

## **CICLOS BURSATILES**

**POR**

**FRANCISCO JAVIER ARIZTEGUI YAÑEZ**

**LUIS MIGUEL BLAZQUEZ ORODEA**

*Subdirección de Estudios de TBK - Gestión, S. A.*

### **SUMARIO:**

I. Introducción.—II. Revisión histórica.—III. Dos ciclos paralelos.—IV. Perspectivas.—V. Anexo 1.—VI. Anexo 2.



## I. INTRODUCCION

Cuando a finales de 1977 nos planteamos la situación de los Mercados de Valores, surge constantemente una pregunta a la búsqueda de un entorno clarificador: ¿Podrá superar la Bolsa esta etapa de profunda depresión?

Nos hemos planteado este interrogante y hemos pretendido encontrar algunas pistas para su respuesta en un estudio somero de la evolución del Mercado de Valores desde la postguerra española.

Somos conscientes de las enormes limitaciones que pesan sobre nuestros planteamientos pero los hemos sintetizado en estas líneas como una visión más que intenta relativizar un juicio mayoritariamente pesimista de nuestros Mercados Financieros.

## II. REVISION HISTORICA

La evolución del Mercado de Acciones español desde los años cuarenta refleja el enorme crecimiento de nuestra economía en el período. Una inversión de 100 ptas. efectuada en el año 1940 se ha multiplicado por diez y ha habido momentos que ha llegado a valer el 2.000 por 100.

El Mercado de Valores de los años cuarenta, lógicamente es muy diferente del de los años setenta, tanto por el volumen de contratación como por el número de inversores que acudían y acuden a este mercado. Asumiendo estas salvedades, vamos a tratar de resaltar dos aspectos de su evolución que nos parecen especialmente relevantes:

- Los ciclos de crecimiento.
- La cobertura contra la inflación.

### *Los ciclos de crecimiento*

La trayectoria del Mercado de Valores refleja los clásicos ciclos de crecimiento de la economía. En el gráfico mostramos la evolución del Índice General de la Bol-

sa de Madrid y del Coste de la Vida en el período 1940-1977.

Se observan en él cinco grandes ciclos con nueve picos perfectamente definidos y estos corresponden a:

- La crisis del 50.
- El alza del 56.
- La depresión del 59.
- El auge del 62.
- Leve caída del 67 con un máximo en el 69.
- La crisis del 70.
- La explosión de los años 72 y 73.

A partir de esta fecha la caída ha sido prácticamente constante hasta los niveles actuales que son de profunda depresión.

Nos hallamos, por tanto, ante un mercado fuertemente cíclico y rentable en términos monetarios, reflejo de un período de nuestra historia caracterizado por un enorme crecimiento económico.

