

La importancia de la Bolsa para la economía española en la actualidad

ANTONIO TORRERO MAÑAS*

El progreso de la Bolsa española en los últimos años ha sido espectacular, al tiempo que se ha incrementado la trascendencia de su evolución en la economía española. En este trabajo se destaca la responsabilidad y la influencia de la gestión de las principales empresas que cotizan en Bolsa con respecto a dos puntos débiles de la actual coyuntura económica española: la inflación diferencial y el resultado de las inversiones españolas en el exterior.

Palabras clave: mercado de valores, Bolsa alcista, inversiones extranjeras, gestión financiera, inflación, activos financieros, rendimientos económicos, España.

Clasificación JEL: G14.

1. Introducción

La idea fundamental que dirige esta exposición es el hecho de que la Bolsa tiene en la actualidad, una importancia mayor para la economía española que en cualquier otro período. Este escenario se inscribe en una situación internacional del mismo tenor, si bien las peculiaridades de nuestra estructura productiva y de nuestra organización institucional, dotan de cierta singularidad a la evolución y perspectivas de nuestro mercado de valores y a la incidencia de éste sobre nuestra economía.

La argumentación que se desarrolla a continuación abarca, en primer lugar, las razones que explican la mayor trascendencia de las Bolsas en el plano internacional, en segundo lugar las características diferenciales de nuestra economía y de nuestro mercado y por último, las posibles consecuencias de nuestra peculiaridad. No obstante, se realizará una breve referencia previa a una cuestión que parece clave para comprender el discurso, ya que está presente de forma implícita o explícita en toda la argumentación: la estabilidad o inestabilidad de las tendencias.

* Universidad de Alcalá.

2. Estabilidad o inestabilidad de las tendencias

Cuando observamos en un cuadro estadístico una serie de datos con progresión importante y regular, una aproximación mecánica puede considerar esa regularidad como prueba de estabilidad y de ahí pueden derivarse análisis superficiales, ya que no tienen en cuenta, bien las variables subyacentes que explican la tendencia de la serie, bien la coherencia económica de una extrapolación simplista. Un ejemplo de estos ejercicios en el aire es tomar un período determinado en el que se produce una tasa de crecimiento de nuestra economía que supere claramente a la de nuestros competidores y asumir, sin más, que la tendencia es estable, como si la providencia tuviera razones ocultas que permitan considerar como hecho natural y permanente lo que la tendencia refleja, que bien puede ser fruto de circunstancias específicas y no recurrentes. Eso ha sucedido en muchas ocasiones.

La aproximación del economista profesional ante cifras que progresan con regularidad es más cauta puesto que se plantea si existen factores que



COLABORACIONES

CUADRO 1 DATOS ECONOMICOS BASICOS DE LA BOLSA DE MADRID (1995-1998. Finales de cada año)				
	1995	1996	1997	1998
PER (Price-earnings ratio).....	11,98	15,05	19,09	24,39
Rentabilidad por dividendo %	3,26	2,66	2,01	2,17
Rentabilidad de los bonos % (10 años)	9,70	6,85	5,59	3,99
Crecimiento de los beneficios empresariales	19,42	9,42	20,35	17,59
Crecimiento de los rendimientos bursátiles	15,69	42,94	45,36	39,46
Tasa de crecimiento anual acumulativa de los Beneficios Empresariales..	16,61%			
Tasa de crecimiento anual acumulativa de los Rendimiento Bursátiles...	35,31%			

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO 2 RENTABILIDAD DE LAS PRINCIPALES BOLSAS (% de crecimiento)					
	1995	1996	1997	1998	Rentabilidad anual acumulativa
Nueva York	33,45	26,80	21,89	16,10	24,40
Tokio.....	0,74	(2,55)	(21,19)	(9,28)	(8,47)
Londres.....	20,35	11,63	24,69	14,55	17,70
Paris.....	(0,49)	23,71	29,50	31,47	20,32
Milán.....	(9,17)	13,10	59,98	40,99	23,31
Francfort.....	5,26	22,51	40,55	17,71	20,86
Madrid.....	12,30	38,96	42,22	37,19	32,10

Fuente: Bolsa de Madrid.

la justifican, o, por el contrario, existen razones que hacen previsible esperar, no la continuidad de la serie sino la ruptura. Aún más, en muchas ocasiones la regularidad, la duración y aceleración de una tendencia advierten al economista de la cercanía de su ruptura. Como ejemplo de dicha argumentación, en la década de los cincuenta, España, con un régimen autárquico, experimentó un crecimiento económico importante basado en la industria, pero el profesor Torres advirtió del carácter autofágico del proceso: cuanto más se creciera, más próxima estaba la ruptura puesto que las variables que estaban actuando provocarían, vía importaciones, una crisis de balanza de pagos, que cercenaría el proceso y obligaría a plantear el funcionamiento del sistema sobre otras bases más estables.

