EE 31 565

Uned, Radio Educativa. Hola, buenas noches, bienvenidos al programa de la UNED. Estaremos con ustedes hasta las 11 de la noche, una hora menos en Canarias, con programas dedicados a económicas y empresariales, programa al que daremos paso enseguida, políticas y sociología que hoy se ocupa de los problemas de la inmigración en España, y el curso de acceso, hoy desde las 10 de la noche, con las asignaturas Lengua Española y Geografía.

La UNED en Radio 3, de Radio Nacional de España, frecuencia modulada, de lunes a viernes, desde las 8 y media hasta las 11 de la noche. Revista de Economía, el programa de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, pasa repaso hoy a varias cuestiones, algunas de ellas las veremos en una entrevista con Luis Guzmán, profesor de Estadística Empresarial de nuestra facultad, con el que vamos a hablar de la estadística, de los mercados financieros y de la bolsa. Veinte minutos más tarde, hoy nuestro tema de atención será el papel de los consejos de administración en las sociedades anónimas.

Trataremos los aspectos jurídicos y económicos empresariales del Consejo de Administración, en un coloquio en el que van a participar los catedráticos de la UNED, Santiago Garrido y José Manuel Rodríguez Carrasco, y también el profesor del ICADE, de Derecho Mercantil, Daniel Prades. Esta es nuestra oferta, comenzamos ya, Revista de Economía. Nuestro primer invitado de esta noche en Revista de Economía es el profesor Luis Guzmán Justicia, profesor de Estadística Empresarial del Departamento de Economía Aplicada y Cuantitativa de esta universidad, la UNED.

El tema que hoy vamos a analizar tiene un título sugerente, y por ser de suma actualidad, y también por las implicaciones económicas que encierra. Creemos que va a interesar vivamente a nuestros oyentes. Su título es, Los nuevos instrumentos financieros y la bolsa, implicaciones estadísticas.

El profesor Luis Guzmán Justicia tiene una amplia experiencia como profesor de Estadística Empresarial y Matemáticas Aplicadas a la Economía en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. Es también director general de la Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas. En estos momentos está participando en el diseño y lanzamiento de un nuevo fondo de inversión mobiliaria en la bolsa española, y que podría catalogarse como un fondo de cuarta generación por las posibilidades que encierra, y por utilizar los instrumentos denominados derivados financieros que son muy recientes y que tienen un efecto de enorme apalancamiento como el que quizás nos va a comentar posteriormente.

Sin más, y al objeto dentro de materia, vamos ya a comenzar la entrevista con el profesor Luis Guzmán Justicia. Y, ante todo, buenas noches. Hola, muy buenas noches.

¿Por qué ha elegido este título, Los nuevos instrumentos financieros y la bolsa, Implicaciones estadísticas? Pues he elegido este título porque entiendo que en el momento presente la

economía española se encuentra en una situación sumamente especial, en una encrucijada que yo me atrevería a llamar histórica. Se avecinan cambios trascendentales para la economía española que nos van a afectar a todos y a cada uno de los ciudadanos españoles. El nuevo marco de referencia en que nos vamos a encontrar va a ser la Unión Europea en la que nuestra unidad monetaria, la peseta, va a desaparecer.

Gran parte de las leyes serán aprobadas en Bruselas y perderemos una gran parte de nuestra soberanía. Asimismo, la política monetaria va a ser marcada desde Frankfurt a través del futuro Banco Central Europeo y nuestro Banco de España no va a poder actuar en el futuro sobre los tipos de interés con la enorme importancia que esto tiene, pues que, repito, tendremos una moneda única a partir de 1 de noviembre del 99 y esperemos que será el euro. Por consiguiente, la desaparición de gran parte de las monedas europeas como el marco, el franco-francés, la peseta, etc., y la aparición del euro, me atrevo a calificarlo como un acontecimiento histórico que, por hacer algún parangón por los efectos que va a originar, podríamos compararlo con lo que supuso la Revolución Francesa de 1789 o, tal vez, con el propio descubrimiento de América de 1492.

