LA MINERIA Y EL PETROLEO EN BOLSA: EVOLUCION Y SITUACION ACTUAL

En este artículo de Alberto Cerrolaza y Santiago Fernández de Lis se estudia la evolución histórica y situación actual, en cuanto a su presencia en la Bolsa, de dos sectores, el de la minería y el del petróleo que, en su relación con esta institución presentan características muy diferentes. La minería es un sector con poco peso relativo en cuanto a nivel de contratación, pero con presencia tradicional en Bolsa de las empresas mineras, presencia diferenciada en las estadísticas bursátiles. El petróleo, por el contrario, tiene un peso apreciable en el mercado de valores español, pero a través de pocas empresas, no conectadas con actividades extractivas y no consideradas como tal sector diferenciado en las estadísticas bursátiles. Por ello. los autores proceden a su estudio claramente diferenciado y llegan a conclusiones dispares en cuanto a uno y otro sector. Para el caso del sector minero, las conclusiones, en cuanto a su situación actual en la Bolsa de Madrid, son desalentadoras, «hasta el punto de que apenas cabe hablar de un sector minero en Bolsa». Sin embargo, el sector del petróleo, del que cotizan únicamente tres empresas a mediados de 1986, supone un 6,25 por 100 del total del volumen de contratación negociado en la Bolsa de Madrid. y algo más del 2 por 100 de la capitalización bursátil. El trabajo que ahora presentamos estudia las causas determinantes de la situación actual de ambos sectores y sus perspectivas de futuro.

INTRODUCCION

a extracción de materias primas del subsuelo constituye, a priori, el denominador común de los sectores minero y del petróleo. En la medida en que de esta característica común deriven comportamientos bursátiles homogéneos, puede tener algún sentido el estudio conjunto de ambos sectores.

Sin embargo, la configuración de la minería y del sector petró-

leo en la economía española presenta profundas discrepancias, a las que, a efectos de este estudio, se unen unas características bursátiles muy diferentes. Es por ello que se ha optado por presentar ambos sectores completamente separados.

La minería es un sector con cierta tradición histórica en la Bolsa española, aunque con escasa importancia relativa. Ha habido muchas sociedades mineras que han cotizado en Bolsa, en general empresas pequeñas y con un

escaso nivel de contratación. En la Bolsa de Madrid el sector minero ha figurado como tal en las estadísticas sectoriales, aunque con lagunas para determinados períodos v determinados indicadores. Pero existen serios problemas de delimitación, en la medida en que no es fácil determinar si la actividad principal de una empresa en concreto es o no es extractiva. Para un período largo, la clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid coincide, esencialmente, pese a ello, con el sector de la minería extractiva.

El sector del petróleo, por el contrario, sí goza de un cierto peso en el mercado de valores. Se trata de pocas empresas y con muy poca o ninguna conexión con actividades extractivas. El sector del petróleo en España ha estado muy limitado a las fases de refino y distribución, y está exento, por lo tanto, de las particularidades de las empresas dedicadas primordialmente a la extracción de materias primas. El hecho de que el sector del petróleo nunca haya sido considerado como tal en las estadísticas de la Bolsa dificulta su estudio, pero ha sido posible, en ciertos períodos y para ciertas estadísticas, obtener la información desglosada por sociedades y agrupar posteriormente las del sector petróleo.

Por todo lo anterior, el estudio de ambos sectores se presenta por separado, criterio que se ve reforzado por las dispares conclusiones del análisis de los dos sectores.

Por último, conviene aclarar que las estadísticas analizadas proceden exclusivamente de la Bolsa de Madrid. No ha parecido preciso ampliar el estudio a otras Bolsas, ya que la aportación adicional de información hubiera sido muy pequeña. La Bolsa de Madrid concentra, durante el período analizado, más del 70 por 100 de la contratación, cerca del 100 por 100 de la capitalización y el número de sociedades de ambos sectores, y la evolución de las cotizaciones a largo plazo, lógicamente, difiere mínimamente de la de las demás Bolsas.

I. LAS EMPRESAS MINERAS EN BOLSA

El análisis de la situación actual del sector minero en la Bolsa de Madrid conduce a conclusiones en cierto modo desalentadoras, hasta el punto de que apenas cabe hablar de un sector minero en Bolsa. Algunos datos servirán para centrar en su justa dimensión la entidad del sector minero en el mercado de acciones.

En la Bolsa de Madrid cotizan, en junio de 1986, cinco sociedades que pueden ser consideradas mineras en sentido estricto, en la inteligencia de que existen otras que, aunque en parte se dedican a tareas de minería extractiva, no pueden encuadrarse como mineras por no ser ésta su actividad principal.

De estas cinco sociedades, una se encuentra con la cotización suspendida desde junio de 1984 y otra no realiza cambios desde junio de 1985, de modo que sólo tres sociedades que coticen regularmente pertenecen al sector de la minería.

Por lo que se refiere a sociedades de algún modo conectadas con la actividad minera, al menos tres de las que cotizan en Madrid se dedican en parte a tareas extractivas, si bien están encuadradas como metálicas básicas en el Boletín de Cotización Oficial — que sigue la clasificación nacional de actividades económicas — y en el grupo siderometalúrgico en las estadísticas anuales de la Bolsa.

Para simplificar, en adelante asumiremos la clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid, ya que el análisis de la evolución del sector en un período dilatado no permite un proceso riguroso de selección de empresas concretas, selección que, por otra parte, no es fácil, dada la frecuencia con la que en una misma empresa coinciden la actividad meramente extractiva con la transformación de los productos.

Según los datos de la Memoria de la Bolsa de Madrid correspondiente a 1985, las cinco sociedades mineras tienen un capital admitido de 4.562 millones de pesetas nominales v 5.154 efectivas, es decir, valorando las acciones al último precio de dicho año. La capitalización bursátil del sector minero es tan sólo un 0,17 por 100 del total de la Bolsa de Madrid. Igualmente pequeñas. en términos relativos, son las cifras de contratación: 844 millones en 1985, que también suponen un 0.17 por 100 del total negociado en acciones, pudiendo deducirse de estas cifras que el índice de liquidez del sector minero coincide con la media del mer-

La comparación con el conjunto del mercado de acciones pone claramente de manifiesto el panorama actual del sector minero en Bolsa: sólo cinco sociedades frente a un total de 375, un 1,3 por 100, cuyo peso específico en las cifras de capitalización y contratación (0,17 por 100) indica que el tamaño medio de estas empresas es también claramente

menor que el de la media de la Bolsa.

¿A qué causas cabe atribuir esta situación? Sin modificar un ápice la principal observación, ya adelantada, de que apenas se puede hablar de un sector minero representativo en nuestros mercados de capitales, pasaremos a analizar los condicionantes de la situación actual, de los cuales, como veremos, se extraen importantes matizaciones a la anterior conclusión.

Algunas causas de la escasa presencia de sociedades mineras en la Bolsa española

La historia del sector minero en España pone de manifiesto su escasa presencia en Bolsa y, lo que es más importante, las pocas posibilidades de que tal cosa hubiera ocurrido. Ni las empresas mineras fueron sociedades típicamente bursátiles ni, probablemente, la Bolsa española ha sido proclive a interesarse excesivamente por este tipo de sociedades. Tampoco se han dado en ningún momento, como veremos, las condiciones para una adecuada difusión del capital que permitiera una cierta implantación del sector minero en Bolsa.

1. El desarrollo minero del siglo XIX se basó en la fuerte penetración de capitales extranjeros, al amparo de la Ley de Minas
—ultraliberal— de 1869. El capital nacional sólo jugó un papel
muy marginal en la principal etapa del desarrollo minero contemporáneo. Las mejores explotaciones quedaron en manos extranjeras y, por tanto, fuera de los
mercados de valores nacionales.
Esta situación se mantuvo bási-

camente hasta después de la guerra civil.

- 2. Tras la guerra, algunas de las principales sociedades pasaron a manos públicas o semipúblicas, de modo que tampoco en esta etapa fueron sociedades idóneas para su cotización en Bolsa. Algunas de ellas estaban admitidas a cotización, pero de hecho no contrataban nunca.
- 3. Las sociedades mineras que no eran ni públicas ni extranjeras solían ser pequeñas empresas familiares, a las que la cotización en Bolsa no aportaba gran utilidad. Algunas de ellas tuvieron cierto contacto con el mercado bursátil en el último tercio del siglo XIX, cuando contrataban en los aledaños (1) de la Bolsa, Pero, más que contratación de valores mobiliarios, se trataría de una modalidad de lo que hoy llamamos venturecapital, es decir, compartir el riesgo de una pequeña empresa entre varios individuos.
- 4. El capitalista tradicional español tenía una aversión al riesgo posiblemente superior a la normal en otros países. De hecho, hasta bien entrado el siglo XX en la Bolsa de Madrid se negociaba básicamente deuda pública. Por otra parte, las empresas mineras, por lo general, comportan un riesgo mayor que el de otro tipo de sociedades. Ello se debe a la propia naturaleza del negocio, en el que frecuentemente se desconoce el tamaño de la mina, así como a factores de oferta - muy errática- y de demanda -- muy dependiente de los precios y de la coyuntura internacional. El descubrimiento de una nueva mina, la entrada en el mercado internacional de un nuevo país productor o la aparición de un producto sustitutivo pueden afectar en cualquier momento a las sociedades

- mineras. Si a ello se añade la experiencia, en los años de *boom* de la minería en el siglo XIX, de numerosos negocios fraudulentos y especulaciones ruinosas, no es de extrañar el escaso entusiasmo por este sector en un mercado acostumbrado a la renta fija con la garantía del Estado.
- 5. España es un país de minería antigua. La última gran explosión de nuevas minas se produjo en el siglo XIX, cuando el capital nacional no estaba preparado para asumir la empresa. A partir de la guerra civil, la producción minera pierde peso casi sin interrupción en el conjunto de la industria española. Por otra parte, el principal atractivo de las sociedades mineras en Bolsa es su capacidad de generar fuertes plusvalías en cortos períodos de tiempo a causa del descubrimiento de nuevos filones. En su mavoría, las empresas mineras que cotizaban en la Bolsa de Madrid en el siglo XX carecían de tal capacidad. Por tanto, nunca fueron una alternativa atractiva para los inversores tradicionales, excepto en el caso de empresas muy concretas o en los períodos fuertemente especulativos en que aumentaron de precio rápidamente al arrastre de las sociedades líderes en la Bolsa. Como veremos más adelante. son los países de minería nueva (Estados Unidos, Canadá, Australia...) los que concentran la mayor parte de la producción mundial y, por tanto, los únicos en los que el sector tiene cierto peso en los mercados de capitales, aunque en ninguno de ellos pueda considerarse a la minería como uno de los sectores líderes.

Algunas salvedades

Antes de entrar en un análisis

- más pormenorizado de la evolución histórica del sector, conviene hacer algunas salvedades y matizaciones, tanto a las cifras manejadas como a los conceptos vertidos en el epígrafe anterior.
- 1. Las estadísticas de la Bolsa de Madrid minusvaloran el peso del sector minero, así como exageran la magnitud de la crisis de los últimos años. A partir de la guerra se aprecia una clara tendencia a la concentración vertical de los procesos productivos en el sector minero. Empresas antes puramente extractivas pasan a dedicarse a la transformación y comercialización de los productos terminados, y viceversa. Por lo general, la fase de transformación y elaboración va ganando peso en la actividad de la empresa, para la cual, al cabo de algún tiempo, la minería extractiva termina siendo bastante residual. Ello hace difícil la delimitación del sector v distorsiona los datos estadísticos. En un período que va desde 1970 hasta hoy se produce una retirada masiva de sociedades del sector minero, por las causas siauientes:
- a) El paso, siempre arbitrario en el tiempo, de muchas sociedades importantes a sectores más de acuerdo con lo que, con los años, se había convertido ya en su actividad principal, sea industrial o comercial.
- b) La exclusión, a partir de 1970, de las sociedades que de hecho no cotizaban, fenómeno que descapitaliza el sector en años concretos y de forma igualmente arbitraria, ya que su presencia en Bolsa era desde hacía mucho tiempo más nominal que real. Algunas de ellas eran empresas públicas que, en realidad, nunca deberían haber estado admitidas a cotización. Como con-

secuencia de estas exclusiones, se produce una fuerte caída en el número de sociedades y en el capital admitido que, sin embargo, no refleja una crisis real del sector en los años en que se produce la baja estadística, sino que encubre el letargo, muy anterior, de este grupo de sociedades.

c) Los procesos de absorción y fusión entre diversas compañías, como consecuencia de los cuales algunas sociedades cambian de denominación social y pasan a otros sectores, en particular químicas y siderometalúrgicas.

Por lo tanto, si bien es cierto que la importancia del sector minero en los mercados de capitales es muy escasa en la actualidad, tampoco cabe hablar de crisis en sentido estricto, ya que, depurando las cifras, queda patente el hecho de que nunca tuvo una gran entidad en el conjunto de la Bolsa. El espectacular descenso en las cifras de número de sociedades y capital admitido encubre una caída mucho menos pronunciada, desde un máximo, que podría situarse alrededor de 1970, mucho más modesto.

