

# LA BOLSA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL ACTUAL

Manuel PIZARRO MORENO

## I. GLOBALIZACIÓN Y REGIONALIZACIÓN

**D**URANTE los últimos tiempos, y muy especialmente desde mediados de la década de los ochenta, la comunidad bursátil internacional ha experimentado cambios radicales sin precedentes. Tales metamorfosis son consecuencia del inexorable avance hacia la globalización que viene produciéndose en los sistemas financieros a escala mundial, cuyos efectos se aprecian de manera especialmente palmaria en los mercados de valores.

Es innegable que en dichos mercados se opera, cada vez más, sobre la base de una gran liquidez a escala internacional. En función de ese criterio, las grandes empresas eligen dónde realizar sus emisiones sin reparar en si se trata de mercados regionales, nacionales o exteriores.

En el otro frente, siguiendo también la pauta de la liquidez universal, los inversores institucionales van internacionalizando progresivamente sus carteras, razón por la cual los principales valores se convierten en instrumentos financieros codiciados por entidades gestoras de los más variados rincones del mundo.

Las consecuencias no se hacen esperar: de una parte, la negociación de estos instrumentos comienza a concentrarse en los mercados más competitivos; de otra, el incremento de las

transacciones transfronterizas lleva aparejado un proceso de desregulación local que, en gran medida, parece irreversible.

Ambas tendencias —concentración en función de competitividad y desregulación de la operativa— están produciendo graves alteraciones tanto en la propia *ratio* como en la trayectoria reciente de las bolsas de valores.

Porque no hay que olvidar que las bolsas nacieron, al auspicio del florecimiento del capitalismo mobiliario, como los agentes integradores de sus respectivos mercados regionales o nacionales, y que, por esa contribución decisiva, alcanzaron una posición privilegiada, cuando no monopolística, en sus respectivas zonas geográficas de influencia.

Aunque erróneamente se ha minimizado a veces el papel desempeñado por las bolsas en la articulación de los mercados de valores, comparándolo con el de las lonjas o el de las casas de contratación, lo cierto es que éstas no conocieron el título-valor, por lo que malamente pudieron contribuir, como lo hicieron las bolsas, a la organización y centralización de su mercado.

Aunque equivocadamente, se han relacionado también éstas y otras vertebraciones de la actividad mercante (ferias, lonjas, colegios mercantiles o casas de contratación) como si de etapas de un mismo proceso evolutivo, culminado en la institución bursátil, se tratase; igualmente, ha de señalarse que ni en España ni en otros países de nuestro

entorno se produjo el tracto sucesivo de todas ellas, con lo que se hace difícil difuminar, a lo largo del tiempo, el meritorio éxito alcanzado por las bolsas y el efecto positivo de su posición dominante en la optimización de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

Pues bien, esta condición de preponderancia, sobrevenida, como veíamos, desde muy al principio, que ha acompañado a las bolsas en su andadura histórica es, precisamente, el atributo esencial que ha comenzado a quebrarse en el más próximo pasado, de tal suerte que en muy poco tiempo las instituciones bursátiles se han visto arrastradas a un nuevo escenario en el que la competencia es feroz, y en el que, por ende, la supervivencia exige un planteamiento estratégico y un *modus operandi* completamente distintos de los tradicionales.

Poco a poco, la delimitación territorial de la operativa bursátil, restringida históricamente por la ubicación del local de contratación, o parqué, ha visto desvanecerse sus barreras, cediendo paso a una escena que se desarrolla bajo modernas redes de trabajo cada vez más sofisticadas, abiertas a un sistema financiero que no entiende de fronteras, y para el que la dimensión «país» se ha quedado pequeña.

En paralelo con todo lo anterior, y haciendo si cabe más compleja la situación, en los últimos años se está produciendo un proceso de reafirmación regional, con el consiguiente efecto revitalizador de las exigencias locales.

Consecuentemente, las bolsas deben dedicar recursos a establecer mecanismos que favorezcan la financiación de las administraciones, instituciones y

empresas de la comarca a que pertenecen. Y ello a pesar de que algunas de éstas, por las magnitudes que barajan, por el alcance de su divulgación, por su volatilidad, por la naturaleza de su actividad, o, en definitiva, por su riesgo intrínseco o extrínseco, no siempre resulten idóneas salvo para inversores o intermediarios muy especializados en el sector concreto o en el mercado local correspondiente.

Este hecho complica el establecimiento de estrategias ante el fenómeno de la globalización del mercado. La eficacia operativa y la reducción de costes que la globalización impone como elementos clave para la supervivencia de las bolsas, y que las impulsa a tomar el camino de la innovación tecnológica, desencadenan, a su vez, cambios de gran importancia en la fisonomía de los mercados. Y estos cambios no siempre resultan compatibles con las demandas derivadas de la regionalización.