Entramos, pues, en un nuevo paradigma económico y convivencial y ello va a afectar a nuestro modo de vida, a la forma de legislar, a nuestros tipos de interés, a nuestra inflación, a nuestro volumen de empleo o paro, a nuestros impuestos y, en definitiva, a nuestra riqueza personal y a nuestro patrimonio. Son muy profundos cambios y, ante todo, es un apasionante desafío para todos nosotros los españoles. Profesor Guzmán, el tema que nos ocupa esta noche habla de bolsa, de instrumentos financieros y de las implicaciones estadísticas.

¿Nos podría hacer un esquema general de estos conceptos, de la relación que hay entre ellos y también de la situación en que se encuentran en España en estos momentos? Sí, España ha vivido un pasado año, en 1996, de enorme impacto en su bolsa y que le ha hecho concluir con un incremento muy importante de un 39% de revalorización en el índice de la Bolsa de Madrid. Pues viene este casi 40% de subida cuando los tipos de interés están en este momento en torno al 5 o 6% en España. Ha mantenido en vida a gran parte a los españoles y entiendo que va a seguir ocurriendo también durante el presente año 1997.

Este año 1997 la bolsa española va a tener unos nuevos matices de una gran volatilidad, a veces no apta para cardíacos, pero que, en mi opinión personal, va a ser casi inevitable que continúe su senda alcista. Será muy conveniente utilizar nuevos instrumentos, como los derivados financieros, y eso es, fundamentalmente, las opciones en los futuros, los famosos y conocidos call y put. Y nuestros oyentes deben saber que, para comprender estos instrumentos financieros y operar adecuadamente con ellos, la estadística desempeña un papel importante.

Conocer bien, por ejemplo, los números índice, estudiar las naturas estadísticas de introducción, será básico para estudiar los índices pulsátiles. Así, por ejemplo, el famoso índice IBEX 35, que representa las 35 acciones más líquidas negociadas en las cuatro bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. El IBEX 35, como sabemos, que toma un valor 3.000 al

cierre del mercado el 31 de diciembre del 89, es un índice muy importante y que, repito, tiene una importancia enorme desde el punto de vista de analizar qué es lo que está pasando en la bolsa y que ha subido desde entonces a un nivel, en estos momentos hoy, de 5.447, con una subida del 81,5% en siete años, que representa la tasa anual del 7%, que, sin duda, no es nada alarmante en cuanto a subida.

Lo que ha pasado en el 96 pasado es otro tema. Otra aplicación estadística importante en este tema de bolsa lo constituye la teoría de probabilidad. Y así, en el estudio de estos derivados financieros que he hecho referencia, el conocer las distribuciones de tipo normal, MOSIMA, así como la distribución de tipo binomial, son imprescindibles para calcular las primas de las llamadas opciones financieras.

El modelo de Black-Scholes, que es muy posiblemente el modelo económico y financiero de mayor éxito en toda la teoría financiera de este siglo, y que fue inventado en el año 73 por estos autores, nos permite realizar un cálculo teórico de lo que debería valer esa opción financiera y exige conocimientos de matemática financiera, estadística y ecuaciones diferenciales. Estas son sólo un botón de muestra de cómo, en cosas muy prácticas, como son las finanzas, concretamente lo que se conoce como opciones financieras que se cotizan en la bolsa española, en el MEF, tanto la estadística como las matemáticas tienen una enorme importancia y utilidad. Quiero animar a nuestros alumnos de estadística y matemáticas diciéndoles que hay cosas muy prácticas y muy actuales en el mundo de la finanza y la bolsa donde estos conocimientos son imprescindibles.

Para comentar y analizar más profundamente todos los temas que nos acaba de decir, yo creo que convenía hacer un breve diseño del marco en el que se encuentra ubicada la economía española en el momento presente. Sí, yo creo que es todo conocido. Estamos en la Unión Europea, estamos integrados por 15 países, estamos construyendo la Unión Económica y Monetaria para entrar en ella aquellos países que puedan hacerlo en el año 1999 y los criterios de convergencia, también llamados criterios de Maastricht, habrá que cumplirlos.