En el mundo de las finanzas pronunciarse sobre la recurrencia o excepcionalidad de las tendencias es fundamental. Cuando se produce en un país una entrada masiva de capitales que provoca la sobrevaloración del tipo de cambio, fenómeno que puede ser muy duradero puesto que interesa a algunos (sobre todo a los políticos y a los inversores extranjeros) aunque perjudique al país, frecuentemente se considera que la tendencia apreciadora es consecuencia de las mejores oportunidades, del superior dinamismo de la economía receptora. Los avisados saben que cuanto más regular y firme parezca la tendencia, más próxima está la ruptura. En nuestro país, entre 1986 y 1991 la peseta era la moneda más fuerte del sistema europeo y nuestros políticos blasonaban de esa fortaleza, sin percibir que se trataba de una circunstancia temporal, tanto más breve cuanto mayor era la tendencia apreciadora de la divisa. Por eso fueron sorprendidos por devaluaciones sucesivas.

En la economía española, en la actualidad, estamos creciendo más que Europa y creando más empleo. Dos son las razones básicas que parecen estar en la base de este progreso: la reducción del déficit público y la mayor atención hacia las cuestiones empresariales. Estos dos factores, junto con la pertenencia a la Unión Monetaria, han permitido la reducción drástica de los tipos de interés promoviendo una mejora de las valoraciones financieras de los activos empresariales. Siendo favorable este panorama no debe ocultar la inestabilidad potencial generada por el diferencial de inflación. Si éste persiste, se agudizarán las tensiones —véase la evolución del comercio exterior— que provocarán la fractura de la tendencia.

La atención hacia la estabilidad o fragilidad de las tendencias como indicadores del próximo futuro, es especialmente importante en el mundo financiero y, en particular, en los mercados bursátiles. Esto es así porque la propia regularidad de los datos influye de forma decisiva en el ánimo de los participantes al conferir la vitola de normalidad a situaciones que no pueden mantenerse a largo plazo sin que afloren los desequilibrios.

Parece ser que la tensión entre las expectativas derivadas de la propia evolución de los mercados, y la realidad económica subyacente, es esencial en la interpretación de la circunstancia bursátil. Así, los datos del Cuadro 1 muestran que en el período que 1995-1998, los rendimientos de la inversión bursátil superaron el 35 por 100 anual, que, como se puede comprobar en el Cuadro 2, son muy superiores a los obtenidos del resto de los mercados. Es cierto que esos rendimientos son reflejo de los beneficios crecientes de las empresas y del descenso de los tipos de



COLABORACIONES

interés, pero también es verdad que los rendimientos bursátiles han duplicado los beneficios empresariales y multiplican por 10 el rendimiento de los bonos. Si se observa la regularidad y cuantía de los rendimientos bursátiles de manera mecánica, lo que se impone es la idea de que esa situación es normal. Con mayor atención, se llegaría a la conclusión de que, pese a la regularidad y cuantía, estas circunstancias sugieren más la posible fractura que la continuidad, puesto que las altas valoraciones de las acciones provocan la separación creciente con los datos fundamentales que les sirven de soporte. Por eso, no puede extrañar que en 1999 la Bolsa española registre los resultados más negativos de los países industriales, puesto que empieza a ponerse de manifiesto la valoración excesiva de una excelente realidad económica, consecuencia de los desmesurados rendimientos bursátiles obtenidos en los últimos años.

De esta forma y a modo de advertencia, la duración y regularidad de una tendencia, que ayuda a que estas características se mantengan al conferir el calificativo de normal a la situación, no deben ocultar al economista profesional la fractura potencial que puede encubrir la regularidad, fractura que será tanto más fuerte y estará tanto más próxima, cuanto mayor sea la estabilidad aparente y más aguda la aceleración de la tendencia. En síntesis, la evolución extraordinariamente positiva de la Bolsa en los cuatro últimos años debe inspirar más inquietud que confianza.