### *Cobertura contra la inflación*

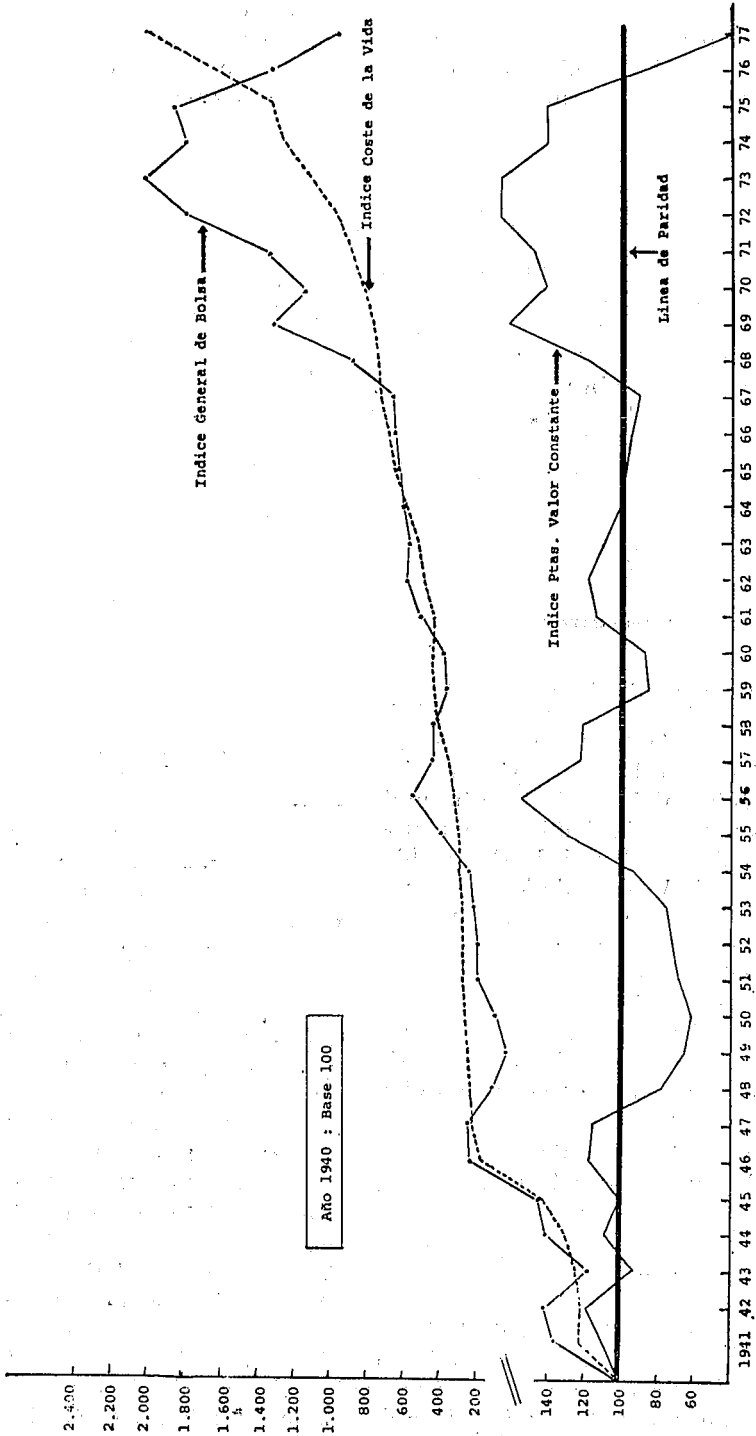
Una vez que hemos constatado el crecimiento monetario de una inversión en la Bolsa, representada por el Índice General, y comentado sus fuertes componentes cíclicos, nos planteamos una segunda pregunta: ¿Sirve el Mercado de Valores como salvaguardia ante un proceso inflacionario?

Para contestar a esta pregunta hacemos cero la tasa de inflación en el mismo gráfico y deflactamos los valores del Índice General de Bolsa.

Llamamos «Índice pesetas valor constante» a la resultante de deflactar el Índice General por el «Coste de la Vida» año a año. La «línea de paridad» no es más que el lugar geométrico de los puntos que representan el valor constante de la peseta en el tiempo.

Comprobamos, en relación con el Índice General de Bolsa deflactado, que los niveles actuales no han sido superados a la baja por ningún otro mínimo en el período estudiado. A 31 de diciembre de

GRÁFICO 1.—INDICES DE LA BOLSA DE MADRID Y COSTE DE LA VIDA



1977, una inversión de 100 pesetas realizada en el año 1940 ha quedado reducida a 41,07 pesetas de valor constante.

Es verdad, no obstante, que si comparamos la inversión de 100 pesetas del año 40 con su situación en el año 73, el resultado es bien distinto. Cien pesetas invertidas en la Bolsa quedaban convertidas en el 73 en 182,7 pesetas constantes.

Esta disparidad de resultados nos da pie para un comentario evidente: una inversión estática se ha visto perjudicada en numerosas ocasiones. El efecto combinado de los ciclos bursátiles y de ciclos inflacionarios determina que, al menos en la Bolsa española, una estrategia de inversión estática sea prohibitiva. Los momentos de entrada y salida del Mercado de Valores han debido ser perfectamente estudiados para obtener una rentabilidad, o, cuando menos, para no perder la inversión inicial.