Profesor Guzmán, en su opinión, cuando España, o cuando finalice este año 1997, ¿España va a poder cumplir estos cuatro criterios de convergencia? Pues va a ser fundamental cumplirlos, por ello terminará si entramos o no a formar parte de la Unión Económica y Monetaria en el año 1999, formando parte de esos países europeos que se han dado a llamar como de la primera velocidad y que van a tener todos ellos como moneda única. El euro, yo creo que muy brevemente decir que España cumple ya en este momento el criterio de tipo de interés. En noviembre del 96 ya lo cumplíamos, teníamos unos tipos de interés a largo del 9%, que estaban dentro de la banda máxima del 7,2, que es lo que tenían los tres países con menos tipos de interés más dos puntos, o sea, 9,2.

Lo siguiente, estábamos dentro con nuestro 9% de ese cumplimiento de tipos de interés. Es móvil como se ve este criterio, puesto que depende de los tipos de interés de los países, de los tres países con menos inflación. Nos aproximamos también a cumplir el criterio de inflación,

tenemos en este momento según la Unión Europea un 3%, frente al 2,6 que se nos permite, ya que es el 1,1 de los tres países más bajos de inflación, más ese 1,5 que yo mencionaba anteriormente.

En consecuencia, estamos solo a cuatro décimas de cumplir este criterio de inflación. El gobierno planea para el año 97 una inflación inferior al 3%, quizás en torno al 2,5% y también cumpliríamos este criterio, que como vemos también es móvil, ya que depende de los tres países con más baja inflación. El criterio del déficit público, hay que llegar también al 3%.

Este es el caballo de batalla, yo creo que, el gobierno de este país y de todos los países europeos están empeñados en poderlo cumplir, porque va a ser definitivo. En este momento, el año 96 ha cerrado con un déficit del 4,4% del PIB y va a ser fundamental que lleguemos al 3%. Como los déficits en definitiva son la diferencia entre ingresos y gastos, hay que intentar incrementar los ingresos como sea y reducir los gastos.

Hemos visto, lamentablemente, como una partida de gastos en control de sueldos de funcionarios ha afectado, como en este momento la reciente reducción del precio del presupuesto farmacéutico va a afectar en este sentido la reducción del déficit público al minorar el gasto público del Estado y en definitiva también va a depender esto bastante del crecimiento del PIB de España. El objetivo fijado es de un 3% de PIB, el año pasado crecimos solo un 2,3%, tengo mis dudas de que lleguemos al 3%, tal vez en torno al 2,5% y esto va a ser importante puesto que si crecemos al 3% o al 2,5% ello va a generar más volumen de empleo, en definitiva más ingresos para el Estado por esos empleos que se generen y en definitiva reduciremos el déficit. Es importantísimo, repito, que lleguemos al cumplimiento de este criterio.

Y en cuanto al cuarto, el criterio de deuda pública, España no lo cumple, pero es que hay solo cuatro países que lo cumplen y dos de ellos, concretamente Alemania y Finlandia, están en el mismo borde del 60% máximo de deuda pública permitida y solo lo cumplen, locadamente, Francia y Subator, Usemburgo, que solamente tienen un 6% de deuda. Yo creo que España debería, en estos momentos que hay tantas polémicas a nivel europeo, diciendo que tal vez España no pueda entrar por incumplimiento de estos criterios de máximo, es decir, que si España no entra, desde luego hay nueve países que están peor que España y deberíamos ser más beligerantes, corresponde a las autoridades económicas y políticas hacerlo desde luego, pero yo no soy más beligerante diciendo que a ellos tampoco deberían entrar, ya que si se tiene un alto volumen de deuda pública ello va a afectar a los próximos años, habrá que pagar cuantiosos intereses de la deuda por esa deuda pública acumulada y, en consecuencia, puede afectar al Pacto de Estabilidad que se fue mandando un link ya hace unos meses y que hará que los déficits públicos de esos países con alta deuda pública acumulada no puedan mantener el déficit pertinente en los próximos años consecuencia del cumplimiento del Pacto de Estabilidad. Por tanto, mucho cuidado con este criterio de deuda pública que, repito, no fue muy atinado al montarlo porque diez países, España incluido, no lo cumplen pero nueve están aún peor que nosotros.

