

OPERACIONES BURSATILES CON CREDITOS DE DINERO Y TITULOS

Las operaciones bursátiles con crédito de dinero y de títulos constituyen una novedad en nuestro ordenamiento bursátil. En el presente artículo, **Manuel de la Concha López-Isla** analiza las condiciones en que se desenvuelve la contratación en Bolsa a base, exclusivamente, de las operaciones al contado y, como consecuencia, la necesidad de contar con un sistema de operaciones a crédito como medio de ensanchar la base operativa y conseguir una mayor estabilización de los cambios. A continuación expone las razones más destacadas que han aconsejado la adopción de este sistema, y hace un somero estudio comparativo con la operatoria practicada en otras Bolsas, poniendo de manifiesto las características diferenciadoras del sistema español regulado por la O.M. de 21 de abril de 1981. Por último, expone el funcionamiento del sistema y la utilización que del mismo han hecho los intermediarios financieros y los inversores desde el comienzo de esta operatoria.

LA Orden Ministerial de 21 de abril de 1981, introduce la novedad más importante en el mercado bursátil español desde 1940.

El comienzo de la operatoria con crédito de dinero al comprador o de títulos al vendedor, supone una medida racional, esperada desde hace mucho tiempo, y completamente necesaria para el ensanchamiento y estabilidad del mercado de valores.

No voy a entrar en un análisis del contenido de la O. M. antes aludida, pues ya es suficientemente conocida. Pero sí conviene, a mi juicio, puntualizar algunas de las razones que han aconsejado la implantación de este sistema, en vez del plazo tradicional regulado en el Reglamento de las Bolsas de Comercio de 1967.

La operatoria de contado es la única que ha existido en nuestras Bolsas en los últimos cuarenta años, a diferencia de todas las Bolsas importantes que, o bien contaban con operaciones a plazo o con sistemas de crédito, pero en las que la operatoria de contado era solamente una modalidad más.

La existencia de un único mercado de contado en nuestras Bolsas ocasionaba una gran distorsión en la evolución de los precios o cotizaciones. El mercado se movía por impulsos alcistas o bajistas acumulativos, sin que existiera ningún mecanismo técnico corrector o suavizador de las tendencias, y sin que el inversor pudiera en ningún momento tomar posiciones de futuro ante el análisis de la coyuntura. Sin embargo, operadores avisados, amparados en los problemas de liquidación

con anterioridad a 1974, hacían auténticas operaciones de futuro ilegales, con la simple utilización de las demoras en la liquidación de los títulos. Así se producían compras de contado que se pagaban con uno o más meses de retraso, o ventas en descubierto ilegales que se liquidaban con compras antes de su liquidación, produciéndose así una espiral de retrasos que amenazaba gravemente al sistema bursátil. La situación, además de peligrosa, era irritante, porque esta práctica era utilizada por los asiduos al mercado, concedores de toda su mecánica, y no podía ser utilizada, por no ser conocida, por la inmensa mayoría del público ni por los que querían operar dentro de la legalidad vigente. El Decreto de 25 de abril de 1974 estableció un nuevo Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, llamado Nuevo Sistema de Liquidación. Este sistema, que en sus primeros momentos contó con numerosos detractores, está basado en el principio de la fungibilidad de los títulos y en el uso de la informática para su funcionamiento. Al mismo tiempo, se pusieron en marcha sistemas para la liquidación puntual de los títulos nominativos y se perfeccionó la de los derechos de suscripción. A partir de ese momento el mercado de contado operó como tal, haciéndose imposibles las corruptelas practicadas al amparo de las demoras en la liquidación.

Es, pues, el Nuevo Sistema de Liquidación el instrumento técnico que permite una liquidación puntual de las operaciones bursátiles y posibilita la implantación de las operaciones a plazo, o a crédito. No obs-

tante, tienen que transcurrir todavía siete años antes de que las autoridades económicas decidan la implantación de estas operaciones.

Estos siete años ponen aún más de manifiesto la estrechez del mercado bursátil español, no en cuanto a su volumen de contratación, que llegó a ser el cuarto de Europa en 1974, sino en cuanto a las modalidades operativas, reducidas a la operatoria de contado. Las alzas de los años 1970 a 1974, basadas en una coyuntura económica nacional e internacional favorable, y en una política generalizada de desdoblamientos de capital sin desembolso o con desembolsos a la par, cuando las cotizaciones eran muy superiores, fueron acumulativamente desproporcionadas, y así se llegó a la gran paradoja de que a 31 de diciembre de 1974, la capitalización bursátil de la Bolsa española era la cuarta del mundo. La teoría nos dice que la existencia de operaciones de futuro habría suavizado el ciclo bursátil, y ello parece indudable, aunque no existen medios de probarlo. Pienso que, cuando en 1973 comienza la llamada crisis del petróleo, y empiezan a bajar con gran celeridad las cotizaciones en las Bolsas foráneas, y es el primer año, desde los cinco anteriores, en que en las nuestras se produce un importante saldo vendedor de operaciones de extranjeros, si hubiéramos contado con un mecanismo, el que fuera, de operaciones de futuro, nuestras Bolsas no hubieran continuado su absurda tendencia alcista. Asimismo, en la baja ininterrumpida desde abril de 1974 hasta diciembre de 1980, la existencia de estas operaciones habría introducido contrapartidas com-

pradoras que habrían mitigado las bajas e impedido un desplome tan espectacular de los volúmenes de contratación, con las consecuencias lógicas en el mercado, en el alejamiento del público inversor, en el estrechamiento de la base bursátil, etc., secuelas que hemos estado padeciendo hasta hace muy pocos meses.

Una vez implantado el Nuevo Sistema de Liquidación, se pensó que era imprescindible la reimplantación de la operatoria a plazo, y así se manifestaron las tres Bolsas nacionales en un memorándum conjunto presentado al Ministerio de Hacienda en el mes de septiembre de 1974.

A partir de entonces la Bolsa de Madrid estudió el sistema más apropiado para que, en su día, pudiera ser implantado en nuestras Bolsas, inclinándose hacia esquemas próximos al «modelo anglosajón», aunque sin descartar la alternativa de la reinstauración del plazo tradicional. En este sentido, se realizó un estudio que se remitió al Ministerio de Hacienda en abril de 1977, y un posterior memorándum elevado al Ministerio de Economía en julio de 1977.

Por O. M. de 4 de agosto de 1977 se creó la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, que en su informe de 12 de abril de 1978 se pronunció, también, por un sistema de préstamo de dinero y de títulos, basado en un mercado único de contado. Este informe ha sido el inspirador del sistema implantado por la O. M. de 10 de abril de 1981.

La aparición de la O. M. desató una viva polémica entre los profesionales del mercado

de valores. Se cuestionó si era conveniente para nuestras Bolsas la adopción de un sistema nuevo, sin precedentes en nuestros usos bursátiles, practicado solamente en las Bolsas con legislación de origen anglosajón, o hubiera sido mucho más adecuada la reinstauración del plazo, tal y como estaba previsto en el Reglamento de Bolsas.

Muchas son las razones que ha tenido el legislador para introducir el sistema de crédito, razones que han sido puestas de relieve, en numerosas ocasiones, por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid.

Entre ellas podemos destacar:

1.º Razones de economía legislativa, pues al estar basado el sistema en un mercado único de contado, solamente era preciso una O. M. que introdujera un sistema de crédito que potenciara el mercado de contado ya existente. Parecía, además, una extraña paradoja que el crédito, presente en todas las actividades económicas y comerciales, no lo estuviera en el mercado financiero por excelencia.

2.º Razones de economía de costos, pues la implantación del sistema tradicional, con su multitud de variantes operativas, y la complejidad de las posiciones, produciría enormes dificultades para su tratamiento informático, sobre todo en orden a procesar pocas operaciones en cada una de las variantes posibles, y con cambio de contado y de plazo.

3.º Razones derivadas de la evolución histórica de nuestro sistema financiero. En efecto, nace el Plazo en nuestras Bolsas en 1831.

En aquella época nuestro sis-

tema financiero estaba en sus inicios, y el sistema crediticio, muy rudimentario y escaso, era poco utilizado y llegaba a muy pocos sectores productivos. La Bolsa española adaptó el sistema francés, con un modelo operativo que se autofinanciaba a sí mismo, sin necesitar, por tanto, una corriente financiera externa a la propia operatoria bursátil. Quedaba, con ese sistema, la Bolsa en un compartimento estanco, desconectado de todo el resto del sistema financiero. Las fuertes oscilaciones de los tipos de interés, a partir de la década de los sesenta, inducen a pensar que es una necesidad ineludible la conexión de todos los mercados financieros, y, sin duda, el sistema de crédito bursátil enlaza a las Bolsas con el resto del sistema financiero, formando así un conjunto armónico.

