

# LA BOLSA ESPAÑOLA: DEL INTERVENCIONISMO A LA REFORMA

Raimundo ORTEGA (\*)

*El tiempo es el mayor innovador.*

FRANCIS BACON

## I. INTRODUCCION

Este trabajo está escrito sobre la premisa de que cualquier intento reformador del mercado bursátil español debe partir del conocimiento de cuáles son sus limitaciones y de la comprensión de las causas por las cuales intentos similares han fracasado en el pasado.

Dicho esto, es preciso reconocer, sin embargo, la existencia de factores nuevos que apoyan los propósitos renovadores que caracterizan hoy en día al mundo bursátil. Esos factores pueden resumirse en dos: una enorme competencia derivada de la cada vez más estrecha integración de los principales mercados mundiales. En nuestro caso, a ese acicate para la modernización de nuestro mercado se une un factor muy próximo: la entrada en vigor del mercado único europeo en enero de 1993.

El hilo conductor del trabajo arranca de una descripción histórica de la Bolsa española desde la guerra civil a la reciente Ley del Mercado de Valores, aprobada en julio de 1988. El siguiente paso consiste en precisar cuál ha sido el papel de nuestro mercado bursátil en el proceso de intermediación del ahorro, al tiempo que se hacen unas reflexiones sobre algún aspecto técnico referido a la tan debatida cuestión de la volatilidad de nuestra Bolsa. El último apartado pretende exponer las tareas pendientes en el proceso modernizador del mercado bursátil español, utilizando la falsilla de cuáles son los retos a los que debe hacer frente inmediatamente.

El broche final del trabajo lo constituyen unas conclusiones que se desprenden inmediatamente de las tesis sustentadas a lo largo del artículo.

## II. EVOLUCION HISTORICA DE LA BOLSA: DE LA GUERRA CIVIL A LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

### 1. La época de la economía dirigida: 1940-1957

La Ley de 13 de febrero de 1940, que autorizaba únicamente las operaciones al contado, marcó el espíritu que caracterizaría la actividad bursátil en el período de postguerra, en el cual la Bolsa prácticamente no existió. Las necesidades de reindustrialización del país y el dirigismo del Régimen se traducían en una política de control de tipos de interés que hacía que, con escasísimas excepciones, la rentabilidad de las emisiones de renta fija se situase por debajo de las tasas de inflación. Esta circunstancia favoreció un tanto al mercado de acciones; desgraciadamente, éste era un mercado muy estrecho y la presión creciente de la demanda originó movimientos especulativos —especialmente agudos en los años 1946 y 1956— que socavaron la confianza del inversor en la transparencia del mercado y, paradójicamente, parecían dar razón a la doctrina intervencionista que había sentado las bases de la regulación bursátil.

Ese talante intervencionista se manifestó de nuevo en la Ley de 31 de diciembre de 1946, que obligaba a incorporar en el precio de las nuevas emisiones de acciones una prima proporcional a las reservas de la entidad emisora, so pena de pagar un impuesto fijado en el 20 por 100 de la diferencia.

La crisis experimentada por la Bolsa en 1957 fue atribuida a la especulación generada por el sistema de ampliaciones de capital. El gobierno de la época reaccionó anunciando una serie de medidas destinadas a luchar contra la especulación. El solo anuncio surtió efectos, y la Bolsa inició un período bajista, justificado no tanto porque las medidas gu-

bernamentales efectivamente tomadas fueran anti-bursátiles —de hecho, la Ley de 27 de diciembre de 1957, y los decretos de 27 de julio, 24 de octubre y la Ley de 27 de diciembre de 1958 buscaban favorecer la autofinanciación de las empresas—, sino debido a que la economía española se encontraba en una situación sumamente delicada, como el Plan de Estabilización de 1959 se encargaría de reconocer.

Con todo, la situación del mercado bursátil en esos años puede resumirse fácilmente. Existía un único mercado, el de contado, y tres centros de contratación escasamente conectados entre sí y sometidos a excesivas oscilaciones; carecíamos de un mercado de renta fija y de mecanismos de inversión institucional, y la transparencia del mercado se limitaba a la publicación de los precios y los volúmenes de contratación, sin que las empresas facilitasen más información que la exigida en el momento de admisión a cotización, referente tan sólo a las características jurídicas de la empresa y los títulos, o a las de las emisiones si de renta fija se trataba.

## **2. Del Plan de Estabilización al informe de la Comisión: 1959-1978**

Al finalizar la década de los cincuenta, las cotizaciones habían experimentado una caída fuerte, los volúmenes de emisión se habían reducido, la contratación bursátil languidecía y la falta de neutralidad fiscal desviaba la atención de los ahorradores hacia otros activos diferentes de los bursátiles.

Sin embargo, la rapidísima recuperación de la economía, a raíz de las medidas del Plan de Estabilización, permitió una subida de las cotizaciones bursátiles, primero, hasta 1962 y, después de un cierto estancamiento entre 1963 y 1967, un alza vertiginosa durante los dos años siguientes.

Lo paradójico es que en el período señalado apenas pueden citarse reformas de un cierto calado en el ámbito bursátil. La Ley para la difusión de la propiedad mobiliaria, de abril de 1960; una serie de medidas que incrementaban la desgravación fiscal a la inversión mobiliaria; un tratamiento, no especialmente benévolo para la época, de las plusvalías y los incrementos no justificados de patrimonio, materializados en la compra de valores y en la creación del patrimonio familiar mobiliario, así como un cierto fortalecimiento de las sociedades de inversión a partir de 1964.

Técnicamente, nuestros mercados seguían adoleciendo de claras lagunas operativas y técnicas. Permanecía la prohibición de operar a plazo —a

pesar del reconocimiento expresado en el Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado a mediados de 1967—, y el aumento de las operaciones contratadas en Bolsa llevó a un completo colapso a los vetustos sistemas de compensación y liquidación, lo cual obligó a implantar en 1974 el llamado «nuevo sistema de liquidación». Dicho sistema tenía como pilares fundamentales la fungibilidad de los títulos-valores, el intento de lograr una máxima inmovilización de éstos en las entidades depositarias, la compensación periódica y multilateral de los movimientos de títulos debidos a la contratación bursátil y la creación de un organismo técnico —el Servicio de Coordinación de las Bolsas— encargado del control informático de los depósitos y las numeraciones de los títulos-valores.

La década de los años setenta trajo cambios sustanciales al panorama de los mercados financieros españoles, y cambios que fueron bien venidos, por cuanto les inspiraba un mayor espíritu liberalizador del que había sido común en años anteriores. Se reformó el sistema de crédito oficial, se suprimieron casi por completo las restricciones geográficas a la expansión bancaria, se rebajaron los coeficientes obligatorios que debían soportar las cajas de ahorros, pero, sobre todo, se autorizó la implantación de la banca extranjera en nuestro país y se sentaron las bases de una política monetaria moderna.

## **3. El informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores**

La instauración de la democracia en España se llevó a cabo en un clima bursátil declaradamente negativo. A partir de 1976 el índice general de la Bolsa de Madrid refleja descensos anuales muy significativos: un 28,6 por 100 en 1976, un 32,7 por 100 en 1977, un 10,6 por 100 en 1978 y un 16,4 por 100 en 1979; sólo en este último año se advierte el comienzo de una cierta recuperación, con el índice creciendo el 6,1 por 100.

Es claro que un clima tan negativo no puede achacarse exclusivamente a razones económicas, que existían —elevada tasa de inflación, desequilibrios en la balanza de pagos, perspectivas muy difíciles para las empresas, política monetaria restrictiva, medidas fiscales (Ley 44/1978, sobre el Impuesto de la Renta de las Personas Físicas, y Ley 61/1978, del Impuesto de Sociedades), cuyos efectos globales sobre la inversión bursátil eran difíciles de calibrar—, sino que pesaron muy decisivamente los acontecimientos de orden político y social, que tanto afectan a las expectativas de los inversores.

A esos factores se unían las carencias estructurales del propio mercado. Ya en su *Informe anual* correspondiente a 1977, el Banco de España había hecho una admonición muy clara en relación con las numerosas deficiencias que soportaban nuestras bolsas. Textualmente decía: «Pero también está fuera de duda que existen prácticas operativas, reglamentaciones limitativas, procedimientos y técnicas de emisión, contratación o liquidación, problemas de control y de autoridad, insuficiencias organizativas o fallos de información, cuya influencia instrumental sobre la evolución de la crisis bursátil no debe menospreciarse.»

Así las cosas, el primer gobierno democrático de la Monarquía mostró una especial sensibilidad respecto a los problemas básicos del sistema financiero y del mercado de capitales. El preámbulo de la Orden Ministerial de 4 de agosto de 1977, que creaba la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, señalaba la necesidad de «... orientar todos los mecanismos de financiación con el fin de conseguir el empleo eficaz de los recursos, siempre escasos, de que dispone la economía española». Una vez establecido el objetivo de contar con «... una política bursátil adecuada a las necesidades presentes de nuestro mercado de capitales...», se encomendaba a la Comisión la tarea de «... con independencia de criterio, [estudiar] la estructura y el funcionamiento del mercado de valores y [presentar] un informe completo al respecto, junto con las recomendaciones que considere necesarias para el perfeccionamiento del mercado de valores y su adecuación a un sistema financiero más eficaz:

Al cabo de siete meses de trabajo, en abril de 1978, la Comisión presentó su informe al gobierno (1). Sus recomendaciones esenciales pueden resumirse en las siguientes:

- a) Adoptar las medidas oportunas para potenciar tanto la oferta como la demanda de valores.
- b) Ampliar las modalidades operativas, permitiendo operaciones a plazo y promoviendo la creación de mercados de opciones.
- c) Estudiar la reforma de los sistemas de compensación y liquidación, ampliando el sistema de referencias técnicas a los títulos nominativos y sustituyendo posteriormente todo el sistema de fungibilidad por un mecanismo de anotaciones en cuenta.
- d) Integrar las tres bolsas entonces existentes en un mercado único.
- e) Favorecer la paulatina sustitución de la figura

del agente de cambio y Bolsa individual por fórmulas asociativas.

f) La transformación del marco jurídico, que confiaba las tareas de supervisión a los propios órganos del mercado, en otro en el cual los poderes públicos tuvieran encomendadas las responsabilidades básicas.

El *Informe* fue bien acogido tanto por la opinión especializada como, en principio, por la propia Administración. Hubo una cierta división de opiniones en el sector bancario y una acogida muy fría, cuando no hostil, en los círculos bursátiles, a quienes preocupó la discusión, reflejada con tonos moderados en el *Informe*, sobre la conveniencia de que los agentes continuasen o no con su función de fedatarios públicos, y las consecuencias de una mayor intervención de los poderes públicos en la regulación y funcionamiento del mercado bursátil.

#### **4. La Bolsa española, en un período de cambio y transformación: 1975-1984**

##### **A) LAS TRANSFORMACIONES DE LOS MERCADOS BURSÁTILES**

Desde mediados de la década de los años setenta, el entorno financiero en que se desenvuelven los mercados bursátiles experimenta profundas transformaciones.

Las tendencias liberalizadoras comienzan a afirmarse cada vez con mayor fuerza: cada día que pasa, aunque con diferente grado de aceptación en los distintos países industrializados, se va aceptando la necesidad de eliminar las restricciones a los movimientos de capitales, la supresión de las barreras de entrada de inversores y agentes extranjeros en los respectivos mercados nacionales, las ventajas operativas derivadas de la creación de nuevos mercados y de nuevos instrumentos, y los beneficios derivados de un trato fiscal lo más neutral posible a la inversión y negociación de valores. Al mismo tiempo se produce el fenómeno de la denominada «securitización», barbarismo que, en la medida de lo posible, se tenderá a sustituir en este trabajo por el término castellano de «movilización». La «movilización» responde a unas necesidades económicas evidentes sobre las cuales quizá convenga detenerse.

En un informe publicado en 1986, titulado *Innovaciones recientes en banca internacional* (2), el Banco de Pagos Internacionales (BPI, en adelante) matizaba cuidadosamente el doble sentido que puede tener el término «movilización», ya se entienda como conversión de activos tradicionalmente

bancarios en valores negociables entre terceros, o se refiera al desarrollo de mercados en los cuales se negocian nuevos instrumentos. Esta última acepción, por cierto, suele conectarse por los analistas del sistema bancario con el concepto de «desintermediación». En todo caso, y en el contexto que ahora interesa, la lógica económica del término parece llevar a la siguiente realidad financiera: la transformación de activos bancarios en instrumentos movilizables lleva a la expansión de los mercados secundarios existentes y al desarrollo de otros nuevos.

En todo caso, ése fue el camino seguido en la mayoría de los países que contaban con sistemas financieros desarrollados, con la notable excepción de Japón y de Alemania Federal. En España, la «movilización» fue más lenta y debida a otras causas, a las cuales conviene hacer referencia. Cuando, a partir de 1982, el Tesoro Público comenzó a emitir enormes volúmenes de deuda pública, se planteó en seguida al sistema bancario la necesidad, primero, de absorber una parte muy crecida de esas emisiones y, segundo, de emprender la tarea de colocar tales valores entre su clientela.

Simultáneamente, las entidades de depósito, sometidas a normas cada vez más estrictas de recursos propios, se vieron empujadas a homogeneizar, asegurar y vender parte de sus activos en forma de instrumentos movilizables. De esta forma lograban, fundamentalmente, diversificar los riesgos inherentes a la concentración de créditos en su cartera y aligerar las exigencias legales de capital.

Sin embargo, el resultado de este doble proceso de «movilización» en España fue, paradójicamente, que la Bolsa quedó prácticamente fuera de ambos. En el caso de la Bolsa entendida como negociación de nuevos instrumentos privados, nuestros mercados bursátiles carecían de las condiciones técnicas e implicaban unos costes tales que desanimaban a los inversores, a los prestamistas y a las entidades de depósito a utilizar la Bolsa como mercado capaz de asegurar la liquidez, eficiencia y economía de costes necesarias (al mercado bursátil de letras, como posible excepción a esta afirmación, me referiré después).

Otro tanto sucedió con el mercado de renta fija privada. Aquí, no obstante, la cuestión es más compleja. Por un lado, la Bolsa había sido incapaz de constituirse en mercado eficiente por razones derivadas de factores técnicos y de costes, pero ha de reconocerse que otros hechos influyeron negativamente en la falta de desarrollo de ese mercado: régimen fiscal, inmovilización de las carteras de estos valores en las instituciones de crédito por mor del sistema de coeficientes legales de inver-

sión, ausencia de inversores institucionales y, además, desconfianza de algunas sociedades emisoras respecto a los hipotéticos inconvenientes que podría crearles la existencia de un mercado verdaderamente líquido.

Ello enlaza con la escasa, por no decir nula, participación que los mercados bursátiles han tenido en la creación de los mercados de deuda pública. Dadas las masivas emisiones realizadas por el Tesoro, fue evidente desde el primer momento que nuestras bolsas no estaban equipadas para organizar la negociación de las ingentes cantidades de valores que un mercado secundario de deuda comportaba. El Tesoro se vio, por tanto, forzado a recurrir a bancos, cajas de ahorros y otros intermediarios financieros para colocar, directa o indirectamente, la mayor parte de sus emisiones, al tiempo que el Banco de España no sólo introduciría un cambio radical en los sistemas de compensación, liquidación y pago de la deuda pública, sino que animaba la creación de mercados extrabursátiles dotados de un grado de sofisticación técnica que las bolsas no parecían en situación de asegurar.

El proceso de innovación financiera —del cual la «movilización» fue sólo una parte, aun cuando importante— resultó posible gracias a dos factores de extraordinaria importancia: la llamada «globalización» de los mercados y la aparición y divulgación de la apropiada tecnología. La globalización fue consecuencia tanto de los desequilibrios en las balanzas de pagos de los principales países occidentales —superávit en Japón y Alemania, y déficit en Estados Unidos— como de la supresión de restricciones a los movimientos de capitales en la mayoría de ellos. Pero, a su vez, la globalización, entendida como la posibilidad de contar con un mercado que iba girando al ritmo del sol, únicamente resultaba factible en la medida en que se producían avances tecnológicos espectaculares en los campos de las telecomunicaciones y la informática. Y es que la nueva tecnología originó tres efectos muy importantes en los mercados de capitales en general, y en el bursátil en particular:

- Al reducir muy sensiblemente costes e incrementar las posibilidades de comunicación, favoreció una muy creciente interconexión de los diferentes mercados.
- La posibilidad de llevar a cabo cálculos muy complejos posibilitó que determinadas instituciones pudieran ofrecer y cotizar continuamente nuevos instrumentos, algunos de los cuales presentaban una estructura relativamente complicada.
- La existencia de una información más comple-

ta, continua y abierta a un mayor número de agentes económicos propició la competencia y potenció una mayor oferta de nuevos instrumentos.

## B) LA RESPUESTA DE LA BOLSA ESPAÑOLA

La primera mitad de la década de los años ochenta fue testigo de una notable recuperación del mercado bursátil, tanto en términos de volumen de contratación como de evolución de las cotizaciones, que, con la excepción de 1982, subieron en promedio un 29 por 100 anual. Las incertidumbres económicas iniciales —estancamiento de la economía, mantenimiento de la inflación, competencia de la deuda pública, nuevos casos de crisis bancarias o dificultades específicas del sector eléctrico— dieron paso a un panorama más favorable al asentamiento de expectativas optimistas: suave descenso de los tipos de interés, mejora en la situación de las empresas, reducción de la inflación, empeoramiento relativo en el tratamiento fiscal de diversos activos financieros a corto plazo, interés creciente de los inversores no-residentes por la Bolsa española y, por qué no decirlo, importancia creciente de la especulación.

En ese entorno parecía cada vez más urgente la necesidad de emprender la reforma del mercado de valores español. La publicación del *Informe* de la comisión tuvo la virtud de impulsar algunos cambios, si bien éstos fueron un tanto tímidos.

A continuación, se intentará describir esos cambios, agrupándolos en cuatro apartados generales: los que buscaban la ampliación del mercado bursátil, aquellos referentes a la mejora de la operatoria, los destinados a facilitar una mayor transparencia del mercado y, por último, aquellos cuyo objetivo era el fortalecimiento de la figura del agente mediador.

### a) La ampliación del mercado

El 14 de diciembre de 1979, la Bolsa de Madrid hacía públicas las normas destinadas a crear un sistema bursátil de subasta de letras de cambio libradas por entidades crediticias, extendidas a su propia orden, aceptadas por algunos de sus clientes e intervenidas por un agente mediador colegiado. Poco después, la iniciativa era seguida por las otras bolsas, estableciéndose las bases de un nuevo mercado que, aprovechando un instrumento mercantil muy arraigado en nuestro país, pretendía construir una innovación financiera que combinase la seguridad jurídica con la publicidad, transparen-

cia y liquidez derivadas de su negociación en un mercado oficial. Además, en cuanto mecanismo de colocación de fondos, se pensaba que constituiría una pieza más de los nuevos mercados financieros que entonces estaban en período de gestación.