Por último, en momentos de fuertes tensiones inflacionistas, ¿hay accesible al inversor alguna alternativa que le permita cubrirse de la erosión de la moneda?

El mercado de obligaciones en España no tiene por el momento entidad suficiente como alternativa de inversión. Las emisiones que cotizan frecuentemente son muy escasas y a unos tipos de interés que no están acordes con la situación monetaria actual. Por otra parte, las nuevas emisiones que las empresas realizan se ven lastradas por un gran retraso en alcanzar la cotización oficial que perjudica directamente al inversor e indirectamente a la misma empresa que se encuentra con dificultades de absorción de sus emisiones y que, por tanto, tiene que primar al inversor con una mayor rentabilidad para suplir la anterior falta de liquidez.

No entramos a juzgar la capacidad de cobertura frente a la inflación de otros vehículos de ahorro como joyas, inmuebles, obras de arte, por carecer de datos suficientes y porque, en último término, al no tratarse de mercados establecidos, toda actividad de análisis choca con hipótesis imposibles de contrastar.

### III. DOS CICLOS PARALELOS

Una vez que hemos contemplado la evolución del mercado de renta variable en los últimos años, evaluada su rentabilidad real y delimitada la no operatividad de una estrategia estática de acercamiento a la Bolsa, vamos a estudiar algunas de las causas que han motivado el ciclo actual destacando su paralelismo con ciclos anteriores.

#### 1. LA CRISIS ACTUAL

Durante 1976 y 1977, el mercado bursátil de acciones continuó, de forma más pronunciada que en 1975, la fase depresiva del ciclo, iniciada el 24 de abril de 1974. La Bolsa descontó con cierto retraso lo que se ha dado en llamar el «agotamiento del modelo de crecimiento económico español de los años sesenta».

Unida a una aguda problemática política de transición de un sistema autoritario, la economía española se verá afectada por la crisis de la economía occidental desatada por problemas de redistribución de rentas entre países pobres y países ricos. Ambos factores pusieron en evidencia la debilidad de nuestro crecimiento económico que giraba en torno a un intenso proceso de *capitalización* de las empresas propiciado por dos factores:

- La absorción del auge exterior mediante el crecimiento de las exportaciones, remesas de emigrantes, transferencias turísticas y entradas de capital.
- La absorción cómoda del beneficio de las empresas no cuestionada por demandas sindicales organizadas.

Una vez puestos en crisis los mecanismos de acumulación, la Bolsa ha descontado la constante caída de los beneficios de las empresas

En el cuadro n.º 1 mostramos los beneficios por acción de las empresas españolas, con exclusión de las bancarias,

## BENEFICIOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

AÑO	TOTAL		ELECTRICAS		ALIMENTACION		CONSTRUCCION		INMOBILIARIAS		MONOPOLIOS		QUIMICAS		SIDEROMETALURGICO		AUTOMOVIL	
	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS	PTS.	PTS. DE - FLACTADAS
1.963	157.50	157.50	179.39	179.39	202.38	202.38	282.35	282.35	178.15	178.15	117.76	117.76	200.32	200.32	22.49	22.49	405.46	405.46
1.964	166.43	143.90	182.24	157.56	234.68	202.90	370.66	320.47	238.26	206.00	119.72	103.51	192.39	166.34	30.08	26.01	436.26	377.19
1.965	157.15	123.21	158.62	124.36	237.02	185.82	393.98	308.88	245.47	197.45	117.14	91.84	178.00	139.55	49.63	38.91	557.57	437.13
1.966	154.11	114.53	168.28	125.07	251.79	187.13	505.20	375.46	296.16	220.11	115.66	85.96	178.50	132.66	50.90	37.83	515.33	382.99
1.967	142.71	99.31	157.45	109.57	205.94	143.31	369.63	257.23	285.94	198.99	116.60	81.14	146.87	102.21	52.91	36.82	440.41	306.48
1.968	152.74	103.27	157.18	106.27	232.23	157.01	337.52	228.20	273.54	184.94	115.61	78.16	185.20	125.21	42.76	28.91	304.61	205.95
1.969	146.86	95.97	145.94	95.37	223.30	145.93	351.42	229.65	261.74	171.05	114.77	75.00	177.00	115.67	77.88	50.89	297.83	194.63
1.970	144.24	87.87	139.63	85.06	214.93	130.94	340.76	207.59	245.28	149.42	113.73	69.28	195.09	118.85	88.49	53.91	262.43	159.87
1.971	143.37	78.91	140.04	77.08	183.68	101.10	331.52	182.47	255.85	140.82	112.31	61.82	173.82	95.67	113.07	62.23	223.79	123.17
1.972	145.06	73.98	137.77	70.26	205.87	104.99	383.86	195.77	279.71	142.65	112.47	57.36	174.53	89.01	159.44	81.31	291.56	148.70
1.973	161.66	70.74	155.93	68.23	225.06	98.49	440.36	192.70	357.78	156.56	113.10	49.49	188.82	82.63	157.28	68.83	336.14	147.09
1.974	135.52	70.31	111.31	41.32	191.52	71.09	441.59	163.92	355.97	132.14	113.70	42.21	251.16	93.23	202.17	75.05	159.46	59.19
1.975	116.13	37.05	95.97	30.61	177.16	56.51	270.77	86.38	313.25	99.93	118.26	37.72	165.47	52.78	139.30	44.44	100.15	31.95