4.º Razones técnicas de mercado. En la operatoria del plazo tradicional es imprescindible que las posiciones de compra y venta a plazo coincidan. Es decir, quien quiere comprar un valor a plazo debe encontrar en el mercado a alguien que quiera vender, también a plazo, esos mismos títulos. Esta condición *sine qua non*, derivada de la exigencia de toda relación bilateral exactamente contrapuesta para la formación de los cambios, lleva consigo una limitación lógica a su expansión. O la inmensa mayoría de los operadores se inclinan por realizar operaciones a plazo, como ocurre en la Bolsa de París, tomando el contado una importancia relativa mínima, o el mercado a plazo queda circunscrito a una operatoria de iniciados, sin implantación real en el mercado, y sin contribuir a la estabilidad de los cambios ni al en-

sanchamiento de la base operativa del mismo.

Algunos estudiosos de estos temas señalan que la dualidad de cambios —de contado y de plazo— que se da en la coexistencia de ambos mercados, es teóricamente conveniente en orden a conocer una orientación numérica o mensurable acerca de las tendencias previsibles a corto y medio plazo, respecto a la evolución de los cambios. La observación, pues, del *écart* entre la cotización del plazo y de contado, debe, teóricamente, proporcionar una información significativa. No obstante el «Informe Pérouse» de septiembre de 1980 sobre la modernización del mercado de valores francés, que se inclina por la unificación de los cambios de contado y de plazo, pone de relieve que en los años 1978 y 1979, en la Bolsa de París, el *écart* entre ambos fue:

- En el 18 por 100 de las sesiones bursátiles analizadas los cambios de contado fueron superiores a los de plazo en un promedio del 1,19 por 100.

- En el 26 por 100 de las sesiones, los cambios de contado fueron igual a los de plazo.

- En el 56 por 100 de las sesiones, los cambios de contado fueron inferiores a los de plazo en una medida del 1,33 por 100.

Y añade el informe que se puede observar que las diferencias entre los dos cambios, no solamente no proporcionaron una justa remuneración a la disponibilidad inmediata de fondos o de títulos (operación de contado), sino que, además, han sido producto más de desequilibrios propios de mercado que de manifestación de tendencias.

5.º La experiencia internacional pone de relieve que los usos

bursátiles anglosajones han cooperado a un desarrollo más importante de sus mercados en comparación con las Bolsas de legislación de inspiración francesa. Bien es verdad que ese desarrollo es, también, consecuencia del alcanzado por sus sistemas financieros, la libertad de movimientos de capital y la potencia de sus economías nacionales. Las tres Bolsas más importantes del mundo, la New York Stock Exchange, la de Londres y la de Tokio, tienen operatoria con crédito al comprador y vendedor.

En el NYSE las operaciones de *margin* y las *short sale* se practicaban de una forma anárquica antes de su regulación muy estricta en 1931. Algunos comentaristas de la época aconsejaban que se prohibieran las ventas en descubierto o *short sale* y que quedaran solamente como operaciones de crédito las de compra o *margin*. El entonces Presidente del NYSE, Mr. Simons, defendió, en una conferencia muy difundida, la necesidad de mantener las *short sale* como operatoria compensadora del ciclo bajista y medio técnico corrector necesario ante la precipitada y angustiosa caída de las cotizaciones. En el sistema americano, los *brokers* conceden un crédito de dinero o de títulos hasta un porcentaje, variable según las circunstancias del mercado, del importe de la operación. Este porcentaje cumple, además de la función de garantía para el *broker*, una función de instrumento de política bursátil y monetaria, al ser fijada su cuantía mínima por el Consejo de la Reserva Federal en función de la coyuntura monetaria y bursátil. (Actualmente está fijado en un 50 por 100 para las compras.)

Otro aspecto que conviene destacar, por su diferencia con el sistema español, es el reforzamiento de las garantías para el *broker*. En el sistema americano los títulos comprados quedan bajo la custodia del *broker* —a diferencia del sistema español en el que se entregan al cliente— mediante la modalidad fiduciaria del *street name*, lo cual hace posible, además, la disponibilidad por aquél de títulos para el préstamo en el *short sale*.

El procedimiento japonés es prácticamente igual que el americano. Su diferencia radica en el hecho de que los *brokers* no obtienen el crédito de títulos o de dinero directamente, sino a través de «Sociedades de Valores» que cumplen múltiples funciones en el mercado de valores japonés.

El sistema británico también es de características similares. La particularidad de éste, es que la liquidación de todas las operaciones se practica quincenalmente, y es el día de la liquidación cuando el *broker* puede conceder crédito para prorrogar la posición, a demanda del cliente.

Estos sistemas que, con ligeras variantes, son prácticamente iguales y que genéricamente podríamos denominar de «crédito al mercado» parecen imponerse en la evolución del resto de las Bolsas. Así, en la Bolsa de París, donde todavía existe la dualidad de la operatoria de contado y de plazo, su Cámara Sindical, elaboró un informe en 1976 que sigue las líneas generales del sistema hoy implantado en España, propugnando la supresión del mercado a plazo, y la introducción del crédito sobre la base del mercado al contado. Pero años más tarde, en

1979, la Cámara Sindical de París, cambió su planteamiento inicial y se inclinó, en un informe elevado al Ministerio de Finanzas el 30 de mayo de ese año, por la supresión de la dualidad de los cambios de contado y de plazo, si bien mediante la desaparición del mercado de contado. Propugnaba la simplificación de la operatoria de plazo y la introducción del crédito en la prórroga de las posiciones. Esta misma línea es la que sigue el ya citado Informe Pérouse de septiembre de 1980. No obstante, y quizás como consecuencia de los cambios políticos en el país vecino, no se ha producido la reforma anunciada y el sistema que definitivamente se elija está aún por definirse. Pero la tendencia parece suficientemente explícita.

En consecuencia, el sistema de crédito al mercado español es el primero que se implanta en las Bolsas europeas continentales. La expectación que ello ha ocasionado ha sido considerable. En la sesión de trabajo del Comité de las Bolsas de la CEE, celebrada en Londres el 29 de octubre de 1981, fue invitada la Bolsa de Madrid a hacer una exposición de su funcionamiento y de sus notas más características.

Características diferenciadoras del sistema español

El régimen de crédito de dinero y de títulos que introduce la O. M. de 21 de abril de 1981, presenta bastantes puntos de coincidencia con el primitivo proyecto de 1976 realizado por la Bolsa de París. Es muy similar al sistema americano y al

japonés, pero con algunas diferencias no fundamentales para la operatoria, pero sí destacables en cuanto a sus características intrínsecas. En nuestra legislación y práctica mercantil, no existe el depósito fiduciario —*street name*— que facilita toda la operatoria financiera. Por consiguiente, en nuestro sistema ha habido que salvar esta carencia que da, en el sistema americano, un reforzamiento de las garantías y posibilita la obtención de títulos para las ventas a crédito. Ello se ha intentado dando importantes facultades a las Juntas Sindicales en cuanto a las garantías, organización y control de las operaciones, al mismo tiempo que se ha limitado el horizonte temporal de las mismas al plazo máximo de tres meses, contando con las dos prórrogas posibles legalmente. Al acortar el horizonte temporal, se ha querido seguir una política cautelosa de seguimiento de las operaciones y limitar en el tiempo la incertidumbre de su cumplimiento. A esta misma preocupación responde también el hecho de que el cliente firme, en el momento de dar la orden, otra irrevocable de sentido contrario, que sería ejecutada por el agente en caso de incumplimiento.

La no existencia del depósito fiduciario origina, además, problemas para obtener préstamos de títulos para las ventas a crédito. Se están resolviendo mediante la firma de contratos con sociedades de inversión y otras instituciones, por los que se comprometen al préstamo de determinados valores mediante una remuneración. Pero la dificultad mayor se presenta en el caso de la operatoria con títulos nominativos. El depósito fi-

duciario practicado en la Bolsa de París a través del Sicovam, en las alemanas a través de las Kassenverein, y de los específicos sistemas inglés y americano, y asumido plenamente por las emisoras españolas que cotizan títulos en Alemania y París, permite la liquidación y el préstamo de esta clase de títulos sin más problemas que los al portador. Actualmente se está estudiando la posibilidad del tratamiento de los títulos nominativos en el sistema de crédito mediante fórmulas informáticas y acuerdos con las entidades emisoras que permitan salvar las dificultades que, en principio, se han encontrado.

Otra de las características diferenciadoras de nuestro sistema radica en la obtención de fondos para la financiación de las compras a crédito. Mientras que los *brokers* americanos e ingleses obtienen directamente del mercado monetario o de los depósitos de sus clientes los fondos de financiación, en España son las Juntas Sindicales las encargadas de tal función. La razón obvia para esta solución, radica en las diferencias de dimensión de las casas de *brokers* con las de los agentes españoles, cuyo reducido volumen operativo les impediría acudir al mercado monetario para la obtención individualizada de pequeñas partidas. Al conceder esta función a las Juntas Sindicales, se consolidan todas las posiciones compradoras a crédito de todos los agentes y se puede negociar una suma usual a las utilizadas en el tráfico del mercado monetario. El acceso de las Juntas Sindicales al mercado interbancario, ha sido regulado por circular del Banco de España.