Esta iniciativa se vio acompañada, en abril de 1981, por la autorización para comenzar a operar con crédito de dinero al comprador o de títulos al vendedor. La medida supuso un paso muy loable destinado a ampliar y estabilizar el mercado al contado de valores, sometido, por la estrechez de la operatoria al contado, a oscilaciones excesivamente bruscas en las cotizaciones. Ciertamente que la necesidad de tomar posiciones de futuro había aguzado el ingenio de no pocos operadores, quienes, aduciendo dificultades (por otra parte, reales) en la fase de liquidación de los títulos, llevaban a cabo operaciones ilegales de futuros mediante el expediente de comprar títulos que pagaban uno o dos meses después o, por el contrario, vender en descubierto y cubrirse con compras realizadas justo antes de la liquidación. A partir de la entrada en funcionamiento del nuevo sistema de liquidación y compensación, ese «seudomercado» a plazo tendió a desaparecer, pero no la necesidad de una operatoria que permitiese, al tiempo que contribuyese, a estabilizar las cotizaciones y ensanchar el mercado.

Los reales decretos 1.846/1980, de 5 de septiembre, y 1.536/1981, de 13 de julio, así como los órdenes que los desarrollaron, fueron un nuevo intento baldío de potenciar la liquidez de la Bolsa como mercado secundario. Mucha mayor trascendencia revistió el Real Decreto 1.849/1980, de 5 de septiembre, que perseguía potenciar la eficiencia del mercado bursátil mediante la consecución de los cuatro objetivos siguientes: 1) reforzar la protección del inversor; 2) concentrar las órdenes en el mercado, evitando, como decía el *Informe* de la comisión, que a éste llegaran meros saldos residuales; 3) asegurar que al proceso de formación de precios concurren todas las órdenes existentes en un determinado momento, y 4) obtener la debida transparencia del mercado.

### b) Mejoras en la operatoria

Los mercados bursátiles españoles estaban igualmente necesitados de cambios que facilitasen una operatoria más fluida. La comisión había manifestado sus temores respecto a tres puntos: la posibilidad de que no se concentrasen todas las órdenes en el mercado, la ausencia de transparencia sobre las operaciones en él efectuadas y la

atomización que suponía la contratación de un mismo título en varios mercados diferentes. Las soluciones adoptadas fueron muy tímidas: para mejorar la transparencia de uno de los corros más fuertes de la Bolsa, el de títulos bancarios, la Bolsa de Madrid sustituye, en el verano de 1976, el tradicional corro de parqué por un sistema de caja, regido por ordenador, que no consiguió eliminar las suspicacias de muchos inversores respecto a la actuación de los «cuidadores» de los valores de los bancos. Por otra parte, y aunque ello parezca ahora increíble, una orden ministerial de abril de 1984 ampliaba a cinco días —de lunes a viernes— las sesiones de contratación, prolongando en una hora —de diez a una, en lugar de diez a doce, de la mañana— el horario oficial de contratación.

Queda por mencionar en este apartado que entre las buenas intenciones que adornaban el antes citado RD 1.846/1980, estaba la creación de las llamadas «sociedades de contrapartida», creadas con el fin de atender las órdenes de compraventa de los títulos de renta fija que obtenían la condición de cotización calificada, evitando así la intervención directa de la sociedad emisora en el mercado secundario de sus títulos.

#### *c) Transparencia en el mercado*

Ya se ha indicado antes que existía en nuestros mercados bursátiles un tupido velo de discreción que buscaba proteger a los agentes operantes en el mercado, y fundamentalmente a las sociedades emisoras, del «indiscreto» interés de los inversores y del público en general respecto a la situación económico-financiera de aquellas entidades que, ya en el mercado de emisiones, ya en el mercado secundario de acciones, solicitaban públicamente el ahorro nacional. Un Real Decreto publicado en el *BOE* en septiembre de 1980 y dos órdenes ministeriales de noviembre de 1981 y febrero de 1982 intentaron mejorar la información financiera exigida ya por el Reglamento de las Bolsas de 1967.

Fundamentalmente, la normativa buscaba dejar perfilados nitidamente tres puntos: el contenido del folleto de emisión, la información trimestral que deberían facilitar las sociedades cuyos títulos gozaban de la condición de cotización calificada y la información concreta que las sociedades admitidas a cotización están obligadas a facilitar.

Sin embargo, la medida más trascendente en este campo de la transparencia fue la reglamentación de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA), realizada en el Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre.

#### *d) Fortalecimiento de la figura del agente mediador*

La Comisión había dedicado el capítulo VI de su *Informe* a los agentes mediadores colegiados. Después de discutir la conveniencia de separar o no sus funciones de fedatario público de las referentes al tráfico de valores, la Comisión encaró el tema de la transformación de esta figura. En su opinión era conveniente potenciar a los agentes mediadores, «autorizándoles a desarrollar nuevas funciones y ampliando sus posibilidades de asociación, entre ellos y con terceros», pero añadía que «la creación de este nuevo marco legal no debe impedir que aquellas otras instituciones que interviniesen en el mercado puedan también contribuir al mayor desarrollo del mismo».

Sin duda alguna, la Comisión conocía, y de hecho estaba valorando implícitamente, el Decreto 2.424/1975, de 23 de agosto, por el cual se autorizaba «la cooperación profesional entre agentes de cambio y Bolsa». El vehículo de esa cooperación eran las asociaciones profesionales, reguladas detalladamente en la Orden de 6 de mayo de 1977. La normativa era extraordinariamente estrecha, pues sólo se podían asociar agentes pertenecientes a una misma Bolsa, y en número no superior a tres en las bolsas que contasen con una plantilla superior a cincuenta agentes —en las de plantilla inferior, las asociaciones serían únicamente de dos agentes—; se precisaba autorización previa de la Junta Sindical, y las finalidades autorizadas se limitaban a «la prestación de los servicios de mediación para alcanzar una mayor eficiencia mediante la puesta en común de medios personales y materiales...».

Debieron transcurrir más de cuatro años desde el *Informe* de la Comisión para que se diera un paso adelante en este campo. En efecto, el Real Decreto 1.455/1982, de 28 de mayo, y la Orden de 31 de julio del mismo año autorizaban la creación de sociedades profesionales con el fin, decía su preámbulo, de «... potenciar la actividad profesional de los agentes mediadores en el mercado de valores...», añadiendo que «... las sociedades profesionales reguladas en el presente Real Decreto, se constituyen entre Agentes Mediadores Colegiados [agentes de cambio y Bolsa y corredores colegiados de comercio], si bien una vez superada una primera fase experimental, podrá el Gobierno acordar que las referidas sociedades no estén constituidas exclusivamente por Agentes Mediadores Colegiados».

La nueva figura constituyó, con todo, un paso tímido para los tiempos que corrían. Cierto que se

permitió la colaboración de agentes y corredores y que se amplió el número de mediadores que podrían asociarse, pero las finalidades a las que la sociedad podía dedicarse no sobrepasaban las que cada uno de esos mediadores podía llevar a cabo individualmente. Pero lo que podía haber sido el paso decisivo —la asociación con terceros no mediadores— quedó pospuesta, y además su autorización por el Ministerio competente quedaba supeditada a la curiosa figura de «Orden aprobada en Consejo de Ministros».

#### e) *Un período de cambios y crisis*

Pero mientras la reforma de nuestros mercados bursátiles discurría a ritmos tan sosegados, los cambios que se estaban registrando en los principales mercados allende nuestras fronteras se producían como auténticos vendavales, intentando anticiparse a las más recientes innovaciones y asegurarse la mayor cuota posible de negocio en un mercado que apenas respetaba ya fronteras nacionales, y que vivía inmerso en un ambiente de frenética competencia.

El 1 de mayo de 1975, la Bolsa de Nueva York había abolido el sistema de comisiones fijas, al tiempo que adoptaba medidas para fortalecer la estructura financiera de los miembros del mercado y comenzaba la instalación de nuevos mecanismos que asegurasen una contratación y liquidación más rápidas y seguras.

Era evidente que las grandes mejoras registradas en el campo de las comunicaciones permitían, a partir de esas fechas, un espectacular desarrollo en el negocio internacional de valores, y que un cierto número de bancos industriales americanos comenzaron a concentrar su atención en Londres como el mercado más natural para expandir sus actividades.

Pero en las propias Islas Británicas se estaban produciendo acontecimientos que caminaban en la misma dirección. En 1978, el Director General de la Oficina de Prácticas Comerciales, sir Gordon Borrie, tomó la decisión de llevar a la Bolsa de Londres ante el Tribunal de Prácticas Restrictivas, habida cuenta de su sistema de comisiones y de la actuación de sus miembros. Poco tiempo después, el gobierno de la señora Thatcher abolió los controles existentes sobre los movimientos de capitales, y en 1982 se permitió que personas y entidades que no fuesen miembros de la Bolsa pudiesen tener hasta el 29,9 por 100 del capital de una sociedad miembro de la Bolsa. En el mes de julio de 1983, el gobierno y la Bolsa llegaron a un acuerdo que suponía que, a cambio de retirar la denun-

cia interpuesta ante el Tribunal de Prácticas Restrictivas, la Bolsa llevaría a cabo una serie de profundas reformas. Los rasgos y fechas de las más importantes entre ellas pueden resumirse como sigue: en 1984 se da el primer paso que permitía, en este caso y en la negociación de acciones extranjeras, la actuación tanto por cuenta ajena como por cuenta propia; en mayo de 1985 el Banco de Inglaterra lleva a cabo una reforma del mercado de deuda pública y abre la lista de creadores de mercado a nuevas instituciones; en marzo de 1986 se permite tanto que la totalidad del capital de un miembro del mercado pertenezca a personas e instituciones ajenas a los tradicionales miembros como la autorización de nuevos miembros; por último, se instaura el régimen de comisiones libres y se da carta de naturaleza definitiva a lo que los ingleses llaman *dual capacity*; es decir, la actuación por cuenta propia y ajena. Así las cosas, el 27 de octubre de 1986 se produce el *Big Bang* (3).

El otro intento reformador que aquí nos interesa consignar es el francés, aun cuando sólo sea por cumplir con la liturgia de referirse obligatoriamente a las llamadas «bolsas de corte latino». Como es sabido, después de las veleidades de la primera época Mitterrand para construir una política económica autónoma, se inicia un proyecto de saneamiento y liberalización que tiende a plasmarse en medidas concretas de apoyo a la inversión y de liberalización del mercado bursátil. El resultado final es la aprobación, en enero de 1988, de una ley que introduce cambios sustanciales que van desde la transformación de la antigua figura del agente de cambio y Bolsa por sociedades de Bolsa hasta la sustitución del equivalente de nuestras juntas sindicales por los consejos de las bolsas de valores, que acogen una representación más amplia de los sectores implicados en el mercado bursátil. Programas reformadores de corte más o menos parecido vieron la luz en Europa —Italia, Suecia, Holanda— y en Japón, aun cuando en este país cabe atribuirlos menos a impulsos internos que a la presión exterior, fundamentalmente la de Estados Unidos. Hubo, no obstante, un acontecimiento que modificó la primacía de las preocupaciones que los poderes públicos y los agentes del mercado habían mantenido durante estos últimos años. Ese acontecimiento fue la crisis bursátil iniciada el 19 de octubre de 1987. El impacto de las fuertes y generalizadas caídas registradas durante la segunda quincena del mes de octubre, y las deficiencias estructurales que se pusieron de manifiesto, propició una reflexión detenida sobre los fallos de un mercado que había adquirido, al parecer injustificadamente, el marchamo de «eficiente».

Lo que esa crisis puso de manifiesto fue, en primer lugar, el alcance internacional que podían tener las perturbaciones originadas en uno de los grandes mercados bursátiles. Este hecho venía de la mano de la comprobación de que la crisis de octubre había sido precedida por movimientos especulativos en la mayoría de los grandes mercados mundiales. Esos movimientos especulativos se vieron exacerbados por actividades operativas que empujaron las cotizaciones muy por encima de sus precios de equilibrio, en lo que esta expresión valga.

La impresión que la crisis de octubre originó se revela en la cantidad de informes que vieron la luz, intentando explicarla y sugerir remedios. Como siempre sucede en estos casos, Estados Unidos fue el país que más y más serios informes produjo. Los informes americanos coincidieron en algunos puntos, pero se diferenciaron en ciertas recomendaciones importantes.

En efecto, el llamado *Informe Brady* (4) —por el nombre del presidente del grupo de trabajo nombrado por el Presidente Reagan para investigar el funcionamiento de los mecanismos del mercado— manifestó que la causa inicial de la crisis fue el comportamiento de la política de cobertura de sus carteras por parte de algunos grandes inversores institucionales —absolviendo, de paso, de toda culpa a la contratación programada— y que aquella se vio agravada tanto por los fallos originados en el sistema de «especialistas» como por la respuesta, lenta e ineficaz, de los mecanismos de compensación y liquidación. El *Informe Brady* puso especial hincapié en subrayar la unidad básica de los mercados al contado y de futuros y opciones, recomendando, primero, que una sola entidad reguladora se encargara de la supervisión de aquellas cuestiones que afectan a mercados aparentemente separados unos de los otros, amén de propiciar la implantación de mecanismos destinados a suspender temporalmente la negociación en casos de fuerte inestabilidad, y de imponer márgenes más altos para reducir la especulación y las compras apalancadas.

Ha de señalarse, sin embargo, que estas recomendaciones no fueron aceptadas generalmente. Por ejemplo, el Grupo de Trabajo sobre Mercados Financieros, en un informe provisional publicado en mayo de 1988, omitía toda referencia a la conveniencia de delegar en una sola institución facultades reguladoras generales. El hecho es tanto más trascendente cuanto que los firmantes del *Informe al Presidente* de los Estados Unidos era, nada más y nada menos, que el Subsecretario de

Finanzas del Tesoro, el Presidente de la Comisión de Futuros de Mercancías, el Presidente del Comité de Gobernadores de la Reserva Federal y el Presidente de la *Securities and Exchange Commission* (5).

Nuestras bolsas habían capeado el temporal de la mejor manera posible. El índice general de la Bolsa de Madrid descendió, entre el 16 de octubre y el 30 de noviembre de 1987, un 29,7 por 100, y las compras netas de inversores extranjeros bajaron ese año un 75 por 100 en este mercado.

La crisis se produjo en el curso de la gestación y discusión del proyecto legal que pretendía reformar completamente la regulación y funcionamiento de nuestros mercados de valores. Dicho proyecto intentaba culminar tres pasos reformadores, fraguados entre 1983 y 1985, y que, por diversas causas, habían fracasado. Por orden cronológico, fueron los siguientes: un Real Decreto que, modificando el Decreto de 15 de diciembre de 1950, que aprobó el arancel de los agentes y corredores de comercio, pretendía reducir muy sustancialmente los corretajes derivados de la actividad como fedatarios públicos, al tiempo que diversificaba los relativos a la mediación en valores, con una escala diferencial ligada a la importancia de la operación; una Orden Ministerial que, al amparo de la disposición adicional 4 del Real Decreto 1.455/1982, permitiría la participación de personas y entidades distintas de los mediadores colegiados en las sociedades profesionales constituidas por éstos; finalmente, un proyecto de ley del mercado de valores que regulaba, entre otras materias, la apelación general al ahorro del público mediante la oferta de activos financieros, las características que deberían cumplir los valores cotizados en Bolsa y las operaciones susceptibles de realizar con ellos, el establecimiento de un organismo regulador y de supervisión denominado Comisión Nacional del Mercado de Valores —sus competencias, organización y encaje en el marco de la Administración central estatal—, los principios de reorganización de las bolsas oficiales de comercio, cuyo carácter de institución pública carente de finalidad lucrativa se destacaba de entrada, al tiempo que su organización pasaba a reposar en un Consejo Rector, formado por representantes del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa, las sociedades emisoras y por personalidades de reconocido prestigio en los campos más relacionados con los mercados bursátiles; también regulaba el proyecto la nueva figura del agente de cambio y Bolsa, que únicamente mantenía la condición de fedatario público en la contratación de valores mobiliarios y activos financieros, creándose la figura de las sociedades del



mercado de valores, constituidas por agentes y cualesquiera otras personas físicas y jurídicas.

Como se ha indicado, los tres intentos reformadores fracasaron, y sólo en 1987 se reinició la tarea de asentar sobre nuevas bases los mercados bursátiles. La publicación en las páginas del *Boletín Oficial del Estado* de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, puso broche a este proceso de cambio.

Mis opiniones sobre la Ley son de sobra conocidas, y no deseo cansar al lector de este trabajo con su reiteración. Por otro lado, está todavía pendiente una parte sustancial del proceso de desarrollo reglamentario, razón por la cual parece más lógico aplazar un juicio definitivo sobre aquélla para una ocasión posterior, cerrando así esta introducción histórica y pasando a efectuar un breve examen de las cifras más significativas de la evolución del mercado durante los últimos años, al tiempo que se ponen en perspectiva con las líneas de cambio más significativas de las cuentas financieras de la nación.

### **III. LA BOLSA ESPAÑOLA Y LOS PROCESOS DE INTERMEDIACION DEL AHORRO**

#### **1. La evolución reciente del ahorro**

El ahorro, medido en proporción de la renta nacional bruta disponible, ha experimentado a lo largo de la década de los ochenta un doble fenómeno: un descenso durante el período 1980-1983, desde tasas del 21 por 100 al 18,8 por 100, seguido de otro período, que comenzó en 1984 y concluye en el bienio 1988-1989, en el cual esa participación subió hasta el 22,5. Tal evolución fue el reflejo de unos años en que la formación bruta de capital superó al ahorro en seis de los diez años de la década, siendo destacable el que tal circunstancia reapareciese en los años 1988 y 1989, tal y como refleja el gráfico 1.

Dentro de ese marco, los rasgos más sobresalientes son: la situación permanente de déficit en que han vivido las administraciones públicas y el comportamiento más complejo, y por ende más digno de análisis, de las empresas no financieras y del sector familias y empresarios individuales.

El hecho cuya importancia destaca sobre los restantes es que la suma del ahorro bruto y de las transferencias de las empresas no financieras ha sido capaz de financiar la formación bruta de capital y otras transferencias sólo durante los años 1984, 1985 y 1986. En los restantes años de la

década, las empresas han invertido más de lo que han sido capaces de ahorrar y recibir en forma de transferencias de otros sectores (véase el gráfico 2).

Esa tendencia se reafirma durante los dos últimos años de la década, pues las necesidades de financiación de las empresas no financieras, en porcentaje de su renta bruta disponible, pasan de suponer el 8,7, en 1988, a nada menos que el 30,7 en 1989.