FUENTE: Banco de España y elaboración propia.

entre 1963 y 1975. Se ha construido de la siguiente manera: en las columnas de pesetas, se han dividido los beneficios correspondientes a cada año por el capital a finales del ejercicio precedente (una vez dividido por mil). La columna de pesetas deflactadas se obtiene pasando a pesetas constantes de 1963 los beneficios obtenidos.

Otro elemento característico de nuestra Bolsa, junto con la japonesa, que ayuda a explicar la vertiginosa caída de beneficios por acción, es la constante dilución del capital vía emisiones a la par o bajo la par. En períodos de expectativas alcistas, este tipo de emisión no afecta fundamentalmente a la cotización del valor, al poder considerársele un mayor dividendo. En períodos de crisis bursátil, sin embargo, cualquier reparto en forma de derechos rebaja fundamentalmente el valor de la acción y aumenta el coste del capital.

## 2. LA CRISIS DEL 59

La Bolsa española ha vivido otros ciclos depresivos en los que encontramos paralelismos importantes.

La economía española iniciaba el año 1956 con profundas tensiones internas fruto del proceso autárquico que había iniciado en 1940.

Los dos aspectos más llamativos de la crisis, como en el momento actual, eran la situación de sus pagos con el exterior y el recrudecimiento de las tensiones inflacionarias ante las presiones salariales que por primera vez se habían generalizado.

El omnipresente «intervencionismo económico» del Estado ahogaba un enorme potencial de crecimiento y generaba una maraña de actuaciones administrativas contradictorias en todos los niveles de la vida económica. Como ejemplo valga recordar que la peseta llegó a tener al mismo tiempo más de 200 tipos de cambio diferentes en función del sector im-

portador o exportador que negociara divisas.

Resumiendo, el contexto económico era el siguiente:

- Inflación.
- Déficit exterior.
- Agotamiento de las reservas de divisas.
- Huída de capitales.
- Disturbios estudiantiles y laborales.
- Políticas políticas exigiendo un cambio.

Era claro que, como en los momentos actuales, se habían agotado unos esquemas de funcionamiento y necesitaba plantearse un nuevo modelo de crecimiento.

La solución en ambos casos se ha encontrado en un mayor liberalismo económico y en una apertura hacia el exterior.

## 3. DOS POLÍTICAS ECONÓMICAS PARALELAS

La superación de la crisis en ambas situaciones ha pasado por dos períodos similares:

- Un primer período de tanteo y reorganización en que unidos a una política monetaria restrictiva (la más fácil de instrumentar), se han ido pulsando una serie de mecanismos de actuación pausada.
- Un segundo momento en que se ha visto que era necesario un golpe de timón y se ha implantado un Plan de Estabilización.