Otra importante diferencia es

la simetría. En el sistema americano el tiempo de diferimiento es asimétrico, siendo mayor en las compras, que no tienen plazo determinado, que en las ventas, que se suele hacer por un plazo notablemente menor. El sistema español asegura una completa simetría en compras y ventas.

También en el sistema americano, la diferencia entre el importe de la compra y el porcentaje dado en garantía, no es financiado a crédito en su totalidad. En general, el crédito oscila entre el 10 por 100 y el 60 por 100 del importe de la compra. Por otro lado, como en el sistema americano cada *broker* negocia las condiciones del crédito, puede haber, y de hecho las hay, diferencias de unas a otras, mientras que en el sistema español las condiciones son iguales para todos. Para el inversor es, por lo tanto, más cierto y transparente el sistema español.

Así pues, puede afirmarse que nuestro sistema es más simétrico, más homogéneo y con mayor apalancamiento financiero que el americano.

Como vemos, todas estas características diferenciadoras de nuestro sistema son, por así decir, de orden interno. En la práctica, cara al inversor, la operatoria es exactamente igual que en los otros sistemas. La operación se efectúa al contado, se liquida como las operaciones de contado, y al cambio o cambios de la sesión, sin que exista dualidad de cambios. El cliente puede elegir la modalidad de crédito, en cuyo caso se le cargan los gastos e intereses de los fondos prestados, y puede abandonar la operación dando orden de sentido inverso.

Funcionamiento del sistema de crédito al comprador y vendedor

El sistema desarrollado por la O. M. de 21 de abril de 1981, comenzó a funcionar, en la Bolsa de Madrid, el día 16 de junio, con 15 valores al portador de cotización calificada. El día 20 de octubre de 1981 se amplió la base operativa en otros siete valores más, también al portador y de cotización calificada.

El funcionamiento se puede esquematizar en los siguientes puntos:

1.º La contratación de todas las operaciones se efectúa en régimen de contado, con cobertura de dinero o de títulos que permita el diferimiento de las posiciones a crédito, obtenida por la Junta Sindical previa consolidación de las posiciones de cada uno de los agentes. La operación es, como mínimo, de 500 títulos o múltiplo de esa cantidad.

2.º Especificación en la orden de compra o de venta, del carácter de operación de crédito y suscripción de una orden irrevocable de signo inverso.

3.º Pago de unas garantías mínimas, fijadas inicialmente en el 25 por 100, que han de ser aportadas por los compradores y vendedores a crédito al agente encargado de cumplimentar la orden, para su depósito en la Junta Sindical. Aunque todavía no se ha practicado, está prevista la posibilidad de que el vendedor a crédito entregue títulos en garantía, en vez de depósito en dinero.

Las garantías han de reponerse cuando se produce una modificación superior al 10 por 100 en la cotización de los valores

objeto de la contratación a crédito, para asegurar la suficiencia del depósito efectuado para la cobertura de los riesgos de la operación.

4.º La operación de crédito puede ser hasta el fin del mes corriente o del mes siguiente, según la operación se haya realizado antes o después del día 15 de cada mes, con la posibilidad de solicitud por el cliente de hasta dos prórrogas, de un mes cada una.

5.º La operación de crédito puede ser liquidada cualquier día después de la contratación, aunque no haya llegado el término de la misma, a voluntad del cliente.

6.º Los derechos accesorios a los títulos son atribuidos a los compradores a crédito, cargándose el importe de los mismos a los vendedores a crédito.

En los cuadros núms. 1 y 2 se presenta un esquema de una operación de compra a crédito y otra de venta a crédito. En esos ejemplos, se ha escogido, con datos reales, una operación de compra y otra de venta, en las que en el período de vigencia se produce una prórroga, una ampliación de capital y un pago de dividendos, y en ellos se puede contemplar toda la incidencia contable de ambas operaciones.

Singular consideración merece el hecho de que, entre la fecha de contratación de la operación y la de la cancelación de la posición, se hubieran devengado derechos económicos de los títulos contratados. En el caso de que se pague un dividendo, no existe problema alguno: su importe se le abona al comprador, y, en su caso, a los cedentes de títulos, y se le carga al vendedor. El problema

surge cuando se trata de derechos de suscripción que, al no tener un valor fijo y predeterminado, obligan a realizar la simple «puesta a disposición» de los derechos correspondientes, lo cual se efectúa mediante un sistema de cargos y abonos que realiza el servicio denominado SERLIDE.

El funcionamiento del mercado con crédito, exige por parte de los inversores un esfuerzo suplementario en el análisis del mercado en cuanto a la elección adecuada de los momentos en que conviene actuar. El mercado usual de contado da, por decirlo de alguna manera, más posibilidades para tomar decisiones en el instante, pues la subida o bajada en una cotización no supone la ganancia o pérdida necesaria para exigir esa atención. Sin embargo, en el mercado con crédito, leves incrementos o decrementos en los cambios pueden suponer pasar de una situación favorable a otra desfavorable. Y ello es así, porque el crédito, al introducir el factor económico tiempo, modifica los costes iniciales de la operación en función del mismo.

La utilización del sistema de crédito ocasiona unos gastos que son, fundamentalmente, los recargos por diferimiento, ya sea de dinero o de títulos. El préstamo de dinero tiene unos costes parecidos a los del dinero interbancario, que son significativos. Sin embargo, el coste del préstamo de títulos, excepto en situaciones excepcionales, es nulo o relativamente muy pequeño.

El cuadro n.º 3 da una idea de las modificaciones en los cambios que son necesarias para cubrir los gastos a distin-

tos precios de dinero y del préstamo de títulos. De su examen se puede concluir que lo importante es acertar en la evolución del mercado, pues los gastos no son dirimientes en el éxito de la operación. En efecto, una variación de la cotización del 5 por 100 en los cambios absorbe todos los gastos de compra a un tipo de interés de alrededor del 20 por 100, y una variación a la baja del 1 por 100 es suficiente para cubrir los gastos de la operación de venta, en el supuesto de no cobrar recargo por el préstamo de títulos. En ambos casos, el cálculo está hecho agotando las dos prórrogas posibles.

Si lo importante de la operatoria con crédito es, precisamente, prever la evolución del mercado, se infiere que en esta operatoria, más que en ninguna otra, se precisa del asesoramiento de los profesionales. Adquiere así especial relieve el análisis de las tendencias, su formación, desarrollo y cambio. Naturalmente, este tipo de análisis ha de basarse en datos empíricos y razonamientos sobre el comportamiento de los inversores en el mercado.

Es forzoso hacer referencia a Charles H. Dow, que dio a conocer su teoría sobre las tendencias del mercado; teoría que podríamos resumir de la siguiente forma:

El comportamiento de un título responde a varios componentes que podríamos describir como:

1. Una tendencia a largo plazo que nos puede indicar el carácter alcista, bajista u oscilante en el comportamiento del valor. Estos largos plazos pueden llegar a ser relativamente cortos, y ello dependerá de las condicio-

CUADRO 1

FECHA	Suceso Decisión	Conceptos	C A J A		CUENTA EFECTIVO		CUENTA DE TITULOS		T R A M I T E S
			Cobros	Pagos	Cargos	Abonos	Cargos	Abonos	
4-XI-80	COMPRA Cotizac.: 67,50	Principal del crédito		338.000,0		1.012.000,0	4.000 Títs.		Orden de compra. Orden irrevocable de venta. Recepción del recibo garantías ini- ciales.
		Garantías iniciales		1.518,0					
		Comisión apertura 1		6.000,0					
		Corretajes		1.485,0					
		Póliza							
		Recargo difer. 1				10.390,0			
		Acumulación		347.603,0		1.022.390,0			
26-XI-80	PRORROGA Cotizac.: 65,25	Recargo difer. 1		10.390,0	10.390,0				Solicitud de prórroga.
		Comisión apertura 2		1.518,0					
		Recargo difer. 2				13.323,5			
		Acumulación		358.911,0	10.390,0	1.035.613,5			
5-XII-80	AMPLIACION Valor teórico del derecho: 7,75 Ptas.	Derechos	31.000				4.000 Dchos.	4.000 Dchos.	Venta de derechos o suscripción de nuevas acciones.
		Acumulación	31.000	358.911,0	10.390,0	1.035.613,5			
26-XI-80	1.ª OPCION CANCELA. NORMAL Cotizac.: 71,5	Principal del crédito		1.012.000,0	1.012.000,0			4.000 Títs.	Recepción de la póliza el jueves de la semana siguiente a la de can- celación. Rentabilidad de la operación: 22,69 por 100.
		Recargo difer. 2		12.223,5	13.223,5				
		Acumulación	31.000	1.384.134,5	1.035.613,5	1.035.613,5			
26-XI-80	2.ª OPCION PRORROGA Cotizac.: 71,5	Recargo difer. 1		13.223,5	13.223,5				Solicitud de prórroga.
		Comisión apertura 3		1.518,0					
		Recargo difer. 3				17.120,0			
		Acumulación	31.000	373.652,5	23.613,5	1.052.733,5			
1-1-81	DIVIDENDO 25 Ptas. por título	Dividendo			100.000,0				
		Acumulación	31.000	373.652,5	123.613,5	1.052.733,5			
2-1-81	CANCELA. ANTICIPADA Cotizac.: 63	Principal del crédito		1.012.000,0	1.012.000,0			4.000 Títs.	Solicitud de cancelación. Recepción de la póliza el jueves de la semana siguiente a la de la can- celación. Rentabilidad de la operación: 2,47 por 100.
		Recargo difer. 3		3.423,9	17.120,0				
		Dividendos	100.000			100.000,0			
		Acumulación	131.000	1.389.076,4	1.152.733,5	1.152.733,5			

OPERACION BASE:

Compra a crédito de 4.000 Títulos X

el día 4-XI-80 al 67,50 por 100.

