tecnología, medios y telecomunicaciones. Todo ello ha tenido como consecuencia una drástica y espectacular corrección de sus *ratios* de valoración.

### América Latina.

En el subcontinente americano la evolución de los distintos mercados ha experimentado mayor dispersión que en otras regiones. Así, mientras Venezuela, dada su elevada dependencia de la venta de crudo, se benefició notablemente de las alzas continuadas e intensas de los precios del petróleo en los mercados internacionales y cerró un año en el que ha sido

la bolsa que mejor se ha comportado. Brasil, Chile y México experimentaron un comportamiento intermedio, propio de unas economías con fundamentos razonables, pero que acusaron su exposición a coyunturas bursátiles adversas. En el lado negativo se situaron las bolsas de aquellos países que unieron al entorno internacional negativo una situación económica y política interna muy deteriorada. En este ámbito, aunque el mayor acopio de protagonismo lo hizo Argentina, no conviene olvidar a Perú y Colombia (cuadro 3).

En términos de volatilidad, el tono que se pudo extraer del año 2000 es ciertamente más positivo, ya que la práctica totalidad de las bolsas siguió su proceso descendente. En ningún caso, observamos cotas cercanas a los repuntes de las crisis de los últimos años, especialmente la de 1998.

CUADRO 3  
AMÉRICA LATINA: MERCADOS RELEVANTES

	RENTABILIDAD			VOLATILIDAD		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Argentina.....	-37,4%	28,0%	-24,2%	36,9%	29,5%	24,2%
Brasil.....	-33,5%	151,9%	-11,1%	47,3%	40,6%	27,1%
Chile.....	-22,6%	43,0%	-3,1%	24,1%	18,1%	14,0%
Colombia.....	-22,5%	-10,1%	-29,0%	19,7%	18,1%	12,1%
México.....	-24,3%	80,1%	-18,3%	30,3%	24,7%	28,8%
Perú.....	-25,5%	37,4%	-34,2%	20,5%	12,9%	13,5%
Venezuela.....	-44,7%	13,1%	26,2%	44,4%	28,3%	24,9%

Fuente: AFI.

CUADRO 4  
CUENCA ASIÁTICA: MERCADOS RELEVANTES

	RENTABILIDAD			VOLATILIDAD		
	2000	1999	1998	2000	1999	1998
Hong Kong .....	-12,4%	68,2%	-13,7%	44,4%	26,2%	31,0%
Taiwan .....	-21,6%	31,6%	-40,3%	23,6%	25,1%	33,7%
Corea .....	49,0%	100,2%	-50,6%	48,3%	41,9%	47,4%
Singapur.....	-10,2%	74,8%	-25,9%	33,2%	22,3%	22,5%
Malaysia.....	-1,4%	38,6%	-13,7%	61,6%	27,5%	21,7%
Tailandia.....	-4,5%	35,4%	-44,7%	46,9%	35,3%	24,1%
Indonesia.....	-0,9%	70,1%	-40,7%	49,3%	35,5%	24,2%
Filipinas .....	4,1%	8,8%	-33,3%	41,1%	22,6%	26,2%
Australia .....	4,6%	15,3%	0,8%	15,5%	12,8%	14,0%
Nueva Zelanda .....	-10,1%	9,9%	-15,8%	18,1%	13,9%	15,5%

Fuente: AFI.

### Australasia.

La cuenca asiática, aunque por poco, se apuntó el peor comportamiento en el conjunto del año 2000, con la práctica totalidad de sus bolsas aportando cesiones significativas. Sin embargo, la intensidad en algunos pasos recomienda hacer un breve repaso. Los más perjudicados Taiwán, Corea, Indonesia y Tailandia, teniendo como fundamento aspectos muy semejantes en todos los casos. A la debilidad que mostraban ya los fundamentos de sus economías se unió con virulencia la fuerte exposición que algunos de sus sectores y empresas principales tienen frente a EE.UU. y Japón. Entre los menos perjudicados se ha situado, una vez más, Hong Kong, que a lo largo del año volvió a exhibir su carácter de mercado refugio dentro de la región (cuadro 4).