Recogemos en los anexos I y II la materialización legislativa de ambas políticas económicas. Vamos a enunciar aquí únicamente sus puntos más característicos:

*Período previo al Plan de Estabilización de 1959*

- Reorganización administrativa.

- Reforma fiscal.
- Reforma de la financiación del sector público.
- Adhesión al F.M.I. y al B.I.R.D.
- Unificación de cambios.
- Política monetaria restrictiva.

#### *Período previo al Pacto de la Moncloa*

- Reformas fiscales parciales.
- Nuevos precios de los combustibles.
- Control de precios.
- Manipulación del tipo de cambio.
- Política monetaria restrictiva.

#### *Plan de Estabilización de 1959*

- Nueva paridad de la peseta.
- Depósito previo a la importación.
- Liberalización de inversiones extranjeras.
- Amnistía fiscal.
- Endurecimiento de la política monetaria.
- Supresión generalizada del intervencionismo estatal.

#### *Medidas en torno al Pacto de la Moncloa*

- Nueva paridad de la peseta.
- Reforma fiscal.
- Amnistía fiscal.
- Liberalización del sector financiero.
- Control de precios y salarios.
- Disciplina del sector público.
- Endurecimiento de la política monetaria.

dos crisis de crecimiento. Mostramos en él la evolución del Índice General de la Bolsa de Madrid de los años 1957 a 1961 y superponemos a éste el mismo Índice de los años 1975 a 1977. En el primer caso hacemos base 100 en 31 de diciembre de 1956 y en el segundo en 31 de diciembre de 1974.

Recogemos en él mediante los números del 1 hasta el 8 la actuación legislativa, en el momento de su aparición en el «B.O.E.», que mayor incidencia ha podido tener sobre el Mercado de Valores en el período 57 a 61.

En el mismo gráfico y con las letras que van desde la A a la G recogemos los momentos en que han hecho aparición las disposiciones tendentes a corregir la situación económica actual conocida de todos.

Independientemente de la similitud que presentan ambos gráficos, se puede apreciar que un Plan de Estabilización acarrea una debilidad que es intrínseca al momento que estudiamos. La Bolsa refleja este malestar. Tanto en los años cincuenta como en los setenta, se aprecia que existen una serie de medidas que afectan tanto al momento en que se producen como a las expectativas a corto plazo que se generan ante una situación restrictiva.

Cabe resaltar por último, que la potencia de la crisis actual es mucho mayor debido a dos elementos que no se presentaron en la de los años cincuenta:

- Una crisis internacional generalizada.
- Un cambio político interior mucho más profundo.

