

ESPECULACION Y RIESGO EN EL MERCADO DE CAPITALES

En este artículo, **Mariano Rabadán Forniés** analiza las diversas modalidades de inversión a través del mercado de valores, examinando en qué forma cada una de ellas cubre los objetivos perseguidos por los inversores: seguridad, rentabilidad y liquidez. Profundiza en la correlación de los factores de riesgo y rentabilidad y examina los aspectos especulativos de la inversión en Bolsa. Sus conclusiones son la falta de la apetencia de riesgo por parte de los inversores españoles y su preferencia por activos líquidos o con corto período de maduración y alta seguridad, lo que contrasta con las oportunidades que ofrece el mercado de acciones, en el que, después de diez años de baja, se ha iniciado una fase de consolidación y mejora, en la que la especulación ha vuelto a actuar con intensidad, a pesar de lo cual el mercado sigue infravalorado y continúa ofreciendo oportunidades de inversión.

TODA inversión es una apuesta de cara al futuro, es decir, supone renunciar a unas ventajas presentes, generalmente al consumo, el placer que supone utilizar los recursos para consumirlos, a cambio de unas ventajas futuras. Lógicamente, cualquier inversión, en cuanto que es una apuesta respecto al futuro, implica un riesgo, el que este futuro se materialice en la forma esperada por el inversor o no, y a cambio de ese riesgo el inversor solicita una compensación, generalmente económica, que es lo que llamamos rendimiento o rentabilidad.

Los conceptos de riesgo y rentabilidad, por consiguiente, vienen implícitos dentro de la dinámica inversora, pero el factor riesgo puede extrapolarse de tal forma que llegue a constituir en sí mismo un factor determinante de

la actuación del inversor, en cuyo caso se entra en la dinámica de la especulación. La especulación supone la asunción del riesgo en su categoría máxima, con el propósito de obtener a corto plazo la máxima rentabilidad posible.

Al mercado de valores se le ha asignado muchas veces el carácter de mercado especulativo. Todavía hoy día se utilizan muchas expresiones relativas al mercado de valores, tales como «jugar en Bolsa», «jugar a la Bolsa», y esto refleja la imagen externa de mercado especulativo, como si la Bolsa fuera realmente un casino, un lugar de juego, al que se acude habitualmente a especular, no a invertir, no a colocar unos recursos con la finalidad de que constituyan una fuente de financiación, o un instrumento de inversión de unos recursos, sea por instituciones o por particulares.

Nada más lejos de la realidad actual de los mercados de valores, porque, en definitiva, esta imagen de la Bolsa, que corresponde a los períodos iniciales de su creación, o a períodos especialmente especulativos, como lo fueron, por ejemplo, los años veinte, no tiene nada que ver con la realidad de unos mercados actuales, en los que los aspectos técnicos y la operativa institucional tienen cada vez más peso. En este momento no puede considerarse que el factor especulativo sea fundamental en el mercado de capitales y, más concretamente, dentro del mercado de capitales, en el mercado de valores.

Tampoco quiere ello decir que la especulación tenga sólo aspectos negativos. La especulación es un factor que hay que considerar desde un punto de vista positivo, como elemento regulador de la oferta y la demanda, desde el momento que el especulador asume un riesgo superior al que habitualmente puede soportar un inversor normal. Por consiguiente, actúa casi siempre a contracorriente del mercado. Cuando el inversor normal, pacífico, tranquilo y cauteloso en sus riesgos vende títulos, normalmente el especulador está adquiriéndolos y a la inversa. Con lo cual se constituye en un factor regulador del mercado, matizando las bajas, que podrían tener mucha mayor profundidad en los momentos de exceso de oferta, o matizando también las alzas de los mercados en los momentos en que hay euforia comparadora.

Pero, en definitiva, el factor especulativo viene implícito o conectado con el factor riesgo, y como conviene considerar no tanto al especulador profesional como al inversor normal, que puede actuar en algún momento con

un cierto componente especulativo, lo que procede es contemplar en su conjunto global cuáles son los factores de riesgo y rentabilidad existentes en los activos que se negocian habitualmente en estos mercados y, más específicamente, para no hacer un planteamiento puramente teórico, en el mercado español de capitales.