Sí puede hablarse de crisis del sector en el período 1957-1967, crisis en el sentido de caída de las cotizaciones y referida a un concreto y reducido grupo de sociedades, las únicas con un cierto nivel de actividad. La fuerte caída del índice sectorial en este período contrasta con la evolución alcista del índice general de Bolsa y es, probablemente, reflejo de la pérdida de importancia de la minería en el conjunto de la economía española en los años de fuerte desarrollo industrial.

Al hablar de minería y Bolsa no deben olvidarse aspectos y relaciones indirectas entre una y otra, que son, en cierto modo, más importantes que un mero estudio de las sociedades concretas que cotizaron en Bolsa, Quiere esto decir que la configuración actual de los mercados de capitales es, en parte, el resultado de un desarrollo industrial que tuvo su origen, entre otros. en el sector minero. Por poner un ejemplo claro, la minería de hierro en el País Vasco facilitó el desarrollo de la siderurgia y la banca en esta región, y de ahí derivan sociedades hoy día muy importantes en la Bolsa. La primera empresa química del país tiene su origen en una sociedad minera de capital inicialmente extranjero. Ferrocarril y minería, estrechamente conectados entre sí, fueron el eje del desarrollo industrial v bursátil del último tercio del siglo XIX. Es decir, que aunque la financiación directa vía Bolsa haya sido muy escasa, el sector minero contribuyó desde un punto de vista histórico a la configuración de los modernos mercados de capitales.

Minería y Bolsa: características generales de los valores mineros en Bolsa

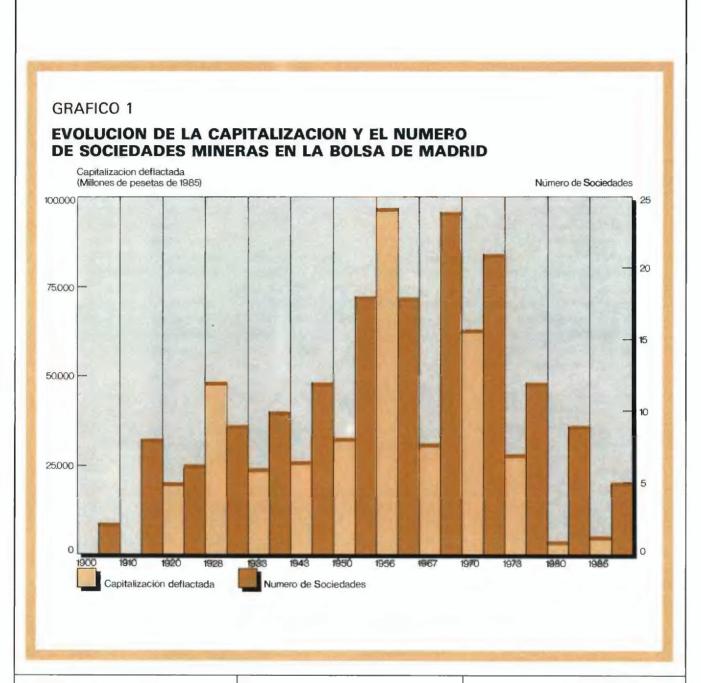
Todos los sectores que componen un mercado de valores tienen, qué duda cabe, sus peculiaridades. Así, la problemática de las sociedades financieras es muy distinta de la de las industriales, y sus comportamientos bursátiles difieren a causa de ello. Pero el sector minero es, sin duda, uno de los sectores de características más particulares. Su cotización en Bolsa está condicionada por una serie de elementos inherentes a la empresa minera que dan pie a lo que podríamos llamar, en expresión no exenta de cierto empaque, una teoría bursátil del sector minero.

Como afirma Martínez Ibarreta, «una mina se diferencia de casi todas las demás empresas en que es un activo que va disminuyendo a medida que se explota: cada tonelada de mineral que de ella se extrae va disminuyendo ese activo hasta que llega a desaparecer cuando se agota el mineral» (2).

Ahora bien, la cantidad de mineral no suele conocerse con total precisión, lo que generalmente se traduce en un riesgo superior al de otro tipo de actividades empresariales. Riesgo en el sentido bursátil del término, es decir, incertidumbre. Una mina puede contener una cantidad de mineral menor de la inicialmente estimada, o bien de inferior calidad, pero puede ocurrir también que la explotación contenga filones desconocidos, que aumentarán el valor de la mina. En este último caso, el activo del que hablábamos al principio aumentará también, y además lo hará súbitamente, con lo que los antiguos propietarios se encontrarán con una inesperada plusvalía. Este es uno de los principales atractivos de la inversión en acciones mineras, que es, como vemos, consustancial a la idea misma del riesgo.

El inversor en este tipo de valores buscará fundamentalmente tres clases de remuneración:

 La amortización del capital invertido inicialmente, de forma que, año a año, se le compensa por la pérdida de valor del activo reflejada en la cotización, ya que ésta debería tender a cero a medida que avance el período de explotación.



- Un interés normal, que será el del activo sin riesgo del mercado en cada momento.
- Una ganancia adicional que compense el riesgo de obtener menores rendimientos o de no obtenerlos, llamada prima de riesgo.

Ahora bien, una mina puede contener también una cantidad de mineral prácticamente inagotable, y en este caso sus acciones se comportarán de modo muy distinto. Pagarán un dividendo más o menos estable y una prima de riesgo que, en este caso, sería función, por ejemplo, de la evolución del precio nacional e internacional del mineral.

Hemos contemplado la rentabilidad y la seguridad en las empresas mineras, pero queda un tercer aspecto que es de gran importancia en las Bolsas: la liquidez. En principio, un valor admitido a cotización en Bolsa será siempre más líquido que otro que no lo esté, pero, claro está, dentro del mercado bursátil hay muchas diferencias entre unos y otros títulos. En este sentido, las empresas mineras suelen presentar un índice de liquidez inferior, al tratarse de sociedades relativamente pequeñas, con una difusión del capital limitada y, en consecuencia, escaso volumen de contratación en Bolsa.

La evidencia empírica en la Bolsa de Madrid avala, sin ningún género de dudas, este principio general. El tamaño de las empresas mineras en Bolsa es, y ha sido siempre, notablemente inferior a la media. En 1960, la media de capital social en las mineras admitidas a cotización en Madrid era de 72.6 millones de pesetas, frente a 232 en el total del mercado. La diferencia aumentó considerablemente en los años de crisis bursátil, hasta situarse, en 1980, en 246 millones en las mineras y 2.720 en la media. En 1985, la empresa promedio del sector minero tenía admitido un capital de 900 millones frente a 5.650 en la media de las 334 empresas admitidas. Si en lugar del capital nominal comparamos el efectivo, la diferencia es aún mayor: 1.031 millones en las mineras y 9.004 en el conjunto.

Pero la escasa liquidez de las empresas del sector minero no ha sido sólo consecuencia de un tamaño medio inferior, sino de un nivel de contratación también menor en términos relativos. El coeficiente de rotación -cociente entre la contratación y la capitalización efectiva- es ilustrativo en este sentido. Para las mineras, permanece por debajo del 3 por 100 hasta 1980, mientras el conjunto del mercado se mueve en un entorno entre el 5 y el 10 por 100. A partir de 1980, sin embargo, el sector minero aumenta notablemente su grado de liquidez y el coeficiente de rotación se sitúa en línea con el total de Bolsa, coincidiendo ambos en el 16,4 por 100 en 1985. Esta mejora es consecuencia del proceso de depuración de sociedades con escasa o nula contratación que tuvo lugar a lo largo de toda la década de los setenta, y que afectó con particular intensidad al sector de la minería.

Otra característica destacable de los valores mineros, en parte derivada de las anteriores, es la relativa independencia de la evolución de sus cotizaciones respecto a la tendencia general del mercado.

En una regresión típica respecto al índice general, el coeficiente de correlación es inferior a 0.1 en tres de las cuatro sociedades estudiadas, y el coeficiente β es muy próximo a cero en el conjunto del sector, y, en el caso de algunas sociedades, negativo, lo que indica un muy escaso seguimiento de la tendencia del mercado. Hay que deducir que el índice general de Bolsa no es la variable relevante a la hora de analizar el comportamiento de los precios de las acciones mineras, que en algún caso evolucionan inversamente al índice general $(\beta < 0)$.

Los pobres resultados obtenidos del contraste econométrico desaconsejan su exposición en profundidad. Contrariamente a la mayoría de las acciones líderes en la Bolsa, los rendimientos de las mineras no se ajustan a una distribución normal, por lo que los cálculos realizados arrojan resultados escasamente fiables y representativos. La discontinuidad en la contratación es la principal causa de su anómalo comportamiento. Baste decir, para avalar las conclusiones expuestas anteriormente, que el análisis de la evolución de los rendimientos pone de manifiesto una alta desviación típica (indicativa del riesgo), asimetría y elevada Kurtosis (propias de valores poco líquidos).

En resumen: las acciones mineras tienen, en principio, cierta tendencia a registrar minusvalías en términos reales, dada la necesidad de ir amortizando el capital inicial a medida que pierde valor el activo. La Bolsa de Madrid confirma esta característica, ya que el índice minero presenta un mejor grado de ajuste con el índice general en el caso del índice total (considerando los dividendos) que en el del índice normal (sin dividendos). Son también títulos con una elevada prima de riesgo, pocos líquidos, muy volátiles y relativamente independientes de la tendencia del mercado.

Un somero repaso a la situación del sector en otras bolsas conduce a conclusiones similares a las expuestas en el caso de España. El sector minero tiene un peso específico bajo en el conjunto de los mercados de valores, si bien algo superior al de nuestro país, y el tamaño medio de las sociedades es también inferior a la media mundial.

Para el estudio de la situación en el conjunto mundial utilizaremos los datos de *Capital International*, que elabora índices nacionales y sectoriales para las 19 principales bolsas del mundo (3). En la clasificación sectorial, la minería aparece separada en dos índices distintos, uno para las sociedades de minería y metalurgia no férrea y otro para el sector del hierro y el acero.

En la selección realizada para 1986, componen ambos índices un total de 56 sociedades, frente a una cobertura de 1.213 en el índice general mundial, lo que arroja un porcentaje de participación del 4,6 por 100. La capitalización bursátil de las 56 mineras suma 46.800 millones de dólares, con lo que su peso en el índice mundial—en el que las ponderaciones se establecen estrictamente en base a la capitalización— es del 1,9 por 100. La comparación entre las ci-

CUADRO N.º 1

ESTRUCTURA DE LOS INDICES INTERNACIONALES CAPITAL INTERNACIONAL PARA EL SECTOR MINERO (Datos a 31 de Diciembre de 1985)

	Número de sociedades en el Indice	Capitalización bursátil (miles de millones de dólares)	Peso en el índice general
1. Metales no férricos	37	25,4	1,0
2. Metales (acero)	19	21,4	0,9
3. 1 + 2	56	46,8	1,9
Indice general	1.213	2.423,6	100,0

fras relativas (4,6 por 100 del número de sociedades, 1,9 por 100 del valor de mercado de capital admitido) sirve de confirmación a la afirmación hecha anteriormente en el sentido de que, por término medio, el tamaño de las sociedades mineras resulta inferior a la media (836 frente a cerca de 2.000 millones de dólares).

La estructura de los dos índices mineros pone de relieve el peso preponderante que en el sector tienen los llamados países de minería nueva. En el índice no férrico las empresas norteamericanas, canadienses y australianas acaparan cerca del 90 por 100 de la capitalización total, y en el índice del sector del hierro, Japón y Estados Unidos concentran algo más del 80 por 100.

Los datos expuestos revelan un peso ciertamente pequeño en el conjunto de las Bolsas (1,9 por 100), que se compara con un 0,16 en la Bolsa de Madrid. En comparación con países afines histórica y económicamente, la situación del sector minero en España no es particularmente deprimida. Sólo en los países con vastos recursos naturales sin explotar tiene la minería una cierta entidad en los mercados de valores.

II. LA EVOLUCION DE LAS SOCIEDADES MINERAS EN LA BOLSA DE MADRID

El siglo XIX

En 1839, ocho años después de la creación de la Bolsa de Madrid, se publica la primera Lev de Minas del siglo XIX. A partir de este momento se abre un período de tímido desarrollo minero, con la creación de numerosas sociedades, especialmente en Cataluña. Según las Máximas Mercantiles de Casimiro Rufino (4), en 1847 cotizaban en Madrid 129 sociedades, de las que al menos ocho eran mineras «y multitud de otras mineras». Como se ve, la estimación no es muy precisa, pero pone de relieve cómo ya desde un principio el sector minero estuvo presente en lo que podríamos denominar prehistoria de la Bolsa.

La Ley de Bases de 1869, inspirada en los principios del librecambio, estableció la concesión a perpetuidad de las minas, tanto a nacionales como a extranjeros, a cambio del pago de un canon al Estado, que se encontraba en práctica bancarrota. Se crearon numerosas sociedades mineras (orientadas generalmente a la exportación), las mayores de las cuales se constituyeron con capital extranjero.

Antes y después de la Ley de Bases tuvo lugar un gran movimiento especulativo en torno a las acciones mineras, con operaciones que la prensa de la época calificaba con frecuencia como «engaños, fraudes»... Se trataba habitualmente de sociedades pequeñas, con grandes problemas de transporte del mineral y elevado índice de fracaso empresarial. El ferrocarril, sistema utilizado por las principales compañías, no estaba al alcance de la mayor parte de las pequeñas.