Semejante situación resultó posible gracias al comportamiento de las familias y los empresarios individuales. En la única excepción del año 1980, las familias españolas han sido capaces de financiar las necesidades del sector de empresas no financieras. Ahora bien, en 1989, la capacidad de financiación de nuestras familias descendió hasta los 629,5 miles de millones de pesetas, precisamente cuando las empresas necesitaban unos fondos por importe de 1.383,2 miles de millones de pesetas. Por tanto, los 793,7 miles de millones de diferencia fueron cubiertos por las instituciones financieras y por el ahorro del resto del mundo (gráfico 3).

La evolución negativa del ahorro de las familias españolas es más preocupante si se observa que en 1980 su ahorro suponía el 25,3 por 100 de la renta disponible del país, mientras que en 1989 ascendía tan sólo al 15,7 por 100.

Establecido este marco de referencia, estamos en situación de entrar en el campo, más acotado, de la contribución del mercado bursátil al proceso de intermediación del ahorro en nuestro país.

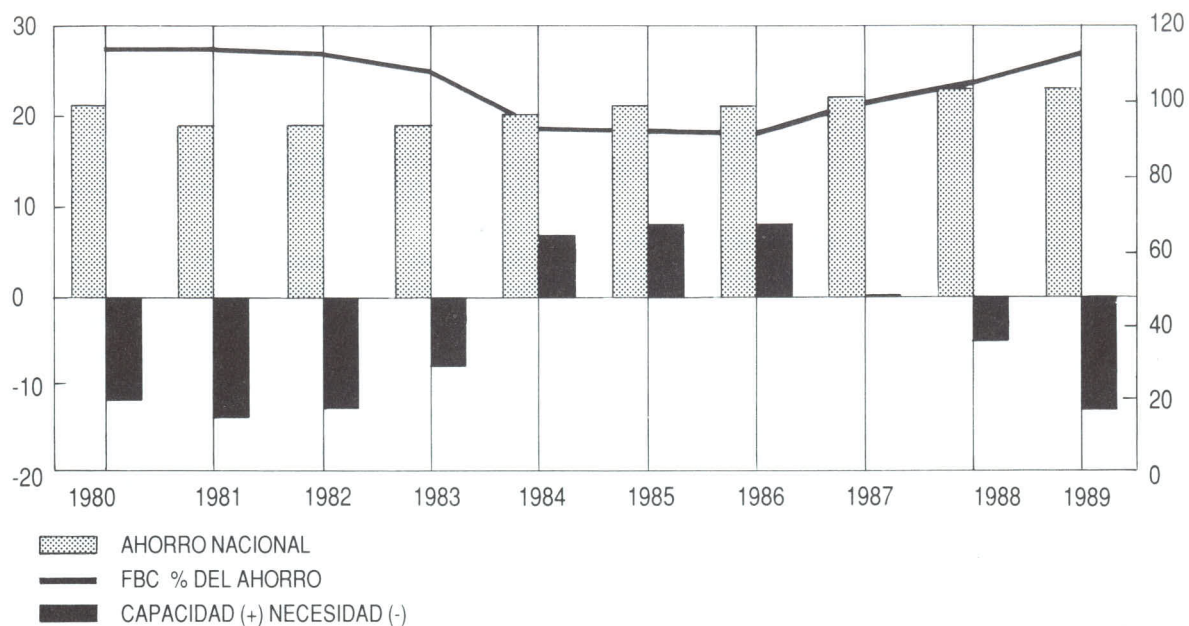
#### **2. La Bolsa y la intermediación del ahorro**

Como ya se ha intentado destacar antes, España inició, a mediados de la década de los setenta, un rápido proceso de modernización, liberalización y desintermediación financieras. Ese proceso tuvo varios motores: la necesidad de financiar déficit presupuestarios cuantiosos y constantes, el mantenimiento de una política monetaria restrictiva y el desmantelamiento de un sistema financiero intervencionista, y todo ello dentro de un contexto económico general dominado por expectativas inflacionistas muy acusadas.

Así se explica, en parte, que, a pesar de que España no ha estado ajena al proceso —experimentado en la inmensa mayoría de los países de la OCDE— de crecimiento de los activos y mercados financieros más rápido que el de los activos reales, dicho fenómeno no haya alcanzado aquí la intensidad que se observa en otros países europeos. Se comprueba que, frente a valores situa-

Gráfico 1

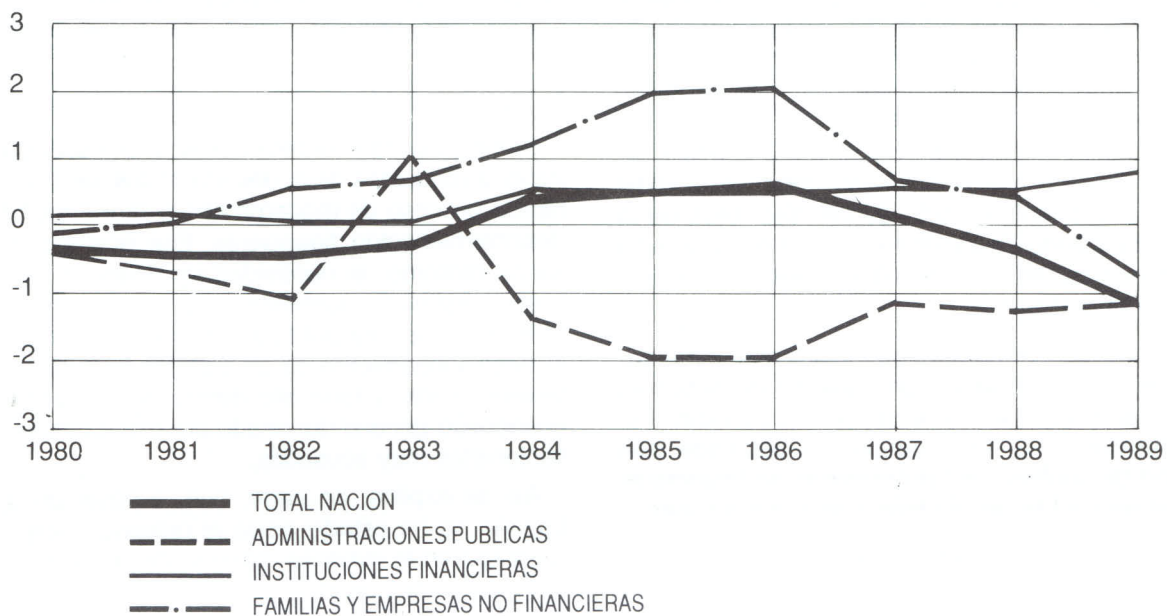
**AHORRO NACIONAL**



Fuente: Banco de España

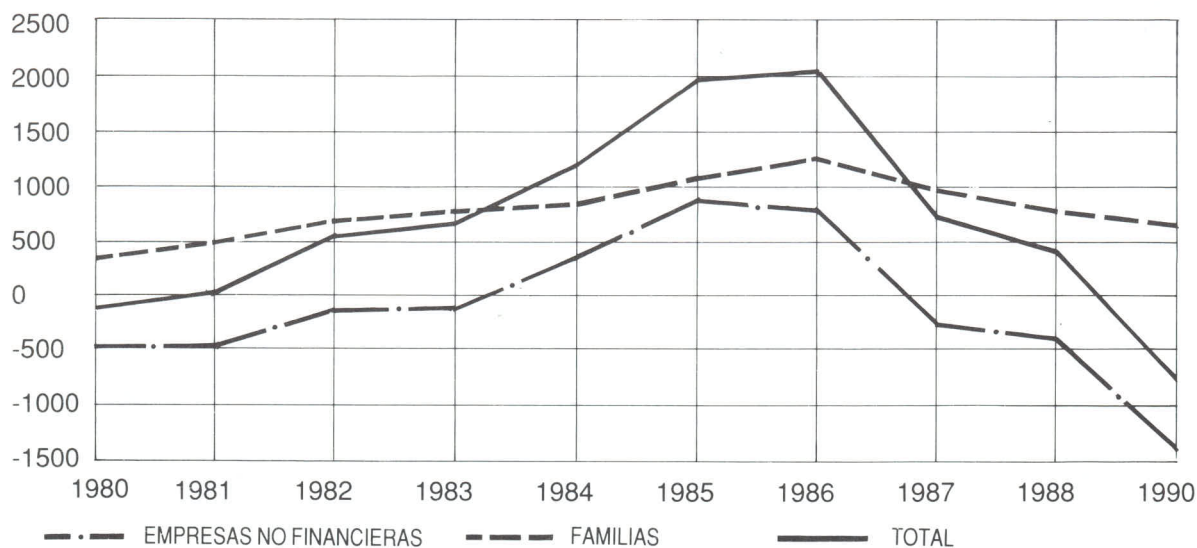
Gráfico 2

**CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACION  
(Billones de pesetas)**



Fuente: Banco de España

Gráfico 3

**CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACION**  
 (Miles de millones de pesetas)


Fuente: Banco de España

dos ente el 400 y 500 por 100 en la relación entre activos financieros domésticos y PIB para países como Estados Unidos, Alemania, Francia, Canadá o Italia, en España esta relación se sitúa, en promedio, en porcentajes en torno al 390. Aun con el riesgo que este tipo de comparaciones comporta, parece razonable afirmar que, en general, nuestros mercados financieros no han alcanzado la profundidad característica de las economías occidentales más desarrolladas (6).

Que nuestros mercados de capitales no estaban tan avanzados como los de otros países socios de la OCDE, o de la CEE, nadie lo ha puesto en duda. Basta para ello observar, por ejemplo, que las emisiones netas de títulos del mercado monetario, más las de obligaciones privadas y de acciones han representado, durante el cuatrienio 1986-1989, aproximadamente el 23 por 100 de la financiación concedida a través de las instituciones crediticias por medio de créditos. Tal porcentaje es inferior al de casi todos los grandes países de la OCDE.

Podrá argüirse que esas cifras reflejan la tradicional situación de predominio del sistema bancario español; pero no sólo eso. Las *Cuentas financieras de la economía españolas*, publicadas por el Banco de España, muestran cómo, a pesar del acelerado proceso de desintermediación registrado en nuestro país desde finales de la década de los ochenta, la parte de la inversión bruta fija financiada por emisiones domésticas de acciones y de

obligaciones privadas ha oscilado entre un promedio del 13,4 por 100, en el cuatrienio 1980-1983, y el 15,3 por 100 del bienio 1988-1989, habiendo alcanzado un nivel máximo del 20,5 por 100 entre 1984 y 1987.

La conclusión provisional que podrá sacar un lector atento es que, a pesar del rápido avance conseguido durante los últimos años, nuestros mercados de capitales en general, y el bursátil en particular, siguen siendo unos mercados poco profundos, excesivamente volátiles y que todavía cuentan con pocos instrumentos, y viven en un marco fiscal muy poco benévolo con la inversión en valores mobiliarios. Sobre estas cuestiones, volveremos después.

En cierto modo, éstos podrían considerarse problemas propios de un mercado que durante los últimos años ha experimentado un notable crecimiento. Hoy en día, el mercado bursátil español se halla entre los doce más importantes del mundo por volumen de capitalización, y es el sexto —prácticamente igualado con Holanda— de la Comunidad. Un dato significativo es que la capitalización bursátil, en porcentaje del PIB, ha pasado de ser el 9 por 100, en 1979, al 28 por 100 a finales de 1989 (véase cuadro núm. 1). Hoy en día, el mercado español de acciones supone, aproximadamente, el 1 por 100 del mercado mundial, y ha sido en la década de los ochenta el cuarto mejor mercado por rentabilidad en moneda local: 27,3 por 100 de

promedio, frente al 35 por 100 de Suecia, el 28,6 por 100 de Italia y el 27,6 por 100 de Bélgica.

El estudio sobre nuestros mercados bursátiles requiere la referencia a la evolución de sus cifras básicas a lo largo de un período de tiempo tan extenso como las fuentes estadísticas lo permitan, y ésta es la tarea que se emprende a continuación.

El mercado primario de renta fija privada no ha tenido nunca una vida exuberante, sin duda alguna debido tanto a la desfavorable reglamentación financiera, que inmovilizaba en los balances de las instituciones crediticias (especialmente cajas de ahorros) ingentes cantidades de títulos emitidos en condiciones privilegiadas, como por la ausencia de un adecuado marco fiscal.

Como puede verse en el cuadro núm. 2, se aprecian tres etapas bien diferenciadas en su evolución: durante la primera (1973-1978), el promedio anual de emisiones netas es de unos 144.000 millones de pesetas, siendo las empresas no financieras las responsables del grueso de esa apelación al ahorro; de 1980 a 1986, se perfila una segunda etapa, caracterizada por un notable incremento de las emisiones —la media anual del período pasa a ser de 416.000 millones de pesetas— y las instituciones financieras recogen el testigo de las empresas como propulsoras del mercado primario; la tercera etapa abarcaría de 1987 a la actualidad, y serían los organismos internacionales —únicos emisores extranjeros autorizados a recurrir al mercado nacional— quienes habrían sostenido el flujo de emisiones netas.

El hecho capital ocurrido al mercado de renta fija nacional ha sido la aparición de las administraciones públicas —y, más concretamente, del Tesoro— en este mercado. El cuadro núm. 3 nos muestra cómo después de unos años de recurso muy moderado al ahorro público (1977 a 1980), en los cuales la apelación del sector público a los mercados apenas supuso el 30 por 100 de la apelación del sector privado, se observa una corta etapa de transición —dos años— que da paso a ocho períodos anuales de fortísimo recurso a los mercados domésticos, con una media anual de emisiones netas de 1.915.000 millones de pesetas; es decir, tres veces más que la apelación hecha por el sector privado en el período 1980-1986. Sobre las consecuencias de esta «expulsión» del sector privado de los mercados se ha escrito tanto que no merece la pena repetir aquí argumentos de sobra conocidos; acaso insistir tan sólo en que los mercados secundarios organizados en torno a la deuda pública son mercados extrabursátiles.

Las emisiones de renta variable, por su parte,

han crecido espectacularmente a lo largo del período 1972-1989, nada menos que a un ritmo anual del 61,5 por 100, siendo las empresas no financieras las responsables de dicha evolución (cuadro número 4).

Los cuadros adjuntos hacen referencia al comportamiento de nuestros mercados bursátiles como mercados secundarios. Si fijamos nuestra atención en el cuadro núm. 5, que recoge las cantidades negociadas en Bolsa, advertiremos cómo, después de una primera etapa de crecimiento relativamente alto —entre 1971 y 1982 el ritmo anual de expansión fue del 31 por 100—, los años que transcurren entre 1983 y 1987 son testigos de un crecimiento vertiginoso: un 94 por 100 de promedio anual en pesetas efectivas y un 57 por 100 en pesetas nominales. Por clase de valores, son los fondos públicos y las acciones los valores responsables de este espectacular incremento, mientras que los títulos de renta fija privada siguen un comportamiento mucho más moderado.

Los fenómenos que se acaban de describir van de la mano con un cambio notable en la importancia relativa de los cuatro centros de contratación que constituyen el mercado bursátil español. En efecto, durante la mayor parte de la década de los años setenta, Madrid supone, aproximadamente, el 62 por 100 de la contratación bursátil; Barcelona, el 20; Bilbao, el 15, y Valencia, el 3. Los porcentajes se van modificando ligeramente en favor de Madrid a lo largo de los años siguientes, pero los cambios no son drásticos. Es a partir de 1985 cuando se manifiesta una tendencia irresistible a favor de la concentración de la negociación en la Bolsa de Madrid. Esa atracción en favor del mercado madrileño se hace a costa de las restantes bolsas, pero, a juzgar por los datos del cuadro núm. 6, es la Bolsa de Bilbao quien pierde más negocio a favor de Madrid, ya que en ese año Madrid realiza el 78 por 100 de la contratación bursátil total; Barcelona, el 13 por 100; Bilbao ha bajado al 5 por 100, y Valencia tiene un 4 por 100. Los porcentajes se mantienen sin apenas cambio durante el trienio 1986-1988, pero los datos referentes a 1989, año en que se inició el mercado continuo, muestran que Madrid ha incrementado su porcentaje al 80 por 100, a costa de Barcelona, que desciende al 11 por 100, mientras que Bilbao recupera dos puntos porcentuales, que son los que pierde Valencia.