3. La mayor trascendencia de los mercados bursátiles

En la década de los noventa han ganado peso en todos los sistemas financieros los activos, instituciones y mercados ligados a las Bolsas. Destaca el progreso de las entidades de inversión institucional (fondos de inversión, de pensiones, entidades de seguro, etcétera), así como los productos derivados y sus mercados, especialmente aquellos en los que los activos subyacentes son acciones o índices bursátiles. De manera que hay más Bolsas en el mundo, más empresas que se cotizan, mayor volumen de

contratación y superiores valoraciones de los títulos cotizados (1).

Esta importancia creciente de las Bolsas está ligada a la liberalización y desregulación de los sistemas financieros. La inestabilidad macroeconómica de los años ochenta impulsó la crítica hacia las rigideces a las que estaban sometidos los agentes económicos, y presionó a favor de flexibilizar el marco institucional para que pudieran adaptarse a situaciones cambiantes. La principal consecuencia es que se puso en cuestión el exceso de regulación en las finanzas, animándose un proceso desregulador en todos los países que tiene como objetivos esenciales fortalecer la utilización del mercado para mejorar la asignación de los recursos, y reforzar los mecanismos para disciplinar a los agentes. Se procede, pues, a la supresión de controles sobre precios y cantidades, tanto en los mercados domésticos como en los internacionales.

La inestabilidad macroeconómica, las nuevas posibilidades tecnológicas en el tratamiento y transmisión de la información, el aumento de la competencia y el impulso desregulador, han provocado una dinámica de cambios modificando el marco financiero estable mantenido durante los treinta años que siguieron a la segunda guerra mundial. A efectos de esta exposición, interesa resaltar dos aspectos cruciales de las modificaciones que se han producido: en primer lugar, el fortalecimiento de los mercados financieros y el debilitamiento de la intermediación bancaria tradicional; y en segundo lugar y conectado con el anterior, el extraordinario progreso de la inversión institucional. Estos cambios se han producido amparados por profundas modificaciones en las ideas sobre finanzas. Al tiempo, han significado la potenciación del gestor de carteras y patrimonios que actúa con carácter profesional y que, es el principal protagonista del mundo financiero en la actualidad, puesto que influye decisivamente en la asignación de recursos, en la valoración de los activos,

(1) En el trabajo: «La importancia de las Bolsas en la internacionalización de las finanzas», de próxima aparición en la revista *Análisis Financiero*, de Antonio Torrero Mañas, se profundiza en esta cuestión.



COLABORACIONES

	1995	1996	1997	1998
Capitalización de la Bolsa de Madrid.....	32,82	42,82	56,82	69,00
Contratación de la Bolsa de Madrid.....	9,46	13,70	26,31	39,89
Ampliaciones de capital (aportaciones efectivas de fondos).....	0,32	0,08	0,10	1,67(1)

(1) Las operaciones de ampliación de capital del Banco de Santander, Hispano y Telefónica suponen el 76 por 100 del Total.
Fuente: Bolsa de Madrid y Boletín Estadístico del Banco de España.

e incluso interviene en el control de la gerencia en las empresas participadas.

A continuación nos referiremos muy brevemente a los cambios que se han producido en las ideas sobre finanzas. En la década de los ochenta y aun en los primeros años del decenio actual, una preocupación central en los temas sobre finanzas en los Estados Unidos era la adecuación o limitaciones de su sistema financiero a las necesidades del mundo competitivo. El modelo alternativo de referencia era Japón y, en menor medida, Alemania. En estas economías, el compromiso de financiación estable y el papel decisivo de la intermediación bancaria constituyen notas fundamentales. El triunfo industrial de las economías emergentes de Asia incidió aún más en esta línea de reflexión. La crisis asiática, el menor crecimiento alemán y la inestabilidad financiera internacional, contrasta con la situación de los Estados Unidos que atraviesa por una etapa expansiva espectacular, con pleno empleo, fuerte impulso del consumo privado y práctica desaparición del ahorro doméstico. La fortaleza del consumo se apoya en las favorables expectativas de la renta disponible y del empleo, pero, sobre todo, en el efecto riqueza procedente de la revalorización de los activos bursátiles que se ha erigido en un elemento fundamental de la pujanza económica.