En la Bolsa, las sociedades mineras ocupaban un lugar muy marginal, incluso físicamente: rara vez pasaban las transacciones por el parquet, sino que se realizaban en las inmediaciones del recinto bursátil, sin las garantías de la fe pública. La Bolsa oficial estaba mucho más orientada hacia la deuda: eran los años del célebre 3 por 100. En este contexto, no son de extrañar los numerosos abusos y fraudes de que se hacían eco los cronistas de la época.

Como caso singular, por su longevidad, es interesante reseñar el de las Minas de Almagrera, uno de los valores históricos de la Bolsa, que se hizo muy popular en esta época y permaneció en la cotización oficial hasta 1982.

Las dos últimas décadas del siglo XIX se caracterizaron por un cierto progreso de la producción minera nacional, muy centrada en el hierro del País Vasco y el carbón asturiano. Aún así, hasta bien entrado el siglo XX la presencia extranjera en la minería es muy importante, siendo ésta, como ya se ha señalado, una de las causas de la escasa tradición minera de las Bolsas españolas. En 1918, el 68 por 100 del capital extranjero invertido en España lo estaba en el sector minero (5). Esta situación iría corrigiéndose muy lentamente y no sería superada hasta después de la guerra civil, cuando el sector público tomaría el relevo del capital extranjero.

El siglo XX

1) 1900-1940

Al comenzar el siglo, sólo dos sociedades mineras cotizaban oficialmente en Madrid, con un capital que no se especifica en los boletines de cotización oficial de la época, pero que dificilmente excedería de los 20 millones de pesetas. Evidentemente, otras muchas compañías que no gozaban de las garantías de la cotización oficial realizaban transacciones en los mercados paralelos, más o menos sumergidos.

En la primera década del siglo tiene lugar la primera expansión de las sociedades mineras en Bolsa, con raíces posiblemente más bursátiles - aumento del número de sociedades admitidas - que mineras. En 1910 va eran ocho las sociedades mineras admitidas, con un capital nominal de aproximadamente 100 millones. Esta situación se mantendría básicamente hasta la Segunda República, con una estabilización del número de sociedades - entre seis y diez- y un lento progreso en las cifras de capital nominal admitido.

Cuatro sociedades concentran la mayor parte de la capitalización del sector a lo largo de todo este período: Minas del Rif, Ponferrada, Duro-Felguera y Los Guindos.

El capital admitido pasa a 134 millones en 1920 y a 201 en 1928. Cabe, en este sentido, establecer dos períodos: en el primero, entre 1910 v 1920, el nominal crece a una tasa anual relativamente pequeña (4 por 100); en el segundo, la década de los veinte (hasta 1928), el nominal crece a un 8 por 100 anual, a causa más de los aumentos de capital de las principales sociedades que del aporte de las nuevas empresas admitidas, en general muy pequeñas. En este segundo período es destacable el aumento general de las cotizaciones hasta la crisis bursátil de 1928.

Es esta una época de clara preeminencia de Minas del Rif, cuya capitalización llega a suponer el 63 por 100 de la del sector en 1928.

La crisis financiera internacional que se inició en dicho año también afectó a la Bolsa española, pese a su relativo aislamiento. Entre 1928 y 1933, aunque las cifras de número de sociedades y capital nominal se mantuvieron bastante estables, la capitalización disminuyó más de un 50 por 100, a causa de la severa caída de las cotizaciones derivada de dos crisis superpuestas, la crisis financiera internacional y la crisis política nacional tras la proclamación de la República.

La crisis afectó tanto a las pequeñas como a las grandes sociedades, aunque de modo diferente. Mientras las principales mineras registraron fuertes pérdidas, en las sociedades más modestas tuvo lugar un progresivo alejamiento de la Bolsa, no reflejado en las cifras de sociedades admitidas, pero sí en el hecho de que, en 1933, 4 de las 10 mineras llevaban sin cotizar entre 2 y 8 años.

El salto que supuso la guerra civil trajo consigo importantes transformaciones en el sector minero. En apariencia, sin embargo, el panorama era bastante similar: en 1943, año en el que cabe ya hablar de una cierta normalización en la Bolsa, cotizaban doce sociedades, de las cuales nueve ya estaban admitidas antes de la guerra. En el interregno que supuso la contienda sólo desapareció una sociedad.

No obstante, desde el punto de vista del capital admitido, la situación había cambiado notablemente. El nominal en 1943 era un 70 por 100 superior al de diez años antes, y el efectivo un 145 por 100, del que un 36 por 100 correspondía a las sociedades nuevas, y el 109 restante a aumentos de capital (35) y, sobre todo, de precio (74) de las antiguas. Hay, por tanto, un importante salto de las cotizaciones en ese período.

En cuanto a la importancia de las sociedades dentro del sector, el panorama tras la guerra difiere también sustancialmente del de antes de la misma. Hay claramente dos grandes sociedades (Minas del Rif y Duro-Felguera), cuyo peso en la capitalización del sector supera el 60 por 100, y luego un conjunto de seis sociedades de tamaño mediano que conforman un estrato intermedio casi inexistente en el período anterior, con una ponderación en términos de capitalización de aproximadamente un tercio del total.

A partir de 1940, la existencia de un índice largo de cotizaciones, tanto para la Bolsa en general como para el sector minero, facilita notablemente el seguimiento de lo ocurrido hasta 1970.

CUADRO N.º 2

PRINCIPALES SOCIEDADES MINERAS EN LA BOLSA DE MADRID POR CAPITALIZACION BURSATIL

(Datos en millones de pesetas)

AÑOS:	1920	1928	1933	1943	1950	1956	1960	1969	1973	1980	1985
PRIMERA:											
-Nombre	Duro-Felguera			Minas del Rif				Rio Tinto	Potasas Nav.	Tharsis	Tormaleo
 Capitalización 	97	281	113	182	567	1.901	1.250	4.245	1.950	650	2.040
 % de la capitalización del 											
sector	37	63	51	33	38	35	35	50	34	30	39
SEGUNDA:											
-Nombre	Ponferrada	Duro-Felguera	Duro-Felguera	Duro-Felguera	Minas del Rif	Ponferrada	Duro-Felguera	Pot. Navarra	Duro-Felguera	Ponferrada	Ponferrada
Capitalización	60	61	37	164	528	1.622	1.210	1.400	1.496	405	1.458
- % de la capitalización del											
sector	23	14	17	30	35	30	33	17	26	19	28
TERCERA:											
-Nombre	Los Guindos	Los Guindos	Los Guindos	Potasas Ibéri.	Hullera Españ.	Minas del Rif	Minas del Rif	Duro-Felguera	Andaluza Min.	Tormaleo	Tolsa
- Capitalización	51	41	25	42	84	1.298	542	1.073	850	370	933
-% de la capitalización del											
sector	20	9	11	7	6	24	15	13	15	17	18

Lamentablemente, a partir de dicho año dejó de elaborarse el indice minero, por lo que el seguimiento de las cotizaciones en los últimos catorce años es bastante más dificultoso. La causa de la desaparición de las mineras en la estructura sectorial de índices fue su persistente pérdida de peso en el conjunto a partir de mediados de la década de los cincuenta. En el período 1941-1955 el peso medio de las mineras en el índice general fue del 5,56 por 100. A partir de ese momento tiene lugar una paulatina pérdida de importancia, con ponderaciones del 2,92 por 100 en 1960 y del 1,01 en 1970, momento en el que la Bolsa decide suprimir el índice minero aprovechando la fusión de Río Tinto con Explosivos y el paso de la nueva sociedad al primer lugar del índice químico. Ponferrada y Duro-Felguera fueron incluidas en el sector sidero-metalúrgico.

La evolución del índice largo minero —tanto el largo total como el largo normal (6) — marca tres períodos, que no ciclos, en la evolución de las cotizaciones entre 1940 y 1970.

2) 1940-1956

Entre 1940 y 1956 se produce un alza notable de las cotizaciones en el conjunto de la Bolsa, con el sector minero en línea, en términos generales, con la tendencia del mercado. No es, ni mucho menos, un período homogéneo, ya que tienen lugar durante el mismo dos fases de corrección en los bienios 1942-1943 y 1947-1948.

Ya en 1941 — año de subida explosiva, tras el cierre de la Bolsa durante la guerra— se establece un diferencial negativo entre el índice minero y el índice general. Al cierre del año, las mineras, pese a subir un 8 por 100, se sitúan en un nivel un 20 por 100 inferior al del índice general. Este diferencial se mantendrá hasta 1949, con un notable grado de ajuste entre el índice minero y el general, tanto en las alzas como en las bajas.

Entre 1950 v 1956 tiene lugar una de las fases alcistas más sólidas de la historia de la Bolsa, de la que las mineras participan plenamente. De hecho, recuperan posiciones y se sitúan, al cierre de 1956, sólo ligeramente por debajo del índice general: 824 en el índice total minero y 892 en el general. En una primera fase, entre 1950 y 1953, las mineras suben con una pendiente superior a la del conjunto, fenómeno que se invierte en el trienio siguiente. En enero de 1957 el índice total minero, deflactado por el coste de

CUADRO N.º 3

EVOLUCION DEL INDICE NORMAL 1940-1970 Indices al cierre de cada año (Base: Diciembre de 1940 = 100)

Años seleccionados	Indice normal mineras (A)	Indice normal general (B)	A/B %	Indice minero normal deflactado
1940	100	100	100	100
1941	108,28	135,37	79,99	88,39
1949	123,42	162,90	75,76	49.90
1956	457,38	544,95	83,93	137,59
1960	239,79	387,46	61,89	54,47
1967	99,18	664,51	14,93	13.70
1970	226,33	1.174,71	19,27	27,56

la vida, alcanza el nivel 279,24, que será el máximo histórico.

El número de empresas mineras admitidas a cotización pasó de 12 en 1941 a 18 en 1956. Mucho más espectacular resulta el progreso de las cifras de capital admitido: el nominal se multiplica por 3 en dicho período y el efectivo por más de 10.

No deben engañar, sin embargo, estas cifras. La subida de los índices y de la capitalización se debe, en un amplísimo porcentaje, a las tres principales socieda-

des mineras de la época: Minas del Rif, Duro-Felguera y Ponferrada. Las estadísticas sobre número de sociedades no reflejan la realidad de un sector en el que, en el momento de su máximo esplendor (1956), doce de las diez y ocho sociedades admitidas tenían una presencia en Bolsa casi honorífica: cuatro no habían cotizado nunca, una llevaba más de 30 años sin hacerlo, dos entre 8 y 10 años, tres entre 1 y 4 años y dos varios meses. El minero era, ya en su mejor época, un sector con nombres y apellidos. El capital efectivo de las tres principales sociedades suponía cerca del 90 por 100 del total del sector y el 100 por 100 del índice.

Ahora bien, si en los primeros años de la década de los cuarenta Minas del Rif era, sin duda alguna, la empresa más destacada del sector - con una ponderación de más del 50 por 100 en el índice—, la situación había cambiado sensiblemente en 1956, año en el que las tres principales sociedades se repartían, casi a partes iguales, las ponderaciones. El declive relativo de Minas del Rif -a medida que el mercado probablemente descontaba la inminente independencia de Marruecos- es paralelo al fuerte ascenso de Ponferrada, del subsector carbón, cuya capitalización se multiplica por 28 en la década de los cincuenta.

La comparación entre los índices normal y total confirma la principal característica que la teoría atribuye a las acciones mineras: la amortización paulatina del capital a través de un dividendo que compense las minusvalias derivadas de la pérdida de valor del activo. En efecto, el índice minero normal — que no recoge los di-

CUADRO N.º 4

EVOLUCION DEL INDICE TOTAL 1940-1970 - Indices al cierre de cada año

(Base: diciembre de 1940 = 100)

The state of the s		20000 - 100001 000			
Años seleccionados	Indice total mineras (A)	Indice total general (B)	A/B %	Peso del sector minero en el índice general	Indice minero total deflactado
1940	100	100	100	_	100
1941	110,36	138,93	79.44	4,70	90,08
1949	158,65	205.78	77,10	5.50	64,15
1956	824,32	891,96	92,42	4,52	247,98
1960	532,55	741,88	71,78	2,92	120,97
1967	319,71	1.641,17	19,48	0,63	44,19
1970	810,71	3.153,50	25,71	1,01	98,74

videndos -- va cediendo posiciones respecto al general, de modo que en 1956 se sitúa ya un 16 por 100 por debajo de éste. El índice minero total se mantiene mucho más cercano al general con dividendos, con una pérdida acumulada, para el mismo año, inferior al 8 por 100. A partir de 1956. como veremos a continuación, la caída en picado del índice minero dificulta el contraste de la teoría, aunque, en cualquier caso, el diferencial con el índice general continúa siendo muy inferior en el caso del índice total con dividendos.

3) 1957-1967

El período que se inicia inmediatamente después de la fuerte subida de 1956 podría sin rubor calificarse como la década negra de la minería en Bolsa. Tiene lugar en estos años un auténtico derrumbe en las cotizaciones del sector, de modo que en 1967 el índice minero con base 1940 (320) es un 80 por 100 inferior al índice general, con igual punto de partida (1.641).