### **3. Unas consideraciones técnicas sobre la Bolsa española**

En estos tiempos que corren, después que el índice general de la Bolsa de Madrid descendiera

Gráfico 4

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
**Desviación estándar mensual**  
**( Enero 1986 - Diciembre 1990 )**

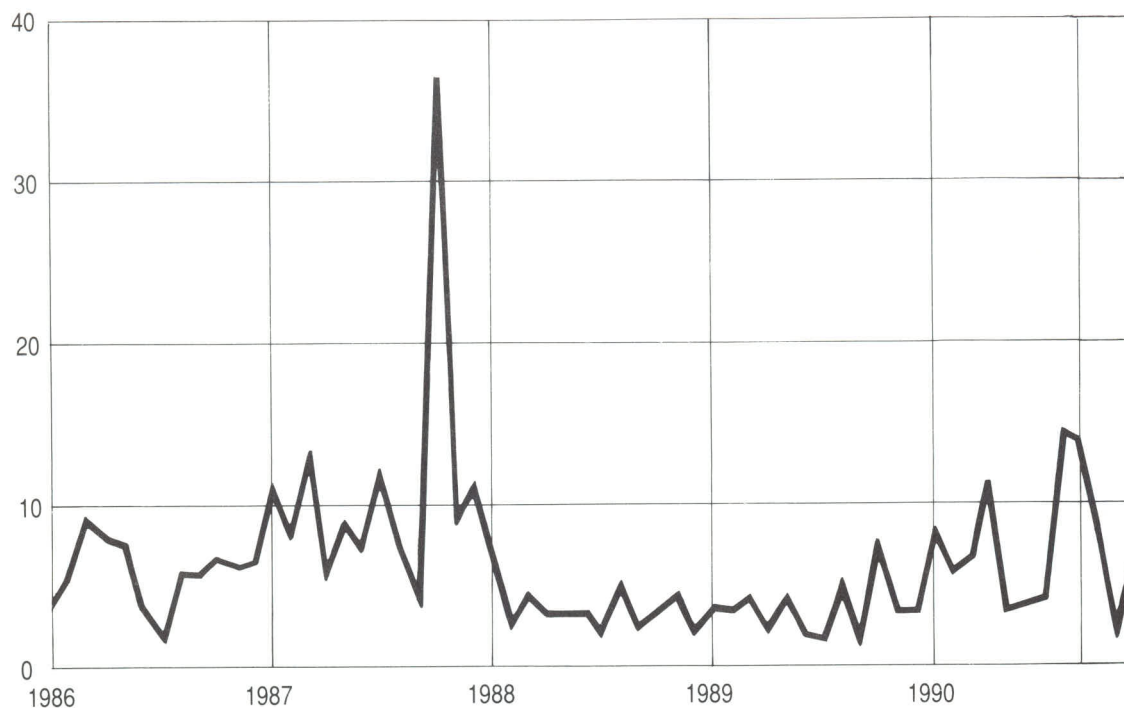


Gráfico 5

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
**Desviación estándar mensual**  
**( Enero - Diciembre 1985 )**

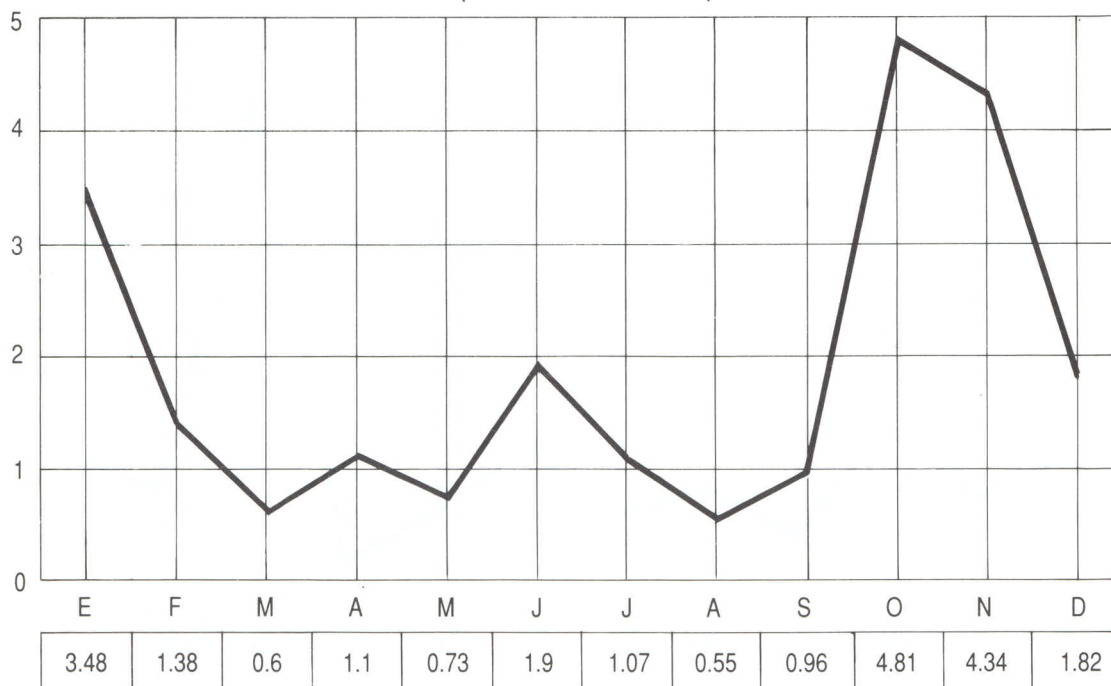


Gráfico 6

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
Desviación estándar mensual  
(Enero - Diciembre 1986)

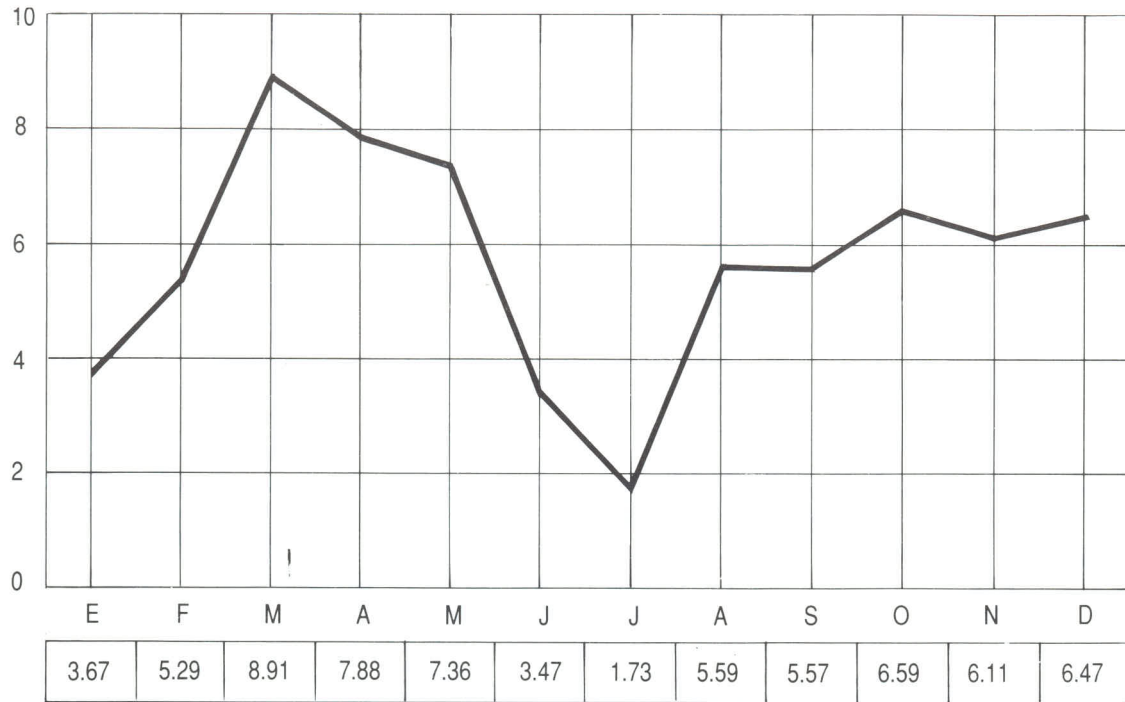


Gráfico 7

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
Desviación estándar mensual  
(Enero - Diciembre 1987)

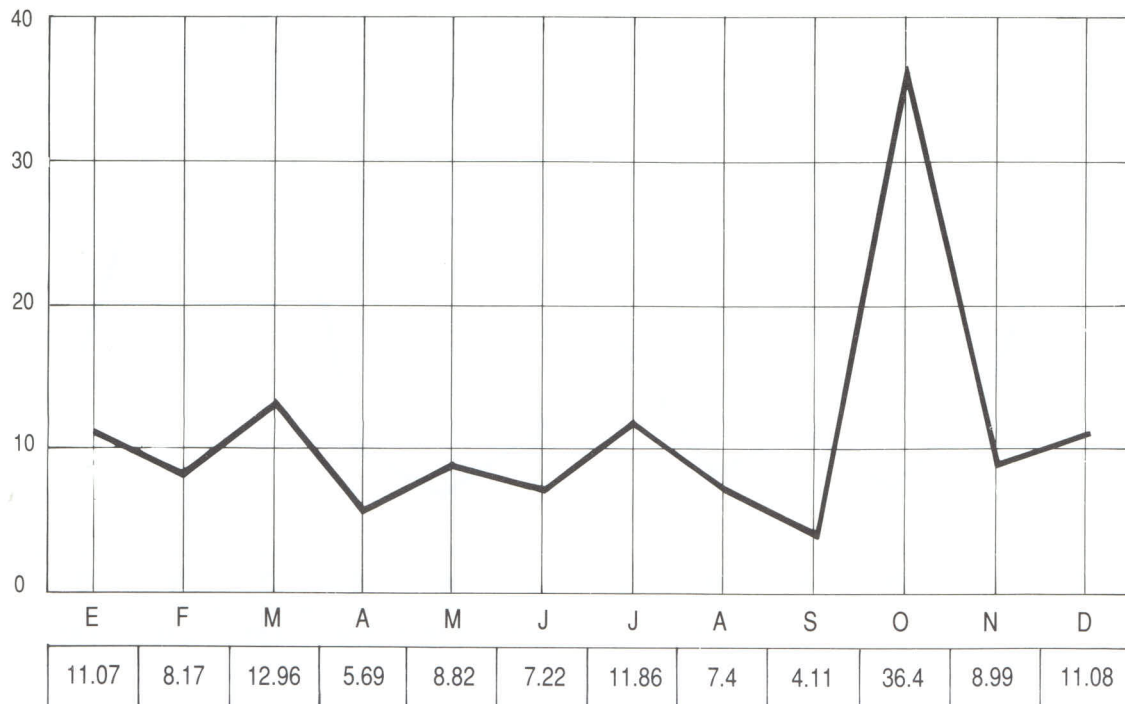


Gráfico 8

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
**Desviación estándar mensual**  
**(Enero - Diciembre 1988)**

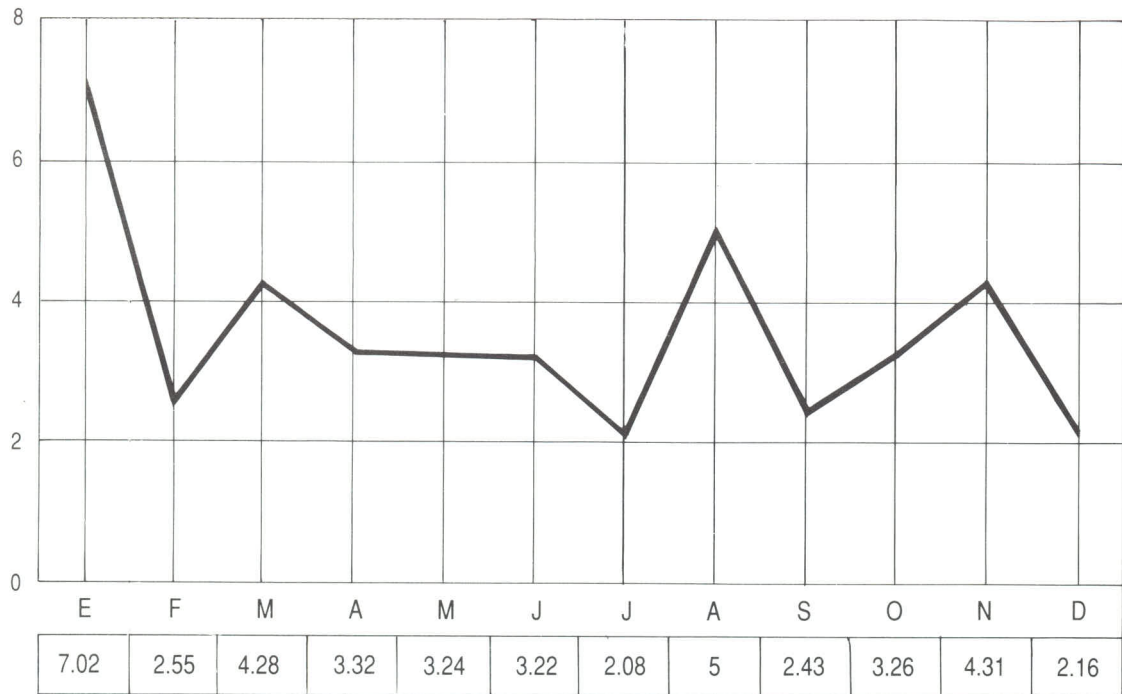


Gráfico 9

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
**Desviación estándar mensual**  
**(Enero - Diciembre 1989)**

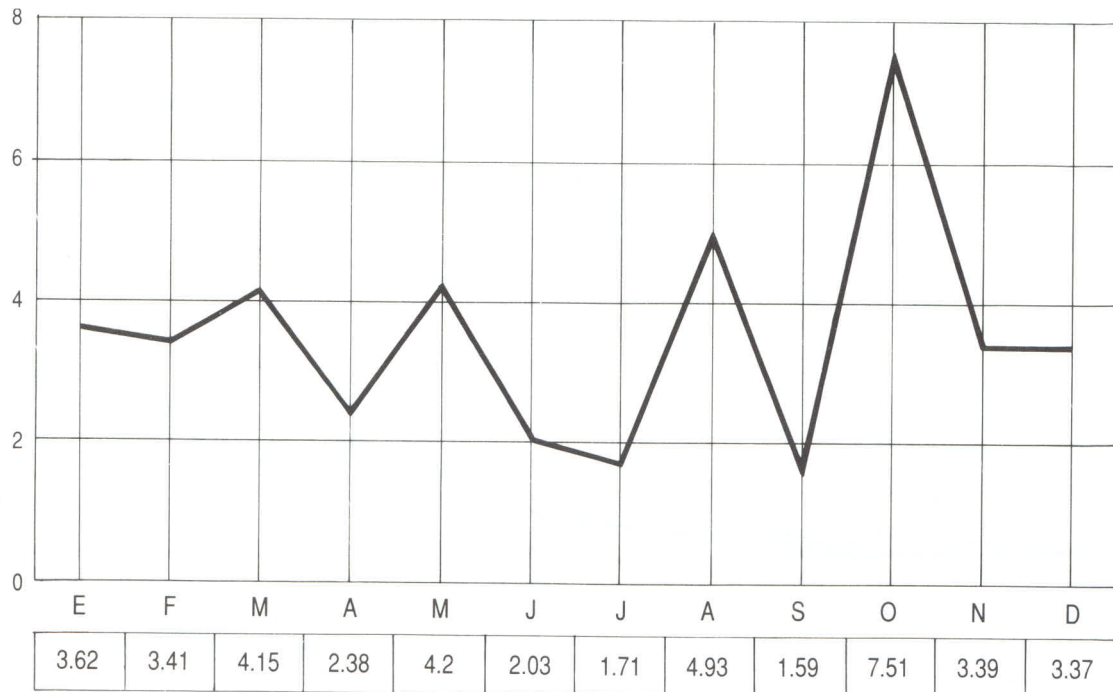


Gráfico 10

**INDICE GENERAL BOLSA MADRID**  
Desviación estándar mensual (Enero - Diciembre 1990)

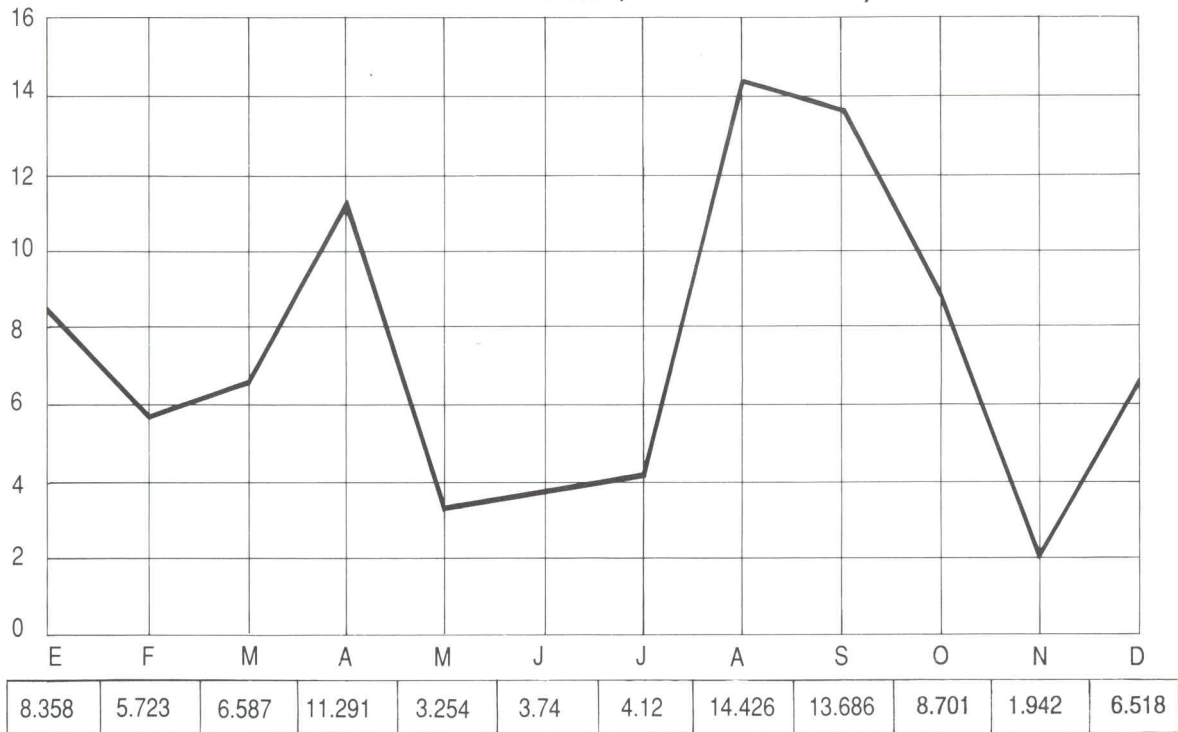
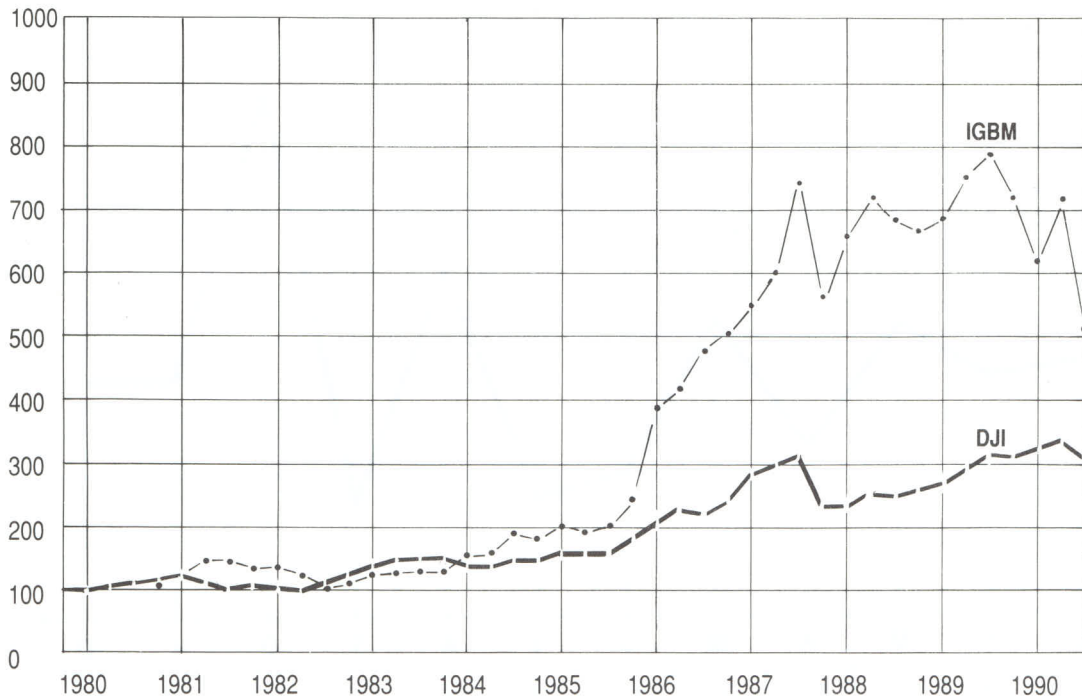