En términos de volatilidad, como ocurriera en América Latina, aunque de forma más moderada, el tono ha sido positivo y en conjunto se ha reducido ligeramente. Incluso en los meses de repuntes más significativos, los registros al-

canzados se quedaron muy lejos de los de la crisis asiática de 1997 y años subsiguientes. Con ello, y teniendo en cuenta también lo visto en otros mercados emergentes, puede concluirse que la crisis del año 2000 ha sido una crisis de mercados desarrollados y, más concretamente, del sector de TMT, como origen.

### 4. Evolución por sectores económicos

Tanto o más relevante es analizar la evolución bursátil de los sectores económicos, habida cuenta de la elevada y creciente globalización económica e integración financiera internacional. Asimismo, como ya hemos comentado, parece razonable pensar que buena parte de la culpa de la corrección anual la tiene un solo sector, el de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones (TMT).

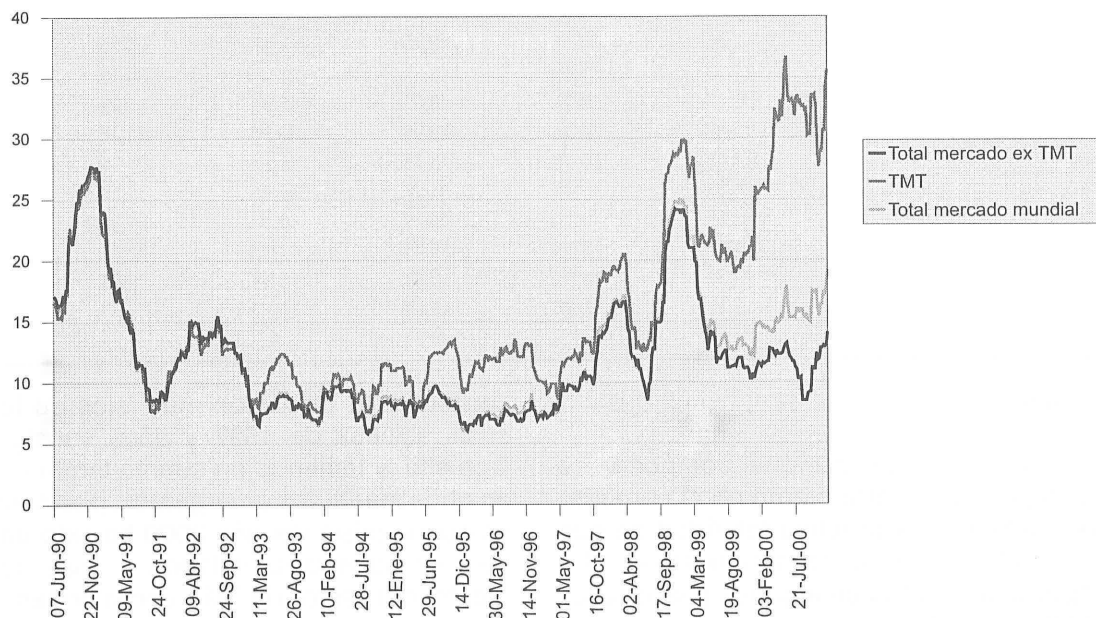
Por la rentabilidad obtenida por los distintos sectores –cuadro 5–, resulta evidente que la crisis se ha concentrado en el sector de TMT, que en términos agregados mundiales se ha

CUADRO 5  
ÍNDICES SECTORIALES MUNDIALES

		TOTAL MERCADO		RECURSOS		MUNDIAL
		SIN TMT	TMT	NATURALES	FINANCIERAS	
Rentabilidad.....	2000	-1,1%	-42,3%	2,9%	4,8%	-16,1%
	1990-99	11,1%	21,9%	11,5%	10,1%	13,1%
Volatilidad.....	2000	12,9%	34,6%	19,5%	18,2%	17,5%
	1990-99	12,8%	15,5%	13,6%	16,5%	13,0%
Correlación vs. Mundial.....	2000	77,2%	90,1%	11,0%	71,0%	-
	1990-99	99,0%	89,5%	58,7%	93,7%	-
Beta vs. Mundial .....	2000	0,568	1,787	0,123	0,739	-
	1990-99	0,973	1,068	0,614	1,187	-

Fuente: AFI.