Hay tres subperíodos claramente diferenciados en estos años:

- a) Entre 1957 y 1959 la Bolsa en su conjunto experimenta una fuerte caída, en un contexto de política económica antiinflacionista y plan de estabilización. Las cotizaciones del sector minero sufren una baja algo más acusada, pero dentro de la tendencia general.
- b) En el bienio 1960-1961 la Bolsa reemprende decididamente el camino del alza, que, para ambos años, supera el 50 por 100. El índice de minas experimenta una subida algo más amortiguada (36,6 por 100).

c) A partir de 1962, momento en el que la fase alcista se hace más selectiva, las mineras divergen completamente del resto del mercado. En una vertiginosa caída sin apenas pausa, el índice minero baja un 60 por 100 en 6 años, al tiempo que —y eso es lo notable— el índice general sube aproximadamente otro tanto. Tan absoluta divergencia, y por un período tan dilatado, es, desde luego, muy poco normal.

Veamos lo ocurrido con algunos valores: entre 1956 y 1967 Minas del Rif perdió un 68,5 por 100 de su valor en términos de índice total, es decir, tomando en cuenta también los dividendos; Duro-Felguera cayó un 82 por 100 en el mismo período, y un 61,7 por 100 Ponferrada, que se mantuvo relativamente firme hasta 1962, pero se sumó después a la baja general; Los Guindos bajó un 72,2 por 100 entre 1956 y 1962, año en que desaparece del índice minero.

El caso de Minas del Rif es quizás el más notable. De una cotización superior a 1.500 al cierre de 1956 pasó a 200 en diciembre de 1967, último año en que entró en la composición del índice. La independencia de Marruecos en 1956 marca el punto álgido del índice minero, lo que, además de una notable coincidencia, es un indicador de la importancia que llegó a tener esta compañía en el sector minero y en la mayoría de las carteras de acciones de la postguerra.

Pero hay otras causas de la fuerte pérdida de las mineras en estos años, al margen del efecto de arrastre de una sociedad sin duda líder. En la *Memoria* de la Bolsa de Madrid de 1963 podemos leer que «el más afectado por la baja es el grupo minero», ya que «conocidas son las vicisitudes por las que ha atravesado

la economía de este sector (salarios, producción, huelgas, precios competitivos...)» (7). En 1964 no pagaron dividendo ni Minas del Rif ni Río Tinto, y Duro-Felguera experimentó una caída de más del 40 por 100 en el beneficio distribuible.

Al cierre de 1967, las mineras son claramente la cenicienta de la Bolsa, con el índice sectorial más bajo (319,7) de todo el panorama bursátil. Los principales sectores se situaban en ese momento: por encima de 6.000 el bancario y en 1.768 el eléctrico, con el índice general en 1.641.

Por lo que se refiere a la capitalización, experimentó una caída del 30 por 100 en pesetas corrientes que, deflactadas, arrojan nada menos que un 69 por 100 de descenso. Y todo ello a pesar del notable influjo de capital que supuso la entrada, en 1961, de Minas de Río Tinto, que aportó más de 1.500 millones de capital al total efectivo del sector (3.500 millones en aquel año). Las mineras, que en 1956 suponían cerca del 4 por 100 de la capitalización total de la Bolsa, pasan a menos del 1 por 100 en 1967.

Algo parecido ocurre con las cifras de contratación, que, aunque se mantienen estables hasta 1963, caen bruscamente entre 1964 y 1967. De un peso en el total del 5 por 100 a finales de los cincuenta pasan a un 0,5 por 100 en 1967.

El número de sociedades, sin embargo, pasa de diez y ocho a veinticuatro, lo que, una vez más, pone de manifiesto lo engañoso de este indicador. La liquidez del sector en su conjunto continúa siendo muy baja, con más de la mitad de las sociedades cotizando sólo muy esporádicamente.

Disminuyen intensamente los

dividendos pagados, pero no así la rentabilidad por este concepto en términos efectivos, a causa de la baja de los precios. La media del período es de 4,4 por 100, que se compara favorablemente con un 3-3,5 por 100 para el conjunto de la Bolsa. Por supuesto, la mayor rentabilidad por dividendos no compensa más que muy parcialmente las enormes pérdidas en concepto de minusvalías.

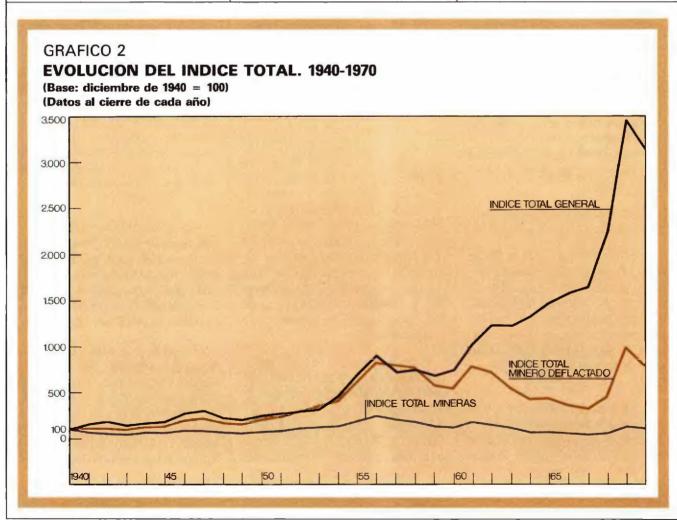
4) 1968-1970

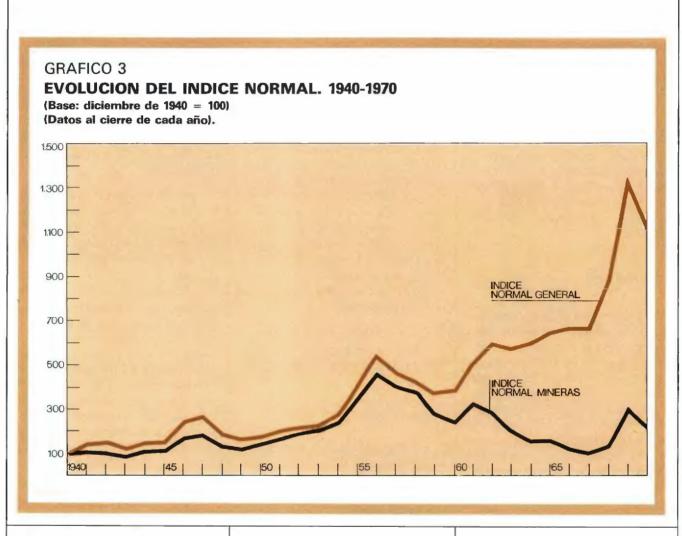
En el período anteriormente analizado (1957-67) está sin duda la clave de la historia del sector minero en Bolsa. Ya hemos visto cómo se produjo la caída de las cotizaciones y la pérdida de peso del sector —que nunca fue muy alto— en el conjunto bursátil. A partir de estos desarrollos, podría decirse que todo lo que viene a continuación es decadencia de las mineras.

Sin embargo, el período 1968-1970 merece cierta atención. Son años de expansión —un tanto ficticia — al amparo del *boom* de la Bolsa. En el sector minero se produce un alza con un alto componente especulativo, que hace que el índice sectorial total aumente más de un 150 por 100 en sólo tres años, frente a una subida del 92 por 100 en el índice general durante igual período. El índice to-

tal minero deflactado, que alcanzó su máximo en 1956 (247,98) había disminuido hasta 44,19 en 1967. En 1969 había superado nuevamente la par, y al cierre de 1970, tras una fase de corrección, se situaba aproximadamente parejo al año base (98,74).

Causa primordial del comportamiento del índice minero en este período — que debe ser matizado: el alza por encima de la media no es más que una ligerísima compensación de la fuerte pérdida relativa durante la década anterior — es la radical transformación de su estructura. En 1968 desaparece Minas del Rif (pesado lastre en los años anteriores) y se abre una etapa de in-





cuestionable liderazgo de Río Tinto. Esta sociedad había entrado en el índice en 1963, con un peso de 20 por 100. En 1968 ya ponderaba un 46 por 100, un 66 por 100 en 1969 y un 70 por 100 en 1970. En sólo dos años (1968 y 1969) Río Tinto triplica su valor en el índice total, como consecuencia, probablemente, de la toma de posiciones ante la fusión con Unión Española de Explosivos, en 1971. El 64,5 por 100 de la subida del índice minero en esos dos años es imputable en exclusiva a Río Tinto.

El número de sociedades alcanza en 1969 su máximo histórico, con veinticinco empresas mineras admitidas a cotización, de las cuales, como de costumbre, menos de la mitad cotizaban al menos una vez al año. El proceso de depuración de sociedades de escasa o nula frecuencia comienza ya en 1970, y en dos años desaparecen trece sociedades.

El capital, tanto nominal como efectivo, del sector alcanza su máximo histórico en pesetas corrientes en 1970: 5.700 millones nominales y 8.600 efectivos, un 1,04 por 100 del total de Bolsa. En pesetas constantes, el máximo se había alcanzado a mediados de la década de los cincuenta.

El volumen negociado aumentó ligeramente (un 20 por 100) respecto al período anterior, y fuertemente respecto a los peores años de crisis (1964-1967). Sin embargo, continuó la pérdida de importancia del sector en el conjunto bursátil, con un porcentaje que se estabiliza alrededor del 0,5 por 100. Ello indica la débil base sobre la que se asentaba la fuerte subida de 1969.

Como consecuencia del alza de las cotizaciones, la rentabilidad por dividendos baja hasta el 3 por 100, comparable con la del conjunto de la Bolsa.

Es muy significativo el radical cambio de signo de las inversiones extranjeras en el sector minero, que de netamente comprador en el período 1963-1967 pasa a vendedor, tímidamente en 1968 y 1969 y claramente en 1970. Como dato muy revelador, baste señalar

que la tercera parte de las ventas en 1970 fueron realizadas por extranjeros. El momento de la venta (máximo histórico en pesetas corrientes) pone de manifiesto el carácter especulativo de las compras —y en parte de las alzas—anteriores, así como confirma la mayor cualificación de los inversores extranjeros y la condición de indicador avanzado que normalmente se atribuye a sus operaciones.

5) 1970-1986

A primera vista sorprende, sin duda, la agrupación en un sólo período de hechos tan poco homogéneos como la fase alcista 1970-1974, la crisis de 1974 a 1980 y la recuperación de las cotizaciones a partir de dicho año. Indudablemente, esos son los períodos del ciclo bursátil general, pero no en el caso del sector minero. Si bien hasta ahora el criterio utilizado para establecer los períodos ha sido, fundamentalmente, la marcha de las cotizaciones, a partir de 1970 hay otros datos mucho más relevantes. En su conjunto, estos datos ilustran el deterioro progresivo del sector hasta su casi desaparición en el momento actual. En este contexto, la evolución de las cotizaciones es casi anecdótica al lado del proceso de depuración que reduce el número de sociedades de veintiuna en 1970 a cinco en 1984.

La inexistencia de un índice minero es también un hecho importante. El sector había perdido peso claramente en el índice general, desde un 5,34 por 100 en 1955 a un mínimo del 0,63 por 100 en 1967. El auge especulativo de Río Tinto en el período 1968-1970 elevó ligeramente la ponderación hasta el 1,01 por 100 en 1970, que, en cualquier caso, era el ín-

dice sectorial de menos peso en dicho año.

Cuando en 1971 se produce la unión de Explosivos con Minas de Río Tinto, la Bolsa de Madrid decide, con muy buen criterio, eliminar definitivamente un índice minero que en estas circunstancias habría representado sólo un 0,5 por 100 del índice general en 1971, y ello con una concepción bastante generosa de las que podrían clasificarse como sociedades mineras. El sector siderometalúrgico y el químico se reparten, en 1971, los restos del desguace del sector minero.

Cabe establecer tres subperíodos dentro del proceso de desintegración que comienza en 1970:

a) 1970-1973

En este período son dos los rasgos más destacables: la exclusión en 1971 de nueve sociedades por insuficiente frecuencia, que descapitaliza al sector, y la subida de las cotizaciones a la sombra de los últimos años del ciclo largo alcista.

Ya en 1970 habían sido excluidas cuatro sociedades, con un capital nominal de 95 millones. A ellas se suman en 1971 otras ocho, con 262 millones de capital, todas ellas sociedades muy pequeñas, de presencia en Bolsa casi testimonial. Pero no así Río Tinto, a la que es imputable un 75 por 100 de la caída total de la capitalización.

Pese a la depuración realizada, la situación de las doce sociedades mineras a finales de 1973 indica que las exclusiones de 1970-1971 fueron sólo una primera hornada. En efecto, la principal sociedad del sector (Potasas de Navarra) llevaba en 1973 tres años sin cotizar, otras cinco sociedades no realizaban cambios desde hacía más de un año v cuatro llevaban varios meses en la misma situación. Quedan dos, de las cuales una (Duro-Felguera) debería estar en el sector siderometalúrgico, al que pasará posteriormente. La depuración, por tanto, no había hecho sino empezar.