Gráfico 11

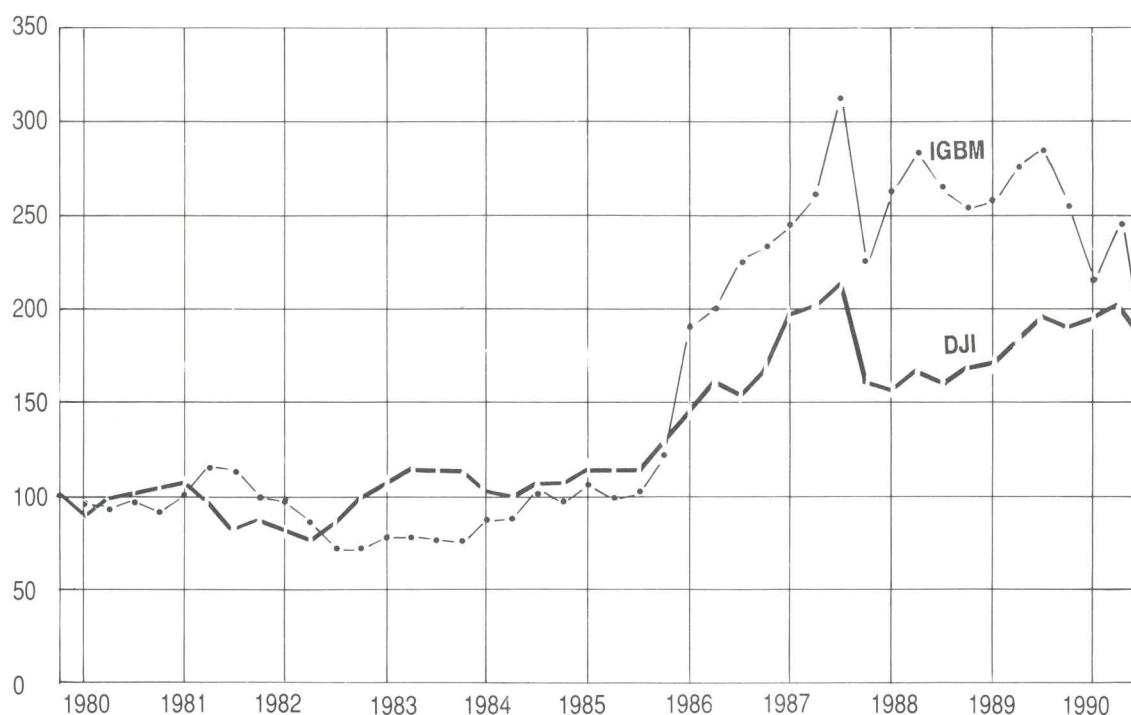
**EVOLUCION TRIMESTRAL INDICIADA**  
1980 - Septiembre 1990 (1980 = 100)



Indice General Bolsa de Madrid vs Dow Jones I



### EVOLUCION TRIMESTRAL INDICIADA Ajuste por inflación (base 1980)



Índice General Bolsa de Madrid vs Dow Jones I (1980 = 100)

un 29 por 100 entre primeros de agosto y finales de septiembre del año 1990, los ojos de las autoridades, de los analistas y del público en general han vuelto a fijarse en lo que se califica de excesiva volatilidad de nuestros mercados.

Cierto es que no puede negarse ese fenómeno. El gráfico 4 recoge uno de los procedimientos más sencillos y frecuentemente utilizados para aproximar el escurridizo concepto de «volatilidad». Se trata de la desviación *standard* mensual del índice general de la Bolsa de Madrid desde octubre de 1985 a diciembre de 1990. Los índices de esos años, con la desviación estándar mensual correspondiente, se reproducen en los gráficos 5 a 10.

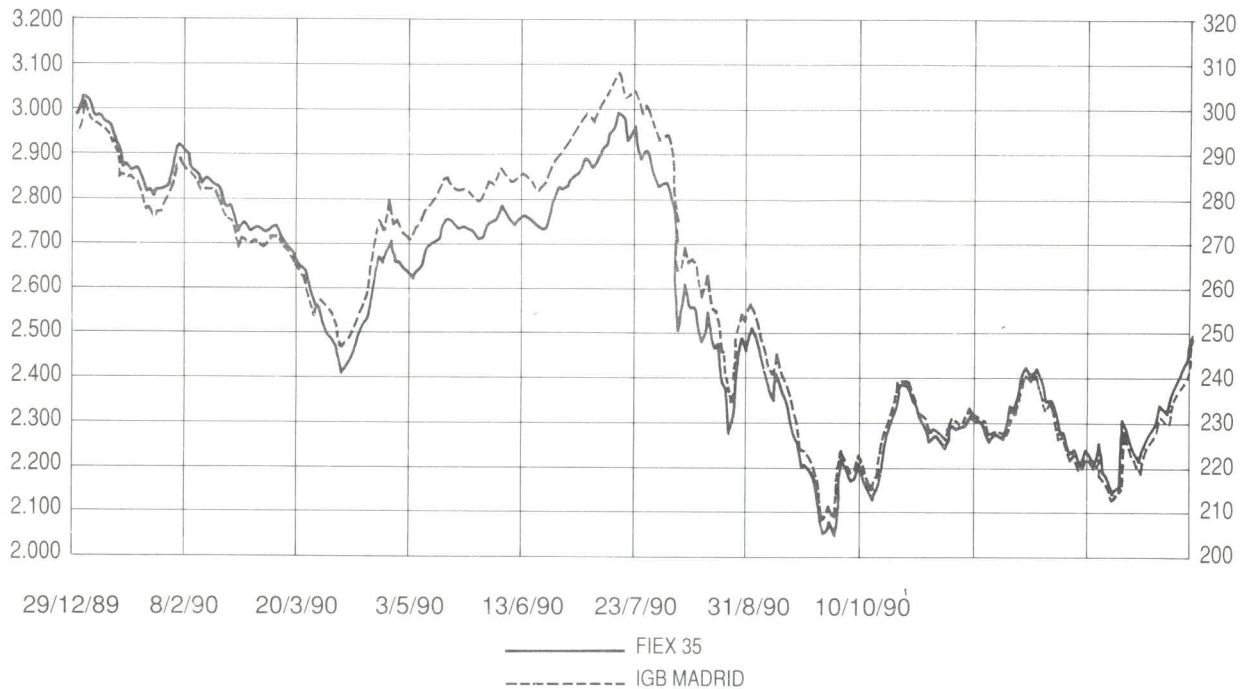
De su observación se desprenden varias conclusiones: a) durante los períodos de crisis aguda (octubre de 1987 y agosto-septiembre de 1990) la principal Bolsa española reacciona con una gran sensibilidad; en el primero de los dos períodos señalados, la desviación estándar del mes de octubre fue del 36,4 y en agosto del 14,4; pero incluso en circunstancias normales nuestra Bolsa registra variaciones superiores a las de otros mercados; así, la desviación estándar media del período 1985-diciembre 1990 fue, en nuestro caso, del 5,55, mien-

tras que en la Bolsa de Nueva York apenas alcanzó el 4.

Parece evidente que tanta atención a la volatilidad implica un juicio *a priori*, a saber: que la volatilidad del mercado es intrínsecamente mala. Este es un problema que, creo yo, debería dilucidarse en un plano técnico, y no resolverse como una cuestión ética. En todo caso, resulta cierto que determinadas características de nuestro mercado pueden explicar, parcialmente al menos, esa excesiva volatilidad.

Al hacer esta afirmación, estoy pensando no sólo en las perspectivas económicas generales, sino en factores más concretos: importancia relativa y papel dirigente de la inversión extranjera (véase, a este propósito, el «paralelismo» de los índices Dow Jones de la Bolsa de Nueva York y el general de la de Madrid, reflejado en los gráficos 11 y 12); ausencia de inversores institucionales interesados en tomar posiciones a medio y largo plazo, junto con las barreras existentes para que algunos miembros del mercado actúen como cuidadores o creadores de mercado de los valores más importantes, y por último, la falta de instrumentos de

**EVOLUCION DEL INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID  
según el índice "FIEX 3000"  
(del 29/12/89 al 19/11/90)**



cobertura tales como el crédito al mercado o las opciones.

El cuadro núm. 7 muestra los principales mercados bursátiles y los tipos de contratos más importantes en ellos celebrados, al tiempo que el gráfico 13 muestra la fiabilidad del índice «Fiex 3.000», recientemente desarrollado por OM Ibérica, para seguir la evolución del índice general de acciones de la Bolsa de Madrid.

Ahora bien, sean cuales sean las causas, hay un hecho indiscutible: entre 1980 y 1989 la prima de riesgo media exigida por los inversores para adquirir acciones en lugar de deuda pública ha sido en España, y por término medio, de más de dieciséis puntos, frente a una media mundial de nueve puntos.

#### **IV. LA MODERNIZACIÓN DE LA BOLSA ESPAÑOLA: TAREAS PENDIENTES**

##### **1. Las presiones y los retos del mercado único**

Como antes se apuntó, la paulatina desaparición de las restricciones a los movimientos de capitales en los principales países occidentales originó una creciente movilidad de recursos entre los grandes mercados bursátiles.

Ello trajo como consecuencia una desregulación forzosa de esos mismos sistemas financieros y su apertura a la competencia internacional, facilitada por la aplicación masiva, y a un coste muy elevado para sus propietarios, de la nueva tecnología precisa para actuar simultáneamente y con unas garantías mínimas en esos mercados.

Es cierto que las crisis y la propia competencia forzaron una actitud más cauta respecto a las expectativas de quienes veían ya, a la vuelta de la esquina, la implantación indiscutida de un «mercado global». Una reflexión más serena ha encauzado dichos sueños y ha confirmado, por el momento, la vigencia de los mercados locales.

Dentro de ese marco, los mercados europeos de valores viven una situación peculiar, puesto que la implantación de un mercado integrado de valores —que eso significa el mercado único—, a partir de enero de 1993, fuerza a las propias bolsas y a las entidades que se dedican, de una u otra forma, al negocio de valores a ponderar cuidadosamente las repercusiones que ese mercado integrado tendrá sobre ellas.

Aun cuando se está discutiendo todavía la correspondiente directiva, parece muy probable que, a partir de esa fecha, una empresa de inversión —por utilizar la terminología legal de las directivas

comunitarias— que desee ejercer las actividades típicas de este campo en otro u otros países miembros de la Comunidad pedirá la autorización de la autoridad supervisora de su propio país. Una vez concedida ésta, podrá establecerse mediante una sucursal o prestar los servicios que desee en el país elegido, sin que las autoridades de este último puedan exigir para ello la concesión de su autorización, la aportación de un capital determinado o cualquier otro requisito similar. Es más, las autoridades del país de «acogida» están obligadas a garantizar que las empresas de inversión de los restantes países comunitarios no sufren discriminación alguna en la prestación de «servicios de corretaje, intermediación o creación de mercados...» respecto a las empresas del país de residencia. Incluso se obliga a las autoridades del país receptor a asegurar que las empresas de inversión de los restantes países comunitarios pueden convertirse en miembros de las bolsas y mercados organizados —incluidos los de futuros y opciones— mediante el establecimiento de una sucursal o de una filial, o gracias a la adquisición de una empresa ya existente.

¿Qué significa esto en el caso de nuestro mercado? Es claro que una parte de nuestras actuales sociedades y agencias de valores pasarán a ser entidades de propiedad extranjera, pero la pregunta que cabe hacerse es si su número será muy crecido, teniendo en cuenta que las empresas de inversión —como es casi seguro que afirmen los textos legales comunitarios— podrán desarrollar su actividad ya por medio de sucursales propias, ya a través de fórmulas de prestación de servicios que requieran una inversión mínima. Hoy en día, existen ocho sociedades y agencias de valores con participación de socios miembros de la CEE, y once de países que no son miembros de la Comunidad. En resumen, un 15 por 100 del total de las sociedades y agencias de valores autorizadas por la Comisión Nacional a 8 de febrero de 1991.

Es indudable que estas entidades serán un vehículo muy adecuado para canalizar inversiones extranjeras hacia nuestro país, pero no podemos olvidar que también podrán dirigir inversión española hacia los mercados extranjeros.

Pero, en todo caso, este aspecto es sólo una de las facetas componentes del interrogante más importante, que es cuál será el papel del mercado bursátil español en el contexto de los mercados europeos, e incluso de los mercados mundiales.

En el cuadro núm. 8 puede observarse cuál era la importancia de la inversión extranjera en nuestras bolsas, importancia que, aun en descenso en

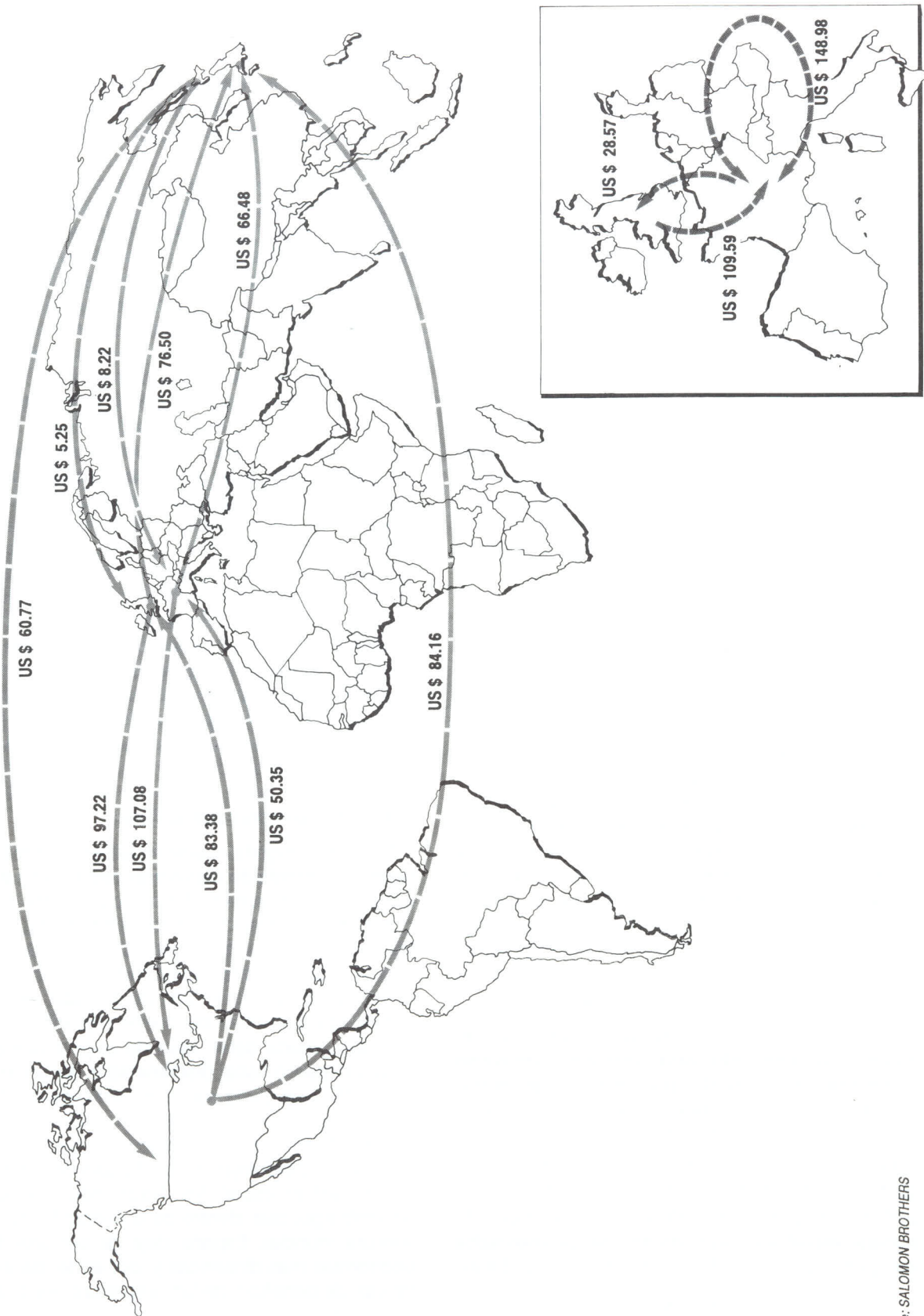
los dos últimos años, ha llegado a suponer en 1987 casi el 25 por 100 del volumen contratado en nuestros mercados. A ello cabe añadir que las cifras mencionadas no reflejan fielmente la importancia de la inversión extranjera en Bolsa, pues ésta no se limita a asegurar entre una cuarta y una quinta parte de los flujos de inversión que llegan a nuestros mercados secundarios de renta variable, sino que puede decirse, mal que nos pese, que en muchos momentos la inversión foránea toma en sus manos el papel conductor del mercado, o descubre y pone de moda empresas o sectores que los inversores nacionales habían ignorado hasta entonces. La otra cara de la moneda es la importancia y futuro de la inversión española en el exterior. El cuadro número 9 refleja la modestia de sus cifras, fácilmente comprensible cuando se piensa en las fuertes restricciones legales que se han aplicado a la compra de valores extranjeros por residentes españoles. En la actualidad, esas restricciones se han eliminado en una parte muy sustancial (el cuadro núm. 10 resume las restricciones actualmente vigentes), pero todavía constituyen un factor disuasorio de una cierta importancia, al que cabe añadir la fiscalidad a que se ve sometida la inversión de no residentes en deuda pública (cuadro núm. 11). De acuerdo con algunas declaraciones oficiales, parece que la intención es adelantar al verano de 1991 la libertad total de movimientos de capitales que España se había comprometido a realizar a finales de 1992. Ello provocará, sin duda, fuertes salidas de ahorro interno para invertir en valores extranjeros, tanto por parte de inversores institucionales como de inversores particulares.

La gran incógnita reside en saber si podrá mantenerse el interés de los valores españoles para los inversores extranjeros. En principio, ésta es una cuestión que depende, fundamentalmente, de cuáles sean las perspectivas generales de nuestra economía y de la política económica aplicada por las autoridades. No cabe duda de que una economía estancada, con tipos de interés elevados y volátiles, una peseta débil, tasa de ahorro doméstico baja, un marco fiscal discriminador del ahorro y la inversión, y un clima social en permanente discordia son factores que contribuyen a debilitar nuestro sistema financiero y la confianza de los inversores, nacionales y extranjeros, en el papel de los mercados bursátiles españoles. Nada induce a pensar, sin embargo, que, dentro de la evolución de la coyuntura mundial, España deje de ser una de las economías más dinámicas y, por ende, las expectativas de beneficio de las empresas que trabajen en España seguirán siendo más que aceptables.

La inclusión de la peseta en el mecanismo de

Gráfico 14

FLUJOS INTERNACIONALES DE ACCIONES EN TERMINOS BRUTOS, DURANTE EL AÑO 1989. (M. M. USA)



Fuente: SALOMON BROTHERS

cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) constituye ya, y constituirá en el futuro, un elemento adicional de atracción para la inversión extranjera, y de manera muy especial para la de carácter institucional. En efecto, el hecho de que nuestra moneda sea una de las incluidas en el SME supone su mayor estabilidad, con la consiguiente reducción de incertidumbres en las fluctuaciones del tipo de cambio, al tiempo que es un mecanismo de conexión entre nuestros tipos de interés y los de los restantes países miembros de aquél. Esto supondrá una relación más estrecha de nuestros mercados de renta fija —especialmente el de deuda pública— y renta variable con los restantes once mercados comunitarios y, cabe esperar, un aliciente para asegurar flujos netos crecientes de inversión extranjera en nuestros mercados bursátiles y extra-bursátiles.