Conviene, en primer lugar, examinar cuáles son los objetivos que cualquier inversor persigue con su inversión y que, básicamente, son tres: *seguridad, rentabilidad y liquidez*.

En primer lugar, una *seguridad* de que el dinero que invierte le será devuelto, lo que supone la solvencia de las entidades emisoras y conlleva el análisis de las garantías de que goza el inversor.

En segundo lugar, el inversor pretende obtener esa compensación a que antes se aludía, por el sacrificio económico que hace al no consumir la renta que invierte; y esto es lo que se llama *rentabilidad* en el sentido estricto de la palabra. Es decir, el rendimiento regular que puede obtener el inversor mediante la percepción de intereses o dividendos. En un sentido más amplio, el concepto de rentabilidad incluye, asimismo, la posible plusvalía o revalorización que el inversor puede obtener en ciertas modalidades de inversión.

Y el tercer factor que el inversor considera, y que viene vinculado también al mayor o menor riesgo de la inversión, es el factor *liquidez*. Es decir, la posibilidad, no ya de recuperar aquello que invierte, sino de recuperarlo en cualquier momento en que pueda tener necesidad de ello. No basta con que una inversión pueda ser recuperada al cabo de cin-

co, diez, veinte años, es necesario que, a través de un mercado secundario activo, pueda producirse la recuperación automática de dicha inversión en cualquier momento en que el inversor lo desee. El grado mayor o menor de riesgo está íntimamente vinculado, como se verá luego también, al mayor o menor grado de liquidez de la inversión.

A través de un cuadro-resumen se analizarán ahora las diversas modalidades de inversión y la forma en que, cada una de ellas, cubre los tres objetivos antes señalados, naturalmente referidos al mercado de valores (cuadro número 1).

La expresión «mercado de valores» parecería restringir la capacidad inversora a sólo ciertos activos integrados por valores mobiliarios de renta fija o variable, y de hecho, en las Bolsas españolas, hasta hace muy pocos años, solamente se negociaban fondos públicos, obligaciones y acciones. Pero durante los últimos años se han ampliado notablemente las posibilidades de inversión a través del mercado de valores.

Se han eliminado de este cuadro, lógicamente, aquellas inversiones que no pueden efectuarse en el mercado de valores, tales como las inversiones inmobiliarias, las inversiones en obras de arte, las inversiones en sellos, en oro, en metales preciosos, en joyas, etc.

Los activos que figuran relacionados en el cuadro son activos que pueden negociarse en el mercado de valores, con excepción de los certificados de regulación monetaria (en la actualidad ya no se emiten) que pueden ser adquiridos por los inversores a través de la Bolsa, mediante la inversión en instituciones tales como las

Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.

¿Cómo juega en estos distintos tipos de inversión el factor de especulación y riesgo y el factor correlativo de rentabilidad?

Aunque más tarde se analizará más ampliamente este aspecto, cabe decir que solamente la inversión en acciones, es decir, en valores de renta variable, tiene un cierto componente de riesgo y permite la especulación. El resto de las modalidades de inversión que figuran relacionadas, tienen hoy día un carácter mucho más estable, con ausencia prácticamente total de especulación, y con casi ausencia de riesgo. Correlativamente, también sus rendimientos, aunque actualmente altos, son generalmente inferiores a los que se pueden obtener a través de la inversión en acciones, al menos conceptualmente.

Otro hecho importante a señalar también, como complemento de lo anterior, es el notable incremento de los activos emitidos por el sector público. En 1982, según cifras de la Dirección General de Política Financiera, el volumen de activos emitidos fue del orden de un billón setecientos mil millones de pesetas, y de ellos, el 65 por 100, casi los dos tercios, fueron activos emitidos por el sector público. Si se analizan solamente los activos emitidos a medio y largo plazo, que son propiamente los negociados tradicionalmente en el mercado de valores, el 35 por 100 del volumen de activos de esta naturaleza son emitidos por el sector público, lo que refleja la competencia creciente que el sector público está haciendo al sector privado en la captación de recursos, debido a la necesidad de financiar déficits presupuestarios crecientes, lo que está expulsan-