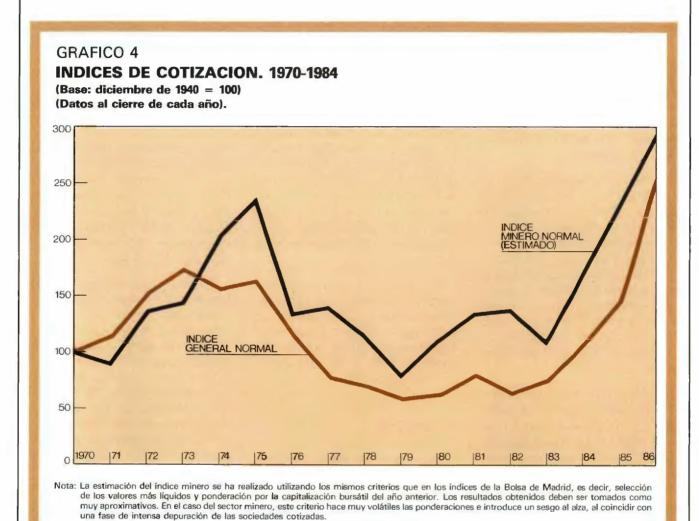
El capital nominal cayó un 38 por 100 en 1971 y un 52 por 100 el efectivo, consecuencia más de la fusión de Río Tinto que de las ocho empresas excluidas. En 1972 y 1973 hay un pequeño repunte en las cifras de capitalización

CUADRO N.º 5

EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD POR DIVIDENDOS (*) (Media anual de cada período)

% 4,0 %
% 2,9 %
% 2,4 %
% 5,1 %
% 7,1 %

(*) Cociente entre los dividendos pagados por todas las sociedades durante el año y su capitalización bursátil al final del eiercicio.



(+25,8 por 100) como consecuencia de la subida de las cotizaciones de las principales sociedades.

En cuanto a la marcha de las cotizaciones, ya se han explicado las causas de la ausencia del
índice minero. La estimación propia realizada — que debe considerarse bastante aproximativa, a
causa de la ausencia de sociedades suficientemente representativas — arroja una subida del 44
por 100 entre 1971 y 1973, sensiblemente inferior a la subida del
índice general (73 por 100).

La contratación, no obstante, decrece respecto al período precedente. La media anual de 1968-1970 fue de 166 millones frente a 133 en 1971-1973, lo que supone pasar del 0,66 al 0,26 por 100 del total. No se registran en este período ampliaciones de capital en las mineras, lo que, unido al bajo índice de actividad, es un indicador de la escasa solidez del alza de los precios.

La rentabilidad por dividendos, por último, aumenta ligeramente (del 3 al 3,4 por 100) respecto al período precedente, al tiempo que baja la del conjunto de la Bolsa, hasta el 2,4 por 100. Ello se explica por la exclusión en 1971 de las sociedades de peores resul-

tados, que multiplica por dos la media del sector. Sin embargo, posteriormente la tendencia se torna decreciente.

b) 1974-1980

La grave crisis bursátil iniciada en 1974 coincide con un progresivo deterioro del sector minero. Las principales sociedades o son excluidas o pasan a otros sectores a los que, de hecho, pertenecían desde hacía tiempo. Las cifras de contratación se sitúan en niveles ínfimos y las cotizaciones caen un 24 por 100 entre 1973 y 1980, pérdida bastante inferior a

la del índice general en igual período (63 por 100). Las causas de este mejor comportamiento del sector minero estriban en la desaparición de las sociedades de peores resultados y en la entrada en el índice estimado de empresas de inferior tamaño y relativamente saneadas.

En resumen: en este período se puede constatar definitivamente la casi inexistencia del sector minero, que, como hemos visto, venía anunciada desde mucho antes, desde la crisis del período 1957-1967. La crisis general de la Bolsa a partir de 1974 sirvió de desencadenante, junto con la depuración de sociedades emprendida y la utilización por la Bolsa de una clasificación sectorial más adecuada.

Prosigue en estos años el lento goteo en el número de sociedades, que queda reducido a nueve en 1980, de las cuales las principales, atendiendo a su capitalización, son Tharsis, Ponferrada y Tormaleo.

En 1974 desaparecen las dos mayores empresas del sector, una de ellas por exclusión a petición propia (Potasas de Navarra) y otra por pase al sector siderúrgico (Duro-Felguera). Otra sociedad importante (Andaluza de Minas) fue excluida en 1977 por insuficiente frecuencia. El proceso de depuración está en 1980 cerca de su fin, como se desprende de la caída en la proporción de sociedades con cotización infrecuente (22 por 100 en 1980, frente a más del 50 por 100 históricamente).

En consonancia con todo lo anterior, el capital efectivo sufre un severo descenso: 5.137 millones en 1973, 1.454 en 1977, 867 en 1979 (nivel mínimo) y 2.101 en 1980. Una caída del 60 por 100 en siete años.

En proporción al total de Bolsa, la capitalización de las mineras se sitúa, en algunos años, por debajo del 0,1 por 100.

El volumen negociado pasa de 133 millones anuales en 1971-1973 (un 0,26 por 100 del total) a 51 millones en 1974-1980 (un 0,08 por 100 del total). La desaparición de Duro-Felguera es determinante en este sentido, y lleva la media diaria a un nivel de 250.000 pesetas en todo el sector, dato suficientemente elocuente por sí mismo.

En cuanto a la rentabilidad efectiva por dividendos cae notablemente una vez depuradas las siderurgias, y ello a pesar de la fuerte caída de los precios. La media del período se sitúa alrededor del 2 por 100.

c) 1981-1986

En los últimos años, como ya adelantábamos al principio de este trabajo, apenas se puede hablar de la minería como sector en Bolsa. Más bien se trata de empresas concretas, con problemas y trayectorias muy distintos, pero en las que, en general, se aprecia una cierta recuperación en el período considerado.

De nueve empresas mineras en 1980 se pasa a cinco en junio de 1986, el nivel más bajo desde 1910. Continúa, por tanto, en estos años la depuración iniciada en 1970, y que prácticamente ha vaciado de empresas el epígrafe minero del Boletín de Cotización.

El capital nominal, mediado el ejercicio 1986, supera ligeramente los 4.500 millones, lo que arroja un aumento del 106 por 100 respecto a las cifras de 1980. En cuanto a la capitalización, o valor efectivo, creció un 201 por 100

en el mismo período, situándose en 6.326 millones. Respecto al total de la Bolsa, la capitalización de la minería en dicha fecha supone un 0,12 por 100, relación alrededor de la cual parece haberse estabilizado en la última década.

La contratación efectiva aumentó notablemente respecto al período precedente. Frente a una media anual de 50 millones entre 1974 y 1980, el período 1981-1985 se sitúa en 567 millones, que, sin embargo, no supone más que un 0,24 por 100 del total negociado.

También han mejorado sensiblemente los dividendos pagados, que en 1981 dan un espectacular salto, pasando de 54 a 176 millones. La rentabilidad sobre el capital efectivo también experimenta una fuerte subida: de niveles entre el 1 y el 2 por 100 a finales de los setenta a un 6,6 por 100 de media en el período 1981-1985. La media del conjunto de acciones para los mismos años es ligeramente superior (7,13 por 100). Entre las principales causas del aumento de la rentabilidad por dividendos se pueden citar el bajo nivel general de precios alcanzado en 1980, la desaparición en 1982 de las sociedades con menor capacidad de pago de dividendos y, sobre todo, la saneada posición financiera en los últimos años de dos sociedades: Tormaleo y Tolsa.

En cuanto a las cotizaciones, la evolución de las sociedades mineras es muy distinta entre unas y otras. Junto con alzas espectaculares se dan situaciones de fuerte caída y otras de estabilidad, debida sobre todo a la falta de contratación. La estimación propia del índice minero arroja un alza del 169 por 100 para el período 1981-86, inferior al 302 por 100 del índice general normal, aunque hay que insistir de nuevo en la es-

CUADRO N.º 6

EVOLUCION DEL SECTOR MINERO EN BOLSA 1958-1985

(Medias anuales de cada período)

			Capital admitido			
Períodos	Número de sociedades	Nominal (*)	Efectivo (*)	(% total acciones)	Contratación efectiva (*)	(% total acciones)
1958-67	22	2.592	3.962	(1.98)	138	(2,76)
1968-70	23	5.079	7.485	(1,01)	166	(0,66)
1971-73	12	3.771	4.708	(0,34)	133	(0,26)
1974-80	9	1.458	1.820	(0, 12)	51	(0,08)
1981-85	6	3.220	3.124	(0, 17)	567	(0,29)

(*) Millones de pesetas.

casa representatividad de un índice calculado a partir de tres o cuatro sociedades pequeñas. Por lo que se refiere a la liquidez de los títulos, sólo dos sociedades de las cinco clasificadas como mineras han cotizado en los últimos años con una cierta frecuencia, entendiendo por tal al menos la mitad de las sesiones bursátiles.

No parece útil insistir aún más en la descripción de la situación actual del sector, que se caracteriza por una depresión absoluta. para la que, creemos, bastan las cifras más arriba comentadas. Al principio de este trabajo están suficientemente explicadas las causas de esta atonía. Por ello, tan sólo queda insistir, una vez más, en que la situación actual es la cruda exposición de algo que antes aparecía camuflado en las estadísticas. Que el sector minero nunca tuvo una gran entidad en la Bolsa, excepto en el caso de empresas muy concretas. Y que, tras la grave crisis del sector entre 1956 y 1967, todo lo que vino a continuación fue un proceso de lenta desintegración, favorecida por la fase bajista del ciclo 1974-1980, la depuración de las sociedades admitidas a cotización — y su reducción a las que efectivamente manifestaban alguna actividad—, y, por último, la utilización de una clasificación sectorial más adecuada a las actividades reales de las empresas.

III. EL SECTOR DEL PETROLEO EN BOLSA

Mediado el año 1986, cotizan en la Bolsa de Madrid tres empresas del sector petróleo. Dos de ellas son empresas de capital privado, dedicadas fundamentalmente al refino, y la otra (CAMPSA) es una empresa mayoritariamente pública, y que funciona en régimen de monopolio, pero en proceso de reconversión con vistas a la apertura y liberalización del mercado interior a medida que se cumplan los plazos previstos en el tratado de incorporación a la C.E.E.

El volumen de contratación del sector en la Bolsa de Madrid superó los 20.000 millones de pesetas efectivas en 1985, y se sitúa cerca de los 50.000 millones en el primer semestre de 1986, cifra que representa un 6,25 por 100 del total negociado en la Bolsa de Madrid.

La capitalización bursátil del sector a 30 de junio asciende a 113.000 millones de pesetas, cifra que se puede estimar que supone algo más del 2 por 100 del total. La comparación entre la importancia relativa del sector petróleo según la contratación y según la capitalización permite deducir que se trata de sociedades con un alto índice de liquidez. Extrapolando la contratación del período enero-junio al conjunto del año 1986 resulta un índice de rotación (cociente entre contratación y capitalización) del 97 por 100 para el sector petróleo, y del 33 por 100 para la media del mercado de acciones. No obstante, hay que señalar que no siempre ha sido así. En los años setenta y gran parte de los ochenta, la presencia de varias empresas públicas de fuerte capital y escaso volumen de operaciones se tradujo en un índice de rotación del sector petróleo inferior a la media. En fecha tan reciente como 1985 el índice

de rotación fue similar al del total de Bolsa (16,4 por 100). La fuerte subida de este indicador de liquidez en 1986 es imputable a la operación de canje de acciones de CAMPSA en diciembre de 1985, a consecuencia de la cual se retiraron del mercado cerca de 20.000 millones de pesetas en acciones de escaso grado de movilidad.

El sector del petróleo en la Bolsa de Madrid se caracteriza principalmente por:

- El escaso número de sociedades que lo integran (menos del 1 por 100 del total).
- Un cierto peso en el mercado bursátil nacional, que podría resumirse en el 3,39 por 100 de ponderación en el índice vigente en 1986. Se trata de un peso que se puede considerar normal, ya que, fuera de los sectores líderes (banca, eléctricas y comunicaciones), pocos son los que tienen una ponderación superior al 5 por 100.
- Un tamaño medio de las sociedades muy superior a la media de Bolsa (43.000 frente a 9.000 millones de pesetas de capitalización efectiva al cierre de 1985). Las dos principales empresas del sector ocupan un lugar importante en el contexto bursátil: CEPSA fue décima por volumen de contratación en 1985, y PETROMED decimocuarta.

Hay que señalar el hecho de que ni en la actualidad ni en el pasado el sector petróleo figura como tal en las estadísticas de la Bolsa de Madrid. La mayoría de las sociedades están o estuvieron encuadradas en el grupo químico, con la excepción de CAMPSA, que tradicionalmente estuvo incluida en «monopolios», y a partir de la nueva clasificación sec-

torial establecida en 1984 pasó al subsector de comercio, dentro del grupo residual de «varios» en la clasificación de índices. Este hecho dificulta el estudio de un período prolongado y limita, como se verá a continuación, la información que es posible obtener de las estadísticas de la Bolsa.

Características generales de los valores petrolíferos

Se acepta, en general, como consustancial a las empresas petroleras una clara tendencia a la integración vertical del proceso productivo. Una empresa que consique cubrir los procesos de exploración, producción, transporte, refino y distribución conseguirá también probablemente minimizar los riesgos y maximizar los beneficios en aquella fase en que sea más factible. La configuración de este tipo de empresas exige cuantiosas inversiones y un elevado volumen de fondos propios que las haga posibles. Es habitual en la mayoría de los rankings de empresas que se publican en el mundo encontrar grandes compañías petroleras en los primeros puestos. En 1984, cinco de las diez mayores empresas del mundo pertenecían al sector del petróleo, tres de ellas norteamericanas (8).