Importe global: 1.350.000 pesetas.

CUADRO 2

FECHA	Suceso Decisión	Conceptos	C A J A		CUENTA EFECTIVO		CUENTA DE TITULOS		TRAMITES
			Cobros	Pagos	Cargos	Abonos	Cargos	Abonos	
4-XI-80	VENTA	Títulos Garantías iniciales Comisión apertura 1 Corretajes Comisión prést. títs. 1		338.000 2.025 6.000	1.350.000 338.000			4.000 Títs.	Orden de venta. Orden irrevocable de compra. Recepción del recibo de garantías inicial.
		Acumulación		346.025	1.688.000				
29-XI-80	1.ª OPCION: CANCELA. NORMAL Cotizac.: 62,25	Títulos Devolución de garantías Comisión prést. títs. 1	1.350.000 338.000			1.350.000 338.000		4.000 Títs.	Entrega de referencias técnicas al Agente Mediador o Entidad ordenantes. Rentabilidad de la operación: 8,54 por 100.
		Acumulación	1.688.000	346.025	1.688.000	1.688.000			
28-XI-80	2.ª OPCION: PRORROGA Cotizac.: 62,25	Comisión apertura 2 Comisión prést. títs. 1 Comisión prést. títs. 2		2.025					Solicitud de prórroga.
		Acumulación		348.050	1.688.000				
3-XII-80	AMPLIACION Valor teórico del derecho: 7.75 Ptas.	Derechos		31.000				4.000 Dchos. 4.000 Dchos.	Compra de derechos.
		Acumulación		379.050	1.688.000				
26-XII-80	PRORROGA Cotizac.: 71,5	Comisión apertura 3 Comisión prést. títs. 2 Comisión prést. títs. 3		2.025					Solicitud de prórroga.
		Acumulación		381.075	1.688.000				
1-I-81	DIVIDENDO 25 Ptas. por título	Dividendo				100.000			
		Acumulación		381.075	1.688.000	100.000			
1-I-81	REPOSICION DE GARANTIAS Cotizac.: 63	Reposición de garantías		10.000	10.000				Recepción del recibo de garantías complementarias.
		Acumulación		391.075	1.698.000	100.000			
30-I-81	CANCELA. NORMAL Cotizac.: 65	Títulos Devolución de garantías Comisión prést. títs. 3 Dividendos	1.350.000 348.000			1.350.000 348.000		4.000 Títs.	Entrega de referencias técnicas al Agente Mediador o Entidades ordenantes. Rentabilidad de la operación: 20,47 por 100.
		Acumulación	1.698.000	491.075	1.798.000	1.798.000			

OPERACION BASE:

Venta con crédito de 4.000 Títulos X al 67,50 por 100 el día 4-XI-80.

Importe global: 1.350.000 pesetas.

CUADRO N.º 3

**PERDIDAS NECESARIAS (PORCENTUALES) EN LA COTIZACION PARA CUBRIR
LOS GASTOS OCASIONADOS POR UNA COMPRA A CREDITO (*)**

DURACION DE LA OPERACION	SIN COMISION PRESTAMO TITULOS	CON COMISION PRESTAMO TITULOS					
		1	2	3	4	5	6
Hasta la 1.ª prórroga	-0,40 (1)	-0,48	-0,57	-0,65	-0,73	-0,82	-0,90
	-0,50 (2)	-0,50	-0,75	-0,75	-0,75	-1,00	-1,00
Hasta la 2.ª prórroga	-0,55	-0,72	-0,88	-1,05	-1,22	-1,39	-1,55
	-0,75	-0,75	-1,00	-1,25	-1,25	-1,50	-1,75
Duración máxima	-0,70	-0,95	-1,20	-1,45	-1,70	-1,95	-2,20
	-0,75	-1,00	-1,25	-1,50	-1,75	-2,00	-2,25

Todos los datos en %.

(*) Calculadas sobre una operación base de 1.000.000 de pesetas y cotización 100 por 100.

(1) Pérdida efectivamente necesaria.

(2) Pérdida mínima en la cotización que permite cubrir la pérdida necesaria.

**GANANCIAS NECESARIAS (PORCENTUALES) EN LA COTIZACION PARA CUBRIR
LOS GASTOS OCASIONADOS POR UNA COMPRA A CREDITO (*)**

DURACION DE LA OPERACION	TIPO DE INTERES DEL CREDITO	12	13	14	15	16	17	18
Hasta la 1.ª prórroga	12	1,23 (1)	1,30	1,36	1,42	1,48	1,55	1,61
	13	1,25 (2)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75
Hasta la 2.ª prórroga	12	2,10	2,22	2,35	2,47	2,60	2,72	2,85
	13	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75	2,75	3,00
Duración máxima	12	2,96	3,15	3,33	3,52	3,71	3,90	4,08
	13	3,00	3,25	3,50	3,75	3,75	4,00	4,25

Todos los datos en %.

(*) Calculado sobre una operación base de 1.000.000 de pesetas y cotización 100 por 100.

(1) Ganancia efectivamente necesaria.

(2) Ganancia mínima en la cotización que permite cubrir la ganancia necesaria.

nes de estabilidad propia y del entorno.

2. Unos movimientos bruscos a medio plazo recortan la marcha de la tendencia general.

3. Las oscilaciones que con carácter general aparecen en cualquier zona de la marcha de las cotizaciones y que sirven de reajustes en el corto plazo.

Hay que hacer notar que las nociones de largo, medio y corto plazo son relativas y suelen estar muy relacionadas con las condiciones de estabilidad propias de las empresas y, por supuesto, del entorno político-económico en el que se desenvuelven.

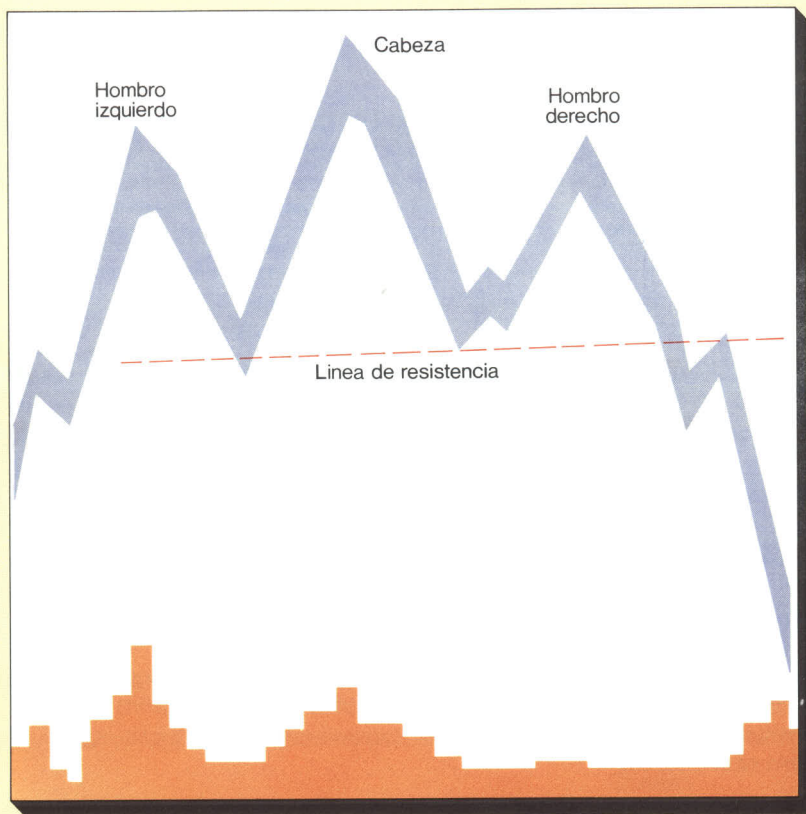
Normalmente, y como indicativo anexo, se da el que la contratación acompaña a la marcha

de la tendencia, de manera que el volumen contratado aumenta a medida que la tendencia se va reafirmando, mientras que si la tendencia empieza a cambiar, sucederá que el mercado (inversores) quedará a la espera de la nueva línea que marque el funcionamiento.