CUADRO N.º 1
MODALIDADES DE INVERSION

Modalidad	Entidad emisora	Seguridad	Rentabilidad (%) (*)	Liquidez	Revalorización
Certificados de Regulación Monetaria (C.R.M.)	Banco de España	Si	15-23	3 meses	No
Pagarés del Tesoro	Estado	Si	13-16	6 meses/1 año	No
Pagarés de Empresa	Empresas Públicas o Privadas	Depende solvencia empresa	15-17	1 año	No
Letras de Cambio	Empresas Públicas o Privadas	Depende solvencia empresa y avalista	14-16	1 año	No
Bonos del Estado	Estado	Si	15-16	2/4 años	No
Bonos de Caja	Bancos Industriales y Banca Oficial	Depende solvencia Banco (F.G.D.)	12-14 (17-19)	2/4 años	No
Cédulas Hipotecarias	Banco Hipotecario, Cajas de Ahorros y Sociedades de Crédito Hipotecario	Depende solvencia entidad emisora	12-13 (17-18)	3 años	No
Bonos Eléctricos	Empresas Eléctricas	Depende solvencia entidad emisora	13-14 (21-24)	3/5 años	No
Deuda Pública Desgravable	Estado	Si	12-14 (17-19)	3/4 años	No
Obligaciones del Estado	Estado	Si	16,50	5/8 años	No
Obligaciones Industriales	Empresas Públicas y Privadas	Depende solvencia empresa emisora	14-17 (17-22)	5/10 años	No
Acciones	Empresas Públicas y Privadas	Depende empresa	0-25 (0-32)	Variable	Si

(*) Las cifras entre paréntesis reflejan la rentabilidad, incluyendo desgravaciones fiscales, cuando existan.

do realmente, en la práctica, del mercado a muchas empresas emisoras.

Pasando al análisis de los diversos activos, cabe hacer los siguientes comentarios:

Los *Pagarés del Tesoro* ofrecen un grado de seguridad total, al tratarse de activos emitidos por el Estado, y ofrecen una rentabilidad elevada, entre el 14 por 100 y el 16 por 100 (no hay que olvidar que la tasa de inflación está alrededor del 12 por 100). No siempre ha sido así, ya que en ciertos periodos este tipo de activos ha tenido rendimiento real negativo, es decir, inferior a la tasa de inflación, pero en el momento actual, los *Pagarés del Tesoro*, colocados por el sistema de subasta, se emiten con tipos de rendimiento superiores a la tasa de inflación. El vencimiento de los Pa-

garés del Tesoro es a seis meses o un año.

Los *Pagarés de Empresa* tienen una naturaleza bastante parecida, en su vertiente jurídica, a los *Pagarés del Tesoro*, solamente que en lugar de ser emitidos por el Estado son emitidos por empresas privadas. El factor de riesgo adicional que supone el que, en el segundo caso, la garantía es del Estado, mientras que en el primero la garantía corresponde a las empresas que los emiten, implica también una diferencia de rentabilidad. Lógicamente, los pagarés de empresa tienen un rendimiento superior a los *Pagarés del Tesoro*, pero tienen un grado de seguridad menor, aunque, hasta el momento, todos los pagarés de empresa han sido emitidos por empresas de primer nivel y a través de grupos financieros de prestigio contrastado.

Los pagarés de empresa se emiten a un año, aunque se pueden negociar a plazos más cortos en el mercado secundario.

Las *Letras de Cambio* tienen características muy similares a los pagarés. Solamente que conllevan un factor de seguridad adicional, y es que las letras de cambio incorporan la doble garantía del librador y el librado y, al menos las que se negocian en el mercado oficial de valores, son libradas por los propios bancos para financiar a empresas industriales. Es decir, en este caso concreto, ya no es la empresa solamente la que garantiza el pago, es el banco librador el que garantiza adicionalmente el mismo, sin perjuicio de que el destino final de la financiación es la cobertura de las necesidades financieras de empresas privadas. Su tipo de rendimiento actual es un poco infe-

rior al de los pagarés de empresa, desde el momento en que también ofrecen un grado de seguridad mayor, y el plazo, el mismo, un año, aunque se pueden negociar en el mercado secundario a plazos más cortos.