Estas grandes compañías petroleras son sociedades típicamente bursátiles, en la medida en que su necesidad de fuertes capitales exige generalmente su cotización en un mercado de valores amplio, donde las compras y ventas de acciones sean suficientemente fluidas y exista la posibilidad de apelación, más o menos periódica, al ahorro mediante ampliaciones de capital.

En los índices bursátiles mun-

diales elaborados por Morgan Stanley Capital International, las compañías petrolíferas suponen prácticamente la totalidad del índice del subsector «fuentes de energía», que, a su vez, con una ponderación del 7,8 por 100 en el índice general, es el segundo de más peso tras el subsector bancario (9). Ello da una idea de la importancia de estas empresas en las principales bolsas del mundo.

Las cincuenta y cinco sociedades que componen el índice mundial de fuentes de energía en 1986 tienen una capitalización media de 3.442 millones de dólares, frente a algo menos de 2.000 en la media mundial, cifras que confirman el mayor tamaño medio de las sociedades del sector del petróleo. Estados Unidos, Canadá, Australia, Reino Unido y Japón son, por este orden, los países que aportan mayor número de sociedades al índice mundial.

Ahora bien, en España concurren una serie de circunstancias históricas y estructurales que hacen que, desde un punto de vista bursátil, la configuración y características del sector del petróleo sean muy diferentes de las de las mayores bolsas extranjeras. La ausencia de vacimientos importantes, la frecuente práctica de acuerdos bilaterales en la importación de crudos y, especialmente, el monopolio de distribución de CAMPSA, hacen que el sector privado haya quedado limitado a la fase de refino, con ciertas excepciones. Incluso en las refinerías las empresas públicas han jugado un papel muy importante. Ello ha imposibilitado la integración vertical del sector y ha limitado el recurso del sector petróleo a la Bolsa, en la medida en que gran parte de los capitales necesarios fueron aportados directamente por el Estado. La cotización en Bolsa de algunas empresas públicas del sector tuvo un carácter más nominal que efectivo, ya que las acciones se mantuvieron en manos públicas, sin manifestar apenas actividad alguna.

En cierto modo, CAMPSA es una excepción en este sentido. Durante un largo período fue uno de los valores clásicos de la Bolsa, encuadrado en el peculiar grupo de «monopolios». Las empresas de este sector tienen como principal característica el recurso de un monopolio estatal al capital privado para, con las aportaciones de éste, totalizar el capital de la sociedad. Los accionistas suelen ser pequeños inversores. atraídos por la amplia liquidez de los títulos y el menor riesgo -al menos en teoría - que comportan, v que valoran más estas ventajas que el eventual inconveniente de una colisión del interés público con los intereses de la sociedad. En el caso de CAMPSA. esta última característica se ve complicada por la finalidad recaudatoria del monopolio. Pese a ser un valor histórico en la Bolsa, la acciones de CAMPSA nunca han gozado de la liquidez del otro gran monopolio, Telefónica.

De todo lo anterior cabe concluir que lo que en este trabajo se ha agrupado como sector petróleo resulta sumamente heterogéneo, y es un caso muy particular en comparación con la situación de este sector en las bolsas extranjeras.

Las empresas estudiadas son pocas, algunas de ellas privadas, pero limitadas en su campo de acción, a las que se suma un monopolio público de distribución de características muy especiales, y, en algunos períodos, otras empresas públicas o semipúblicas.

En 1986, sin embargo, la depuración de las empresas públicas — tras la reorganización del INH— y la reconversión de CAMPSA—que ha reducido sustancialmente su peso en el sector— hacen que el sector petrolífero en Bolsa sea más homogéneo, aunque se haya visto sensiblemente reducido en su representatividad, como se deduce de la presencia de tan sólo dos sociedades (PETROMED y CEPSA) en el índice de la Bolsa de Madrid de 1986.

La historia del sector del petróleo en la Bolsa de Madrid

Antes de entrar en la historia del sector en Bolsa es interesante resumir los resultados de una inversión en acciones de compañías petroleras en el período 1940-1986 (hasta junio), en base a la información suministrada por el índice largo de la Bolsa de Madrid. El índice total — que incluye los dividendos recibidos - deflactado por la subida de precios del período se estima que se sitúa, al cierre del primer semestre de 1986, en 588,2. En otras palabras, el inversor en este sector durante el período, reinvirtiendo los dividendos en las mismas acciones, ha multiplicado por cerca de seis el valor de su inversión inicial, una vez eliminada la ilusión monetaria. El índice general de Bolsa. para el mismo período, alcanza un valor ligeramente superior a 300. de donde se deduce que la inversión en el sector petróleo ha sido particularmente rentable, en una proporción de aproximadamente dos a uno respecto a la media del mercado de acciones.

Es interesante observar lo que hubiera ocurrido con un inversor que hubiera vendido sus acciones en distintos momentos del tiempo. También en términos de índice total deflactado con base 100 en 1940, al cierre de 1949 la ganancia sería prácticamente nula (103,2), y los valores de mayor rentabilidad media anual implícita en el índice se alcanzan en 1956 (528,9) y 1969 (794,6, máximo histórico). El desafortunado inversor que vendiera al cierre de 1982 hubiera sufrido una pérdida real del 11,6 por 100.

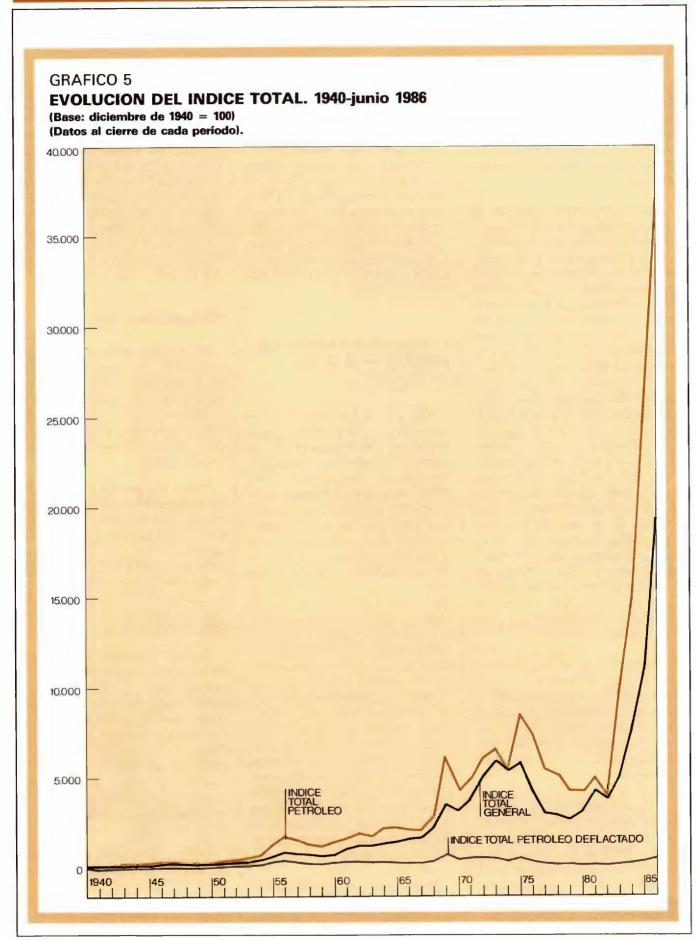
Evolución hasta 1940

En el último tercio del siglo XIX comienzan a instalarse en España las primeras destilerías de crudo, algunas de capital extranjero y otras nacionales. Estas últimas eran pequeñas empresas, ajenas por su propia naturaleza al mercado bursátil.

Ya en el siglo XX, hasta 1920 tienen lugar numerosas prospecciones, que en general fracasan por falta de capital, y se crean las primeras refinerías. A partir de 1920 se instalan en España Shell y Standard, filiales de sus respectivas casas matrices, que comienzan a dedicarse a la venta y distribución de gas-oil y fuel-oil.

En 1922 cotizaban en la Bolsa de Madrid la Sociedad Petrolífera Española — con 25 millones de capital de la Shell y el Banco Urquijo, y de la que sólo se tiene noticia de que cotizara una vez, en 1925— y la Compañía Hispano-Británica de Petróleo — con 10 millones de capital, dedicado primordialmente a la prospección—, que estuvo poco tiempo presente en la Bolsa.

En 1927 se crea el monopolio de petróleos (CAMPSA), obra personal del entonces ministro de Hacienda, Calvo Sotelo. Fue fundada junto con la Compañía Te-



lefónica, pero, a diferencia de ésta, con capital exclusivamente nacional. En su día se justificó el monopolio por el interés estratégico del petróleo y la previa existencia de un oligopolio de las grandes multinacionales extranjeras.

Tras una cierta presión internacional en contra -sobre todo por la expropiación de los bienes de algunas compañías extranieras se adjudica el monopolio a un consorcio de 31 bancos, con un capital inicial de 195 millones de pesetas, 45 de ellos aportados por el Estado. Las acciones fueron ofrecidas al público en los últimos meses de 1927, al 110 por 100 de su valor nominal, y admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid en junio de 1928. Tuvieron una buena acogida en el parquet, cotizando en el entorno del 150 por 100 en 1928, pero posteriormente la cotización fue descendiendo hasta situarse alrededor de la par en 1932. Desde este año hasta 1936 experimentaron una cierta recuperación, con un alza del 36 por 100 en cuatro años. Es posible que las dificultades de abastecimiento, derivadas del intento de bloqueo por las compañías multinacionales, estuvieran detrás de esta pobre trayectoria, aunque, en todo caso, la evolución de la cotización de CAMPSA coincide con el ciclo bursátil general.

La otra gran compañía petrolera en la historia de la Bolsa es CEPSA, creada en 1929. Fue promovida por la S. A. de Crédito Nacional Peninsular y Americano, entidad financiera que más tarde entraría en la órbita del Banco Central, pero de algún modo su creación estuvo auspiciada por la Administración, que de este modo eludía el boicot internacional a CAMPSA y garantizaba el abastecimiento.

Las acciones de CEPSA fueron admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid en septiembre de 1929, en plena fase final de la euforia especulativa en las bolsas mundiales, y bautizadas como «petrolillos», por el bajo valor nominal de los títulos (50 pesetas). Esta última es una característica relativamente frecuente en las acciones del sector petróleo, ya que ello permite el acceso del pequeño ahorro y facilita tanto la fluidez de las transacciones como la demanda de fondos en operaciones de ampliación de capital.

En el momento de su admisión, CEPSA contaba con un capital de 75 millones de pesetas, concesiones en Venezuela —obtenidas mediante la compra de Falcon Oil Corporation— y una refinería en Canarias, fuera del área del monopolio. La cotización de CEPSA cayó prácticamente sin interrupción entre 1929 y 1936, perdiendo un 50 por 100 de su valor. Sin duda, CEPSA entró en un mal momento en el mercado de valores.

Con todas las limitaciones derivadas de la escasa información estadística disponible, se ha estimado un índice del sector entre 1928 y 1936, del que resulta un fuerte descenso hasta 1932 (42 por 100) y una ligera recuperación entre 1933 y 1936 (20 por 100).

La década de los cuarenta

Tras la guerra civil, y la reapertura de la Bolsa de Madrid, continúan cotizando las tres sociedades que lo hicieron en el período anterior — CEPSA, CAMPSA y la escasamente activa Sociedad Petrolífera Nacional — con un capital nominal de 335 millones y efectivo de 798 millones a finales de 1940. Entre la última cotización de 1936 y la primera de 1939,

CEPSA pasa de 29 a 65, y a 162 en marzo de 1940. Aparentemente, los beneficios de CEPSA aumentaron al compás del creciente interés estratégico del petróleo durante el período bélico nacional y, posteriormente, internacional.

En los primeros años cuarenta, CAMPSA tuvo una evolución también alcista, aunque mucho más moderada que CEPSA.

A partir de 1940 se ha estimado un índice del sector petróleo a partir de la información suministrada por el índice largo de la Bolsa de Madrid. Componen el índice CEPSA durante todo el período y CAMPSA sólo hasta 1983, a las que se unen PETROLIBER en el período 1965-76 y PETROMED en 1977-86. CEPSA tiene un peso preponderante en el índice, alrededor del 60-70 por 100 hasta 1965 y entre el 40 y el 50 por 100 a partir de dicho año, cuando pasan a ser tres las sociedades que lo componen.

Entre 1941 y 1943 el índice de petróleos tiene una peor evolución que el general, diferencial que se reduce entre 1944 y 1946. A partir de este año, ambos índices se sitúan aproximadamente parejos hasta 1949, si bien es ligeramente más alcista el sectorial. A lo largo de toda la década. el sector petróleo proporciona una mejor retribución al capital. con una rentabilidad efectiva por dividendos del 3.4 por 100, frente al 2,6 por 100 del conjunto de sociedades incluidas en el índice. Los dividendos sobre el valor efectivo de las acciones son más altos en el caso de CEPSA que en el de CAMPSA, aunque también más erráticos. Es interesante señalar que la totalidad del alza entre 1940 y 1949 es imputable a CEPSA, que sube un 138 por 100. mientras CAMPSA mantiene al cierre de 1949 una cotización similar a la del año base.