El punto esencial desde esta forma de análisis (que llega a convertirse casi en visual) con-

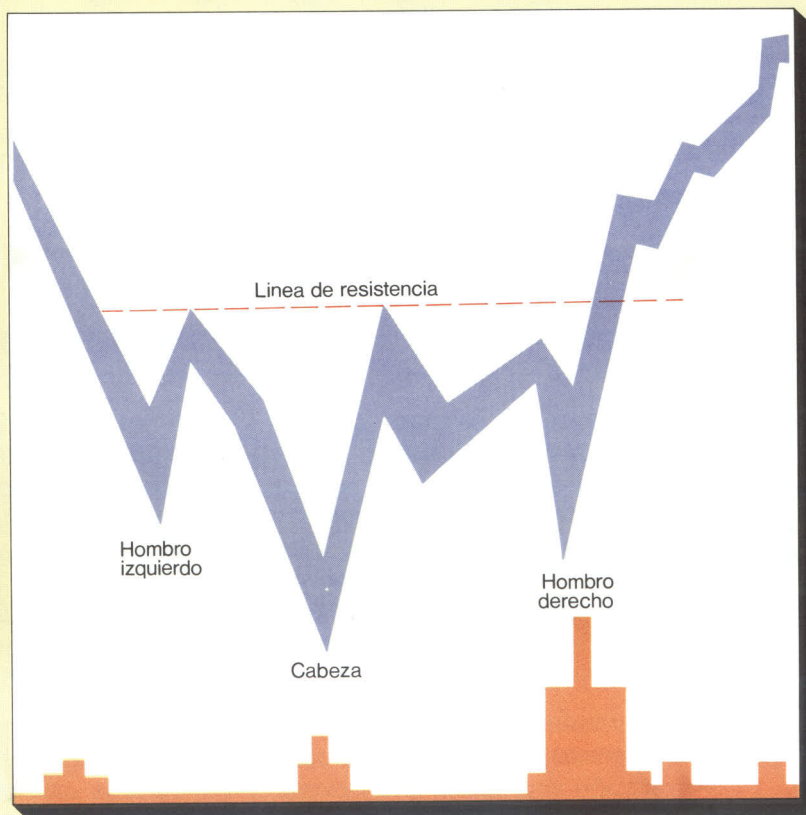
GRAFICO 1. FORMACIONES SIMPLES DE ESTRUCTURA DE HOMBROS Y CABEZA

ALZA - BAJA



Cotizaciones
Volumen de Contratación

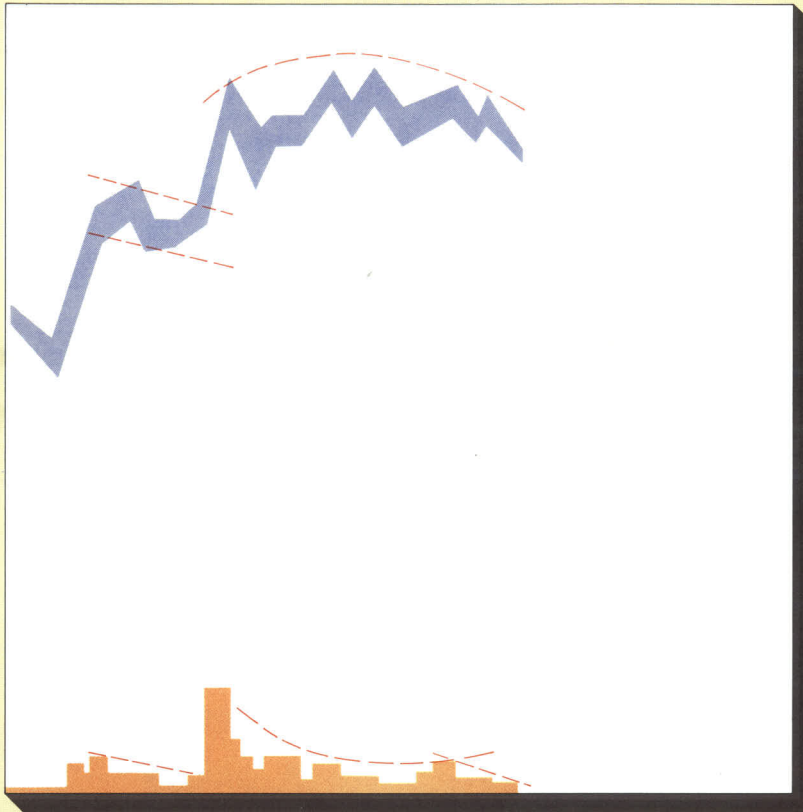
BAJA - ALZA



Cotizaciones
Volumen de Contratación

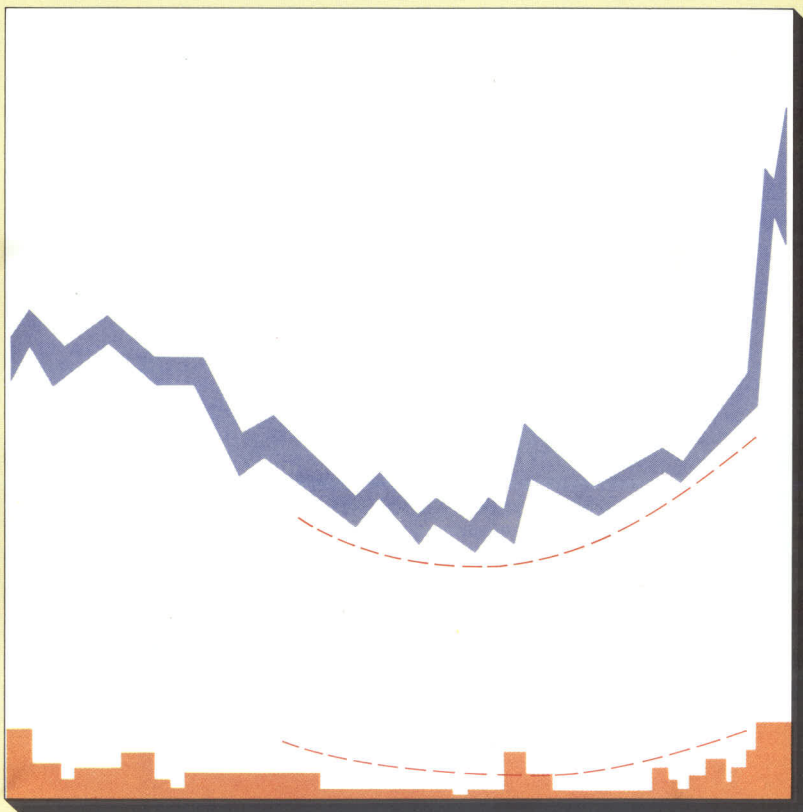
**GRAFICO 2.
FORMACIONES MÚLTIPLES
DE HOMBROS Y CABEZA (ARCOS)**

ARCO
SUPERIOR



Cotizaciones
Volumen de Contratación

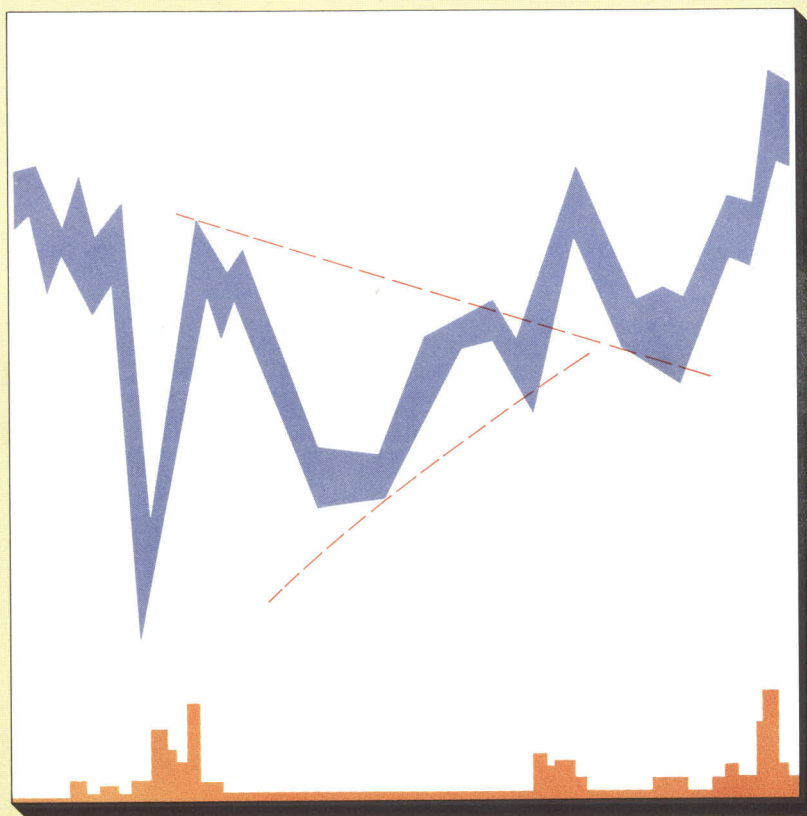
ARCO
INFERIOR



Cotizaciones
Volumen de Contratación

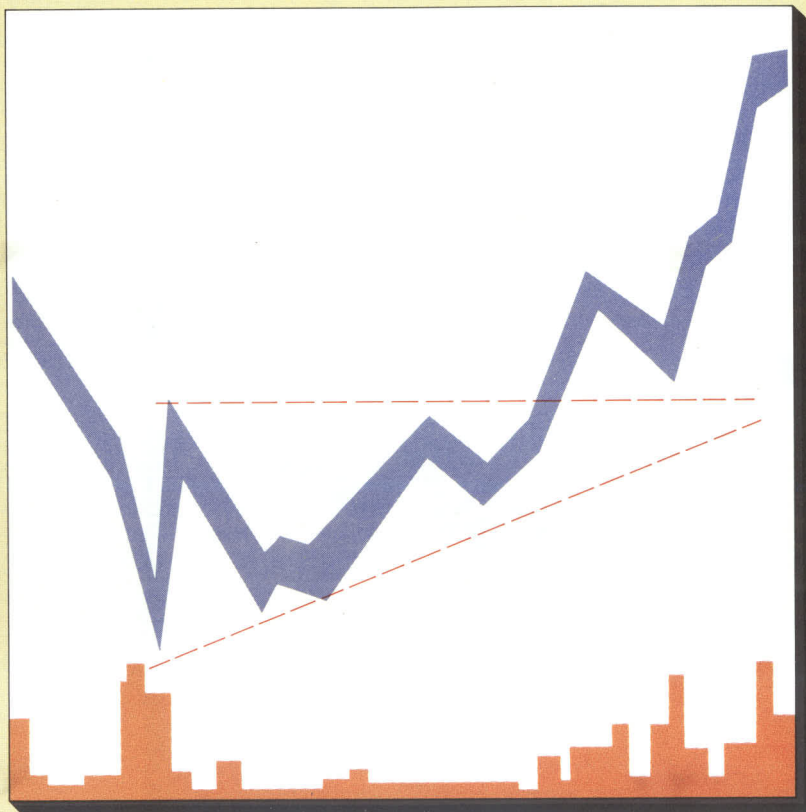
GRAFICO 3. FORMACIONES DE TRIANGULOS SIMETRICOS Y RECTANGULOS

SIMETRICO



Cotizaciones
Volumen de Contratación

RECTANGULO



Cotizaciones
Volumen de Contratación

siste en poder identificar cuándo una tendencia empieza a sustituir a la anterior y si la nueva tendencia se reafirma en su marcha. Las formas o mecanismos en que se producen estos cambios de tendencia configuran gráficamente unos esquemas generales de los que con la experiencia pueden llegar a sacarse conclusiones.

Las formaciones típicas más usuales son las llamadas formaciones simples de «hombros y cabeza», formaciones múltiples de hombros y cabeza o de arcos, y las formaciones de triángulos simétricos y rectángulos. (Ver gráficos núms. 1, 2 y 3.)

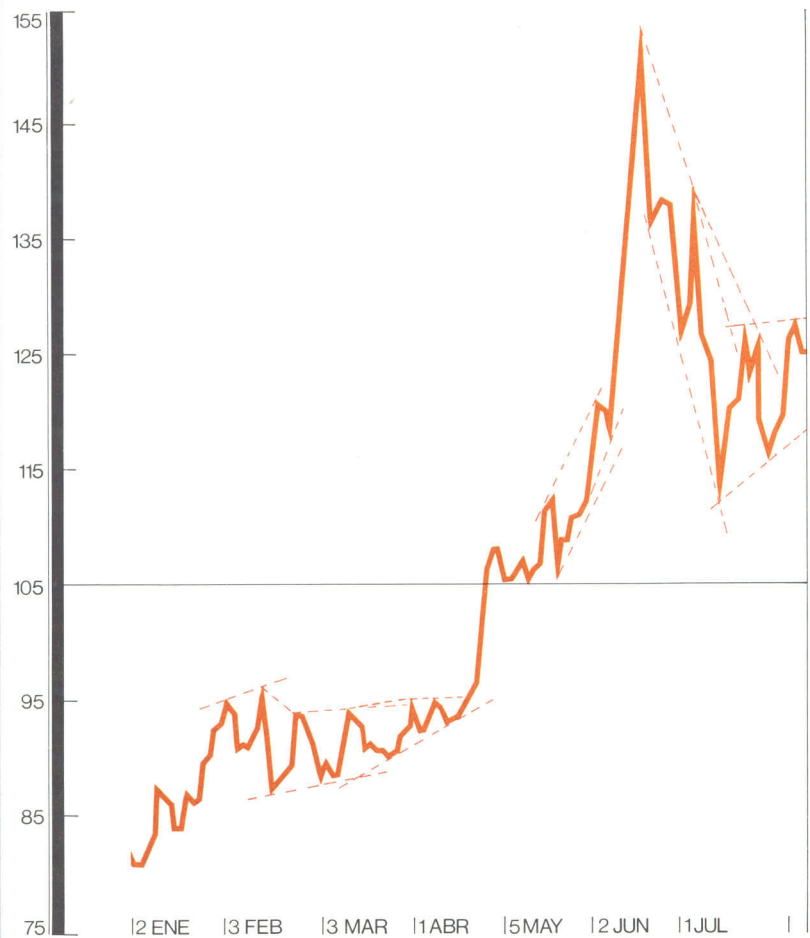
El mayor problema para el reconocimiento de la formación, consiste en que normalmente no se presentará de una forma tan clara, sino que marcará líneas con pendiente positiva o negativa, llegando incluso a hacer poco reconocible la estructura.

Por otra parte, normalmente no se presentan en forma pura, por lo que las formaciones más usuales son las de «arcos». Los cambios de tendencia se ponen de manifiesto mediante unas curvas de pendiente suave que, a su vez, puede ser descompuesta en pequeños componentes, muchos de los cuales serán de hombro y cabeza.

La contratación acompaña lógicamente este tipo de formaciones de curvas, y, a modo de ejemplo, en el caso de una curva ascendente, que marca un cambio de tendencia de bajista a alcista, se realiza, en el ejemplo de los gráficos, de una manera suave.