Los *Bonos del Estado* tienen en este momento una rentabilidad del orden del 15 al 16 por 100. Son emisiones a dos/cuatro años, por eso se llaman bonos. Generalmente la distinción entre bonos y obligaciones es que ambos son títulos de renta fija, pero los bonos tienen generalmente un plazo de vencimiento más corto, generalmente hasta cinco años, y las obligaciones, un plazo igual o superior a cinco años. Estas emisiones han tenido gran éxito, con volúmenes que, en este año, han doblado prácticamente las colocaciones del año anterior.

Los *Bonos de Caja Bancarios* tienen un volumen de negociación muy importante y constituyen un sistema de captación de recursos exclusivamente reservado a los bancos industriales, sólo lo que materializado en títulos valores. Su rendimiento está comprendido entre el 12 y el 14 por 100 nominal, que se transforma en el 17-19 por 100 si se incluyen las deducciones fiscales en el impuesto sobre la renta de las personas físicas. También gozan de exención tributaria en el impuesto de sucesiones. Se emiten generalmente a tres años y suelen tener un mercado secundario muy fluido y, por tanto, gran liquidez.

Los *Bonos de la Banca Oficial* gozan también de desgravaciones fiscales en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, pero no en el impuesto de sucesiones. Sus rendimientos son similares a los de los Bonos de Caja

de los bancos industriales, con períodos de amortización comprendidos entre los tres y los cinco años, tendiendo más a los tres que a los cinco.

Las *Cédulas Hipotecarias* gozan de garantía hipotecaria y de desgravaciones fiscales y son emitidas por el Banco Hipotecario, las Cajas de Ahorros y las Sociedades de Crédito Hipotecario. Su rentabilidad es algo inferior a la de los bonos bancarios, por conllevar la garantía hipotecaria, pero se aproxima mucho a la de los bonos emitidos por algunos bancos industriales y a la de la Deuda Pública a plazo medio, siendo superior a la de los Bonos del Tesoro y los Bonos del Estado (alrededor del 18 por 100 contando las desgravaciones fiscales).

La *Deuda Pública a plazo medio* (desgravable) también es emitida por el Estado, pero en este caso con una distinción, y es que goza de desgravación fiscal, lo que eleva su rentabilidad real del 17 al 19 por 100, con una rentabilidad nominal del 12 al 14 por 100. Se emite a plazo medio o largo (actualmente a tres/cuatro años).

Los *Bonos Eléctricos* son emitidos por empresas del sector eléctrico y gozan de una doble desgravación: la deducción en la cuota por inversiones del 15 por 100, que es la que tienen todos los demás tipos de títulos con cotización calificada y, además, la desgravación del 95 por 100 en el antiguo impuesto de renta de capital. Sin entrar en mayores detalles, ello hace que la rentabilidad real que ofrecen al inversor esté comprendida entre el 21 y el 24 por 100, es decir, son la modalidad de inversión financiera más rentable que existe en el mercado en este momento, junto con

las obligaciones de empresas industriales. Su seguridad depende de la entidad emisora, al no estar avalados ni garantizados por el Estado ni por ninguna entidad financiera privada, y se emiten a plazos de cuatro a seis años.

Las *Obligaciones del Estado* son títulos de la Deuda Pública que tienen como distinción fundamental el plazo, ya que se emiten a plazos comprendidos entre cinco y ocho años y no gozan de desgravación fiscal. El plazo es, por tanto, más largo, pero gozando siempre de la garantía del Estado. Otra distinción de las Obligaciones del Estado, respecto a la Deuda Pública antes mencionada, es que se colocan en dos fases, con una primera subasta que fija el tipo medio de interés a largo plazo de la Deuda Pública y aceptación posterior de suscripciones a dicho tipo en una segunda fase.

También las *Comunidades Autónomas* y las *Corporaciones Locales*, lo mismo que los organismos autónomos de la Administración Pública, emiten obligaciones a plazos medio y largo, con rentabilidad muy diversa, gozando casi siempre de ventajas fiscales.

