

ÍNDICES

José Antonio Santos / Patrivalor

Bolsa EE.UU. 2001

El año bursátil 2001 ha sido poco satisfactorio para los inversores en Bolsa USA. Empezó con unas expectativas muy favorables, pero, al final del año, estos pronósticos han resultado ser simplemente una expresión de buenos deseos navideños de los "gurús": el *Dow Jones* ha bajado -7,1%, el *Standard Poor's 500* ha bajado -13,0%, y el *Nasdaq* ha bajado -21,1%.

Al iniciar el año 2002, las previsiones para el nuevo ejercicio están mucho más abiertas que hace un año, pero la media de previsiones apuesta de nuevo por una recuperación del orden de +10%.

Pero vayamos por partes. En cuanto a la política en general, la política interna se ha recuperado de la "resaca" del cierre de 2001 con el espectáculo de los recuentos de votos finales que deslució la gran fiesta de la democracia americana, mientras la política externa sigue enfrentada al reto de asegurar el suministro de combustible (los países árabes tienen un 66% de las reservas y EE.UU. un 16%) manteniendo al mismo tiempo el orden en la escena internacional; no es fácil ser juez y parte.

La economía sigue condicionada en su fluir por el activismo de la **Reserva Federal**, atrapada entre sus deseos de "pinchar" la burbuja especulativa de los mercados de valores y las consecuencias deflacionistas de estos deseos.

Durante 2001 casi 300 empresas cotizadas han despedido en conjunto a más de un millón de empleados, con el consiguiente impacto sobre las expectativas de unos hogares que venían consumiendo al máximo de sus posibilidades reales. Y ello, a pesar de que la **Reserva Federal** ha bajado los tipos de interés a corto plazo ¡once veces! en el año, desde el 6,5% inicial hasta el 1,75% del final, el nivel más bajo de los últimos 40 años. Rebajas que no han afectado a los tipos de interés a 10



"El síndrome del doping contable no podía llegar en peor momento para el mercado"

años, que siguen en el mismo 5,1% con el que empezaron el año.

La **O.I.T.** ha estimado en veinticuatro millones los empleos que iban a dejar de crearse o desaparecer (un aumento del paro mundial del 15%), como consecuencia del *11-S*. Pero ello no debería oscurecer que la **O.M.C.** ha estimado que el crecimiento del comercio mundial en 2001 ha sido del 2%, la menor cifra de los últimos 20 años, o que **Standard & Poor's** ha calculado que,

debido a la recesión económica mundial, en 2001, ha habido 211 empresas que han suspendido pagos de bonos corporativos por un importe conjunto de 115.400 M. de dólares o 131.000 M. de euros, un 172% más que el año anterior.

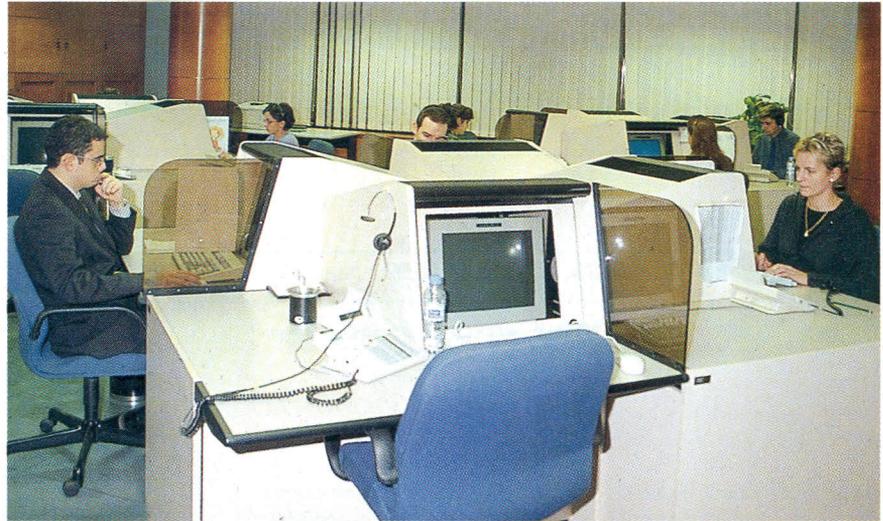
Entre éstas, la más importante por su volumen (74.000 M. de dólares en total) y por las prácticas abusivas que se han desvelado de ejecutivos, bancos y auditores, ha sido el de **Enron**. Y también por sus consecuencias: los inversores han tomado nota y han encontrado que, al igual que en el caso **Enron**, hay gran trecho entre los resultados presentados a la **S.E.C.** (*Securities and Exchange Commission*) y los presentados "proforma" a los accionistas. La contabilidad "creativa" parece ser un mal bastante extendido, y ha afectado a la credibilidad de empresas de la importancia de **J.P.Morgan**, **Heinz**, **Worldcom**, o **IBM**, por citar a las de mayor renombre.