De esta forma, las características peculiares del sistema financiero americano, que se consideraban una rémora hasta los primeros años noventa, se valoran ahora como las notas más positivas. Es más, algunos defienden que la tendencia hacia el modelo americano es inevitable, no sólo porque la innovación tecnológica se favorece en ese marco, sino porque se considera que el predominio de los mercados es consustancial con la profundización de la democracia. Los

puntos claves del modelo financiero norteamericano son, en primer lugar, que la fuerza central del cambio es la innovación resultado de la presión competitiva, y en segundo lugar, el hecho de que el declive de las finanzas basadas en el conocimiento directo, y la comercialización creciente de los activos en los mercados, hace que las relaciones financieras sean más anónimas y transparentes.

4. Características básicas de la Bolsa española

En ese entorno internacional que favorece la potenciación de los mercados hay que situar la evolución de la Bolsa española, que ha tenido un desarrollo espectacular. En el Cuadro 3 puede comprobarse el progreso de la capitalización bursátil y del volumen de contratación. Si consideramos los últimos quince años se aprecia aún mejor la espectacularidad del cambio. Entre 1983 y 1998, el PIB se ha multiplicado por 3,3 en términos nominales, la capitalización de la Bolsa de Madrid se ha multiplicado por 36 y el volumen de contratación lo ha hecho por 240. La nueva organización institucional de nuestro mercado, con firmas especializadas en lugar de agentes individuales, lo que ha permitido abaratar los costes de transacción, y las mayores garantías que ofrecen los mecanismos supervisores (CNMV), han sido las razones que explican este singular progreso.

El objetivo es reflexionar sobre la importancia económica de la Bolsa española y, una vez dejar constancia del extraordinario avance de la valoración y del volumen de contratación. Así, ha continuación nos centraremos en los aspectos económicos de la actividad bursátil en nuestro país. A estos efectos, y como paso preliminar, es preciso dejar constancia de dos peculiaridades importantes de nuestro mercado: el alto nivel de concentración en pocos valores y la distribución sectorial de la capitalización, muy alejada de la distribución sectorial de la estructura productiva de nuestra economía.

Unos datos escuetos muestran con claridad estas características: a 31 de diciembre de 1998, en la Bolsa de Madrid cotizaban 484 empresas



COLABORACIONES

CUADRO 4
RELACION DE OFERTAS PUBLICAS DE VENTA (OPV)
1994-Mayo 1999

	Empresas privadas				Empresas públicas (privatizaciones)			
	N.º Op.	Importe efectivo (millones euros)	% Total	% PIB	N.º Op.	Importe efectivo (millones euros)	% Total	% PIB
1994.....	10	987	46	0,25	1	1.180	54	0,30
1995.....	2	123	5	0,03	3	2.347	95	0,56
1996.....	7	616	27	0,14	2	1.671	73	0,38
1997.....	9	966	9	0,20	5	9.599	91	2,05
1998.....	11	868	7	0,18	3	10.820	93	2,18
1999.....	5	1.463	79		1	393	21	
Total.....	44	5.023	16		15	26.030	84	

Fuente: Domingo García, Javier Garrido y M.ª José Sánchez: «OPVs en la Bolsa de Madrid 1993-1999», en *Bolsa de Madrid*, número 78, junio 1999, páginas 4-8. *Cuentas Financieras de la Economía Española*. Banco de España.

con una capitalización total de 57 billones de pesetas. El índice de la Bolsa de Madrid estaba integrado por 125 valores con una capitalización de 46,2 billones, es decir, el 81 por 100 del total. Los diez valores más importantes son: Telefónica, BSCH, BBV, Endesa, Iberdrola, Gas Natural, Repsol, Argentaria, Popular y PRYCA. Estos diez valores suponen el 66,56 por 100 de la capitalización de las 125 empresas que integran el índice general y las cinco primeras empresas el 48,96 por 100.

Este fuerte nivel de concentración se explica por las circunstancias específicas de la economía española. No tenemos grandes grupos industriales, y 44 de las cien empresas más importantes tienen una participación mayoritaria de capital extranjero que, en general, no están interesados en la Bolsa española. Además, las empresas españolas están poco familiarizadas con los mercados de valores, aunque el acercamiento ha sido importante en este ciclo bursátil alcista, y las ofertas públicas de venta han aumentado significativamente en los últimos años, como se recoge en el Cuadro 4. En cuanto a la distribución sectorial, el perfil es elocuente: Bancos, Eléctricas y Telefónica suponen el 80 por 100 de la capitalización de la Bolsa de Madrid. Los valores asociados a la construcción tienen un peso del 6,4 por 100, y los sectores específicamente industriales el 7,12 por 100, del cual REPSOL representaba el 4,63 por 100, y el resto el 2,49 por 100.