Las *Obligaciones Industriales* generalmente se emiten a plazos entre cinco y diez años. Aunque su vida media se ha acortado tremendamente en los últimos años, existen todavía obligaciones industriales que se amortizarán después del año 2000, ya que se emitían a quince-veinte años. En este momento no hay ningún título de empresa industrial que se emita a plazo de vida media superior a siete años. Es decir, teóricamente tienen amortización a diez años, pero comienza su amortización en el cuarto año, con lo que la vida media realmente es in-

ferior a siete años. Correlativamente a este acortamiento de los plazos de amortización, han aumentado notablemente las rentabilidades para el inversor, lo cual implica, evidentemente, una reducción considerable del factor riesgo y hace hoy mucho más atractivas estas emisiones, incluso para los inversores privados. El inversor arriesgaba mucho más antes, cuando tenía que aceptar plazos mucho más largos y tipos de interés mucho más bajos y, de hecho, ese riesgo se ha materializado en pérdidas importantes que han sufrido los inversores de renta fija, lo mismo que las han sufrido los inversores en valores de renta variable. En este momento, puede decirse que el riesgo de los valores de renta fija es bajo, y su liquidez ha mejorado progresivamente.

Finalmente, las *Acciones* son un tipo de activo absolutamente distinto de los anteriores. Así como, en todos los casos precedentes, se trataba de una financiación suministrada al Estado, a los organismos autónomos, corporaciones locales, empresas, etc., mediante la compensación a través de un rendimiento fijo (tipo de interés), por lo que se llaman títulos de renta fija, en el caso de las acciones se trata de la toma de una participación en el capital de una empresa.

Es decir, realmente el accionista se convierte en propietario de una cuotaparte de la empresa, y por consiguiente es propietario de la parte alícuota que le corresponda en el patrimonio de esa empresa, así como de un derecho a participar en sus beneficios, particularmente por la vía de la percepción de dividendos.

Los dividendos, por tanto, serán mayores o menores, según que los beneficios de la empresa

sean mayores o menores y pueden ser nulos en el momento en que la empresa atraviese una fase difícil, crítica, en cuyo caso el accionista puede llegar a perder, no solamente la posibilidad de obtener una compensación vía dividendo, sino incluso llegar a perder la inversión íntegramente.

Las acciones tienen, por ello, unas características de riesgo y rentabilidad muy diferentes del resto de los activos, porque, en primer lugar, su seguridad depende de la entidad que emite las acciones, es decir, puede haber empresas muy sólidas, empresas con una elevada capacidad de generación de beneficios y puede haber empresas que atraviesen por dificultades determinadas o que no tengan capacidad alguna de generar beneficios, en cuyo caso el riesgo de la inversión en acciones derivará, sustancialmente, de la propia situación de las empresas en las que el accionista invierte.

La rentabilidad dependerá, igualmente, de la calidad de la empresa y de su capacidad de generación de beneficios.

Por ello, las acciones se denominan títulos de renta variable. Su rentabilidad puede ser muy alta, si la Sociedad genera altos beneficios y puede repartir buenos dividendos, y puede ser cero, en el supuesto de que la sociedad no obtenga beneficios y no pueda repartir dividendos.

Su liquidez también es muy variable, porque en el mercado secundario de acciones hay títulos que tienen una gran fluidez, hay acciones que se pueden comprar y vender en volúmenes importantes todos los días, y hay otros que son absolutamente marginales, tienen un mercado secundario muy pobre, y por consiguiente escasa o nula liquidez.

Por último, la inversión en acciones es la única que permite, en general, revalorización, en el sentido de que puede haber un diferencial entre el precio de compra y el precio de venta, que viene derivado, precisamente, del juego del mercado, en el que compradores y vendedores fijan todos los días el nivel de precio de las acciones, es decir, su cotización, y esa cotización variará según la coyuntura económica, política, sectorial y empresarial individual, de forma tal que si el inversor examina exactamente, mediante un adecuado análisis financiero, las opciones de inversión y selecciona bien esas inversiones, puede obtener, no solamente un rendimiento normal, a través de los dividendos, y una seguridad razonable, sino incluso una plusvalía del capital invertido.