Por otra parte, la diversificación de instrumentos financieros a que da lugar la competencia internacional dificulta las decisiones de inversión, reservadas, cada vez más, al criterio de profesionales expertos. Este extremo revaloriza, a los ojos de los inversores, el papel consultivo de los intermediarios bursátiles.

Las industrias de valores, por consiguiente, se encuentran en el centro de la borrasca, ya que han de defenderse frente a las grandes redes integradoras mundiales, pero sin olvidar la atención que requieren los intervinientes locales, incluidos los inversores individuales.

Es difícil predecir las consecuencias de todo esto. Parece seguro que los procedimientos de encaminamiento de órdenes, de contratación, y de compensa-

ción y liquidación seguirán racionalizándose y mecanizándose, habida cuenta de su valor como ventaja comparativa —tanto a efectos de agilidad operativa como en materia de costes— en un marco de competencia intercentros y frente a mercados no regulados.

Ahora bien, no menos evidente es que tanto la presencia institucional de calidad como —y muy especialmente— el elemento humano seguirán jugando un papel decisivo en el éxito de los mercados y de sus entidades participantes en el ámbito local.

## II. REACCIONES DE LAS BOLSAS

Como es lógico, el doble fenómeno de la globalización/regionalización de los mercados y sus consecuencias se ha erigido, sin ningún género de dudas, en el gran protagonista del debate bursátil en los foros más especializados, como lo son la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), la Federación de Bolsas Europeas (FESE) y la Federación Iberoamericana (FIABV), organizaciones que, por cierto, cuentan todas ellas con destacada presencia del mercado bursátil español.

Ahora bien, tan contundente es la unanimidad de criterios en la identificación del fenómeno como contumaz la discrepancia a la hora de darle respuestas y de exigir o predecir reacciones respecto de las autoridades nacionales competentes.

Concretamente, en la FIBV, organización creada en Londres en 1961, de la que la Bolsa de Madrid es miembro fundador, y que cuenta actualmente con casi cincuenta mercados adheridos procedentes de los cinco continentes, se ponían de manifiesto,

con motivo de la Asamblea General que se acaba de celebrar en Santiago de Chile, las divergencias existentes.

Así, por ejemplo, la Bolsa de Nueva York encuentra en la globalización una oportunidad para consolidar, aún más, su condición de líder mundial indiscutible en el sector. En este sentido, resulta curioso observar cómo se arroga, sin recato alguno, la categoría de «mercado anhelado» por los *blue chips* de todas las procedencias, que, en tanto hacen méritos para alcanzar la ambicionada admisión a cotización en Wall Street, se estarían conformando, *ad interim*, con su presencia en sus respectivas bolsas locales o, como máximo, con su participación en mercados no oficiales norteamericanos.

Es impresionante la incidencia de este postulado en muchos de los países con mercados emergentes, cuyos principales emisores aspiran a emigrar hacia el gigante neoyorquino ante la mirada impasible de sus autoridades nacionales y, en ocasiones —y sorprendiendo todavía más—, ante una actitud impertérrita por parte de las propias bolsas nacionales, resignadas a retener, únicamente, el segmento más doméstico de su mercado.

Buena parte de las naciones de Sudamérica son una muestra significativa de lo anterior. Sin embargo, algunas de ellas, como México, han rectificado su conducta, rompiendo con la permisividad y buscando un nicho para sí en el mercado global, tratando de posicionarse como puente entre la América hispana y la anglosajona. Otras, como Argentina, se aferran a las peculiaridades de su mercado como argumento para detener una migración que se ha iniciado tan rápidamente

como el proteccionismo tradicional ha cedido el paso a una política económica más aperturista.

En el otro extremo del mundo, la Bolsa de Tokio está tratando de atraer el mayor número posible de compañías extranjeras, y para ello ha modificado, con efectos del 1 de enero de 1995, sus requisitos de admisión para sociedades no japonesas. Las compañías del resto de Asia empiezan a encontrar en la Bolsa de Tokio una importante alternativa de financiación a sus crecientes necesidades de capital, dado el interés, cada vez mayor, de los inversores japoneses en estas sociedades.

La Bolsa de Hong Kong está llevando a cabo un plan estratégico de expansión, tanto a escala nacional como internacional, encaminado a convertir a Hong Kong en centro financiero internacional y puerta de China. Los resultados están siendo significativos, debido, en gran parte, a la creciente incorporación de importantes compañías estatales chinas (17 en la actualidad), aspecto que aporta profundidad al mercado y refuerza su atractivo para inversores de todo el mundo.