Podemos concluir pues que la Bolsa española se concentra en unos cuantos valores que pertenecen básicamente al sector bancario y a los servicios públicos, esto es, a empresas que obtienen en

el mercado interno una parte importante y estable de sus ingresos.

Las características apuntadas nos servirán para abordar el objetivo central de este artículo: la importancia de la Bolsa para la economía española en la actualidad. La importancia económica de las Bolsas se pone de relieve en los diversos ámbitos de influencia. El mayor nivel de actividad de los mercados bursátiles, y las altas valoraciones derivadas del auge de las cotizaciones en los últimos años, en un entorno de tipos de interés en descenso, ha afectado a:

- Las decisiones de gasto y ahorro de las economías familiares, muy ligadas en la actualidad al efecto riqueza.

- Las decisiones empresariales, al incidir sobre la valoración financiera de los activos empresariales, así como a la posibilidad de realizar nuevas emisiones en buenas condiciones, y estimular las privatizaciones de las empresas públicas.

- La situación de las entidades del Sistema Bancario al revalorizar sus carteras de valores en los países que permiten la participación accionaria, y mejorar las garantías de su cartera crediticia. No pueden desligarse las políticas expansionistas de algunas grandes entidades bancarias de la confianza que proporcionan las cuantiosas reservas implícitas en el activo de su balance.

- Las cuentas exteriores de los países, dado el significado de las transacciones bursátiles en la cuenta de capital de las balanzas de pagos.

- Al clima de confianza que anima a la acción económica en términos generales.



COLABORACIONES

Estos canales de transmisión de la actividad bursátil y de la valoración de los títulos sobre las decisiones de los agentes y las variables micro y macroeconómicas, tienen una importancia muy distinta, dependiendo de la estructura del sistema financiero de los países, y de su nivel de desarrollo económico. En las naciones industriales, con fuerte peso relativo en su sistema financiero de las instituciones ligadas a los mercados, y con alta significación de los activos bursátiles en el patrimonio familiar, la incidencia de las cotizaciones sobre las decisiones de gasto es muy destacada, como en el caso de los Estados Unidos, donde se mantiene una fuerte tensión del consumo basada en incrementos patrimoniales, pese al debilitamiento del ahorro con relación a la renta disponible. La valoración financiera de los activos empresariales emite una influencia de amplio espectro, aunque, de nuevo, en los países con predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria cabe suponer una incidencia relativamente mayor.

En los países con mayor peso de la intermediación bancaria y modelo de banca universal, la revalorización de activos y la mejor garantía de los créditos tiene especial trascendencia (es el caso de Alemania o España). En el caso de la banca japonesa el desplome de las valoraciones mobiliarias e inmobiliarias se encuadra en el epicentro de su crisis económica.

La importancia de la privatización de las empresas públicas se sitúa en función de las empresas susceptibles de venta en el mercado, y de la voluntad de utilizar este expediente para financiar el saneamiento del sector público y dinamizar la gestión de las empresas privatizadas. El efecto sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos, en fin, está siendo fundamental en países con fuerte dependencia del exterior para la financiación del crecimiento económico.

A continuación se revisara, muy brevemente, los efectos de la evolución bursátil en la economía española. El alza bursátil ha ejercido, sin duda, un efecto positivo sobre el consumo privado que ha

crecido por encima del incremento de la renta disponible, aunque, como señala el Banco de España: «... la magnitud del efecto que haya podido tener este incremento de la riqueza resulta difícil de determinar». En el caso de las acciones, las tenencias de las familias han progresado en los últimos años situándose en el 32 por 100 del PIB (2). La capitalización bursátil se ha multiplicado por 2,5 entre 1995 y 1998, en tanto el PIB nominal ha crecido un 18 por 100 y, como puede observarse en el Cuadro 3, la capitalización bursátil con relación al PIB ha pasado del 32,82 al 69 por 100 entre esos años. Aun cuando sea difícil precisar la incidencia del efecto riqueza sobre el consumo privado, los datos anteriores permiten suponer que ha sido

importante y justifican afirmar que el dinamismo de la demanda interna ha tenido un sólido apoyo en el alza bursátil.