#### IV. PERSPECTIVAS

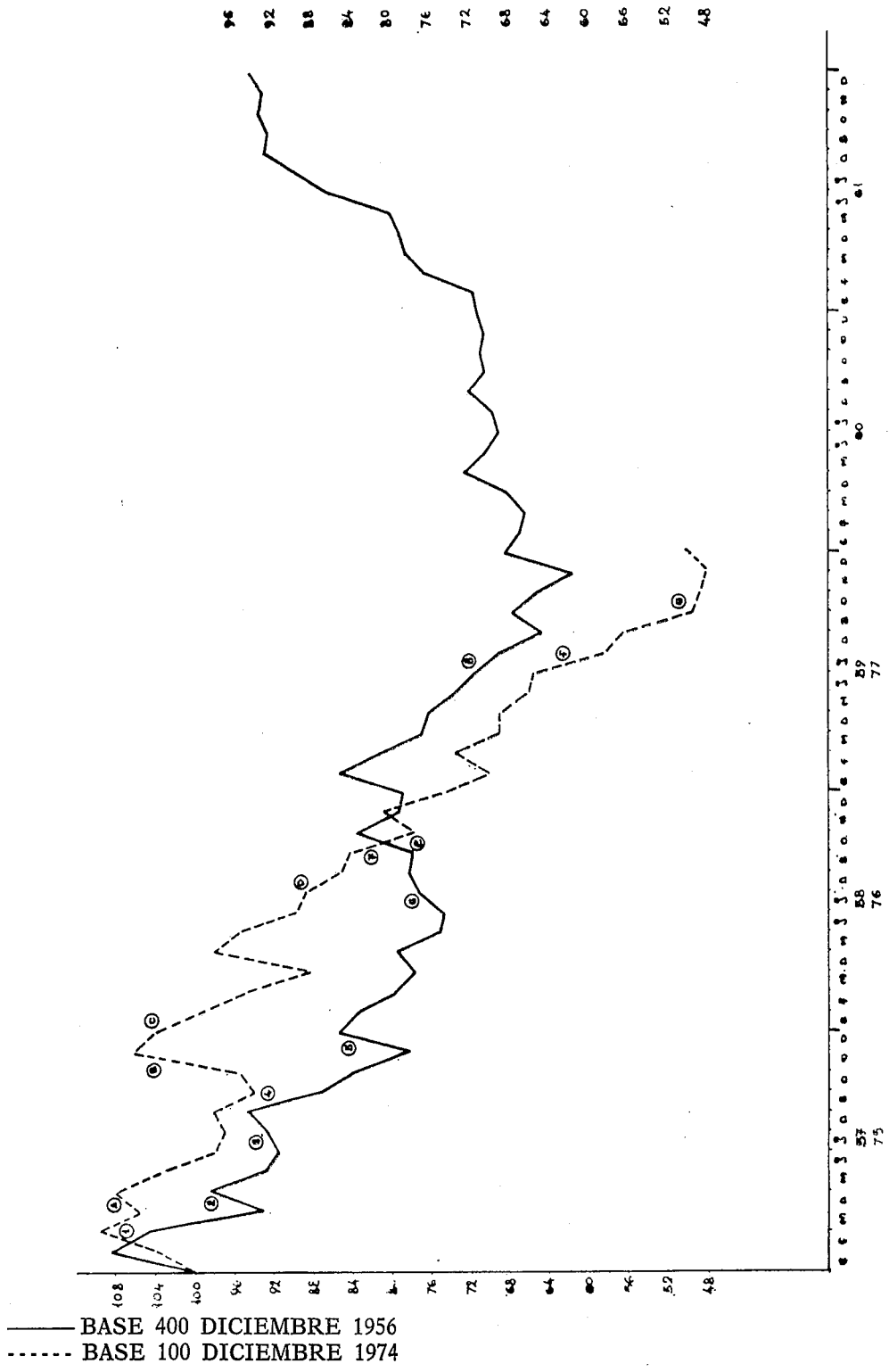
Veámos al comienzo de este estudio que la inversión en Bolsa tiene que estudiar el momento de entradas y salidas con especial cuidado dada la ciclicidad

#### 4. EL CICLO BURSÁTIL

Hemos plasmado en el gráfico n.º 2 el reflejo en los Mercados de Valores de las



GRÁFICO 2.—INDICES COMPARATIVOS DE LOS CICLOS



y la falta de cobertura frente a la inflación que aparecen en los Mercados de Valores españoles.

En este contexto volvemos a replantearnos nuestra pregunta inicial ¿podrá superar la Bolsa esta etapa de profunda depresión? ¿cuándo daremos por finalizado el actual ciclo depresivo?

En los años cincuenta, con unas disposiciones que podemos considerar paralelas en cuanto al momento en que se toman, se aprecia que el fondo del ciclo está en diciembre de 1959. No queremos decir con esto que en diciembre de 1977 esté el fin del ciclo depresivo, ya que la Bolsa no tiene por qué descontar en los mismos plazos la implantación de un nuevo modelo de crecimiento.

Existen, por otra parte, divergencias importantes que conviene resaltar en todo análisis de este tipo más centrado en puntos de convergencia y que ya hemos apuntado a lo largo del estudio:

- La situación económica internacional es mucho más dura en los momentos actuales.
- La transformación política es mucho más incierta.
- El posible auge no contemplará tasas de acumulación tan vivas en un contexto de creciente potencia sindical.
- Fruto de estos factores, la depresión bursátil actual es mucho más profunda.