Asegurar el interés de la inversión extranjera por nuestras bolsas no sólo depende del contexto económico, ya sea éste el general de la Comunidad o el específico de España, sino que está íntimamente relacionado con la capacidad de nuestros mercados para asegurar su liquidez en unas condiciones competitivas. Ello será tanto más cierto cuanto más rápidamente se plasmen los proyectos de un mercado único que ahora comienzan a gestarse.

Para empezar, la idea de un mercado único europeo, por muy visionaria que parezca en la actualidad, se sustenta en unas bases que no conviene perder de vista. No podemos olvidar que el PIB europeo es prácticamente igual que el de Estados Unidos, y supera en casi dos tercios al de Japón; por otra parte, la capitalización bursátil de los valores nacionales cotizados en las bolsas europeas es, hoy en día, aproximadamente, el 60 por 100 de la capitalización de la Bolsa de Nueva York o la de Tokio.

La gran ventaja de un único mercado bursátil europeo es, indudablemente, la enorme liquidez que originaría. Es ésa una ventaja no sólo para los grandes emisores, sino que también los inversores agradecerían, por cuanto haría mucho más fáciles sus propósitos de comprar y vender en cualquier momento, al tiempo que los intermediarios conseguirían atraer más negocio hacia un mercado más líquido. La perspectiva de un mercado bursátil único parece tanto más factible en nuestro continente si tenemos en cuenta que, a finales de 1989, entre un 15 y un 20 por 100 de la negociación total de los mercados europeos correspondía a acciones de sociedades foráneas al país del mercado en que se cotizaban, y que Europa es, por así decirlo, en la actualidad el más internacional de los tres

grandes mercados mundiales de valores (véanse el cuadro núm. 12 y el gráfico 14).

Ahora bien, si la idea no es discutida por nadie, lo que sí ha dado ya origen a una feroz polémica es qué forma debería adoptar ese mercado integrado.

Básicamente existen, por el momento, dos esquemas de mercado bursátil único que parten de dos concepciones diferentes, y que se apoyan, como es natural, en la defensa de estructuras y de intereses bastante alejados los unos de los otros. El primero de ellos, apoyado por la Bolsa de París, propone la existencia de una lista de acciones (la «eurolista») compuesta por las sociedades más importantes de los doce países comunitarios. La cotización, negociación, compensación y liquidación se haría a través de las bolsas nacionales ahora existentes y de acuerdo con sus respectivas normas. La idea tiene, en principio, la indiscutible ventaja de favorecer los intereses de las bolsas locales y de sus mediadores, y de permitir al inversor actuar en un contexto que le es familiar. Por el contrario, la propuesta apoyada por Londres constituye una generalización del sistema SIAQI —se trata del mercado de acciones no-británicas dirigido por la Bolsa de Londres, que en sus cinco años de existencia dobla ya el volumen de contratación de los valores domésticos cotizados en la misma Bolsa—, y supondría el funcionamiento de un mercado electrónico apoyado en la actuación sin fronteras de grandes intermediarios especializados.

Como puede fácilmente comprenderse, ambos sistemas presentan ventajas e inconvenientes. La propuesta de la eurolista parece ser más respetuosa con los mercados existentes y podrá permitir a los más pequeños, o menos desarrollados, técnicamente una existencia más fácil; además, es más afín a las prácticas de los pequeños inversores. Pero es posible que tras esa apariencia se esconda la posibilidad de una competencia feroz, como consecuencia de la cual los valores punteros de los mercados más débiles emigrarán a negociarse en aquellos mercados más líquidos, más tecnificados y con plazos de liquidación más cortos; en una palabra, más baratos (7). El sistema por el que aboga la Bolsa de Londres, que recuerda, de una u otra forma, a los euromercados para instrumentos de renta fija, plantea de cara la competencia entre unos intermediarios fuertemente capitalizados, y se adecua a las exigencias de los grandes inversores institucionales, dejando, quizá, a los mercados locales menos competitivos relegados a la consideración de «segundos mercados». Podría suceder, además, que, de triunfar el modelo

alternativo, se perpetuara la fragmentación de mercados hoy en día existentes, y que la ausencia de un mercado integrado restara liquidez al mercado único europeo, haciéndole perder las ventajas que su posición como mercado central, en términos horarios, le depara frente a Tokio y Nueva York.

Simultáneamente, las bolsas miembros de la Federación Europea de los países comunitarios están preparando lo que se conoce con el nombre de «Proyecto PIPE» (proyecto de información y precios para Europa). Se trata de construir y comercializar un sistema que difunda, en tiempo prácticamente real, las cotizaciones, en la moneda de cada país y en ECU, de 250 a 300 sociedades de dichos países, así como la información respecto a éstas que pudiera resultar de interés. En principio, el proyecto se haría realidad en una fecha no especificada del año 1991, y su coste aproximado se estima, en estos momentos, en torno a los 12 millones de ECU. Lo que sucede es que, al parecer, no existe un respaldo unánime al proyecto, puesto que, a primeros de octubre de 1990, la Bolsa de Londres anunció el lanzamiento, para el día 29 de octubre de 1990, de un índice de acciones en tiempo real llamado *FT-SE Eurotrack 100*, que cubriría los valores de las cien sociedades europeas más importantes. El índice se basaría en las cotizaciones de sociedades no-británicas incluidas en el SEAQI, facilitadas de forma continua, actualizadas cada minuto, entre las 9:45 y las 15:30, y funcionando más allá de los límites horarios de otras bolsas nacionales europeas. Pocos meses después entraría en funcionamiento un índice similar para acciones de sociedades británicas. Según las informaciones disponibles, el temor a retrasos excesivos en la elaboración del proyecto PIPE y la posibilidad de que aparezca otro índice han sido las razones que han llevado a los responsables de la Bolsa londinense a forzar la aparición de su índice, rompiendo la aparente unanimidad reinante en la Federación de Bolsas Europeas. Esos temores son bien fundados. El Mercado Europeo de Opciones, con sede en Amsterdam, ha lanzado ya un índice de esta clase y se apresta a preparar otro índice de productos derivados basado en el MATIF francés.

Cuál será la recepción que los diversos mercados europeos y los responsables de sus centros de contratación den a estas iniciativas es difícil de predecir. Una cosa es cierta: los proyectos oficiales parten con desventaja, y deberían apresurarse a ofrecer productos de esta clase eficientes y baratos. No podemos olvidar la existencia de un proyecto, apadrinado por el Banco de Crédito Suizo y otros cinco grandes bancos europeos, para coti-

zar en un mercado extrabursátil las acciones de NESTLÉ, difundiendo por Reuter la información sobre precios y encargándose EUROCLEAR de compensar y liquidar las operaciones en un plazo de cinco días. El proyecto, cuya liquidez se refuerza con la integración en EUROCLEAR de los ADR (*American Depositary Receipts*), de tal forma que resulta posible convertir acciones en ADR, y viceversa, en un plazo de 36 horas, se verá acompañado en un futuro próximo por el establecimiento de mercados similares para otras 15 ó 20 acciones, actuando otras instituciones bancarias como creadores de mercado.

En resumen, lo que todos estos proyectos ponen unánimemente de manifiesto es la inminencia de la integración, de una u otra forma, de los actuales mercados nacionales en un mercado que, más tarde o más temprano, será el mercado central de valores europeos. Esta perspectiva constituye, a la vez, una oportunidad y un reto para nuestras bolsas. No se trata únicamente de estar presentes, de manera más o menos formal y honorífica, en todos o en la mayor parte de los foros donde se gestan tales proyectos; se trata, más bien, de adelantarse a los acontecimientos, de «tener hechos los deberes» y listos nuestros sistemas de contratación, compensación, liquidación e información. Esta conclusión lleva a la pregunta sobre cuál es, en estos momentos, la infraestructura de nuestro mercado bursátil, sus perspectivas y, por ende, las posibilidades de sobrevivir en la lucha que se desencadenará entre las bolsas europeas a lo largo de la década de los noventa.

## 2. Las tareas pendientes

De lo anteriormente dicho puede deducirse que la Bolsa española debería estar en estos momentos inmersa en un proceso de modernización tecnológica, tanto más urgente cuanto que la competencia que entre los mercados europeos se avecina será cada día más intensa.

El proceso de renovación de la infraestructura técnica de nuestros mercados ha de resolver satisfactoriamente los problemas existentes en los cuatro pilares básicos que sustentan el funcionamiento del mercado: la canalización (*routing*) de órdenes al mercado para su ejecución; la compensación y liquidación de las operaciones realizadas; su pago a las partes implicadas, y la información de la situación del mercado en cada momento.

Por otro lado, el necesario empeño de modernización de nuestro mercado, y las preocupaciones antes comentadas respecto a la volatilidad de que

hace gala la Bolsa española, requieren medidas que convendría haber puesto en práctica ya; medidas tendentes a facilitar esa estabilidad del mercado que tanto se echa en falta.

No puede negarse que las tareas a realizar son muchas y complejas, pero tampoco conviene olvidar que no partimos de cero. En efecto, el mercado bursátil cuenta con una infraestructura que, si bien en algunos casos es demasiado obsoleta para los retos que se avecinan, o presenta duplicaciones innecesarias y costosas para la rapidez con que deberíamos adaptarnos a la competencia de mercados más moderna y racionalmente equipados, no deja de constituir una base apreciable sobre la cual construir las piezas que ahora necesitamos. Dicho esto, voy a pasar revista, brevemente, a esos cuatro componentes de lo que he dado en llamar el proceso de modernización de nuestro mercado.

#### A) *Sistemas de canalización de órdenes*

Como he explicado en alguna ocasión, el proceso técnico que supone la realización de una orden de compra-venta bursátil es, lógicamente, muy sencillo. Cuando un miembro del mercado recibe una orden de su cliente, la canaliza hacia el mercado, donde se ejecuta junto con otras muchas. Una vez ejecutada, ha de ser confirmada por el organismo rector del mercado tanto al miembro ordenante, quien se lo comunicará al cliente, facilitándole los datos y documentos oportunos, como al servicio de compensación y liquidación. Las dos últimas fases del proceso son el recibo del efectivo por quien vendió el valor y la recepción por el comprador de la comunicación de que éste ha pasado a ser suyo, incorporándose la transacción al sistema de difusión de la información para su conocimiento general.

Este proceso, amén de ser sencillo, presenta la gran ventaja de que cada una de sus fases puede combinarse automáticamente con las otras, de tal forma que es posible conseguir eficiencia, rapidez y transparencia a unos costes relativamente bajos.

El primer eslabón de esa cadena que acabo de describir es la canalización de órdenes: el *routing*, en la jerga del mercado.

Este permite que las órdenes recibidas por las sociedades y agencias de valores y Bolsa, previamente tratadas para la mejor gestión interna, sean canalizadas al mercado para su ejecución. Esa canalización debería ser automática y, una vez casadas las propuestas de compra y de venta en el mercado continuo, serían devueltas, también automáticamente, al correspondiente miembro para

que éste las distribuyese entre sus clientes, informándoles de todos los extremos relativos a la ejecución. Es evidente que el proceso ideal hasta aquí descrito no sólo permitiría eliminar errores y acortar tiempos de respuesta —tanto respecto al cliente como cara a la propia sociedad o agencia—, sino que constituiría la base adecuada para que las autoridades pudieran verificar cualquier queja por parte de los interesados, y los servicios de difusión de la información elaborar los datos que facilitan.

Sin embargo, en el momento de entrar en imprenta este artículo todavía se carece de un sistema generalizado de canalización de órdenes. Es más, uno de los propuestos parece que podría recibir «subvenciones» de la sociedad rectora propietaria de la entidad que lo comercializa, al tiempo que se discuten las garantías para asegurar que la información que circula a través de los sistemas será mantenida con el grado de confidencialidad exigible.

#### B) *El nuevo sistema de compensación y liquidación*

En el curso del primer capítulo de este trabajo, el reservado a la evolución histórica, se hizo hincapié en la importancia que para nuestro mercado tuvo la implantación del llamado «sistema de fungibilidad». Desde hace varios años, era evidente que ese sistema no era ya el adecuado para nuestros actuales mercados. Se daba la circunstancia de que existían procedimientos y plazos de liquidación diferentes entre las cuatro bolsas; la transmisión de información —en cintas, listados y documentos— no era uniforme, y las fechas de liquidación variaban entre el sistema fungible y el de títulos nominativos. Es más, en el caso del primero, la necesidad de justificar las ventas con las referencias técnicas correspondientes a cada operación originaba múltiples dificultades y retrasos, al tiempo que en los valores nominativos la obligación de presentar el extracto con el número de títulos vendidos originaba un complicado proceso operativo que se traducía en enormes retrasos.

Estas deficiencias, que no eran exclusivas del mercado español, permitieron al responsable de los correspondientes servicios de un gran banco americano que ofrece un servicio global de custodia afirmar en una reunión internacional, celebrada en mayo de 1988, lo siguiente: «... ¿por qué, en España, entregamos el título y hemos de esperar a que el agente nos pague, al parecer, cuando le conviene?... Hablaré ahora de España, un país que nos presenta problemas mucho más serios que los que hemos encontrado en Italia. Durante más de

un año hemos estado presentes en Madrid y todavía somos incapaces de aclarar cómo funciona el sistema de liquidación, puesto que las normas parecen ser diferentes según uno hable con un banquero o con un agente. Al mismo tiempo... en Madrid... continuamos sufriendo recompras, que son muy costosas y que, por diversas razones, no podemos pasar a nuestro cliente. Todos mis competidores americanos tienen experiencias similares con otros bancos españoles, y sería interesante conocer si la experiencia de los bancos norteamericanos es compartida por otros bancos» (8).

La Ley del Mercado de Valores era muy consciente de la necesidad de modernizar nuestro sistema de compensación y liquidación, y a tal efecto (artículo 54) ordenó la constitución de una sociedad anónima destinada tanto a llevar el registro contable de los valores admitidos a negociación en las bolsas y representados en anotaciones en cuenta como a gestionar *en exclusiva* la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas. De acuerdo con la LMV, el gobierno establecerá los criterios para determinar *las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores* que deban participar en el capital del Servicio de Compensación y Liquidación, añadiendo que en él podrán figurar las instituciones extranjeras que desarrollen también funciones de compensación y liquidación.

Se trata, por tanto, de montar un nuevo sistema que, apoyado en las técnicas de las anotaciones en cuenta, sustituya al sistema de fungibilidad. Al parecer, las dificultades iniciales para llegar a un acuerdo sobre cuál debería ser la composición del capital del nuevo sistema de compensación y liquidación llevaron al nombramiento de un miembro del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como encargado de promover la constitución del mencionado servicio.

Desde entonces (enero de 1990) se ha estado trabajando en dos frentes: por un lado, se ha intentado completar el actual sistema de fungibilidad, incorporando al mismo los títulos nominativos —fundamental, aunque no exclusivamente, los bancarios— y, por otro, completando lo que se llama «el arqueo de las referencias técnicas»; es decir, comprobar la coincidencia entre las referencias técnicas y las numeraciones. En el primero de los empeños se ha conseguido, después de algún retraso, que en octubre se iniciara la inclusión de los títulos nominativos bancarios en el sistema de fungibilidad, mientras que a primeros de enero de 1991 se había arqueado la práctica total-

idad de los valores incluidos en el sistema de fungibilidad.

Pero la configuración y el establecimiento del nuevo sistema va más despacio. Varias son las causas. Desde un principio, no hubo duda de que el NSCL debía perseguir cinco objetivos básicos: la existencia de un único sistema que, con las diferencias imprescindibles derivadas de sus diferentes clases, abarcara la liquidación de la totalidad de los valores negociados en el mercado español; que se produjera la simultaneidad entre la entrega de los valores y la transferencia de efectivo; que todas las operaciones se liquidaran, como máximo, al quinto día de contratación posterior a aquel en que se hubiese efectuado la transacción; que se asegurase que el comprador recibe, en una fecha predeterminada, los valores que ha comprado, y el vendedor, a su vez, el efectivo derivado de la venta; por último, que ninguna de las partes intervinientes en la transacción resultara financieramente perjudicada como resultado del funcionamiento de los procesos de compensación y liquidación.

Pero en seguida comenzaron a surgir diferencias. Los objetivos antes citados parecían traducirse en la existencia de un registro único de anotaciones en cuenta —recuérdese la afirmación del artículo 54 de la LMV— compatible con la opción, abierta a los miembros del mercado y a las entidades depositarias, de operar ya directamente con el NSCL, ya indirectamente a través de los servicios localizados en las cuatro bolsas actualmente existentes. La discusión sobre cómo plasmar este esquema en un diseño funcional se transformó, al parecer, en la eterna y equivocada polémica entre «bolsas periféricas» y «bolsa central», arguyendo alguna de las primeras que el esquema antes descrito podría suponer el acta de defunción de aquellos mercados. Según los defensores de tal tesis, el NSCL debería ser un centro de coordinación limitado a la llevanza del registro nacional de anotaciones en cuenta; las relaciones operativas con miembros, emisoras y entidades adheridas corresponderían exclusivamente a los servicios de cada una de las cuatro bolsas, cubriendo estos servicios la totalidad de las funciones derivadas de la liquidación de las operaciones bursátiles. Pues bien; reconociendo preocupaciones históricas justificadas, uno puede pensar que la fundamentación de un esquema como el brevemente expuesto —y cuya descripción acaso sea algo inexacta en gracia a esa brevedad— responde a una visión errónea de lo que, en las actuales circunstancias, cabe considerar «bolsas periféricas» y «bolsa central». En mi opinión, la implantación del mercado continuo hace que todas las bolsas deban considerarse «pe-



riféricas» o «centrales» respecto a la instauración del NSCL; es más, éste no tiene por qué estar físicamente ubicado en Madrid. Pero la consideración básica que los responsables del desarrollo del NSCL deberían tener muy presente es la posibilidad de que todo el mercado español, sin distinción de bolsas, se convierta en un mercado periférico en el contexto del mercado único europeo si no nos dotamos de la infraestructura técnica precisa para competir con éxito frente a otros mercados. Esta consideración de los aspectos competitivos —que viene a significar, ni más ni menos, que la consecución de los costes más bajos posibles— se pone de manifiesto en otra cuestión, aparentemente esotérica, relacionada con el desarrollo del NSCL. Se trata de la estructura de información que se debería intercambiar entre los miembros del mercado, las entidades depositarias y el NSCL. Las dos alternativas discutidas —conocidas con los nombres de «cruce» y «cuadre»— plantean diferencias que se centran en el mayor o menor papel que corresponde desempeñar a los miembros del mercado y a las sociedades rectoras de las bolsas, inclinándose éstas por, y discutiendo aquéllos, la necesidad de conservar en las rectoras funciones justificadas en el antiguo sistema de fungibilidad, pero innecesarias y costosas en el nuevo planteamiento del sistema de compensación y liquidación.