Muy bien. Yo creo que merece la pena que nos detengamos un poco más en el tema de la deuda pública que acaba de comentarnos. ¿Qué volumen e importancia tienen los intereses de la deuda pública en España? Intereses que todos los españoles hemos de pagar año a año.

Profesor Guzmán. Sí. Hemos dicho que España supera el nivel fijado del 60% de deuda con respecto al PIB.

Concretamente, hemos cerrado el año con 69,3% de deuda pública con respuesta a nuestro PIB. Teniendo en cuenta que el PIB español son 74 billones de pesetas quiere decir que tenemos una deuda pública debida por el Estado español y que en parte la han suscrito los propios españoles en la cual hay que pagar el interés. La deuda pública total son 51,5 billones de pesetas.

Es una cifra alarmante, muy difícil de entender para las mentes normales. Si tenemos en cuenta que eso hay que retribuirlo, pues bien, en los presupuestos del Estado para el año 27 los intereses de la deuda que todos los españoles hemos de pagar y que aparecen en los presupuestos del Estado son exactamente otra cifra alarmante. 3,45 billones de pesetas que hemos de pagar y que aparecen ahí.

Para hacernos una idea de la importancia que tienen estos 3,45 billones de pesetas hemos de decir que prácticamente es lo mismo que se dedica a Sanidad, que son 3,6 billones. Es más del doble de lo que se dedica al desempleo y más de cuatro veces de lo que se dedica a Defensa o 23 veces de lo que se dedica a Justicia o 27 veces de lo que se dedica a Industria y Energía. Quiero decir que la cifra es impresionante y viene a ser prácticamente el 43% de lo que se dedica a las pensiones.

Que es 7,9 billones, ¿no? Son cifras alarmantes que en España lo son, pero lo son mucho más en nueve países anteriores y, en consecuencia, deberíamos llamar la atención de la enorme importancia que va a tener el no cumplir adecuadamente para entrar en Maastricht este criterio de deuda pública porque va a condicionar el futuro y, desde luego, no va a haber ese pacto de estabilidad que tan profundamente han dicho las autoridades monetarias que debería cumplirse a partir del año 1999. También la deuda pública que el país ha emitido podría condicionar las inversiones que vengan del exterior. ¿Es así, profesor Guzmán? Sí, en efecto, sí es, ya que el nivel de deuda de un país es uno de los elementos determinantes y que los mercados analizan a la hora de dirigir sus inversiones o no hacia ese país.

Lo que viene a decir de alguna forma es qué errores han cometido en el pasado, cómo que se vuelve a ir sumando déficit año a año. Y esto es lógico. Los mercados financieros prefieren prestar a los países con unas finanzas públicas saneadas y, en este sentido, como he dicho antes, solo hay cinco países de la Unión Europea que estén mejor que España.

Los demás están peor. Otro tema importante son los tipos de interés. ¿Qué ha pasado, profesor Guzmán, con los tipos de interés y con la Bolsa en España en este último año? Pues, como sabemos, la construcción de la Unión Europea, en la que España está inmersa, está basada

sobre políticas de estabilidad con tipos de interés muy bajos y estables.

Esto va a ser el futuro para los próximos cuatro o cinco próximos años. Tipos de interés, repito, muy bajos, con inflación muy baja y déficit públicos también bajos. Estos tipos de interés están hoy al 6%, fijados por el Banco de España, y descenderán aún más en este año 1997.

Pienso que tal vez lleguen hasta un punto y medio más de bajada respecto al momento presente, con lo cual podríamos llegar hasta el 4,5% de interés, que es una bajada decisivamente histórica. Hay que decir, porque se siente que la caída ha sido muy importante a lo largo de 1996 y que con tipos de interés muy bajos, como los actuales, los que se avecinan, las bolsas suben. Son un refugio para el ahorro.

Hay que decir también que hay mejor tratamiento fiscal a partir de junio del año 96 a los fondos de inversión y que, por ello, la Bolsa ha subido en el 96 un 39%. Otros países aún han subido más. Wall Street, que refleja un poco la Bolsa de Estados Unidos, solo lo hizo en un 26%, que es una cifra bastante importante.