Como comentario final de este análisis de las diversas modalidades de inversión, cabe señalar que, de todo el conjunto de activos financieros que el sistema pone a disposición de los inversores, una parte sustancial son activos sin riesgo, o con un riesgo muy limitado. Los títulos emitidos por el sector público, evidentemente, tienen un riesgo prácticamente nulo y, de los emitidos por entidades privadas, los bonos y obligaciones tienen un riesgo muy limitado.

No quiere ello decir que no haya habido casos de empresas emisoras españolas cuyas obligaciones han tenido que ser renunciadas, bien mediante una quita o espera, bien mediante reducción de los intereses, pero este fenómeno se ha producido durante los últimos años de crisis económica y con carácter excepcional. En los años anteriores, prácticamente todas las empresas cubrieron el pago de principal e in-

tereses. En todo supuesto, el factor riesgo en este tipo de activos es muy reducido, mientras que, en la inversión en acciones, es mucho más alto y depende de una serie de factores que se comentan a continuación.

Cabría hacer una digresión, un tanto académica, sobre cómo se puede calibrar el riesgo en la inversión, especialmente en valores de renta variable, y podría hablarse de una serie de aspectos relacionados con el factor volatilidad, el coeficiente beta, etc., sobre los que se han hecho estudios, no sólo teóricos, sino experiencias prácticas en mercados muy abiertos y muy amplios, como el mercado americano, y también, en alguna medida, en el mercado de valores español. Aunque hay que reconocer que cuando no se trata de mercados suficientemente amplios, o suficientemente transparentes, las mediciones de la volatilidad o del factor riesgo adicional que conlleva un título concreto, son mucho menos indicativas.

¿Qué es la volatilidad? Simplemente el comportamiento más o menos próximo a la media de comportamiento general de un mercado o de un sector, por parte de un título concreto. Un título es tanto más volátil cuanto más se aparta de las medias de cotización del mercado o del sector en que esté inmerso. Por tanto, el factor volatilidad implica factor riesgo, en el sentido de que cuanto más volátil es un título, cuanto más sensible es a las variaciones coyunturales, tanto más riesgo conlleva para el inversor. Pero también, como contrapartida, tanto mayores oportunidades de ganancia ofrece a un inversor con mayor capacidad de riesgo o a un especulador.

No es este el momento oportuno para profundizar sobre estos

aspectos, sobre los que, por otra parte, existe abundante bibliografía, siendo preferible dedicar la parte final de esta exposición a hacer algunos comentarios fina-

les sobre la situación actual del mercado de valores español.

Hay que insistir, en primer lugar, en el hecho de que hay muy

CUADRO N.º 2

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES VALORES COTIZADOS EN BOLSA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 1983

<i>Sociedad</i>	<i>Plusvalía o minusvalía (%)</i>
Sarrió	231,0
Reunidas	164,2
La Seda	115,2
Petromed	97,5
Seat	96,2
Aguas de Barcelona	92,9
Finanzauto	90,3
Fasa	88,9
Duro Felguera	82,7
Cristalería	78,7
El Águila	65,0
Cubiertas	62,3
F.O.C.	62,0
Urbis	59,4
Portland Valderribas	59,2
Bendibérica	51,2
Asland	50,2
Hidro Cantábrico	48,1
Koipe	45,5
Motor Ibérica	44,7
Valenciana de Cementos	44,3
Banco Herrero	43,7
Campsa	42,9
Tudor	42,9
Explosivos	41,2
Carbuos	40,7
Telefónica	38,7
El Encinar	38,1
Zardoya	36,7
Uralita	36,5
Ponferrada	35,1
Cepsa	33,3
Azucarera	31,5
Vacesa	29,3
Banesto	25,8
C.A.F.	25,8
Banco Vizcaya	24,3
Banco Santander	20,5(*)
S. E. de Oxígeno	18,9
Inmobiliaria Metropolitana	17,3
Sniace	16,7
Energías	15,8
Bankinter	15,0
C. Ind. Bancobao	12,7
Banco Popular	12,3
Vallehermoso	11,7

(*) Media del Mercado.