No olvidando estas divergencias, creemos que por primera vez desde finales de 1973 estamos en disposición de contemplar un cambio de tendencia en el ciclo. Será necesario para ello que se confirmen los cambios de tendencia en precios y en Balanza de Pagos. Permitirá esto una relajación en la política monetaria, condición necesaria para la aparición de un nuevo ciclo ascendente. No obstante, no creemos, por lo antes apuntado, que la posible recuperación alcance los ritmos de los primeros años setenta.

## ANEXO I

### PLAN DE ESTABILIZACION DE 1959

#### LEGISLACION

##### 1. DECRETO LEY 25-2-57

- Reorganización de la Presidencia del Gobierno.
- Mayor agilidad para asuntos económicos.
- Creación de la Oficina de Coordinación y Programación Económica.

##### 27-2-57 Composición del nuevo Gabinete:

Hacienda .....	Navarro Rubio	} neo-liberales
Comercio .....	Ullastres	
Exteriores .....	Castiella	

##### 2. DECRETO 5-4-57

Unificación de cambios y ordenación del mercado de divisas.

##### 3. LEY 20-7-57

Ley de la Administración del Estado, reorganización de los Presupuestos estatales mejorando la eficiencia del comportamiento económico del Sector Público.

##### Decreto 26-7-57

El Banco de España pone en acción la política monetaria para luchar contra la excesiva expansión monetaria:

- Se aumenta el tipo de descuento desde 4,25 al 5 por 100.
- Se congelan los límites o topes del descuento bancario.
- Se formulan directrices a la banca privada, pidiéndole la desaparición de ciertos tipos de préstamos de carácter especulativo.
- Mayor control del destino de los fondos por parte de los intermediarios

financieros a través de la Junta de Inversiones.

#### 4. **DECRETO 13-9-57**

Reorganización del Consejo de Economía Nacional.

#### 5. **DECRETO 26-12-57**

Reforma fiscal y orientación de los nuevos presupuestos para 58 y 59; Resultado:  $\Delta$  20 por 100 de los ingresos fiscales en el ejercicio de 1958 respecto a 1957, lo cual permite alcanzar un superávit de 1.600 millones de pesetas. Liberalizar al mercado de capitales de la solicitud creciente de emisiones públicas realizadas por el Estado.

#### **Ley 26-12-57**

— Fijación de topes para emisiones de organismos autónomos.

— Canalización de la demanda de fondos prestables por el INI hacia el mercado de capitales.

#### 6. **ORDEN 25-6-58**

Exenciones fiscales a las sociedades inmobiliarias, para fomentar su desarrollo.

#### **Decreto Ley 4-7-58**

Adhesión de España al Fondo Monetario Internacional y al Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo.

#### «B.O.E.» 12-7-58

Promulgación del convenio de «Asociación a los Trabajos» de la O.C.D.E.

#### **Ley 17-7-58**

Ley de Procedimiento Administrativo-Reforma del Sector Público.

#### 7. **DECRETO 24-10-58**

Se exonera de la obligación de desembolsar una aportación suplementaria al suscribir acciones por concepto de las reservas.

#### **Decreto 31-10-58**

Se canjean obligaciones del Tesoro por deuda amortizable.

#### **Decreto 17-7-59**

Nueva paridad 60/42, unificación.

#### **Decreto Ley 21-7-59**

— Liberalización interna	} Ordenación económica. Favorecen al comercio exterior.
— Política monetaria	
— Liberalización exterior	

#### **Decreto Ley 27-7-59**

Amnistía fiscal: Patrimonios no declarados y su colocación.

#### **Decreto 27-7-59**

Modificación arancelaria. Cambio precio del oro.

#### **Decreto 27-7-59**

Depósito previo importaciones 25 por 100.

#### **Decreto Ley 27-7-59**

Liberalización de inversiones extranjeras. Inversiones de capital extranjero en empresas españolas.

#### **Decreto 30-7-59**

Supresión de reservas de divisas a la exportación.

## ANEXO II

## LEGISLACION ECONOMICA ACTUAL

- A. — Decreto Ley 7.4.75 Se puede  
 — Decreto 7.4.75 resumir en  
 — Decreto 8.4.75 tres bloques:

## Política de rentas

- Congelación de dividendos.
- Control de Arrendamientos Urbanos.
- Limitación de incremento de salarios.