En consecuencia, tipos de interés muy bajos, bolsas alcistas, porque cuando los tipos de interés son bajos, no hay alternativa a la rentabilidad fija y el dinero se refugia en bolsa. En consecuencia, lo que hay que presuponer es que España va a tener una bolsa alcista también en el año 1997. Ampliando un poco más el horizonte, profesor Guzmán, ¿podríamos hablar de lo que ha sucedido en la bolsa española en los últimos años? ¿Ha sido siempre igual que en este año 1996? No, no, ha habido de todo.

Ha habido subida y bajada. Cuando se multiplican las críticas de que, como si en la bolsa se asesinara todo el mundo millonario, como veíamos en fechas pasadas, hay que decir que en el año 90 la bolsa bajó un 25% y en los años para, en el 92 y el 94, bajó un 13% y un 12% respectivamente. En consecuencia, ha habido de todo.

En el año 93 subió la bolsa un 50%, mucho más que en el 96. También en el 95 subió un 12%. Por consiguiente, hay que decir que si tomamos, por ejemplo, como elemento de referencia el IBER, que yo decía antes, que es un índice selectivo que está en marcha con un valor 3.000 desde el 1 del año 90, hoy está a 5.447 y, como yo mencionaba antes, ha subido un 81% en siete años, que equivale a una subida de un 7% anormal acumulativo, que no es demasiado y, desde luego, con el riesgo que implica la bolsa, no es para hacer demasiadas críticas a la subida de la bolsa.

Creo que en la bolsa hay periodos de todo tipo. Estamos en este momento en situación alcista por los comentarios que he hecho antes de bajada de tipos de interés y que van a seguir persistiendo, pero, desde luego, en la bolsa se puede presentar de todo. ¿Qué papel están representando los fondos de inversión mobiliaria en la economía española y, muy particularmente, en la bolsa? ¿Qué está sucediendo con el ahorro español? Pues, ante todo, con la bajada de tipos está ocurriendo que hay un desplazamiento en los fondos de inversión mobiliaria de activos monetarios en los FIAN y en los FIIN de renta fija hacia la bolsa.

Las rentabilidades van a ser muy bajas y todo el mercado está corriendo a la bolsa. Hay que decir que los fondos de inversión empezaron en el año 96 con un ahorro de los españoles de 12 billones y han crecido nada más y nada menos que 18 billones, a 18 billones, perdón, con un incremento del 50% y con 4 millones de españoles, 4 millones de partícipes que han entrado en suscribir estos fondos. Como tienen una ventaja fiscal y es que solo tributan al 20% como renta irregular en el momento en que se tienen más de dos años, tienen, por lo siguiente, un tratamiento asimétrico muy favorable con respecto a la imposición de plazo fijo o otro tipo de cuentas que uno puede abrir en la propia banca o caja de ahorros.

¿Cómo la hay en este momento? La mayor parte invertido en FIA, un 56%, un 40% de renta fija y solo un 4% de renta variable. Esto tiene que transformarse y llegar a los porcentajes que actualmente hay en Europa con una disminución importante en FIA y en renta fija y todo ello va a seguir afluyendo a la bolsa porque, por lo siguiente, estamos hablando de bastantes billones de presetas que tienen que implantar sumante y lo están haciendo en estos meses y seguirán haciendo en el futuro dirigirse hacia la renta variable. En consecuencia, va a haber una demanda impresionante de títulos, la oferta en nuestra bolsa es muy limitada, solo se cotizan al día en estos momentos y ha crecido unos 100.000 millones de presetas al día en bolsa.

En consecuencia, está claro que la bolsa es inevitable y que tenga que seguir subiendo. Los precios son resultantes de oferta y demanda, la demanda es increíble, la oferta es muy limitada y parece que con matices sin duda y con alta volatilidad la bolsa española tendrá que seguir subiendo. Si eso, indicamos que los depósitos que hay de los españoles en la banca que ascienden a 37 billones más los depositados en cajas 33 billones, total a 70 billones de presetas, tiene una simetría en el tratamiento fiscal, son maltratados entre comillas con respecto a los fondos de inversión mobiliaria, también parte de estos depósitos están afluyendo a la bolsa.