GRÁFICO 5  
VOLATILIDAD MÓVIL 6 MESES ANUALIZADA



dejado más de un 40% de su valor al cierre de 1999 y muy lejos del más del 20% de rentabilidad media que ha obtenido en la década de los 90. Mientras, por su parte, el resto del mercado sin las TMTs, es decir, los sectores más “tradicionales”, apenas han perdido un 1% en términos conjuntos. Asimismo, nos ha parecido interesante tratar independientemente dos sectores, el de Recursos Naturales –petroleras en su mayor parte– y el financiero, por su protagonismo en el año, y su importancia relativa y cierto carácter refugio, respectivamente. Éstos han mostrado una evolución absoluta positiva, pero muy moderada. Sin embargo, en términos relativos su buen comportamiento resulta patente, algo que en la media de los años previos no era algo habitual.

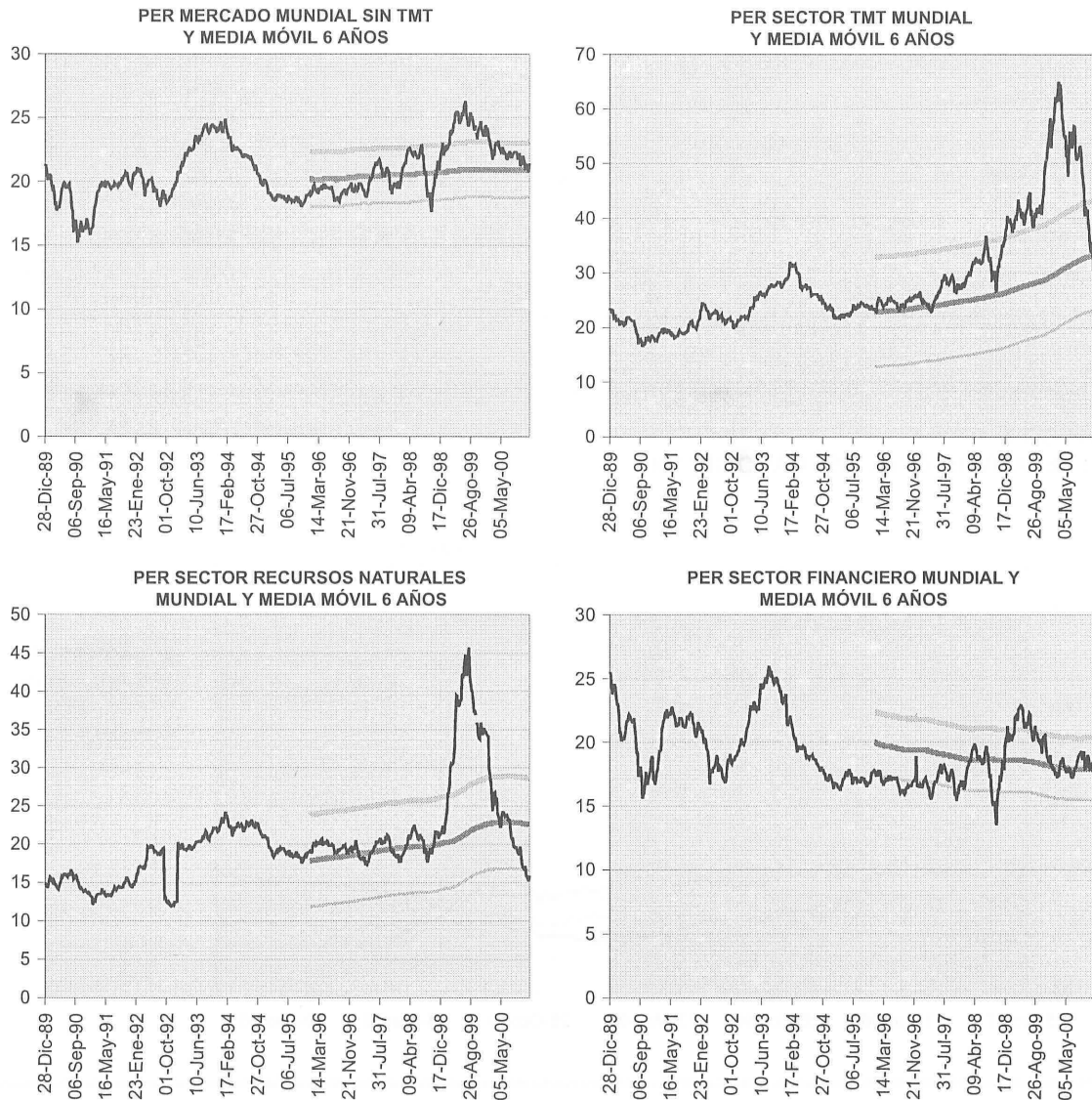
En lo que respecta a la volatilidad –gráfico 5–, es aún más evidente el protagonismo del sector de TMT en la crisis, ya que más que duplica sus registros previos, mientras que otros sectores, afectados del contagio, muestran crecimientos relativamente moderados. Ese comportamiento diferencial es también claro en términos de correlación que, con la reducción observada para los sectores tradicionales, se pone de manifiesto en el fuerte comportamiento divergente. De forma análoga, el indicador de sensibilidad al riesgo de mercado por