La contratación comenzaría en una situación bajista, en la

**GRAFICO 4.
COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE
LA COMPAÑIA ESPAÑOLA DE PETROLEOS
(CEPSA). 1981**



que la oferta es, en principio, escasa y cada vez más escasa conforme descienden los cambios, y la demanda en la misma situación. Por tanto, poco a poco, la tendencia se va paralizando hasta ser horizontal, dando lugar al mínimo del arco. Es en esta situación donde puede empezar a aflorar la demanda, tirando de los cambios hacia arriba, incluso de forma brusca, que van haciendo que la contratación vaya creciendo, ya en una situación alcista de los cambios.

El detectar estas formaciones vuelve a ser cuestión de experiencia y observación del comportamiento del mercado. Y la mayor dificultad, lógicamente, reside en descubrir un cambio de tendencia. Lo normal es que ello no pueda conocerse, si no es cuando dicha nueva tendencia ya ha sido confirmada, perdiendo por tanto unos enteros en la toma de posiciones, e incluso corriendo el riesgo de que ya sea tarde.

Hay una técnica para recono-

cer la consolidación de tendencias, que se basa en la formación de triángulos.

La estructura de triángulos se basa fundamentalmente en un movimiento de los precios de manera que, manteniendo una tendencia fija, ofrece ligeros descensos o recesiones, con cambio leve de tendencia, para a continuación volver a reemprenderla. Cuando varios de estos descensos se suceden en una misma tendencia, cada uno de ellos queda por encima del anterior, en el caso de tendencia alcista, o bien cada uno por debajo del precedente, en el caso bajista.

Como ejemplo de lo anterior, podemos ver en el gráfico 4 el comportamiento de las acciones de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA). Vemos cómo en la zona de febrero a mayo han ido apareciendo sucesivos triángulos, para acabar por último formando un triángulo rectángulo (línea superior perpendicular al eje OY) con oscilaciones cada vez más débiles.