Como bien puede suponerse, ambos problemas han sido ampliamente debatidos, aunque parecen haber prosperado las tesis de las rectoras en contra de las defendidas por sus miembros.

#### C) *La liquidación mediante efectivo*

La última fase del proceso de compensación de valores es la liquidación en efectivo de la compra-venta realizada, junto con la entrega de los valores a su comprador. En el pasado, éste ha sido un capítulo origen tanto de múltiples quejas por parte de los acreedores al cobro como de saneados beneficios financieros para quienes, aprovechándose de las imperfecciones del sistema, lograban retener durante uno o varios días los fondos derivados de las operaciones con valores. La corruptela aún sigue existiendo y, por tanto, la exigencia de que el NSCL dé una solución a la misma constituye, como antes se dijo, un objetivo imperioso de su planteamiento.

No debería, en verdad, existir problema técnico alguno para asegurarse tal finalidad, puesto que existe ya un sistema de compensación electrónica de carácter nacional, gerenciado por el Banco de España, susceptible de admitir como un subsistema más la fase de liquidación de las operaciones

bursátiles, asentándose en la cuenta única de las entidades en el Banco de España los abonos y adeudos que liquidan definitivamente la operación de compra-venta de valores.

#### D) *Difusión de la información bursátil*

La intensidad, calidad y facilidad de acceso a la información bursátil es otro de los capítulos inconclusos de nuestra reforma, y uno de los que está reclamando solución más urgente.

Para resumir al máximo mis opiniones, describiré primero cuáles son los usuarios de la información, para concluir con algunas afirmaciones respecto a las medidas aconsejables para conseguir una difusión adecuada de ésta.

Existe un primer grupo de usuarios constituido por las sociedades y agencias de valores, así como otros intermediarios estrechamente relacionados con el mercado bursátil. En los primeros, las mesas de contratación y los departamentos de atención al inversor extranjero necesitan esa información como elemento básico de apoyo a la contratación. Los restantes usuarios comprendidos en este grupo —responsables del seguimiento del valor en las sociedades emisoras, analistas y gestores de carteras y de fondos, por ejemplo— necesitan realizar un seguimiento en tiempo real del mercado, ya que sus decisiones de inversión o de intervención deben ser tomadas como consecuencia directa de la evolución del mercado en cada momento. A ellos han de añadirse la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores y la supervisión del mercado, en su doble tarea de vigilancia y tutela de éste.

El segundo grupo de usuarios lo componen, fundamentalmente, entidades de depósito —o sea, bancos y cajas de ahorros— y está, por así decirlo, sin obtener satisfacción en sus lógicas necesidades; lo cual es tanto más grave cuanto que puede interesar al mayor número de inversores potenciales tanto por criterios de distribución geográfica como de número.

He separado estos dos niveles, o grupos de usuarios, de la información por una doble razón: en primer término, todo el mundo comprende y acepta que la necesidad de información, la complejidad y la frecuencia es menor en el segundo grupo que en el primero; a ello se añade, y ésta es la segunda razón, el elevado coste implícito en el suministro por parte de algún redifusor privado de un número elevado de terminales.

Pero, dicho esto, hay que subrayar inmediatamente que la situación actual no ha experimentado mejora alguna con respecto a la situación de con-

tratación con el tradicional mercado de corros. En otras palabras: la información que hoy en día reciben los clientes que van a la oficina de una entidad de depósito es prácticamente inexistente, y suele reducirse al conocimiento del cambio del día anterior. Pero, además, no existe una información en tiempo real ni al público ni, salvo escasísimas excepciones, al propio departamento de valores de la entidad.

Pasemos ahora al tercer grupo de usuarios. Fácilmente podrá deducirse de lo dicho hasta ahora que éste es el grupo más desasistido, pues carece de medios para informarse de la cotización de un valor de forma más o menos inmediata. Hoy en día no existe entidad alguna que suministre información al público en general, a diferencia de otros países, en los cuales los medios públicos y privados de información ofrecen, en ciertos casos en tiempo real, información sobre precios. La única información disponible, por tanto, es la de los periódicos, que se ofrece con un día de desfase, si bien es verdad que se publican boletines que la facilitan en la tarde del mismo día, aun cuando no suelen llegar a lo que aquí se está denominando «público en general». Volviendo a las entidades de depósito, lo mejor que éstas suelen ofrecer a su clientela y al público son dos o tres instantáneas durante la mañana o previa consulta con la sociedad o agencia de valores del grupo.

No parece éste el lugar adecuado para examinar las respectivas ventajas e inconvenientes de los diversos redifusores operantes y de los productos que ofrecen. Radio-Bolsa, Reuter, Difesa, Telerate, Telebolsa y algún otro ofrecen una u otra clase de información a un coste que puede calificarse de elevado, y con limitaciones y compromisos que está por ver si no constituyen una vulneración de las normas legales sobre libre competencia.

En resumen, el primer grupo de usuarios cuenta con la información necesaria a sus propósitos, mientras que el segundo de los aquí citados no, lo cual está empezando a plantear a sus componentes la necesidad de cubrir la información a gran escala derivada de su extensa red de oficinas y su variada clientela. Ahora bien, satisfacer esas necesidades es costoso, y requiere un planteamiento forzosamente lento y unos plazos de realización dilatados. Pero es el público en general el que se encuentra más desasistido de información; en parte, porque depende de la información que puedan facilitarle las entidades que componen el segundo grupo de usuarios de la información —fundamentalmente bancos y cajas, aun cuando también se incluyan otros intermediarios financieros de menor

importancia—, pero, sobre todo, por la ausencia de otros difusores no-financieros, tales como televisión, teletexto, etcétera.

Para oscurecer más el panorama ha de mencionarse que existe una gran polémica sobre quién y cómo se puede difundir información, polémica que enfrenta a redifusores privados y a alguna sociedad rectora de cierta Bolsa. A ello se añade el que son las propias rectoras quienes fijan los precios de alquiler de la llamada línea *vendor-feed*. Tal circunstancia no es criticable en sí; lo que sucede es que convendría abaratar los costes de obtención de la *vendor-feed* por parte de redifusores pequeños y para entidades financieras que se comprometieran a difundir esa información a través de sus redes de oficinas.

## V. CONCLUSIONES

---

La actitud tradicional de los poderes públicos españoles ha sido la de un constante intervencionismo financiero que denotaba, a la vez, una voluntad de interferir en las actividades y de regular los medios a través de los cuales transcurrían los flujos de financiación en nuestro país y un profundo temor a verse desbordados por el cambio y la innovación.

Aun cuando pueda resultar arriesgado afirmarlo, en ningún otro campo resulta más exacta esa descripción que en el del mercado de valores. Encorsetados por la normativa legal, utilizados por los emisores, abiertos a diversos tipos de manipulaciones, nuestros mercados mostraron siempre una acusada volatilidad y una falta de transparencia que cimentaron la desconfianza del inversor. El resultado final, una demanda individual débil no compensada por compras de unos inversores institucionales excesivamente tutelados, originó una liquidez muy exigua, que se veía agravada por la irritación provocada por la ausencia de sistemas rápidos y eficaces de compensación y liquidación.

Las sucesivas reformas, tanto legales como estructurales, que la Bolsa experimentó en el curso de los últimos cuarenta años contribuyeron a reforzar, en cierta medida, su papel dentro del complejo tejido constituyente de nuestros mercados de capitales. Esas reformas, sin embargo, olvidaron el principio básico según el cual ha de correrse mucho para seguir en el mismo sitio. Es decir, en un período en el cual los mercados internacionales de valores se han ido integrando cada vez más, en el que la libertad de movimientos de capitales favorecía variaciones rapidísimas en los flujos de inver-

sión de una a otra zona geográfica y en el que la informática y las telecomunicaciones permitían no sólo una mayor interconexión de los mercados y la oferta y negociación de activos más complejos, sino también una competencia creciente, la Bolsa española permaneció anclada en moldes superados.

A partir de 1975, año en el cual la Bolsa de Nueva York abolió el sistema de comisiones fijas, el proceso de liberalización y desregulación de los mercados bursátiles se aceleró, manifestándose espectacularmente en Europa con la reforma inglesa de octubre de 1987: el famoso *Big Bang*. En España no ignorábamos la necesidad del cambio. El *Informe* de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, publicado en 1978, contenía un diagnóstico certero de las deficiencias de nuestro mercado bursátil y recomendaba soluciones —en el doble plano de las medidas legales y de las mejoras técnicas— que, lamentablemente, se perdieron en el olvido: en parte por la primacía de otras preocupaciones de índole económica general, en parte por la larvada oposición de intereses corporativos.

La ocasión perdida fue tanto más lamentable cuanto que las transformaciones financieras iniciadas a finales de la década de los setenta y la evolución del ahorro y la inversión en España mostraron, simultáneamente, la falta de adaptación legal y tecnológica de nuestro mercado bursátil al rápido proceso de innovación financiera, y su reducido papel en la transformación del ahorro y la financiación de la inversión característicos de los años ochenta.

No faltaron intentos de adaptación a ese nuevo y dinámico contexto. La ampliación del mercado, la mejora de la operatoria bursátil, el incremento de su transparencia o la transformación de la vestida figura del agente mediador fueron tareas emprendidas, pero no cristalizadas en los cambios precisos para mantenerse a la par de las transformaciones que otras bolsas estaban experimentando. No es de extrañar, en consecuencia, que, al socaire de una creciente inversión extranjera en nuestros mercados, hayan arreciado las críticas de quienes están acostumbrados a mecanismos y prácticas más respetuosos con los intereses del inversor, a la par que más eficientes para el conjunto del mercado.

En este estado de cosas, la Ley del Mercado de Valores, publicada en julio de 1988, ha supuesto

la apertura de un portillo a la esperanza de conseguir la definitiva modernización de nuestro mercado bursátil. La apuesta puede ser, esta vez, la última oportunidad, por cuanto la instauración del mercado único europeo, en enero de 1993, implicará un reto para las diversas bolsas nacionales, que sólo podrán soportar los mercados que cuenten con sistemas de contratación, compensación, liquidación e información eficaces y económicos (9).

Son precisamente éstos los cuatro grandes capítulos en los que se está trabajando ahora para materializar los afanes reformadores inspirados por la Ley del Mercado de Valores. Del éxito que presida la realización del empeño dependerá el papel que juegue nuestro mercado bursátil en el futuro mercado europeo.

## NOTAS

(\*) Deseo agradecer la colaboración en los aciertos de este trabajo, que no en los errores, de Rafael Alvarez, Adolfo García, Alvaro Martínez Bilbao, José Massa, Eloísa Ortega y Luis Ruigómez.

(1) Ministerio de Economía, *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*, 1978.

(2) Bank for International Settlements, *Recent innovations in international banking*, abril 1986.

(3) Financial Times, *The City Revolution*, 27 de octubre de 1986.

(4) *Report of the Presidential Task force on Market Mechanisms*, enero 1988.

(5) *Interim Report of the Working Group on Financial Markets*, mayo 1988.

(6) OCDE, *Economics in Transition: Structural Adjustment in OECD Countries*, 1989; véase especialmente el capítulo 3.

(7) Eso es lo que parece estar sucediendo con la Bolsa de Milán. Deficiencias estructurales, conflictos laborales y la implantación de un impuesto sobre las ganancias de capital en septiembre de 1990 han hecho que una parte creciente de la contratación en la Bolsa lombarda se haya desplazado al SEAQI de la Bolsa de Londres, y quizá éste no sea el único.

(8) Colin Grimsey, «Global Custody», *I.S.S.A.*, 16 de mayo de 1988.

(9) Soslayo deliberadamente cuestiones tan importantes como la de qué clase de mercado —de precios o de cantidades— debería ser el nuestro; la dimensión adecuada del sector de mediadores bursátiles y los costes anejos a la categoría de miembro de la Bolsa, así como las causas de la inexistencia de mercados complementarios. En unos casos, me parece ocioso repetir mis opiniones al respecto; en otros, lo adecuado sería tratarlos en un trabajo aparte.

**CUADRO NUM. 1**  
**CAPITALIZACION DE LOS MERCADOS EN MILES DE MILLONES DE DOLARES USA**  
**Y EN PORCENTAJE DEL PIB A SEPTIEMBRE DE 1990**

PAIS	Capitalización del mercado	Porcentaje del PIB
Japón .....	4.213	155
Estados Unidos .....	3.030	58
Reino Unido .....	805	98
Alemania .....	350	26
Francia .....	338	32
Canadá .....	264	47
Suiza .....	183	99
Italia .....	174	19
Australia .....	136	48
Suecia .....	120	61
Holanda .....	120	48
España .....	116	28

Fuente: MORGAN STANLEY, *International perspective*, septiembre, 1990.

**CUADRO NUM. 2**  
**EMISIONES DE RENTA FIJA**  
**(Miles de millones)**

Año	Emisores Nacionales														
	Total			Instituciones financieras			Empresas públicas			Otras empresas			Organismos internacionales		
	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A
1970 .....	58,1	69,2	11,1	7,1	10,0	2,9	26,0	27,4	1,4	25,0	31,8	6,8			
1971 .....	37,2	59,6	22,4	3,1	8,4	5,3	18,1	19,9	1,8	16,0	31,3	15,3			
1972 .....	68,1	89,3	21,2	20,8	22,8	2,0	26,5	28,8	2,3	20,8	37,7	16,9			
1973 .....	117,8	136,6	18,8	55,0	58,4	3,4	24,5	28,1	3,6	38,3	50,1	11,8			
1974 .....	133,3	157,4	24,1	54,6	63,0	8,4	34,4	37,9	3,5	44,3	56,5	12,2			
1975 .....	158,9	182,1	23,2	55,2	62,9	7,7	42,1	45,7	3,6	61,6	73,5	11,9			
1976 .....	152,8	204,8	52,0	49,1	55,7	6,6	37,0	41,7	4,7	91,7	107,4	15,7			
1977 .....	185,6	222,8	37,2	33,0	43,5	10,5	48,6	54,1	5,5	104,0	125,2	21,2			
1978 .....	113,2	143,5	30,3	15,5	43,6	28,1	32,9	42,2	9,4	64,8	57,7	-7,1			
1979 .....	105,5	209,3	103,8	11,9	63,5	51,6	44,6	57,3	12,7	49,0	88,5	39,5			
1980 .....	158,9	290,5	131,6	55,2	111,2	56,0	43,9	60,7	16,8	59,8	118,6	58,8			
1981 .....	182,3	368,2	185,9	68,7	166,9	98,2	47,4	64,1	16,6	66,2	137,2	71,0			
1982 .....	258,2	573,7	315,5	189,9	274,5	84,7	-68,2	80,1	148,3	136,6	219,1	82,5			
1983 .....	290,3	614,2	323,9	226,4	367,9	141,5	-28,1	58,4	86,5	92,0	187,9	95,9			
1984 .....	644,8	973,2	328,4	341,9	502,5	160,6	60,7	115,1	54,4	242,2	355,6	113,4			
1985 .....	596,4	1.085,2	488,8	380,8	635,3	254,5	12,8	106,8	94,0	202,8	343,1	140,3			
1986 .....	784,8	1.477,6	692,8	514,4	901,6	387,2	24,8	166,5	141,7	245,6	409,5	163,9			
1987 .....	-250,0	642,1	892,1	-156,0	389,0	545,0	14,6	86,3	71,8	-108,6	166,8	275,4	30,0	30,0	
1988 .....	-85,5	1.341,0	1.426,5	-58,9	626,7	567,8	-70,6	101,4	172,0	44,0	612,9	568,9	85,8	85,8	
1989 .....	-365,4	844,3	1.209,7	-246,0	461,4	707,4	-58,2	92,0	150,2	-61,2	290,9	352,1	240,0	240,0	
1990 (Enero-nov.) .....	39,8	870,4	910,2	113,9	376,6	481,4	65,8	150,1	136,8	-63,1	192,7	255,8	151,0	151,0	

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 3  
EMISIONES DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS**

A ñ o	Estado									Deudas negociables						Deudas no negociables		
	Total			Deudas a corto			Deudas a largo			Comunidades autónomas			Corporaciones locales					
	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	A	EN	EB	AM
1968	1,8	5,0	3,2				1,9	5,0	3,1				-0,1	—	0,1	35,3	35,3	—
1969	-1,6	1,8	3,4				-1,8	1,5	3,3				0,3	0,3	0,1	31,4	31,4	—
1970	-2,7	5,3	8,0				-2,8	5,0	7,8				0,2	0,3	0,1	17,8	17,8	—
1971	16,7	24,3	7,6				16,6	24,0	7,4				0,2	0,3	0,1	44,2	44,2	—
1972	11,1	16,0	4,9				11,3	16,0	4,7				-0,1	—	0,1	31,5	31,5	—
1973	-3,3	2,7	6,0				-5,5	0,2	5,7				2,3	2,5	0,1	12,1	12,1	—
1974	-6,9	2,9	9,8				-7,9	1,6	9,5				1,1	1,3	0,2	25,9	25,9	—
1975	-6,8	2,9	9,7				-9,7	-0,2	9,4				3,0	3,2	0,2	53,8	71,3	17,5
1976	-5,2	6,8	12,0				-11,4	0,1	11,5				6,4	6,8	0,4	121,0	121,2	0,3
1977	12,0	25,8	13,8				6,8	20,0	13,2				5,3	5,8	0,4	102,0	132,6	30,6
1978	28,3	44,1	15,8				24,9	40,0	15,1				3,5	4,1	0,6	132,6	157,6	25,0
1979	67,3	81,4	14,1				56,9	70,0	13,1				10,5	11,4	0,9	182,3	219,0	36,7
1980	77,0	96,5	19,5				62,2	79,8	17,6				14,9	16,6	1,8	137,8	163,6	25,8
1981	160,5	180,8	20,3	30,0	30,0	—	82,8	100,0	17,2	15,9	15,9	—	31,9	34,9	3,0	125,7	148,5	22,8
1982	365,9	463,2	97,4	85,0	131,4	46,4	225,4	271,7	46,3	13,0	13,0	—	42,6	47,2	4,6	130,0	186,0	56,1
1983	1.314,8	1.617,8	303,0	1.195,0	1.391,2	196,2	99,3	199,3	100,0	17,1	17,2	0,1	3,5	10,0	6,6	131,3	141,3	10,0
1984	2.499,2	4.030,4	1.531,3	2.365,4	3.684,8	1.319,5	97,7	296,6	198,8	28,7	31,6	2,9	7,4	17,4	10,0	611,3	629,8	18,5
1985	1.777,0	5.219,7	3.442,8	1.424,9	4.708,0	3.283,1	297,0	425,3	128,3	45,1	61,6	16,5	10,0	24,7	14,7	92,2	153,6	61,4
1986	2.850,0	7.124,4	4.274,4	862,5	4.962,8	4.100,3	1.852,8	2.004,5	151,7	83,0	89,2	6,2	51,8	68,0	16,2	-22,0	135,8	157,9
1987	2.213,8	7.143,5	4.929,7	1.907,2	6.051,9	4.144,7	334,2	1.046,6	712,0	-1,4	10,0	11,4	-25,9	35,7	61,6	-159,7	9,7	169,4
1988	1.798,7	7.881,5	6.082,4	839,2	6.623,2	5.784,0	989,5	1.219,5	230,0	8,4	21,3	12,8	-38,5	17,2	55,7	1.561,6	—	1.561,6
1989	1.540,5	10.519,7	8.979,2	1.265,3	8.690,0	7.424,7	276,7	1.771,1	1.494,4	25,8	54,9	29,1	-27,2	3,8	31,0	-52,4	—	52,4
1990 (En.-Dic.)	1.678,6	11.316,6	9.638,0	1.115,5	9.713,0	8.597,5	587,1	1.508,5	921,4	14,3	64,9	50,6	-8,1	29,7	37,9	-30,2	—	30,2