De lo expuesto anteriormente se deduce que el sector petróleo une en estos años a unas mayores ganancias de capital una rentabilidad por dividendos también superior a la media, de donde resulta un alza del índice total (que recoge ambos conceptos) del 155 por 100, frente al 124 por 100 en el índice general. La subida del sector petróleo compensa aproximadamente el alza de precios de estos años, mientras que el índice general experimenta, en pesetas constantes, un descenso del 17 por 100.

La ponderación del sector en el índice general es, en media, ligeramente inferior al 5 por 100, sin que manifieste una tendencia definida durante el período. El peso que pierde CAMPSA a lo largo de los cuarenta coincide aproximadamente con el que va ganando CEPSA.

Al final de este período tiene lugar, en 1948, una remodelación del monopolio y de CAMPSA, que consolida una serie de desviaciones en el comportamiento de la compañía respecto a lo previsto en su creación, en 1927. En concreto. CAMPSA se había centrado especialmente en la actividad de distribución, optando en la fase de refino por participar en empresas privadas. A partir de 1940, CAMPSA se encuentra con la competencia del INI en las fases del refino y exploración, exigiendo esta duplicidad una solución por parte de la Administración. Por otra parte, la finalidad principal de CAMPSA es, cada vez más claramente, recaudatoria, lo que tampoco era el principal objetivo al menos, objetivo confesado — de la creación del monopolio. Entre 1928 y 1948 el monopolio de petróleos aportó al Estado un 5-7 por 100 de sus ingresos totales (10).

La remodelación de 1948 consolida la función primordialmente distribuidora de CAMPSA, permitiendo que el Estado encargue a otras empresas u organismos (en alusión velada al INI) trabajos de importación, destilación y almacenamiento de petróleo. También se modifica la normativa respecto a reparto de beneficios, reduciendo del 5 al 4 por 100 el

interés mínimo asegurado a los accionistas. Por último, el Estado realiza una especie de O.P.A. a los accionistas privados, que, según la evolución del número de accionistas, no debió afectar a un volumen importante de títulos.

Las medidas de 1948 y la política posterior indican una tímida liberalización del sector. De ello es ejemplo el hecho de que, en 1949, el INI llegase a un acuerdo con CEPSA y CALTEX (California Oil Texas Company) para construir una refinería en Escombreras (REPESA) que sería el germen de la futura EMPETROL. El INI aportó el 52 por 100 del capital inicial.

Desde un punto de vista bursátil, es posible que la tendencia a limitar el papel de CAMPSA y potenciar la colaboración del INI con empresas nacionales y extranjeras fuese descontada por el mercado a lo largo de un período difícil de acotar, lo que contribuiría a explicar la débil trayectoria de la cotización de CAMPSA desde la postguerra hasta mediados de los cincuenta. Sin duda, la dis-

CUADRO N.º 7

EVOLUCION COMPARATIVA DE LOS INDICES DEL SECTOR PETROLEO Y GENERAL (Base diciembre de 1940 = 100) (Datos al cierre de cada año)

		Indice normal			Indice total		
Años seleccionados	Petróleo (A)	General (B)	A/B %	Petróleo (A)	General (B)	A/B %	Indice total petróleo deflactado
1940	100	100	100	100	100	100	100
1950	194,2	174,7	111,2	330,5	228,1	131,7	108,0
1960	723,8	387,5	168,8	1.488,1	741,9	200,6	338,1
1970	1.468.3	1.174,7	125,0	4.259,5	3.153,5	135,1	513,8
1975	2.564,6	1.897,1	135,2	8.472,9	5.791,7	146,3	570,6
1980	990.3	730.9	135,5	4.280,9	3.110,9	137,6	122,9
1983	1.725,6	877,8	196,6	9.828,2	5.003,7	196,4	192,6
1985	3.873.7	1.704.6	227.3	24.814,3	10.940,3	226,8	412,7
unio 1986	5.654,1	2.934.5	192,7	37.192,0	19.351,2	192,2	588,2

minución del dividendo nominal mínimo tuvo también una incidencia negativa en el precio de las acciones. El hecho es que, en los 16 años que van de 1941 a 1956, CAMPSA tan sólo cerró por encima de CEPSA en cuatro de ellos.

La década de los cincuenta

En 1950 cotizaban en la Bolsa de Madrid las mismas tres empresas que diez años antes, con un capital nominal de 680 millones y una capitalización efectiva de 1.515 millones. Durante los cincuenta el giro en la política petrolífera, como consecuencia de las medidas de 1948, se traduce en la afluencia al mercado de capitales de dos empresas públicas, **ENCASO** (Empresa Nacional Calvo Sotelo) y REPESA, que en 1960 aportaban cerca de 2.500 millones de capital al sector, alrededor de la mitad del total. Sin embargo, dado su carácter de empresas del INI, apenas cotizaron en Bolsa, v sus volúmenes de contratación fueron muy bajos, insuficientes para que alguna de las dos figurara en el índice de la Bolsa de Madrid.

Entre 1950 y 1956, coincidiendo con una dilatada fase alcista del ciclo bursátil, el índice del sector petróleo experimenta una fuerte subida (450 por 100), sensiblemente superior a la del índice general (235 por 100). Nuevamente, el alza es imputable principalmente a CEPSA, aunque CAMPSA — tras la atonía mostrada en los años anteriores— experimenta también una cierta revalorización que, en todo caso, es inferior a la media de acciones.

Entre 1957 y 1959, con la Bolsa orientada a la baja, el sector del petróleo pierde ligeramente respecto al índice general. A pesar de ello, al cierre de 1959 el índice de petróleos aumenta un 63 por 100 por encima del nivel del índice general, ambos en base 1940.

En parte como consecuencia de la elevada cotización de sus títulos, la rentabilidad por dividendos del sector disminuye a lo largo de la década, pasando de un 3,7 por 100 en el primer lustro a un 2,2 por 100 en el segundo. Aunque la media del mercado también desciende (del 4,0 al 3,2 por 100 en iguales períodos), la comparación entre ambos, que en los cuarenta era favorable al petróleo, es en los cincuenta desfavorable.

Como consecuencia, el índice total de las petroleras, si bien se mantiene por encima del general, gana respecto a éste comparativamente menos que el índice normal en 1950-56, y pierde comparativamente más en 1957-59.

El peso medio del sector en el cálculo del índice general pasa del 4,9 por 100 en los cuarenta al 6,9 por 100 en los cincuenta, en gran parte como consecuencia del método de cálculo de las ponderaciones en el índice de la Bolsa de Madrid, que se basa en la capitalización bursátil y hace que aumente cada año, por tanto, el peso de las sociedades más alcistas en el pasado.

Sin embargo, las acciones del sector petróleo no parecen manifestar una particular actividad en estos años. En los últimos cincuenta — para los que ya existen datos de contratación— el peso del sector en el total negociado oscila alrededor del 5 por 100, nivel inferior al que le correspondería en función de su capitalización (6-7 por 100, según los años).

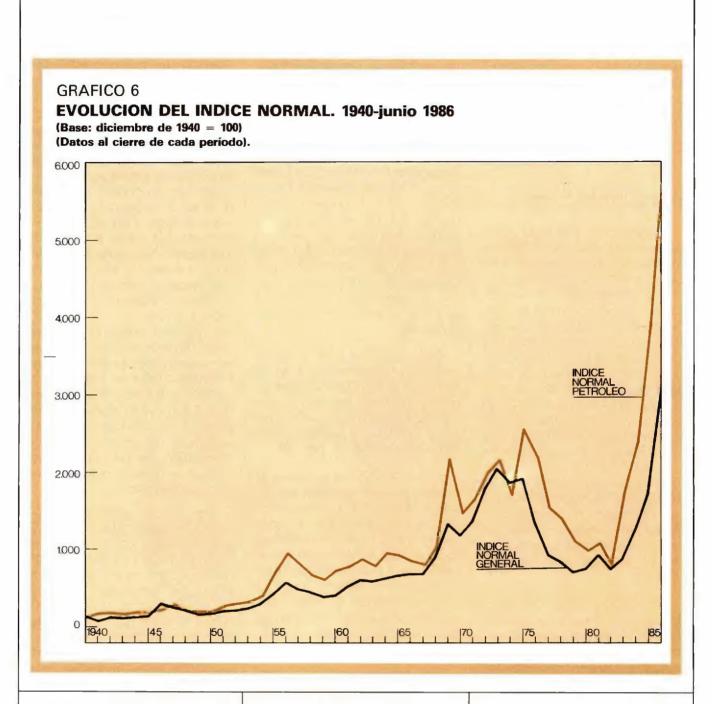
La década de los sesenta

Los sesenta son una época de

creación de numerosas refinerías de capital público, privado o mixto, dentro de una política tendente no sólo a abastecer al mercado interior sino también a crear un cierto excedente con destino a la exportación. Esta proliferación de refinerías, sin embargo, se traduce en la incorporación a la Bolsa de Madrid de tan sólo dos nuevas empresas. Una de ellas, PE-TROLIBER, fue creada en 1961 con una aportación privada del 48 por 100 (el 28 por 100 de la Marathon Oil Company y el resto de un grupo bancario español) y un 52 por 100 del Estado que, en realidad, fue aportado también por la Marathon Oil a cambio de un contrato de suministro por diez años. Se admite en Bolsa en 1964 y entra en 1965 en la composición del índice. La incorporación de la otra petrolifera, Investigadora Petrolifera, tiene un carácter más bien anecdótico, ya que nunca tuvo entidad en Bolsa ni por capital ni por contratación.

Pese a la incorporación de estas sociedades y al fuerte aumento de la capitalización —que pasa de 9.725 a cerca de 35.000 millones en los sesenta—, disminuye el peso del sector petróleo en el capital efectivo, del 6,7 al 4,2 por 100. Ello se debe a que se trata de un período dominado, en Bolsa, por la espectacular subida de las cotizaciones bancarias, que hace que la mayor parte del resto de los sectores pierdan peso en el capital efectivo total.

La fase alcista de los sesenta se traduce en una subida del índice general del 258 por 100, manteniéndose el sector petróleo en una línea notablemente similar a la media, con un alza del 257 por 100. Hay que distinguir, sin embargo, dos períodos: hasta 1968, las sociedades petroleras pierden posiciones respecto al índice general, a excepción de 1964; en



1969, con un alza del 110 por 100, frente al 52 por 100 del índice general, recuperan lo perdido anteriormente.

Al contrario que en el período anterior, no se producen en los sesenta grandes discrepancias entre CEPSA y CAMPSA, que mantienen, por término medio, evoluciones similares en sus cotizaciones. La incorporación de PETROLIBER al índice, en 1965, aporta

un ligero impulso adicional a la tendencia alcista de las otras dos sociedades.

La rentabilidad efectiva por dividendos, que en los cincuenta se había situado, para el sector petróleo, por debajo de la media, manifiesta una tendencia inversa en los sesenta, a causa tanto de una cierta recuperación del sector (cuya media se sitúa en el 3,71 por 100) como de un ligero descenso del conjunto (3,70 por 100). En general, CAMPSA mantiene una rentabilidad por dividendos superior a la de CEPSA.

Al igual que sucede con la capitalización, el peso del sector petróleo en el total negociado disminuye en estos años, pasando del 5,3 por 100 en la media de 1960-65 al 2,9 por 100 en la de 1966-69. Desciende también la ponderación del sector en el cálcu-

lo del índice general, del 6,9 por 100 en los cincuenta al 5,7 por 100 en los sesenta, a pesar de la incorporación de PETROLIBER.

De 1970 a 1986

La agrupación en un sólo epígrafe de un período tan heterogéneo como el que va de 1970 a junio de 1986 tiene como única justificación la cobertura de todo el período que va desde las primeras escaramuzas de los países de la OPEP frente a los países consumidores de petróleo, en los primeros setenta, hasta la caída en picado de los precios, a mediados de la década en curso.

No es preciso insistir en la trascendencia que la evolución del mercado internacional de crudo tiene, en este período, para la economía nacional e internacional y, por supuesto, para todas las bolsas, incluida la española. Parece, por ello, aconsejable, adoptar en estos años una visión de largo plazo que permita evaluar la incidencia diferencial -tanto cuantitativa como temporalmente- de estos acontecimientos en el desarrollo del mercado bursátil español y, en concreto, en el sector del petróleo, respecto a lo ocurrido en otros países.