Aunque 1994 y 1995 han supuesto una cierta corrección para este mercado, la Bolsa de Hong Kong continúa con su política de expansión y apertura, mejorando su infraestructura y operativa: en septiembre de este año, acaba de inaugurar un nuevo mercado de opciones, con una respuesta inicial muy prometedora. También se han mejorado la liquidación y los servicios de información con objeto de ajustarlos a las normas internacionales, y se ha facilitado el proceso del mercado a crédito. Es prioritaria una política de reducción de costes y se ha retirado el impuesto de Bolsa.

En Taiwán, la cotización de TDR's de valores extranjeros en la Bolsa nacional es objetivo prioritario del gobierno. En ese sentido, se está favoreciendo la emisión de recibos de depósito de valores extranjeros, que, según la legislación vigente, deben estar admitidos ya en una de las doce bolsas siguientes: NYSE, AMEX, Londres, Alemania, París, Tokio, Osaka, Toronto, Australia, Singapur, Kuala Lumpur o Tailandia.

Se prevé una flexibilización mayor de las normas de inversión extranjera en acciones cotizadas, y los inversores particulares extranjeros puedan acceder directamente al mercado de valores de Taiwán.

El mercado de valores australiano, a su vez, ha experimentado una notable recuperación a lo largo de 1993-94. Las bolsas australianas están llevando a cabo últimamente una activa política de captación de compañías asiáticas, especialmente chinas, en competencia con la Bolsa de Hong Kong. Los resultados de esta política han sido muy satisfactorios, hasta el punto de que se va a establecer una Sección Asiática con su correspondiente índice.

En definitiva, cada Bolsa afronta las nuevas reglas de un juego sin fronteras que, según la idiosincrasia de cada una, ofrece nuevas oportunidades, marca nuevos desafíos o representa una amenaza implacable.

### III. EL CONTEXTO EUROPEO

Para analizar la situación de las bolsas de la Unión Europea, hay que comenzar, hoy todavía, por destacar una importante falta de homogeneidad, que sigue impidiendo hablar sin cautelas de una «Europa financiera».

Indudablemente, se identifica un espacio europeo en el cual existen algunas características presentes en todos los mercados de valores, pero, siendo objetivos, persisten en la actualidad aspectos comunes más nítidos, por ejemplo, entre Londres y Nueva York que entre Londres, Estocolmo, Francfort y Madrid.

Hay que reconocer que en la presente década se ha acentuado la similitud de comportamientos entre los mercados europeos, pero esta similitud no es mucho más acusada que la que existe entre los países desarrollados, sean o no europeos, y, lo que es más importante, dicha similitud no será verdaderamente significativa en tanto no se progrese en la uniformidad fiscal, en la homogeneización contable y, sobre todo, en la unificación de la política monetaria y cambiaria.

Hechas estas salvedades, se puede proseguir destacando que hablar de las bolsas europeas implica referirse nada menos que a una cuarta parte de la contratación mundial, que se corresponde con una participación en la capitalización mundial de 15 billones de dólares.

Dicho de otra forma, la participación de las bolsas de la Unión Europea en el negocio bursátil mundial es similar a la de las bolsas asiáticas, y cinco veces superior al conjunto de la contratación efectuada en la Europa no comunitaria, Oceanía, América Central y del Sur, y África.

Sólo la región norteamericana, que representa más del 40 por 100 de los 10 billones de dólares contratados en todo el planeta, supera a la Unión Europea en importancia relativa.

Para profundizar en el estudio de la situación y tendencias de las organizaciones bursátiles que configuran esta segunda

región bursátil del mundo, sería vano entrar en disquisiciones sobre la internacionalización, la desregulación local, el acceso remoto al mercado, la implantación de sistemas electrónicos de soporte a la actividad bursátil o sobre el florecimiento de los mercados no oficiales, sin referirse a cuatro temas concretos: el fracaso de los intentos de creación de una Bolsa única para los *blue chips* europeos, el impacto de las directivas comunitarias en los mercados nacionales de valores, la perspectiva de una moneda única y las evoluciones de la Bolsa de Londres.

## 1. La Bolsa Única Europea

Con respecto al primero de los temas, ha de señalarse que la discusión sobre la posibilidad, la conveniencia y la viabilidad de una Bolsa de Valores Única Europea se ha planteado sobre la base de muy diferentes ópticas y fundamentos desde la creación, en 1974, de la Federación de Bolsas de la Comunidad Europea, actualmente denominada —tras la incorporación de las bolsas escandinavas, suizas y austriacas— Federación de Bolsas Europeas, organización vicepresidida por la Bolsa de Madrid desde el pasado mes de mayo.