Posteriormente, pueden verse ligeros atisbos de algún nuevo triángulo no concluido y roto con una subida espectacular a mediados de junio. Tras la subida aparece un triángulo con vértice en el pasado, que va dando lugar a oscilaciones cada vez más amplias. Por último, parece formarse un triángulo rectángulo que habrá que esperar algunas sesiones para confirmar su culminación o rotura.

Vamos a analizar ahora, aunque sea someramente, cómo ha sido el comportamiento de las operaciones de crédito al mercado desde su implantación en la Bolsa de Madrid el 16 de junio, teniendo en cuenta los análisis de tendencias, o bien si se

CUADRO N.º 4
CONTRATACION DE TITULOS CON EL SISTEMA DE CREDITO
(En millones de pesetas)

	Compras	Ventas	β
Deuda	18,45	—	—
Electra de Viesgo	9,2	13,8	1,2
Fecsa	123,5	17,0	0,8
Fenosa	13,7	2,1	0,7
Hidroila	116,9	25,2	1,4
H. Cataluña	9,7	0,3	0,9
Iberduero	40,7	8,5	0,4
Sevillana	71,0	3,8	0,7
Unión Eléctrica Em. 51	56,8	7,3	1,1
Dragados	80,8	38,3	2,0
Vallehermoso	55,4	21,0	1,6
Energías	44,9	14,8	1,8
Explosivos	125,7	20,8	1,7
Petróleos	60,1	40,1	1,0
Telefónicas	103,2	75,0	1,2
TOTAL	943,1	287,4	

han comportado de una forma errática sin análisis técnico alguno.

Bien es verdad que este análisis parte de una limitación previa, y es la pequeña incidencia que todavía ha tenido esta operatoria en el volumen de contratación. En efecto, la contratación a crédito de los distintos valores admitidos en este sistema, desde el día 16 de junio al 16 de octubre, fue como se expone en el cuadro n.º 4.

En este período, como vemos, se han contratado algo más de 1.200 millones de pesetas en el sistema de crédito, que representaron, según los valores, entre el 10 y el 16 por 100 del volumen total contratado. Conviene poner de relieve que, si bien en términos absolutos la contratación ha sido muy reducida, en términos relativos es bastante aceptable. En efecto, de 20 valores contratados en la Bolsa de Nueva York con características bursátiles si-

milares a los incluidos en el sistema de crédito al mercado en la Bolsa de Madrid, nos encontramos con que el volumen de operaciones a crédito representa un promedio del 15 por 100 de la contratación total de esos valores. En la Bolsa de Tokio el promedio de las operaciones a crédito, en cuanto al total del mercado, ha sido en los tres últimos años alrededor del 26 por 100 del total. Aunque estas cifras relativas son aceptables, lo cierto es que aún se está muy lejos de las posibilidades de este mercado, y se puede pensar que la introducción de valores nominativos (que representan alrededor del 65 por 100 de la contratación total de la Bolsa de Madrid) dará un impulso a esta operatoria, y asimismo conforme se vaya divulgando el sistema y sea más conocido por el público, y los intermediarios financieros den mayor atención a esta clase de operaciones, su volumen crecerá de forma espectacular.

**GRAFICO 5.
INDICE 1981**



**GRAFICO 6.
INDICE 1981**



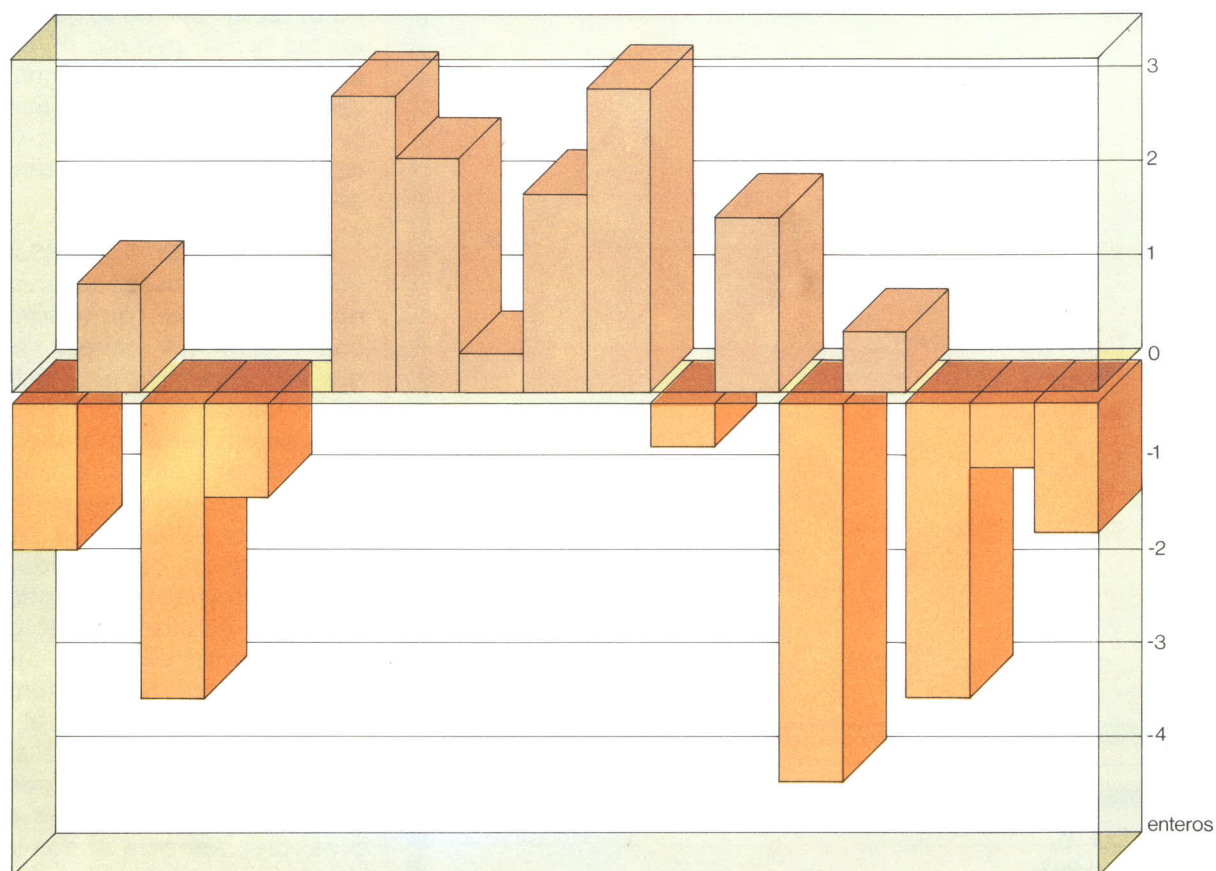
En los gráficos 5 y 6 podemos observar la evolución del índice general de la Bolsa de Madrid durante 1981 hasta el 16 de octubre; del 16 de junio a la misma fecha, período en el que comienza a operarse con las operaciones de crédito al mercado, y en el gráfico 7 la variación semanal del índice durante ese mismo período.

A simple vista, y sin más disquisiciones teóricas, observamos que sigue una formación del tipo hombros y cabeza, en el que sería, en principio, fácil detectar los cambios de tendencia y consecuentemente poder emplear la operatoria a crédito, procedimiento idóneo para que el operador se cubra en su posición ante los cambios de tendencias previstos. Sin embargo, podemos observar en el gráfico 8 la evolución de la contratación semanal del crédito al mercado del 16 de junio al 9 de octubre. En dicho gráfico podemos observar una cifra comparativa muy importante de compras, precisamente al comienzo de este tipo de operatoria, cuando ya claramente se observa en los gráficos anteriores el cambio de tendencia alcista. Se puede observar asimismo la poca utilización de las ventas a crédito, aun en momentos de iniciarse una clara tendencia bajista.

Según se observa en el gráfico de evolución del índice general, las oscilaciones hubieran permitido entrar en el sistema con una ganancia apreciable tanto en compras como en ventas, aprovechando los movimientos más largos de subida y de bajada y no sólo los picos en oscilaciones intermedias.

Teóricamente, los mejores valores para entrar, puesto que todos tienen un coeficiente de

GRAFICO 7.
VARIACION SEMANAL DEL INDICE



volatilidad positivo, hubieran sido los de coeficiente más elevado, que significa que siguen la tendencia general del mercado pero con mayor intensidad y, por tanto, con mejores posibilidades de ganar tanto al alza (compra) como a la baja (venta). (Ver cuadro n.º 4.)