autonomasia, la beta, sufre un considerable repunte para los sectores tecnológicos, mientras que se modera para el resto. Especialmente relevante ha sido la disminución para el sector de Recursos Naturales, lo que exhibe las ganancias por diversificación que ha permitido y el potencial que sigue manteniendo.

De forma análoga, en términos de valoración, especialmente de PER –gráfico 6–, es posible observar la intensa sobrevaloración previa y, la subsiguiente drástica corrección del sector TMT, frente a lo visto en los sectores más tradicionales. Éstos, para situar sus *ratios* en niveles más acordes a su evolución histórica y a los tipos de interés, se han beneficiado, sobre todo, de una favorable evolución de los beneficios empresariales, por lo que la presión bajista en sus cotizaciones resultó menor. Especialmente relevante es el caso de las petroleras, que, gracias al crecimiento de sus resultados, en un buen número de compañías por encima de los tres dígitos, han podido situar sus PER en niveles muy reducidos, permitiéndose alzas en las cotizaciones. De forma similar, las entidades financieras, todavía beneficiadas de una coyuntura económica favorable, recogían en sus cuentas de resultados importantes crecimientos y se veían favorecidas por el mercado.



GRÁFICO 6



En general, puede decirse, que los niveles de valoración alcanzados a final de año son razonables, aunque no permiten mostrarse excesivamente optimistas, habida cuenta de la evolución bajista que se espera de los beneficios empresariales. En efecto, en el sector de TMT, el PER se ha situado ya claramente por debajo de la media de los últimos 6 años. Sin embargo, las perspectivas de beneficios para los próximos años son en media inferiores a las que se manejaban hace 3, 4 ó 5 años, lo que mitiga sobremanera la posibilidad de un comportamiento espectacular en el medio plazo.

Como ya realizáramos en el análisis de las regiones económicas, conviene descender en

más detalle a los distintos componentes de cada sector, en este caso áreas geográficas, que además no han seguido un comportamiento uniforme.

#### Total mercado sin TMT.

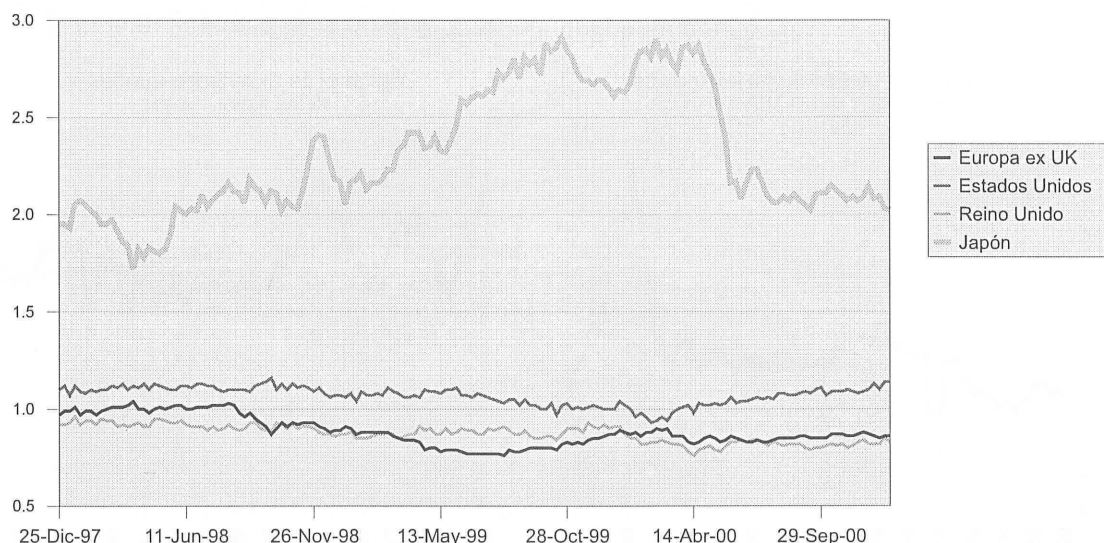
Como se puede observar en el cuadro 6, la evolución de los sectores tradicionales ha sido muy diferente en las distintas regiones económicas. Mientras que en Europa Continental y Japón el contagio de las caídas de las cotizaciones de las tecnológicas era evidente, en los mercados anglosajones los sectores tradicionales han exhibido un notable carácter de refugio.