El segundo aspecto a considerar es el efecto sobre las decisiones empresariales por la doble vía de facilitar la captación de recursos (nuevas emisiones) y por el

incentivo a invertir que supone una buena valoración financiera de los activos empresariales. En cuanto a las emisiones de acciones, pese al alza bursátil no se han estimulado apreciablemente, siendo únicamente significativas en 1998, como puede comprobarse en el Cuadro 3, si bien el aumento responde, básicamente, a operaciones del Santander, del Hispano y de Telefónica para financiar compras puntuales, que suponen el 76 por 100 del total emitido. Lo mismo puede decirse de 1999 con el protagonismo acusado de la ampliación de Repsol para la compra de YPF. Los excelentes resultados empresariales y los bajos tipos de interés han propiciado más el endeudamiento que la apelación a las emisiones de acciones.

Las excelentes valoraciones de los activos empresariales han ejercido una influencia posi-

.....
El alza bursátil ha ejercido un efecto positivo sobre el consumo privado que ha crecido por encima del incremento de la renta disponible.



COLABORACIONES

(2) Banco de España. Informe anual 1998, pp. 60, 62 y 110. Es interesante el trabajo de Sánchez Carretero y Sastre de Miguel: «Una aproximación a los cambios en el valor de mercado de la riqueza financiera». Banco de España. Boletín económico. Octubre 1997, pp. 55-63.

va sobre las decisiones de inversión empresariales animando a nuevas empresas a cotizar en Bolsa. En el Cuadro 4 se recogen las operaciones de ofertas públicas de venta realizadas, separando las correspondientes a empresas privadas de las de procedencia pública. Como puede observarse, el número de operaciones ha sido apreciable y las nuevas empresas incorporadas han proporcionado una mayor diversificación de nuestro mercado. Siendo este efecto muy positivo, no debe ocultarse su modestia en relación con las OPV realizadas por empresas públicas en el proceso de privatización, con cifras muy importantes que absorben el 84 por 100 del total de las OPV realizadas entre 1994 y mayo de 1999. Los grandes protagonistas de las OPV han sido: Argentaria, Endesa, Repsol, Telefónica y Tabacalera. No hay que insistir en el papel fundamental de estas operaciones en el saneamiento de las finanzas públicas. Anotemos, de paso, que se trata de operaciones puntuales, esto es, no estamos en una vía recurrente, sino que los efectos financieros están agotados en buena medida, puesto que se han realizado las ventas de las empresas públicas más importantes y rentables.

El alza bursátil ha estimulado la expansión internacional de las empresas españolas, proceso en el cual los principales bancos y las empresas de servicios públicos: Telefónica, Endesa, Iberdrola, Gas Natural, Repsol y Tabacalera han concentrado el protagonismo.

Los efectos de las valoraciones de los activos de las empresas cotizadas en Bolsa inciden también sobre las empresas no cotizadas, que observan las valoraciones públicas, las cuales estimulan sus decisiones inversoras. Un ejemplo ayudará a comprender este efecto demostración. En la actualidad, cotizan en la Bolsa cinco empresas de crianza de vinos, pero la excelente acogida de estas empresas ha debido afectar al conjunto del sector, que tienen un espejo en las valoraciones públicas que utilizan como referencia en sus decisiones de inversión.

Un tercer canal de transmisión del auge bursátil se produce a través del sistema bancario al mejorar las garantías de su cartera crediticia y revalorizar sus carteras de valores.

En conjunto, puede concluirse que el auge bursátil ha ejercido un efecto muy positivo sobre el crecimiento económico de estos últimos años al influir sobre el consumo privado, la inversión empresarial, el saneamiento del sector público y la expansión internacional de las empresas españolas.

5. Posibles consecuencias para el futuro

Si antes se ha hecho referencia a la incidencia de la Bolsa sobre la economía, el análisis comen-

zará a continuación por la economía y continuará con el enlace bursátil. La excelente singladura de la economía española en los últimos años se enfrenta a dos escollos que debe sortear para que sea posible mantener una tasa razonable de crecimiento del PIB y del empleo. Nos referimos a la

.....
*La conexión bursátil
 de la inflación, en cuanto
 a los efectos sobre los
 resultados empresariales,
 se produce a través
 de las empresas de servicios.*

inflación diferencial y al resultado de la expansión internacional de la empresa española. Estos dos aspectos están profundamente relacionados con la evolución de nuestro mercado bursátil, lo han estado en el pasado y seguramente lo estarán en el futuro.