La **S.E.C.** ha aprobado medidas urgentes para aumentar las obligaciones de transparencia informativa de las empresas cotizadas, y la **Unión Europea**, por su parte, también ha aprobado una Directiva para que las empresas apliquen antes de 2005 las normas contables con el criterio de valor actual (IAS 39). Queda por concretar el tema de la coordinación de los organismos supervisores para que estas normas se cumplan de forma fiable. En fin, todo parece poco para evitar que el "doping contable" arraigue en los mercados de valores: la confianza, esencia del mercado, va en ello.

Dado el desequilibrio de las relaciones comerciales, otro factor de preocupación es la persistencia de la deflación japonesa: los datos no mejoran, y parece llegado el momento de modificar un modelo equivocado, el de la reactivación a cargo de la demanda pública y exterior. En efecto, una nueva bajada del yen, que ha sido ya del 15% en 2001, no resolvería el problema de los créditos impagados en su sistema financiero, ni mejoraría la productividad de su economía. Si lo que se ha generado es una "trampa de liquidez", parece que el **Banco de Japón** debería comprar grandes cantidades de dólares, subiendo el yen y aumentando la oferta monetaria, y el Ejecutivo completar con una apertura del mercado interno. Pero, mientras llega una solución, el Nikkei, que hizo un máximo de 38.915 puntos al cierre de 1989, ha cerrado 2001 a 10.562 puntos, con una bajada anual del 23%, que culmina así una década nefasta en la que este indicador ha caído un 72,8%.

Finalmente, las buenas noticias: la productividad americana ha crecido +2% en 2001, lo que está ligeramente por debajo del +2,36% del periodo 1995/2000, pero resulta satisfactorio si se tienen en cuenta las complicaciones del ejercicio pasado. Si la tasa de mejora de la productividad mantiene estos niveles, la economía americana podría alcanzar un ritmo de crecimiento sin inflación en la próxima década del orden del +3,4%, que es inferior al +4,6% del periodo 1995/2000, pero que sigue siendo bastante positivo. Como en años anteriores, el impacto de las nuevas tecnologías explica aproximadamente la mitad de esta mejora.

Cabe preguntarse ahora cómo estará la bolsa en 2002, cuáles son las expectativas. Las perspectivas del mercado están delimitadas por dos libros: "*Irrational Exuberance*" de Shiller, y "*Dow 36.000*" de Glassman y Hasset. Estos no nos convencen de que el Dow se multiplicará por 4 en pocos años, con su argumento de que la prima de riesgo tiende a desaparecer (no



"Casi 300 empresas cotizadas han despedido a más de un millón de empleados".

sabemos si en **Japón** también); pero el primero tampoco nos convence de que la bolsa debería bajar un 50% en el próximo futuro, con su argumento de que son excesivos el nivel histórico de los multiplicadores de beneficios y la volatilidad actual de los mercados.

Un enfoque estructural nos dice que, con la globalización, se ha frenado la presión inflacionista de los salarios en el mundo desarrollado, tanto por movilidad de las fábricas como por movilidad de los inmigrantes; este componente principal (del orden del 50%) en la erosión de poder adquisitivo parece bastante controlado. La mayor competencia entre los bloques y naciones afecta también a los impuestos. Así que los factores clave para una optimización global del uso de los recursos productivos son las materias primas y los costes financieros.

En lo que respecta a los costes financieros, si consideramos que los tipos de interés a largo reflejan la inflación esperada más un pequeño premio por abstenerse de consumir, no parece probable una evolución muy alcista (ni demasiado bajista).

Por otra parte, si estimamos por ahora que la prima de riesgo y el crecimiento de los beneficios son de similar cuantía,

entonces tendremos que los niveles actuales de los multiplicadores (22 veces beneficios o su inversa 4,5%) se adaptan de forma razonable a unos tipos de interés a largo que son históricamente reducidos, pero que parecen bastante estables (si la **Reserva Federal** no acomete nuevas aventuras) para el próximo futuro, porque las condiciones actuales de movilidad y de competencia de los factores productivos son también históricamente nuevas.

La clave, como siempre, será el crecimiento de los beneficios. Pero ahora en mayor medida, porque los inversores son conscientes de que los precios de las acciones son los correspondientes a una situación en la que los tipos a largo han llegado a unos niveles que ya no van a mejorar mucho.

Por ello, el síndrome del "doping contable" no podía llegar en peor momento para el mercado, y habrá que esperar a que se aclaren los niveles de beneficio reales que tienen las empresas afectadas para que los inversores puedan considerar que las cotizaciones reflejan su situación actual y sus perspectivas de crecimiento de beneficios. Una vez superada la desconfianza, habremos entrado en una fase de bolsa más calmada, con aumentos anuales que no desborden los dos dígitos. ■