CUADRO N.º 2 (Continuación)

**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES VALORES COTIZADOS
EN BOLSA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 1983**

<i>Sociedad</i>	<i>Revalorización (%)</i>
Tubacex	11,7
Electra de Viesgo	8,2
Ebro	8,1
Banco Andalucía	7,7
Altos Hornos	6,7
Banco Hispano	6,3
Tabacalera	5,9
Cros	5,6
Banco Central	5,0
Banco Pastor	3,0
Banco Exterior	1,0
Hidroila	-0,9
Iberduero	-2,2
Dragados	-2,8
Fomento	-4,1
Fecsa	-4,2
Banco Bilbao	-4,5
Unión y El Fénix	-5,0
Huarte	-10,2
Unión Eléctrica-Fenosa	-11,9
Banco Urquijo	-12,8
Renta Inmobiliaria	-34,0
Edificadora Española	-54,2

poca apetencia por el riesgo en los inversores españoles. Así ha sido tradicionalmente y, en este momento, el poco deseo de riesgo que existía prácticamente puede decirse que ha desaparecido. Prueba de ello es que el mercado de acciones se halla tremendamente deprimido, mientras que los inversores se centran en activos a corto plazo de renta fija, en particular los emitidos por el Estado, de alta seguridad y rentabilidad.

Solamente de esa manera se explica la situación depresiva de las acciones en la Bolsa española y este es un factor muy negativo, ya que una economía de mercado no puede funcionar sin un factor adecuado de riesgo. El capital de riesgo es indispensable para el funcionamiento de cualquier economía, porque implica la

aportación inicial de recursos por los accionistas, por los promotores de un negocio, que después deberán obtener fuentes de financiación adicionales, mediante el endeudamiento oportuno y asumible por los acreedores, suponiendo ello una adecuada proporción entre recursos propios y ajenos de las empresas.

Pero si no existen personas con afán empresarial, si no existen personas dispuestas a invertir con un cierto riesgo, evidentemente se tenderá a una economía cada vez más estatizada, y no porque los gobiernos respectivos de los distintos países lo deseen, sino simplemente porque parcelas progresivamente mayores de la economía dejarán de ser dirigidas por aquellos que tienen la iniciativa y la capacidad de riesgo que requiere toda inversión, para pa-

sar a ser simplemente dirigidas, administradas e impulsadas por el sector público.

En todo caso, cabe poner de relieve que la Bolsa española en diez años ha perdido un 70 por 100 en términos nominales y nada menos que un 90 por 100 en términos reales, lo que quiere decir que una peseta invertida en el año 1974, vale hoy solamente 10 céntimos en poder adquisitivo. Esto realmente es un factor que puede llevar al pesimismo o a la idea de que los inversores en acciones han tenido fuertes pérdidas, pero también puede llevar a una actitud optimista, que es señalar que el punto de partida actual es mucho más realista, mucho más sólido y pragmático y ofrece por ello muchas más oportunidades a los inversores que en ninguna otra etapa histórica reciente.

Es decir, si hace diez años en las Bolsas españolas se estaban pagando aproximadamente veinte veces los beneficios de las empresas, si el inversor obtenía una rentabilidad media en dividendos del orden del 4 por 100, y si se pagaba casi dos veces el valor contable de las empresas, hoy se pueden comprar las empresas cotizadas pagando sólo, en media, el 40 por 100 de lo que valen, desembolsando sólo el equivalente a cinco o seis veces sus beneficios y, además, el inversor en acciones puede obtener una rentabilidad media del 12 por 100, pero esa rentabilidad se puede elevar al 20, 25 ó 30 por 100 en ciertos sectores o empresas concretas, cuyas cotizaciones están a niveles muy bajos.

Quiere esto decir que el mercado está tremendamente deprimido, pero al mismo tiempo, también, parece ofrecer unas oportunidades muy interesantes a los in-

versores que tengan una mínima capacidad de riesgo. No se aprecia en este momento la existencia de un riesgo elevado en la inversión en valores de renta variable. Existía ese riesgo cuando el mercado de valores estaba sobrevalorado, cuando existía una dinámica de constante demanda que hizo subir los cambios de una manera espectacular, al final de los años sesenta, pero no en el momento actual, en que las acciones están claramente infravaloradas, tanto en relación con otras etapas históricas, como en relación con otros países.