En cuanto a la inflación, la argumentación se ha avanzado ya y es perfectamente conocida. España no puede mantener indefinidamente una tasa de inflación mayor que la de sus competidores puesto que eso significa socavar la competitividad hasta hacer inviable la continuidad del crecimiento. La mayor parte de la inflación diferencial está enquistada en los servicios, pero quien ha de asumir la carga, esto es, quien ha de vender a precios internacionales, pero pagando inputs interiores con precios altos, son las empresas industriales que ven acosados sus mercados interiores y exteriores por el incremento de sus costes internos.

Hasta ahora, se ha producido un alivio en los costes totales por la vía financiera, pero el des-



COLABORACIONES

censo de tipos de interés no puede ser, en la hipótesis más optimista, de la misma entidad que en el pasado. La conexión bursátil de la inflación, en cuanto a los efectos sobre los resultados empresariales, se produce a través de las empresas de servicios. Ahora bien, la reducción de la inflación es difícil de conseguir sin reducir las tarifas de las empresas eléctricas, de gas y agua y de servicios telefónicos. Una reducción de tarifas y de inflación, implica la erosión de márgenes, de beneficios y, previsiblemente, de cotizaciones bursátiles y de riqueza financiera. Supone, en definitiva, que la cadena de efectos sobre el crecimiento económico ligada a la Bolsa, hasta ahora positiva, se torne negativa.

Respecto a la inversión española en el exterior la conexión con la Bolsa es clave. Una parte esencial de la inversión en el exterior la han realizado las empresas españolas más importantes de nuestra Bolsa. Lo han hecho, sin duda, por razones estratégicas de largo plazo, pero también por razones bursátiles de corto plazo; y han podido llevar a cabo esas inversiones por las altas valoraciones obtenidas por sus acciones, debido, entre otras cosas, a la misma expansión en el exterior, que ha mejorado sus márgenes, sus resultados y sus cotizaciones. Esa cadena de efectos positivos se tornarían negativos si los resultados de las inversiones no se correspondieran con el futuro previsto por los estrategas que han impulsado las compras en el exterior.

A continuación repetiremos la argumentación que ya se ha empleado en otras ocasiones: «En España, como en otros países industriales, hay sectores maduros con tasas de rendimiento de los recursos invertidos que han agotado la capacidad de crecimiento, bien por la presión de la competencia, o por las decisiones sobre precios administrados que toman muy en consideración los efectos inflacionistas derivados de elevaciones de tarifas. En estos países desarrollados, la reducción de los tipos de interés y las alzas bursátiles constituyen una plataforma ideal (bajos costes financieros y altos niveles de PER) para abordar inversiones en el exterior en su mismo campo de actividad en los países en desarrollo, con mayores márgenes de beneficio y mejores perspectivas de crecimiento de los mismos.

En esta relación sumamente provechosa, de costes y valoración financiera interna, y márgenes y crecimiento de beneficios empresariales externos, hay que tener en cuenta el riesgo, que ha de considerar tanto el de tipo de cambio, como el de la posible alteración del marco en los países en desarrollo, que en la actualidad es tan favorable a la inversión extranjera. El mecanismo no es nuevo, y recuerda, como precedente, la trampa del beneficio por acción. A continuación se llevará a cabo una breve excursión por la experiencia bursátil de hace tres décadas en Estados Unidos. En el decenio de los años sesenta se produjo en ese país una gran fiebre de fusiones y adquisiciones de empresas. Una empresa calificada de dinámica y prometedor, a la que el mercado asignaba altos niveles de PER, podía incrementar su beneficio por acción absorbiendo empresas con valoraciones inferiores e integrándolas en sus estados contables. El mecanismo funcionaba en la medida en que el mercado seguía manteniendo la alta valoración de la empresa protagonista, y se produjo una gran especulación bursátil en la cual las noticias clave eran los rumores sobre nuevas adquisiciones. Naturalmente, las cosas fueron mal cuando el mercado advirtió que las tasas de beneficio de las adquiridas no se habían beneficiado de las supuestas ventajas de gestión derivadas de la integración (3).