En consecuencia, hacen tirar más todavía la demanda. Si a eso unimos las compañías de seguro, al nuevo ahorro español que quiere seguir llegando a la bolsa, sin duda, es un cuello de botella difícil de encontrar fácil respuesta. En consecuencia, el mercado va a tirar hacia arriba, sin duda, como lo estamos viendo también este año 1997.

Bien, como ya nos ha comentado algo sobre el año 1997, vamos a cerrar precisamente hablando de qué puede suceder en la bolsa española en este año 1997 y también de otro tema que yo creo que tiene interés que es el papel que pueden desempeñar las privatizaciones de empresas públicas. Como decíamos antes, en este momento en la bolsa hay un desequilibrio importante entre la oferta y la demanda. En la demanda hay billones de pesetas que están llegando y que están ahí ya que ante cualquier corrección técnica en el mercado entran a comprar incluso a precios elevados.

Hay que decir, por otro lado, que la bolsa española tiene un PER, que es la relación entre la concesión de la acción y los dividendos que reparte todavía bajo y que, en consecuencia, la bolsa está baja en relación con las bolsas europeas. Hay posibilidades por consiguiente y tramos para que pueda subir. Se van a producir nuevas bajadas de tipos de interés, más interés

por consiguiente llegar a la bolsa y habrá transbases importantes de los billones de pesetas en fondos de inversión de renta fija y fianco, como decía anteriormente, hacia la bolsa.

La tendencia por consiguiente es altista y si analizamos qué ha pasado en lo que va de año, 97, que tenemos apenas un año y 12 días, pues hay que decir que el índice de la Bolsa de Madrid ha crecido prácticamente ya en sólo un mes y medio. Nos llega un 7%, el índice de la Bolsa de Madrid un 6% y que Nueva York también ha crecido con su Dow Jones un 5,5%. Estos son porcentajes impresionantes en sólo un mes y pico.

No voy a decir que siga así todo el año, pero sin duda implica que la tendencia sigue y que hay que estar atentos a los mercados, pero tiene difícil explicación para la bolsa española decir que se paraliza. Sin duda el tema tiene muchos más matices. Estamos en una economía internacional.

Habría que ver qué pasa con Alemania, qué pasa con los tipos de internet en Estados Unidos, que posiblemente tengan una corrección a la USA y eso generalmente podría afectar un poco en tendencia bajista a la bolsa española. Pero sin duda mi opinión es que quizá no quede más remedio, eso sí, con alta volatilidad y altos gustos que la bolsa española siga creciendo en el año 97 sería muy atrevido decir que incluso más que en el 96, pero todo es posible. Y en cuanto a lo que usted me pregunta de las privatizaciones, pues yo creo que hay suficiente demanda para atender a estas privatizaciones.

Como usted sabe, en estos momentos, hoy, ayer, se fijó el precio máximo de la privatización telefónica, va a suponer su salida a la bolsa española unos 600 mil millones de pesetas, gran parte se va a colocar en el tramo minorista español, no es mucho dinero si lo comparamos con los millones de pesetas que yo hablaba que hay en ahorro español y pendiente de entrar en la bolsa y para el año 97 también está pendiente la privatización casi inmediata, del 10 por ciento de Exxon y posteriormente entre un 15 y un 25 por ciento de Endesa. Creo que estas privatizaciones puedan asumirlas perfectamente la bolsa española y será muy bueno que salgan porque calmará un poco la demanda y para el año 98 también tenemos unas privatizaciones importantes del 25 por ciento de Argentina y el 52 por ciento de Tabacalera. También se privatizará el de ASA y Transmediterránea y entiendo que todo ello añadirá un poco alegría a la oferta porque luego la demanda está insatisfecha con los tipos de interés y con tipos de interés tan bajos la gente se enfada y tiende a ir hacia mercados que le den una rentabilidad mucho más adecuada eso es la bolsa por lo consiguiente hay que actuar de forma inteligente sabiendo cuidar las altas volatilidades y creo que el mercado español con las posibilidades que se encierran de la Unión Europea está en momentos muy positivos y es de esperar que tengamos un año 97 en todos los sentidos muy favorable.

Bien, pues muchísimas gracias Profesor Luis Guzmán Justicia del Departamento de Economía Cuantitativa de la UNED. Muchas gracias a ustedes.