CUADRO 6  
TOTAL MERCADO SIN TMT: POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

		Europa ex UK	EE UU	UK	Japón
Rentabilidad.....	2000	-9,4%	10,9%	5,5%	-12,6%
	1990-99	11,2%	16,7%	13,6%	4,3%
Volatilidad.....	2000	26,9%	18,7%	13,7%	15,4%
	1990-99	20,2%	13,2%	13,6%	19,6%
Correlación vs. Mundial.....	2000	46,0%	61,5%	52,9%	48,3%
	1990-99	54,6%	55,9%	49,7%	65,3%
Beta vs. Mundial.....	2000	0,962	0,893	0,566	0,577
	1990-99	0,860	0,577	0,526	0,999

Fuente: AFI.

GRÁFICO 7  
PER RELATIVO: TOTAL MERCADO SIN TMT



En términos de volatilidad, en Europa el contagio también era evidente, algo que en Japón no sucedía. Asimismo, en Estados Unidos, pese a verse bastante inmunes a las caídas de precios, sí se observó un repunte significativo de la variabilidad de las cotizaciones de los sectores tradicionales. Las ganancias de peso del sector estadounidense en el índice mundial, por su mejor comportamiento relativo, finalizaron en un incremento de su correlación y sensibilidad respecto al mismo, algo en cierta medida que también se observa para Europa.

Si consideramos las *ratios* de valoración, el PER relativo entre las distintas regiones, la corrección ha sido considerable en el mercado japonés, mientras que prácticamente inexistente

en Europa y el Reino Unido, y se observa un moderado encarecimiento frente al resto de áreas de Estados Unidos. Esto, lógicamente, está muy relacionado con la mejor evolución de sus cotizaciones.

#### Sector de TMT.

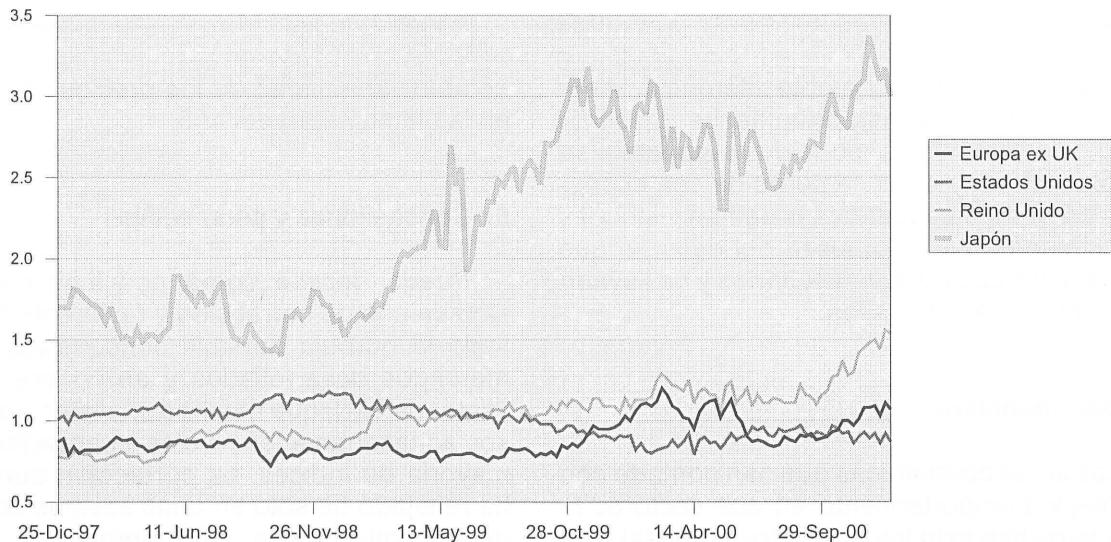
El verdadero protagonista del año ha sido, sin duda, el sector de tecnologías, lo que resulta claramente plausible al observar la evolución de sus cotizaciones. El que menos ha perdido ha sido el del Reino Unido, con más de un 31%, seguido de Europa continental, pasando por el casi 45% de EE.UU., hasta el 53% del sector japonés. En términos de volatilidad, el