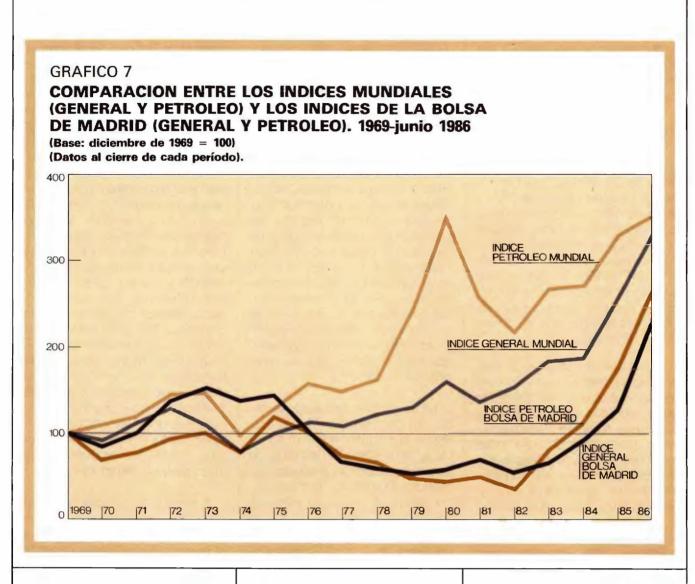
El análisis comparativo de la evolución de los índices bursátiles mundiales, durante este período, es enormemente revelador. Entre 1970 y 1974 el índice mundial general pierde un 20 por 100, mientras el del sector petróleo se mantiene, aproximadamente. Entre 1975 y 1978, dentro ya de la fase de recuperación de las principales bolsas, el sector petróleo manifiesta una evolución ligeramente más alcista que la media (66 por 100 frente a 56 por 100). En el bienio 1979-80 — en el que,

a priori, cabría situar la incidencia de la segunda subida de precios de la OPEP – las compañías petroleras experimentan una formidable revalorización (113 por 100), muy superior a la del índice general (30 por 100). Por último, a partir de 1981 — cuando el precio del petróleo comienza a manifestar ciertos síntomas de debilidad-, ambos índices convergen claramente y, mientras las cotizaciones medias aproximadamente se duplican hasta junio de 1986, el sector petróleo se mantiene aproximadamente al nivel de cierre de 1980. En la primera mitad de los ochenta los precios de las acciones petroleras pierden prácticamente todo lo ganado, respecto al índice general mundial, en los setenta.

La trayectoria del sector petróleo, en comparación con la tendencia bursátil mundial, muestra claramente cómo, en las fases de alza de precios del petróleo, las grandes multinacionales del sector se vieron comparativamente beneficiadas respecto al resto de las industrias. Por el contrario, en las fases de baja del precio del crudo, la trayectoria del índice sectorial es inferior a la del índice general mundial. Cabe interpretar estos hechos en el sentido de que las grandes multinacionales del sector, que son empresas integradas, consiguieron aumentar sus beneficios al amparo de las alzas de precios decididas por la OPEP, lo que se tradujo en una mayor demanda de sus títulos en los mercados de capitales. Esta tendencia se invirtió en los ochenta y, en especial, en 1985 y la primera mitad de 1986, con el precio del crudo en claro descenso.

El mismo análisis, llevado al caso de España, presenta importantes características diferenciales. En primer lugar, la evolución general de la Bolsa de Madrid es muy diferente de la de las principales bolsas extranjeras. Se produce una fuerte subida (80 por 100) hasta abril de 1974 — cuando las demás bolsas se encuentran en plena fase de caída -- y un espectacular descenso (45 por 100) entre 1976 y 1980 — cuando en el resto del mundo tenía lugar ya la fase de recuperación. El ajuste de la economía española ante las nuevas circunstancias internacionales fue tardío y excesivamente gradual. La marcha del índice general de la Bolsa de Madrid refleia este hecho y la particular vulnerabilidad de nuestra economía respecto a las subidas de precios del petróleo, junto con la difícilmente cuantificable incidencia de la crisis política española de mediados de los setenta. A partir de 1980 comienza una tímida recuperación, que se intensifica a partir de 1983 y termina en la espectacular subida de las cotizaciones en la primera mitad de 1986.

A efectos de comparación con el índice bursátil mundial, que está calculado en dólares, sería preciso trasladar a esta divisa la marcha del índice de la Bolsa de Madrid. Sin embargo, a efectos del análisis comparativo, no es necesario hacerlo, por cuanto ello se traduciría principalmente en una agudización de las discrepancias respecto a la tendencia mundial. La anómala subida entre 1970 y 1974 sería mayor, y también el descenso hasta finales de los setenta, aunque en este caso el mínimo del índice se alcanzaría en 1983, a causa de la revalorización del dólar. Por último, el alza de los dos últimos años vendría reforzada por la caída reciente del dólar. A grandes rasgos, por tanto, la conversión del índice de la Bolsa de Madrid a dólares obligaría a explicar una evolución comparativa respecto al



índice mundial similar a la que resulta de mantener el índice en pesetas, aunque más extrema.

Independientemente de las diferencias entre el índice de la Bolsa española y el índice mundial en este período, la evolución diferencial del sector petróleo es, en España, muy distinta —e incluso inversa— que en el resto del mundo. Hasta 1974, mientras el índice general sube un 37 por 100, el del sector petróleo baja un 21 por 100. Entre 1975 y 1978 el petróleo (—19 por 100) se mantiene mejor que el general (—55 por 100), situación que se invierte en 1979-80 (petróleo: —28 por 100;

general: —10 por 100). Por último, de 1981 a la mitad de 1986 el petróleo sube un 470 por 100, frente al 304 por 100 del índice general. En resumen: en las fases de alza de precios del petróleo, este sector experimenta un mayor descenso (o una menor subida) que el índice general, y en las fases de baja o estabilidad del precio del petróleo ocurre lo contrario. Exactamente al revés que en la comparación entre el sector y el índice general en los índices mundiales.

¿A qué causas cabría atribuir este comportamiento? Parece, en principio, razonable, buscarlas en las especiales características del sector petrolífero español, expuestas anteriormente. La limitación de las empresas privadas, en buena medida, a la fase de refino, y el monopolio de distribución de CAMPSA se habrían traducido en una menor capacidad de cobertura de las empresas del sector frente al alza del precio de la materia prima. Las empresas de refino habrían estado sometidas a una compresión de costes y precios que reduciría sus beneficios. Los resultados de CEPSA que mantiene en estos años una ponderación del 50-60 por 100 en el índice sectorial - parecen confirmar esta hipótesis en la segun-

da subida de precios del petróleo. ya que se mantienen prácticamente estancados entre 1977 y 1982, con una fuerte caída en 1980. No ocurre lo mismo en la subida del precio del crudo en 1974, ya que en los años inmediatamente anteriores y posteriores esta sociedad mantiene un aceptable ritmo de incremento en los beneficios. No obstante, hav que señalar, en primer lugar, que la peor evolución del sector petróleo en los primeros años setenta es, probablemente, en parte, una compensación de la fuerte subida de las sociedades petroleras en 1969 (110 por 100, frente a un 52 por 100 del índice general). Otra posible explicación de la pérdida relativa del sector en 1970-74 estaría en las fuertes inversiones que realizó en dicho período, en parte como consecuencia de la política de diversificación horizontal de CEPSA y en parte para financiar un plan de creación de refinerías que, tras la reducción y el cambio en la estructura de la demanda, como consecuencia del alza de los precios, exigió nuevas inversiones de reconversión que consiguieran reducir el exceso de la capacidad de refino.

El hecho es que, mientras los beneficios totales aumentaron a un ritmo satisfactorio entre 1970 y 1975, el dividendo por acción descendió, incluso en términos nominales, entre 1972 y 1976, resultando de ello una fuerte caída en la rentabilidad efectiva. A ello contribuyó un fuerte ritmo de ampliaciones de capital (11 entre 1967 y 1976, a una media de más de una por año). Todo lo anterior revela un importante esfuerzo de autofinanciación en estos años, que parece coherente con la debilidad relativa de las cotizaciones.

El acuerdo con la CEE en 1970, que estableció un contingente de exportaciones españolas a la Comunidad muy limitado, pudo también provocar un cierto retraimiento de los potenciales accionistas. La obligación de mantener fuertes stocks de materias primas con fines estratégicos generó también costosos gastos de financiación, con una incidencia negativa en las cuentas de resultados y en las expectativas respecto al futuro del sector.

La compresión de precios y

costes durante la segunda alza de precios del petróleo puede interpretarse como una especie de traslación a las empresas de refino (públicas y privadas) de parte de los costes asociados a los objetivos de «bien público» que son inherentes a un monopolio de distribución como CAMPSA. En esta segunda fase de alza del precio del crudo, CAMPSA aplicó con mucho mayor rigor la fórmula que determina el precio de compra de las refinerías, lo que, unido a los retrasos en el pago de las compensaciones, periudicó sin duda al sector del refino.

Cabe señalar, por último, como posible causa que contribuya a explicar el retraso relativo de la incorporación del sector al alza general del período 1980-86, la incertidumbre derivada de cuál sería la configuración del sector tras la entrada en la CEE. La creación del INH y la reestructuración de CAMPSA, en curso, contribuyeron a aclarar esta incertidumbre, resultando de ello una explosión del potencial alcista del sector entre 1983 y 1985.

Durante la década de los seten-

	CUADRO N.º 8
SECTOR PETROLEO EN I	OLSA: EVOLUCION DE ALGUNOS INDICADORES

	Rentabilidad efectiva por dividendos		Contratación efectiva (millones de pts.)			
	Petróleo	Total	Petróleo (A)	Total (b)	A/B %	Peso del sector petróleo en el índice general (%)
1941-50	3,18	2,72	n.d.	n.d.	n.d.	4.91
1951-60	2,92	3,32	152(*)	3.096(*)	4,9(*)	7,20
1961-70	3,55	3,43	409	11.054	3,7	5,64
1971-75	2,62	2,61	1.401	70.686	2,0	4,05
1976-80	5,47	6,90	2.457	71.176	3,5	5,00
1981-85	8,27	8,58	8.195	261.154	3,1	4,27

n.d. = no disponible. (*) = 1958-60. ta se incorporan a la Bolsa de Madrid dos nuevas empresas del sector: EMPETROL y PETROMED.

EMPETROL, resultado de la agrupación de las refinerías con mayoría de capital público bajo el control del INI, se crea en 1974 y es admitida a cotización en la Bolsa de Madrid en 1976, al tiempo que causan baja ENCASO y REPE-SA. Ello supone un fuerte influjo de capital para el sector, cuya capitalización bursátil a final de 1980 representa un 53 por 100 del total de la Bolsa de Madrid, un punto por encima de su participación diez años antes. Por el contrario, la incorporación de EMPETROL apenas tuvo incidencia en las cifras de contratación, como es lógico esperar de una empresa pública propiedad del INI en más del 70 por 100. Al contrario, la contratación del sector en la década de los setenta descendió en términos relativos (2,6 por 100, frente a un 4,3 por 100 del total en la década anterior), experimentando en la primera mitad de los ochenta una ligera recuperación (3,1 por 100).

Al igual que la mayor parte de las grandes empresas públicas de la historia de la Bolsa de Madrid, EMPETROL no llegó a figurar en el índice debido a su escaso nivel de actividad. El peso del sector del petróleo en el índice general, históricamente alrededor del 5-6 por 100, osciló en los setenta entre el 3 y el 4 por 100 (como consecuencia de la peor evolución de las cotizaciones) y se recuperó ligeramente en el período 1980-86 (4-5 por 100).

PETROMED, creada en 1967, fue admitida a cotización en la Bolsa de Madrid en 1976, e incluida en el índice en 1977. Su evolución ha sido, desde entonces, ligeramente más alcista que la de las otras petroleras, por término

medio, y su peso en el índice sectorial, creciente, pasando del 15 por 100 en 1977 al 60 por 100 en 1986, año en el que supera en ponderación a CEPSA. A partir de 1983 aumenta notablemente el volumen de contratación, situándose en 1985 entre las 15 sociedades de mayor volumen de negocio en la Bolsa de Madrid, siendo ésta una de las causas del aumento del índice de rotación del sector en los últimos años, junto con la exclusión de EMPETROL V la reducción del capital admitido de CAMPSA.

NOTAS

- (1) TORRENTE, J. A.: Historia de la Bolsa de Madrid, volumen segundo, págs. 141-145.
- (2) Martínez Ibarreta: La Bolsa en España, pág. 73.
- (3) Capital International Perspective, 1986, I.
- (4) Citado por TORRENTE: Historia de la Bolsa de Madrid, volumen segundo, pág. 136.
- (5) Véase VICENS VIVES: Historia de España y América, Barcelona, 1961, Tomo V, págs. 242-250 y TAMAMES: Estructura Económica de España (2), Alianza, Madrid 1982, cap. 32.
- (6) La Bolsa de Madrid elabora dos índices largos o encadenados, ambos con base en diciembre de 1940. La diferencia entre uno y otro depende de la consideración o no de los dividendos: mientras el llamado índice normal refleia sólo la evolución de las cotizaciones, corregido el efecto de las ampliaciones de capital, el indicte total suma a lo anterior el pago de dividendos, con la hipótesis de reinversión de éstos en las mismas acciones. Este último recoge, por tanto, la rentabilidad por todos los conceptos -plusvalías, ampliaciones y dividendos-, lo que lo convierte en un indicador más adecuado a la hora de estudiar el largo plazo. En nuestro análisis nos centraremos en el índice total, ya que, como hemos señalado, las mineras compensan frecuentemente las minusvalías con pagos de dividendos que, de algún modo, hacen las veces de amortización del capital
 - (7) Bolsa de Madrid, Memoria 1963.
- (8) Fortune, 28 Abril, 1986 y 19 Agosto,
- (9) Morgan Stanley Capital International Perspective, 1986-I y 1986-7.
- (10) Marin Quemada, J. M.: Política Petrolífera Española, CECA, 1978.