## Política de precios

- Fijación anual y global de precios agrícolas.
- Control incrementos precios industriales.
- Regulación de márgenes comerciales.
- Potenciación de la «Junta de Precios».

## Política fiscal

- Impuesto Rentas de Capital:
  - Recargo transitorio.
  - Gravamen intereses.
- Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas:
  - Tercio provisional.
  - Limitación en los gastos deducibles.
  - Variación en gravamen de plusvalías.
  - Aumento en desgravación por inversiones.
- Impuesto de Sociedades:
  - Aumento tipos de gravamen.
  - Nuevo recargo transitorio.
  - Nueva modalidad «Apoyo Fiscal a la Inversión».
- Aplazamiento Régimen General «Seguridad Social».
- B. — Decreto Ley 18.11.75 } Se puede  
 — Decreto 18.11.75 } resumir  
 — Decreto 15.11.75 } en tres  
 — Orden M. de H. 15.11.75 } bloques:

## Nuevas medidas

- Plan de apoyo a la construcción por valor de 100.000 millones de pesetas en tres años.
- Imputación del nuevo coste de productos energéticos.

## Remodelación de medidas anteriores

- Apoyo Fiscal a la Inversión Real.
- Nuevos procedimientos de Aduanas y Hacienda
- Potenciación de «canales paralelos» de comercialización.
- Fomento de la inversión bursátil.

## Prórroga de medidas durante 1976

- Limitación de dividendos.
- Control de Arrendamientos Urbanos.
- Congelación de sueldos.
- Mantenimiento del recargo transitorio sobre las Rentas de Capital.
- Control de precios.
- Nuevo aplazamiento de Régimen General sobre la Seguridad Social.

- C. Devaluación de la peseta de un 12 por 100

- D. Real Decreto Ley 10.8.76 → Estímulo a la inversión bursátil

- Suspensión del gravamen sobre plusvalías bursátiles.
- Estímulo a la suscripción de ampliaciones de capital al permitirse desgravaciones de un 26 o un 30 por 100 según se trate de valores de cotización calificada o de Eléctricas y Telefónica respectivamente.
- Aumento de doscientas mil a trescientas mil pesetas para la consideración como gasto deducible de las primas de seguros de vida.
- Exención de impuestos para las ampliaciones que se realicen con cargo a la cuenta de regularización de 1973.

— Fijación de competencias de los Jueces Tributarios en materia aduanera.

es mayor en este momento que en su posterior salida en el «B.O.E.», al menos en su mayoría.)

#### E. Paquete de medidas económicas

— Real Decreto Ley 8.10.76.

- Medidas sobre precios y rentas salariales y no salariales.
- Recomendaciones en el campo de la inversión pública para el fomento del empleo.

— Real Decreto 8.10.76.

Se fijan precios diferenciales para los excesos de consumo de ciertos productos petrolíferos y se establecen medidas de control de rendimientos energéticos en industrias.

— Real Decreto 8.10.76.

Se fijan medidas para moderar el consumo de energía eléctrica.

— Orden 11.10.76.

Limitación de velocidad a los vehículos.

- Cambio de paridad de la peseta.
- Reducción de la demanda de importación.
- Reducción de la inflación.
- Tope a las subidas salariales.
- Corrección en el control de precios.
- Fomento de la competencia.
- Restricciones monetarias.
- Implantación del gravamen sobre el Patrimonio.
- Endurecimiento al I.R.T.P.
- Endurecimiento del Impuesto de lujo.
- Establecimiento del delito fiscal.
- Eliminación del secreto bancario.
- Apoyo fiscal a nuevos empleos.
- Incremento del gasto público.
- Reducción de circuitos privilegiados de financiación.

#### F. Orden 23-7-77

Liberalización de tipos de interés a plazo igual o superior a un año.

— Paquete de medidas en elaboración: (La influencia de las medidas creemos que

#### 12.7.77

Devaluación de la peseta en un 20 por 100.

#### G. Pacto de la Moncloa