CUADRO 7  
SECTOR DE TMT: POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

		Europa ex UK	EE UU	UK	Japón
Rentabilidad.....	2000	-34,3%	-44,7%	-31,7%	-52,9%
	1990-99	23,8%	25,7%	21,6%	21,7%
Volatilidad.....	2000	46,3%	44,8%	47,5%	47,8%
	1990-99	22,9%	16,7%	18,1%	18,1%
Correlación vs. Mundial.....	2000	58,9%	69,1%	59,5%	11,6%
	1990-99	52,4%	65,4%	53,0%	53,1%
Beta vs. Mundial .....	2000	0,788	0,895	0,816	0,370
	1990-99	0,772	0,704	0,618	0,619

Fuente: AFI.

GRÁFICO 8  
PER RELATIVO: SECTOR TMTs



incremento ha sido muy significativo y el patrón ha sido muy similar al de la rentabilidad, siendo EE.UU. y Japón quienes han registrado los mayores repuntes y las cotas más elevadas. Sin embargo, conviene apuntar que el sector japonés ha reducido su interrelación con el resto de sectores, lo que queda claramente recogido en los coeficientes de correlación y betas estimados. Para el resto, aunque se observa cierto aumento en conjunto, se mantienen en gran parte sus características estructurales de años previos (cuadro 7).

En términos de valoración, el comportamiento relativo muestra algunos aspectos muy interesantes –ver gráfico 8–. Japón ha ampliado aún más la prima con la que cotiza respecto a otros sectores, y en términos relativos ha in-

tensificado su sobrevaloración. De forma más moderada ocurre lo mismo con el sector británico, mientras que salen beneficiados el estadounidense, sobre todo, y el europeo.

#### Sector de recursos naturales.

Aunque el comportamiento conjunto del sector ha sido positivo, y en algunos trimestres muy favorable en todas las regiones, éste ha sido más evidente en EE.UU. y Japón –cuadro 8–. En términos de volatilidad, sin embargo, esa mejor evolución no ha sido tal y Europa y el Reino Unido registran un repunte menor de este indicador. Por último, es necesario decir que, pese a las similitudes que se observan para Japón y EE.UU., en términos de valora-

CUADRO 8  
SECTOR DE RECURSOS NATURALES: POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

		Europa ex UK	EE UU	UK	Japón
Rentabilidad.....	2000	-7,4%	15,5%	-7,4%	14,2%
	1990-99	12,5%	12,2%	14,3%	1,9%
Volatilidad.....	2000	25,7%	24,1%	26,4%	31,9%
	1990-99	21,3%	17,7%	20,2%	25,8%

Fuente: AFI.

CUADRO 9  
SECTOR FINANCIERO: POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

		Europa ex UK	EE UU	UK	Japón
Rentabilidad.....	2000	-4,7%	23,2%	11,2%	-17,3%
	1990-99	10,7%	18,7%	16,9%	3,2%
Volatilidad.....	2000	29,3%	30,7%	21,0%	21,3%
	1990-99	21,7%	17,8%	18,7%	26,0%

Fuente: AFI.

ción se encuentra una notable diferencia. Mientras que el sector estadounidense presenta unas *ratios* en niveles reducidos respecto a su propia historia y otros sectores de esa economía, las petroleras japonesas se han visto más perjudicadas por la fortaleza del dólar, lo que les ha generado peores resultados y ha llevado los múltiplos a cotas altas.