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 4  
EMISIONES DE RENTA VARIABLE  
(Miles de millones)**

A ñ o	Total	Instituciones financieras		Empresas no financieras	
		Con aportaciones de fondos	Participaciones en FIRV	Con aportaciones nuevos fondos	Sin aportaciones nuevos fondos
1972	91,6	6,0	5,7	72,7	7,2
1973	96,4	0,2	3,9	88,3	4,0
1974	100,7	5,0	-2,6	93,3	5,0
1975	110,4	0,6	—	105,9	3,9
1976	133,3	4,9	-1,1	100,9	28,6
1977	128,5	2,3	-0,4	72,8	53,8
1978	168,6	2,1	-2,5	92,9	76,1
1979	140,5	1,9	-4,6	112,4	30,8
1980	196,2	46,9	-0,7	100,1	49,9
1981	267,8	42,7	-4,7	133,7	96,1
1982	248,9	71,4	2,4	115,3	59,8
1983	314,5	38,7	10,2	179,2	86,4
1984	455,5	53,0	47,0	269,5	86,5
1985	588,1	56,4	52,8	376,4	102,5
1986	871,9	72,1	236,5	410,2	153,1
1987	690,3	176,7	45,0	395,8	72,8
1988	901,4	252,9	236,7	291,1	120,7
1989	485,1	204,1	49,6	198,9	32,5
1990 (Enero-noviembre)	433,2	223,3	—	186,1	23,8

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 5**  
**CANTIDADES NEGOCIADAS EN BOLSA**  
(Miles de millones)

A ñ o	Fondos Públicos												Valores Privados			
	Total		Total		Estado		Otras Administraciones públicas		Renta fija		Renta variable					
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo				
1971	41,6	73,5	10,0	11,1	7,8	8,9	2,2	2,2	7,3	6,9	14,3	44,4				
1972	64,9	124,0	10,7	12,1	7,7	9,0	3,0	3,2	8,0	7,8	24,8	91,9				
1973	61,3	176,1	8,5	9,1	6,4	6,9	2,1	2,2	9,3	9,4	35,0	148,5				
1974	70,2	191,9	9,2	9,7	6,8	7,3	2,4	2,5	11,0	10,9	40,8	161,5				
1975	79,6	170,6	10,5	11,4	9,1	9,9	1,4	1,5	18,3	18,0	40,3	129,8				
1976	85,6	177,6	8,6	9,7	7,7	8,8	0,9	1,0	22,5	22,2	45,9	135,9				
1977	92,1	125,7	9,9	10,6	4,4	5,0	5,5	5,6	36,2	35,9	36,1	68,6				
1978	117,8	147,5	12,0	12,2	7,3	7,5	4,7	4,7	45,7	47,4	48,1	75,7				
1979	147,5	159,4	12,0	12,0	10,1	10,1	1,9	1,9	52,2	52,0	71,3	83,4				
1980	152,9	152,9	16,1	15,7	13,3	13,0	2,8	2,7	37,8	37,3	82,9	84,2				
1981	224,3	246,5	15,0	14,2	11,9	11,4	3,0	2,8	43,0	42,6	151,4	175,5				
1982	265,9	272,0	18,7	17,5	14,3	13,5	4,4	4,0	64,4	64,6	164,1	172,4				
1983	403,7	781,1	47,2	39,9	27,0	25,3	20,1	14,6	78,8	79,2	230,6	218,4				
1984	667,0	691,9	61,8	58,6	36,8	37,3	25,0	21,3	134,5	133,9	408,9	440,8				
1985	860,1	1.008,8	121,9	128,5	114,0	121,1	7,9	7,5	126,3	130,6	490,0	621,1				
1986	1.684,3	3.053,6	295,1	314,5	289,4	309,0	5,7	5,5	147,9	158,2	946,2	2.266,4				
1987	3.059,3	5.264,0	176,0	176,6	159,1	159,8	16,9	16,8	151,9	154,7	1.188,3	4.756,1				
1988	1.192,6	3.619,7	79,0	83,4	54,2	58,5	24,8	24,9	161,5	166,1	873,1	3.286,8				
1989	1.601,3	5.113,8	86,6	86,0	43,1	42,3	43,5	43,8	254,5	264,2	1.173,6	4.677,5				
1990 (En.-Nov.)	1.484,7	4.178,4	106,4	104,1	41,3	41,0	65,1	63,2	320,0	323,9	1.058,3	3.750,4				

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 6**  
**NEGOCIACION EFECTIVA POR BOLSAS**  
(Miles de millones de pesetas)

A ñ o	Total	Madrid	Barcelona	Bilbao.	Valencia
1971	62,4	38,6	12,5	9,2	2,1
1972	111,9	68,0	28,9	12,2	2,8
1973	167,1	100,0	43,4	19,8	3,9
1974	182,2	113,4	40,7	21,2	6,9
1975	159,2	102,5	31,1	18,7	6,8
1976	167,8	130,7	20,3	14,4	2,5
1977	115,1	74,3	17,3	15,7	7,8
1978	135,3	88,3	25,8	15,0	6,2
1979	147,4	109,1	21,9	14,8	1,7
1980	137,2	94,3	24,8	12,4	5,7
1981	232,3	160,0	41,0	21,7	9,5
1982	254,5	175,3	39,4	24,7	15,1
1983	337,5	219,2	71,0	32,6	14,7
1984	633,2	411,7	143,8	51,5	26,2
1985	880,3	685,1	117,9	45,9	31,4
1986	2.738,6	2.164,7	363,7	129,9	80,4
1987	5.087,4	3.863,9	791,1	306,2	126,2
1988	3.536,3	2.568,6	592,5	239,0	136,1
1989	5.027,7	4.015,6	550,6	363,3	98,2
1990 (Enero-noviembre)	4.178,6	3.407,8	462,2	238,8	69,6

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 7**  
**PRINCIPALES MERCADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS**  
**(Enero-diciembre 1990)**

<i>Indice acciones</i>			<i>Tipos de interés</i>			<i>Divisas</i>		
<i>Tipo de contrato</i>	<i>Mercado</i>	<i>Número contratos</i>	<i>Tipo de contrato</i>	<i>Mercado</i>	<i>Número contratos</i>	<i>Tipo de contrato</i>	<i>Mercado</i>	<i>Número contratos</i>
1. Opciones s/el índice Standard & Poor 100 ...	CBOE	68,8 M	1. Bonos del Tesoro americano .....	CBOT	75,5 M	1. 125.000 DM .....	CME	9,2 M
2. Nikkei 225 .....	OSAKA	13,6 M	2. Eurodólar .....	CME	34,7 M	2. 12,5 yenes .....	CME	7,4 M
3. Standard & Poor 500 ...	CME	12,1 M	3. Opción s/bonos del Tesoro americano .....	CBOT	27,3 M	3. 125.000 FS .....	CME	6,5 M
4. Opciones s/el índice Standard & Poor 500 ...	CBOE	11,2 M	4. Euroyen .....	TIFFE	20,8 M	4. 62.500 DM .....	DHLX	4,9 M
5. Opciones s/el índice Nikkei 225 .....	OSAKA	9,8 M	5. Bonos del gobierno francés a diez años .....	MATIF	16,0 M	5. Opción 125.000 DM .....	CME	3,4 M
6. Opciones s/el índice XMI	AMEX	5,6 M	6. Bonos del gobierno japonés a diez años .....	TSE	16,3 M	6. 25.000 BP .....	CME	3,1 M
7. Índice OMX .....	SOM	5,2 M	7. Bonos del gobierno federal alemán .....	LIFFE	9,6 M	7. Opción 6,25 M yenes ...	PHLX	3,0 M
8. Opciones SMI .....	SOFFEX	4,7 M	8. Libra esterlina a tres meses .....	LIFFE	8,4 M	8. Opción yen .....	CME	3,1 M
9. Yopix .....	TSE	2,8 M	9. Opción s/el bono del gobierno .....	MATIF	7,4 M	9. 100.000 dólares canadienses .....	CME	1,4 M
10. Opciones s/el índice FTSE	LTOM	2,4 M	10. Opción s/el eurodólar ...	CME	6,9 M	10. Opción 62.500 FS .....	PHLX	0,8 M

**Abreviaturas utilizadas:**

CBOE: Chicago Board of Exchange; SOFFEX: Swiss Options and Financial Futures Exchange; CME: Chicago Mercantile Exchange; AMEX: American Stock Exchange; TSE: Tokio Stock Exchange; SOM: Stockholm Options Market; LTOM: London Traded Options Market; OSAKA: Osaka Stock Exchange; LIFFE: London International Financial Future Exchanges; MATIF: Marche a Terme International; PHLX: Philadelphia Stock Exchange; TIFFE: Tokio International Financial Future Exchange.

Fuente: *Futures and Options World*, febrero 1991.

**CUADRO NUM. 8**  
**INVERSIONES EXTRANJERAS EN RENTA VARIABLE**  
**BOLSAS DE MADRID Y BARCELONA**  
**(Miles de millones de pesetas efectivas)**

<i>Año</i>	<i>Total</i>	<i>Madrid</i>	<i>Barcelona</i>
1973 .....	5,7	5,7	—
1974 .....	-2,0	-2,0	—
1975 .....	-0,6	-0,6	—
1976 .....	-1,6	-1,6	—
1977 .....	-0,6	-0,6	—
1978 .....	0,7	0,7	—
1979 .....	5,9	5,9	—
1980 .....	1,7	1,7	—
1981 .....	5,8	5,8	—
1982 .....	0,2	0,2	—
1983 .....	3,4	3,4	—
1984 .....	12,8	12,8	—
1985 .....	57,3	52,6	4,7
1986 .....	155,8	152,4	3,4
1987 .....	53,7	35,1	18,6
1988 .....	43,0	39,7	3,4
1989 .....	249,4	233,6	15,8
1990 (Enero-julio) .....	—	121,9	—

Fuente: *Boletín Estadístico*, Banco de España.

**CUADRO NUM. 9**  
**INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR:**  
**INVERSIONES EN CARTERA**  
(Miles de millones de pesetas)

Año	Saldo	Compras	Ventas
1973 .....	0,6	0,8	0,2
1974 .....	1,1	1,4	0,3
1975 .....	1,0	1,3	0,3
1976 .....	0,9	1,6	0,7
1977 .....	0,1	1,6	1,5
1978 .....	0,3	1,4	1,1
1979 .....	1,0	2,4	1,4
1980 .....	2,4	3,4	1,0
1981 .....	4,3	6,1	1,8
1982 .....	28,4	38,0	9,6
1983 .....	8,4	20,7	12,3
1984 .....	28,0	48,3	20,3
1985 .....	42,8	75,1	32,3
1986 .....	64,3	123,8	59,5
1987 .....	-7,3	136,7	144,0
1988 .....	15,3	74,3	59,0
1989 .....	14,5	73,1	59,0
1990 (Enero-noviembre) .....	41,9	101,2	59,3

Fuente: Boletín Estadístico, Banco de España.

**CUADRO NUM. 10**  
**RESTRICCIONES A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES**  
**MATERIALIZADOS EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

Concepto	Normativa española vigente	Código de liberalización de la OCDE	Compromisos con la CEE
<b>I. Salidas de capital</b>			
<b>1. Inversiones. Cartera en el exterior</b>			
	RD 2.374/86 y OM 19-12-1988.		
i) Compra de títulos emitidos por un residente o un no residente en un mercado exterior.	Liberalizada, si el título se negocia en Bolsa y está denominado en divisas. No liberalizada, si no se negocia en Bolsa, el título está denominado en pesetas o está expresado en alguna divisa que no cotiza en el mercado español de divisas.	Lista A: si se negocian en Bolsa (R). Lista B: si no se negocia en Bolsa (R).	Liberalizados tanto si los títulos se expresan en divisas y se negocian en bolsa, como si no se negocian en bolsa, o están expresados en divisas no cotizadas en el mercado de Madrid. Está igualmente liberalizada la admisión a cotización, pero no la emisión privada de títulos extranjeros en el mercado español, si se negocian en bolsa y están denominados en pesetas. Quedan pendientes, hasta el 31-12-92, los expresados en moneda extranjera y no negociados en mercados de capitales extranjeros.
ii) Compra de títulos emitidos por un no residente en el mercado nacional de capitales.	Liberalizada si el título está denominado en pesetas y ha sido emitido por un Organismo Internacional o un estado extranjero. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera tiene en todo caso que autorizar la emisión de valores expresados en moneda extranjera y todas las realizadas por no residentes en el mercado nacional.	La emisión de títulos extranjeros en el mercado nacional de capitales también está sometida a Reserva.	
iii) Compra en el extranjero por residentes, con pago en divisas, de valores en pesetas emitidas en España.	No liberalizada.	No contemplada.	No contemplada.
<b>2. Otras Inversiones en el exterior</b>			
i) Adquisición por residentes de títulos o instrumentos negociables del mercado monetario.	RD 2.374/86, OM del 19-12-1988 y OM del 12-3-1990.		
	Liberalizada si el título se negocia en Bolsa y está denominado en divisas. No liberalizada si no se negocia en Bolsa, el título está denominado en pesetas o está expresado en alguna divisa que no cotiza en el mercado español de divisas.	No contemplada.	Liberalizada antes del 31-12-1992.



**CUADRO NUM. 10 (Conclusión)**  
**RESTRICCIONES A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES**  
**MATERIALIZADOS EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

<i>Concepto</i>	<i>Normativa española vigente</i>	<i>Código de liberalización de la OCDE</i>	<i>Compromisos con la CEE</i>
ii) Compra o venta en el extranjero de futuros, tanto financieros como de mercancías.	Liberalizada, siempre y cuando se efectúen a través de Bolsa o de mercado organizado.	No contemplada.	No contemplada.
iii) Compra o venta en el extranjero de opciones sobre valores, divisas, futuros y otros activos.	Liberalizada, siempre y cuando la adquisición del activo esté liberalizada y la operación se efectúe a través de Bolsa o mercado organizado.	No contemplada.	No contemplada.
iv) La adquisición o mantenimiento en el extranjero de cualquier otro activo financiero.	No liberalizada, salvo en los casos en que la inversión consista en la adquisición de certificados representativos de metales preciosos.	No contemplada.	No contemplada.
<b>II. Entradas de capital</b>			
<b>1. Inversiones de cartera en España</b>			
i) Compra de acciones.	RD 2.077/1986 y OM 4-11-1990.  Liberalizada tanto si cotizan como si no cotizan en Bolsa, salvo en los sectores de juego, televisión y radio, y transporte aéreo.	Lista A: si se negocian en Bolsa (R). Lista B: si no se negocian en Bolsa (R).	Liberalizadas para residentes comunitarios.
ii) Adquisición de títulos de renta fija. Incluye fondos públicos, títulos privados, participaciones en fondos de inversión, letras y pagarés del Tesoro.	Liberalizada dentro y fuera de Bolsa.	Lista A: si se negocian en Bolsa (R). Lista B: si no se negocian en Bolsa (R)	
<b>2. Otras inversiones del exterior</b>			
i) Compra o venta de futuros, tanto financieros como de mercancías.	RD 2.077/1986 y OM 4-11-1990. La compra de futuros tanto financieros como sobre mercancía está liberalizada, cuando la adquisición del activo esté también liberalizada.		Deben liberalizarse antes del 31-12-1992.
ii) Compra de pagarés de empresa y otros efectos comerciales.	No liberalizada la compra fuera de Bolsa de pagarés de empresa y otros efectos comerciales.		

(R) Se mantiene algún tipo de reserva sobre esa operación.  
Fuente: Banco de España. *Boletín Económico*, abril 1989, actualizado.

**CUADRO NUM. 11**  
**FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES CON DEUDA PUBLICA DE NO RESIDENTES**

*Situación actual*

De acuerdo con el art. 62, f), 2), de la Ley de Presupuestos Generales para 1991 y el art. 2.º, dos, 2), del Real Decreto-Ley 5/1990, de Medidas Fiscales Urgentes, los no residentes, personas jurídicas o físicas, quedan exentos de tributar sobre los rendimientos brutos devengados por sus adquisiciones de deuda pública.

Sin embargo, y dado que todavía no se ha reglamentado dicha exención, se sigue reteniendo de acuerdo con el régimen anterior aplicable a Bonos y Obligaciones del Estado, por un lado, y a Letras del Tesoro, por otro.

**CUADRO NUM. 12**  
**NEGOCIACION EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES EN RELACION**  
**CON LOS MERCADOS LOCALES**  
**(Miles de millones)**

PAIS	Negociación (A) por mercados (1)	Internacional (2)	Porcentaje de (1) (3)	SEAQI (4)	Porcentaje de (1) (5)	Otros mercados internacionales (6)	Porcentaje de (1) (7)	(4)/(2) * 100 (8)
Francia .....	256,3	58,2	22,7	33,3	13,0	1,7	0,7	57,2
Holanda .....	185,3	61,9	33,4	35,2	19,0	52,3	28,2	56,9
España .....	86,7	23,4	27,0	0,8	0,9	6,6	7,6	3,4
Suiza .....	711,9	37,0	5,2	6,9	1,0	1,2	0,2	18,6
Alemania .....	750,6	109,3	14,6	113,0	15,1	9,4	1,3	103,4
Resto Europa .....	231,0	53,5	23,2	15,5	6,7	9,6	4,2	29,0
Total Europa .....	1.221,8	343,3	15,5	204,7	9,2	80,8	3,6	59,6

(A) Compras más ventas de acciones, incluyendo operaciones locales y de acciones locales en otros mercados internacionales en 1989.  
SEAQI: Seaq International Londres.

Fuente: *International Equity Flows*. Agosto 1990, Solomon Brothers.