¿Cuáles son las razones por las que el inversor, ante esta situación, sin embargo, no reacciona?

Hay varios factores: factores de tipo político, incertidumbre sobre el futuro, situación económica tensa y difícil a nivel internacional e interno, y probablemente un factor competitivo, como es la existencia de activos con escaso riesgo y con tipos de rendimiento altos.

Siendo ello así, la consolidación del proceso político, la clarificación de la política económica, la posible mejora de las condiciones generales del entorno internacional y la adopción de medidas rigurosas y serias orientadas al saneamiento de la economía, deberían estimular la actitud empresarial y mejorar el clima del mercado de acciones. A ello puede contribuir, igualmente, el control de la inflación y la posible baja futura de los tipos de interés, aunque este último factor puede todavía estar lejos.

A estos aspectos cabe añadir otro de gran importancia, que es la posibilidad de que determinado tipo de instituciones financieras puedan actuar como cebo de bomba de una reactivación de la Bolsa, como lo hicieron durante

el período 1965-1972, las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria.

Actualmente se prepara una nueva regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva que, aparte de las mencionadas, contempla nuevas figuras, tales como los Fondos de Dinero, y también se está preparando la regulación de una institución que goza de un peso y prestigio enorme en los mercados de capitales de todo el mundo, que son los Fondos de Pensiones.

Los Fondos de Pensiones, sólo en Estados Unidos, tienen un volumen de activos equivalente a ciento sesenta billones de pesetas, es decir, aproximadamente ocho veces el Producto Interior Bruto español, y su patrimonio representa alrededor del 70 por 100 de la capitalización bursátil de todos los títulos cotizados en la Bolsa de Nueva York. Sin llegar a este caso extremo, de dimensiones tan espectaculares, en los países europeos, fundamentalmente en Alemania, Holanda e Inglaterra, en alguno de los países nórdicos y en Suiza, los Fondos de Pensiones tienen activos equivalentes al 50, 60 y 70 por 100 de su PIB, y superiores en muchos casos a la capitalización bursátil de sus respectivos mercados de valores.

Todos estos factores, a medio plazo, pueden contribuir a aumentar la demanda en el mercado de valores y permitir que nuestras Bolsas entren en una fase más dinámica y positiva, sin estridencias nocivas.

Este proceso parece haberse iniciado tímida y selectivamente en 1983. El índice de cotizaciones de la Bolsa de Madrid subió un 20 por 100 en sólo seis meses, durante los cuales el juego de la especulación hizo de nuevo su aparición, reflejada en valores que su-

bieron en sólo estos seis meses el 231 por 100, como el caso de Sarrió, o Eléctricas Reunidas de Zaragoza, que subió un 164 por 100 ó un 115 por 100 la Seda de Barcelona. Hay una larga lista de valores que subieron evidentemente mucho más que la media del índice, entre los cuales hay representados todo tipo de sectores y todo tipo de empresas, unas veces justificadamente, y otras no tanto, pero lo cierto es que el mercado adquirió un marcado matiz especulativo, como puede comprobarse en el cuadro n.º 2.

También esa especulación conlleva riesgos, y hay igualmente valores que no solamente no subieron tanto como el índice, sino que perdieron posiciones y cuyas cotizaciones están por debajo del nivel de 31 de diciembre, con algunos casos extremos, como Edificadora Española, cuya cotización bajó un 54 por 100 en sólo seis meses. Esto quiere decir, sencillamente, que hay un juego posible en el mercado, no solamente en el sentido que antes se comentaba de juego especulativo, sino con mucha mayor solidez y menor riesgo, mediante el estudio, el análisis serio de las empresas y de los sectores, el análisis de la coyuntura actual y la previsión de la evolución de la economía mundial y de la economía española, que permiten contemplar con más optimismo el futuro del mercado de valores.

En todo supuesto, lo que puede afirmarse es que los inversores que estén dispuestos a asumir una cierta capacidad de riesgo, y que no se contenten con situarse puramente en posiciones cómodas, como son comprar activos a corto plazo sin riesgo, pueden aprovechar eficazmente las oportunidades que ofrece hoy el mercado de acciones.