### Sector financiero.

Las áreas económicas que han contado con un mejor comportamiento en sus sectores financieros han sido los mercados anglosajones –ver cuadro 9–. Las entidades de estos mercados han actuado como refugio para los inversores escarmentados de las TMTs y un escenario de ausencia de subidas de tipos por parte de las autoridades monetarias, incluso con la senda bajista vislumbrándose, también ha favorecido las alzas de cotizaciones. Sin embargo, respecto al riesgo, medido en este caso por la volatilidad, resulta bien distinto lo ocurrido en EE.UU. de lo observado en Reino Unido. Mientras que en este último el repunte ha sido muy moderado, los bancos y otras entidades estadounidenses se han visto perjudicados por las dudas acerca de su exposición al sector TMT y a un repunte genérico de la morosidad en un escenario económico mucho menos favorable. La poca información sobre las participaciones, valores comprados y préstamos concedidos a empresas tecnológicas, con crecientes problemas financieros, introdujo una

notable variabilidad de los precios sobre todo en la última mitad del año.

### 5. Conclusiones y perspectivas

Puede decirse como conclusión que ha sido un año de corrección y realmente ha estallado la burbuja bursátil, concentrada en los mercados desarrollados y en concreto en el sector de TMT, que muchos analistas y estudiosos achacaban a los niveles alcanzados por la mayoría de índices. La corrección bursátil se ha reflejado no sólo en unas severas cesiones de las cotizaciones, sino también, lo que es aún más importante, en las *ratios* de valoración observadas. Asimismo, la longitud temporal de las caídas en precios y *ratios*, mucho mayor que en otras crisis de corte más coyuntural, ponen de manifiesto la elevada importancia que es necesario otorgar al año recientemente cerrado en la historia bursátil.

En la actualidad, podemos decir que es cierto que las correcciones acumuladas recogen en su práctica totalidad las revisiones a la baja de beneficios empresariales y el repunte razonable de las primas de riesgo. Ahora bien, aunque ha pasado lo peor, no es posible todavía mostrarse muy optimistas para el conjunto del año 2001 y creemos que, sobre todo en el corto plazo, permanece el riesgo de alguna cesión adicional o al menos de que tengamos que esperar unos meses para ver una recuperación sostenida.

En efecto, el riesgo de continuidad de las revisiones a la baja de beneficios empresariales es notable en la práctica totalidad de áreas económicas. Por otro lado, la todavía reciente recuperación del euro y la bajada de los precios del crudo no pueden considerarse estructurales, o al menos en su nueva tendencia habremos de ver algún retroceso que despertará dudas en un contexto elevado de aversión al riesgo.

Por el contrario, ya resulta más evidente la desaparición de los riesgos inflacionistas y la vuelta a la evolución bajista de los tipos de intervención de los bancos centrales, especialmente en EE.UU. Asimismo, la incertidumbre aportada por Oriente Próximo, Argentina, Turquía y otros focos internacionales, no puede darse ni mucho menos por eliminada.

Finalmente, conviene hacer una breve consideración al lado humano de los mercados y al hecho de que a un extenso período de optimismo exacerbado podría sucederle un período relativamente largo de pesimismo, aunque esté alejado de los criterios de valoración racionales. Aunque el tono que han mostrado las bolsas en las primeras semanas del año invita a descartar esta idea, conviene decir que las mayores subidas se han concentrado en los mercados que más cayeron el año pasado. Las mayores cesiones son consecuencia de un mayor volumen y número de órdenes de venta, que pueden derivar en una mayor salida de fondos, con lo que al inicio del nuevo ejercicio el potencial de retorno de fondos a estos mer-

cados es superior, y presiona al alza las cotizaciones.

Por otra parte, en un estilo de inversión cada vez más implantado entre los inversores institucionales, la utilización de porcentajes o proporciones de referencia constantes para sectores y mercados produce que en cada revisión periódica haya que aumentar el peso de los activos que más cayeron el período anterior. De nuevo, esto supone un potencial de retorno de fondos a estos segmentos mucho mayor y, por tanto, que las cotizaciones se vean más fácilmente presionadas al alza.

Algunos de estos aspectos se enmarcan en lo que habitualmente se refiere como efecto enero y pueden suponer una distorsión notable en el análisis. En nuestra opinión, merece la pena esperar a que desaparezca dicho efecto, a contar con la práctica totalidad de resultados empresariales del año pasado y las previsiones para el corriente y una batería mucho más amplia de indicadores económicos que terminen de perfilar la verdadera magnitud de la ralentización. Sólo así se podrá dar definitivamente por cerrada la crisis de los mercados bursátiles.

#### NOTA

(\*) Analistas Financieros Internacionales.