En el resumen total de operaciones con crédito al mercado se observa un monto muy superior en compras (943,1 millones) que en ventas (287,4 millones). Como, por otro lado, los β de todos los títulos son positivos y tienen por tanto un comportamiento uniforme res-

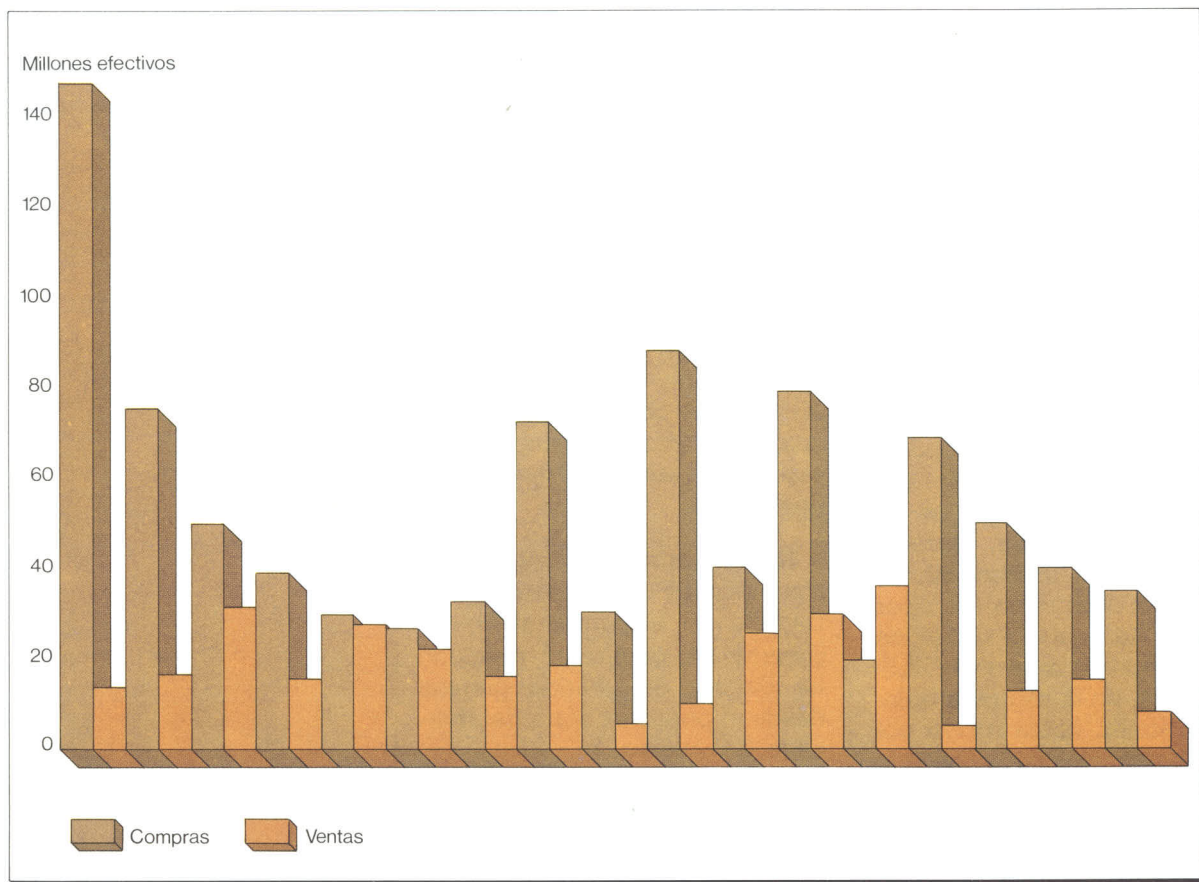
pecto al mercado, no hay posibilidad de compensación por movimientos contrarios. Es decir, teóricamente habría que haber entrado en compras y ventas para todos los títulos en el mismo momento y las cifras deberían ser semejantes. De donde se deduce una mayor resistencia a operar vendiendo.

En el mismo gráfico de evolución del índice general pueden fácilmente señalarse, coincidiendo con las mayores diferencias, los mejores movimientos para entrar o salir aprovechando el ciclo al máximo puesto que, teóricamente, cuando

el mercado está en tendencia bajista continuada y puede pensarse en un cambio de tendencia, sería el mejor momento para entrar comprando a crédito, y al revés.

Por los rasgos del gráfico se distinguen, en el período de funcionamiento del sistema de crédito al mercado, dos cambios de tendencia. El mercado comienza a funcionar el 16 de junio, cuando la subida había sido muy fuerte y, por tanto, era previsible un descuento de posiciones. La decisión racional hubiera sido entrar en venta. A primeros de julio se produce un

**GRAFICO 8.
CONTRATACION SEMANAL
DE CREDITO AL MERCADO, 16 DE JUNIO A 9 DE OCTUBRE**



cambio de tendencia y se inicia una escalada con ligeros descuentos intermedios hasta primeros de septiembre, el índice gana 15 puntos y los valores incluidos en el sistema de crédito al mercado registran importantes oscilaciones. A pesar del interés que se fijó para esta época (1,5 por 100 mensual) hubiera resultado muy rentable entrar en compras, en los títulos con mayores posibilidades de oscilación.

Cuando a primeros de septiembre se produce un freno del

alza y el mercado empieza a descender, una buena decisión hubiera sido vender con el sistema de crédito, eligiendo para salir el momento en que el mercado estuviera indicando signos de recuperación para aprovechar la máxima ganancia o cualquier punto intermedio de la caída, si el inversor que entró vendiendo tenía aversión por el riesgo.

De hecho, en una Bolsa como la actual, donde los ciclos son cortos y el avance siempre tiene retrocesos, es fácil operar con el sistema consiguiendo re-

sultados favorables y sin excesivos riesgos de pérdida. Eso sí, hay que elegir el momento y mantener la posición para asegurarse un beneficio que pueda llegar a ser sustancioso. Si hasta ahora las operaciones han sido escasas, puede deberse, sin duda, a la resistencia a entrar en un mecanismo nuevo al que el inversor no está acostumbrado, o bien a la reticencia del inversor institucional a entrar en el sistema.

En cuanto a la Deuda Pública incluida en el sistema, lo exi-

guo de la operatoria, 18,4 millones en cuatro meses, de los que sólo en julio se contrataron 13,8 millones, demuestran su poca utilización como instrumento de cobertura.

Indudablemente, para cubrirse ante posibles variaciones de los tipos de interés, resulta más barato operar con futuros. Pero, sin duda, el mayor coste del sistema de crédito no justifica tampoco una utilización tan escasa.

De hecho, en operaciones especulativas, la Deuda sólo funciona cuando se prevé una variación significativa de los tipos de interés, comprando Deuda a crédito si se supone que van a bajar y vendiéndola si se supone que van a subir. Durante el período de funcionamiento del sistema de crédito los tipos de interés han estado oscilando desde su punto más alto (18,5-19 por 100), en la segunda quincena de junio, hasta un 16 por 100 a finales de julio, volviendo a subir en agosto hasta un 17,5 por 100 y situándose en un ligero descenso durante el mes de septiembre a un 16 por 100.

Estos movimientos de los tipos de interés no tienen la correspondiente incidencia en el mercado de Deuda con crédito, donde en agosto y septiembre no se realizaron operaciones y, por otro lado, tampoco se ha registrado ninguna operación vendedora cuando los tipos de interés estaban funcionando al alza.

De este ligero análisis parece deducirse que la operatoria de crédito al mercado no ha sido utilizada hasta ahora en la Bolsa de Madrid como medio de prever las tendencias, sino como mera operación especulativa, o a lo más como forma de ir conociendo la operatoria en el mer-

cado sin haber profundizado en las posibilidades del sistema. Parece, siempre en un análisis en términos muy generales, como si la operatoria no hubiera sido planteada por profesionales, sino por inversores operando de forma intuitiva.

Es forzoso poner de manifiesto que, estando en sus inicios este sistema y con tan poca profundidad en el tiempo y con volúmenes reducidos, cualquier conclusión puede no ser exacta, sin perjuicio de que la forma de utilización del sistema es lógico que no se haya realizado en general con criterios técnicos, por falta de tiempo y de estudio de sus características y finalidades.

No obstante, es también forzoso pensar (la experiencia extranjera así lo confirma) que el sistema de crédito al mercado ha de ser de utilidad general desde el punto de vista del mercado de valores.

Las Bolsas españolas han pecado en los últimos años de falta de liquidez y las comparaciones internacionales son claras en este sentido. No cabe la menor duda de que los valores en los cuales se practica el sistema de crédito al mercado han de aumentar sustancialmente su liquidez, mejorando el comportamiento de la Bolsa en general. Esta mejora del mercado en sí, se complementa con una esperada suavización de las variaciones en los cambios, en cuanto el volumen de contratación a crédito adquiera un porcentaje más importante, que es el objetivo primario de todo tipo de operaciones implantadas sobre la base de un mercado al contado.

La otra contribución del cré-

dito al mercado hay que verla en la nueva conexión, esta vez estrecha, entre los mercados financieros y las oscilaciones de la Bolsa. El hecho de que el recargo de diferimiento tenga una clara relación con el mercado monetario se manifestará, sin duda, a la hora de relacionar ambos mercados.