Haremos una referencia algo más extensa a un tema tan fundamental para España como la inversión de nuestras empresas en el exterior. Es la primera vez en nuestra historia que grandes empresas españolas acometan inversiones masivas en el exterior, básicamente en Latinoamérica. La magnitud de las inversiones es tal que sus efectos, tanto si el resultado corresponde al esperado, como si no, tienen importancia no sólo desde el punto de vista microeconómico o empresarial, sino que afectan al conjunto de la economía española. Ahora bien, no todas las inversiones en el exterior son iguales ni se realizan en las mismas condiciones. Es preciso distinguir el riesgo individual y el social; así, desde una perspectiva

(3) «Actualidad de las inquietudes financieras de Keynes». *Boletín Económico de ICE*, número 2576, 8-14 de junio de 1998, pp. 11-24. *Análisis Financiero*, número 76, tercer cuatrimestre de 1998, pp. 20-35.



COLABORACIONES

empresarial, es igual perder en Sudamérica que en España, pero si las pérdidas corresponden a proyectos de obras públicas o construcciones, esto es, si las inversiones físicas existen, no es indiferente para el país inversor donde se han materializado éstas.

No son iguales todas las inversiones extranjeras en España, como tampoco lo son las que realizan las empresas españolas en el exterior; no es lo mismo que se invierta en actividades que incorporen enseñanza y tecnología, lo cual proporciona seguridad al país inversor y coadyuvan al desarrollo del país receptor, que invertir en posiciones fácilmente apropiables en los servicios públicos o en entidades financieras, muy vulnerables a las decisiones políticas. Hay diferencias notables entre invertir excedentes generados en actividades expuestas a la competencia internacional, o hacerlo utilizando recursos obtenidos en posiciones a resguardo de la competencia internacional, buscando una inversión financiera en otros países que mejore la rentabilidad global. Tampoco es idéntica la inversión por empresas que asuman en exclusiva las pérdidas, si las hubiere, que las realizadas por otras que debido a su posición estratégica, tuviera que ser el conjunto del país quien las asumiera, si los quebrantos en el exterior amenazan con la viabilidad de la empresa o la continuidad de la prestación de los servicios.

Las empresas españolas han acometido inversiones en el exterior en una magnitud desmesurada, a mi juicio, respecto a la dimensión de la economía española. Un reciente estudio señala que España es el segundo país inversor de la Unión Europea en Latinoamérica, por detrás del Reino Unido. España ha invertido sin incorporar una tecnología que haga difícilmente apropiables esas inversiones y, en sectores sumamente sensibles desde el punto de vista social y de la opinión pública. Además, España no está invirtiendo en el exterior un excedente de ahorro, sino que está endeudándose en el exterior para financiar las

inversiones. Por último, los resultados de estas inversiones afectarán a la situación bursátil y también a la inflación, puesto que si no son tan excelentes como los previstos, habrá una mayor resistencia a la reducción de tarifas en el interior.

6. Conclusiones

El progreso de la Bolsa española como mercado ha sido espectacular. También ha sido importante el alza de la Bolsa para impulsar el crecimiento económico en un entorno internacional favorecedor de la Bolsa como institución económica. Los datos de los últimos cuatro años no constituyen, sin embargo, un buen indicador de la evolución futura. Al contrario, en mi opinión, no es probable que la tendencia positiva continúe, lo cual significa que el efecto positivo sobre el crecimiento económico no tendrá la misma trascendencia que en el pasado e incluso puede ser que la incidencia sea de distinto signo.

En el período 1995-1998, la Bolsa española proporcionó unos rendimientos superiores al resto de los mercados importantes. Esto ha sido debido a la infravaloración de partida, y a nuestro mayor crecimiento económico. En buena medida esos efectos se han agotado y me parece observar signos perceptibles de ese hecho: en 1999, la Bolsa española ofrece resultados negativos en contraste con los de otros mercados importantes. Una razón que dan los expertos es el recelo de la inversión extranjera hacia la Bolsa española por el mayor riesgo que aprecian en las principales empresas, con cuantiosas inversiones comprometidas en una zona inestable.

Es muy difícil hacer estimaciones precisas de la importancia económica de nuestro mercado bursátil. Aun así, esta exposición pretende explicar por qué la aportación bursátil ha sido muy importante en los últimos años, y también las razones por las que no es razonable esperar un impulso similar en el próximo futuro.



COLABORACIONES