La primera de las iniciativas fue el denominado Proyecto IDIS (Interbourse Data Information System), que pretendía la implantación de un sistema de intercambio de información relativa al desarrollo de las jornadas bursátiles en los diferentes parques de la Europa Occidental.

El IDIS no llegó nunca a ponerse en marcha de una manera mínimamente consistente. En los casi diez años que duró el proyecto, apenas se llegaron a

realizar algunas pruebas bilaterales entre bolsas. Poco después, con la aparición de los primeros sistemas electrónicos de contratación, la idea de la interconexión de los parques comenzó a desvanecerse poco a poco, hasta ser definitivamente abandonada a finales de los ochenta.

En aquellos momentos, las operaciones *cross border* se multiplicaban, y la inversión extranjera cobraba importancia progresivamente, incluso en los mercados tradicionales más domésticos. La normativa sobre los diferentes mercados de valores se reformaba en prácticamente todos los países. Las bolsas se mecanizaban, aparecían sistemas de difusión de información en tiempo real, y se creaban sistemas de liquidación y compensación que permitían el abandono de los títulos físicos.

A todo ello había que sumar, en Europa, la perspectiva de creación de un mercado único en el que bienes, personas, servicios y capitales iban a circular en completa libertad.

Todos estos cambios, evidentemente, influyeron tanto en el contenido de los nuevos proyectos de cooperación entre las bolsas europeas como en la actitud con que fueron acogidos.

No es exagerado afirmar que durante los años 1989, 1990 y 1991 la construcción de una gran Bolsa común fue considerada por muchos una condición necesaria para la supervivencia de los mercados de valores en la Comunidad Europea.

Bajo este estado de opinión, se fraguaron los otros dos grandes proyectos de cooperación y acercamiento entre las bolsas europeas que han tenido lugar hasta el momento: EUROLIST y PIPE.

Sobre el primero, cabe señalar que es el único proyecto que continúa vigente; que, como la Federación, ha ampliado su ámbito e incluye a las bolsas de la Unión, a la Bolsa de Oslo y a la Bolsa Suiza; que su ritmo de avance ha sido, hasta el presente, extremadamente lento; que ha sido objeto de varias redefiniciones que le han quitado sustancia, y que, en su versión piloto, muy provisional y limitada, ha sido recientemente lanzado.

El objetivo último al que aspira EUROLIST consiste en ofrecer la posibilidad, a las principales entidades emisoras europeas, de que sus títulos coticen simultáneamente en varias de las bolsas participantes, con costes y formalidades mínimas. Los avances que en este sentido representa la versión piloto no pasan de ser testimoniales.

El PIPE (Price and Information Project in Europe) fue el proyecto más ambicioso y agresivo de todos los planteados por las bolsas de la Comunidad Europea. Su objetivo, a largo plazo, era el desarrollo e implantación de una gran Bolsa electrónica europea.

Para la puesta en marcha del proyecto, escalonada en tres fases (difusión, encaminamiento de órdenes y contratación), así como para la propia explotación del sistema, se constituyó una sociedad anónima con sede en Bruselas, denominada originariamente PIPE, S. A., y que más tarde cambió su nombre por el de EUROQUOTE, mucho más divulgado que el anterior. En el capital de la sociedad, participaban todas las bolsas de la Federación en la proporción que cada una de ellas consideró conveniente a sus intereses.

Desde el punto de vista técnico, el proyecto era muy van-

guardista; desde el punto de vista comercial, el PIPE superó todos los estudios de mercado a que fue sometido; y desde el punto de vista institucional, el proyecto contaba no sólo con la aquiescencia, sino con el apoyo declarado de la Comisión Europea.

A pesar de todo, nada más divisarse un punto de no retorno, una frontera que si se hubiera traspasado hubiera convertido en irreversible el proceso hacia una Bolsa Electrónica Europea, todo saltó por los aires, y hasta estuvo a punto de llevarse por delante a la propia Federación Europea...

...Y es que una Bolsa es mucho más que unos sistemas de soporte a la contratación, un sistema de liquidación y una *Data-Feed*. El desarrollo de una Bolsa Común Europea pasa por una convergencia de intereses entre las diferentes industrias de valores y un clima de confianza entre los participantes. Y no parece que el siguiente tema que se va a abordar —el de las directivas que se ciernen sobre los mercados de valores europeos— defina un escenario que propicie esas condiciones.

Con posterioridad a este proyecto se plantearon algunas iniciativas, menos ambiciosas, promoviendo agrupaciones regionales y/o especialización en productos particulares. Comprobamos otra vez que no se ha producido ningún logro digno de mención. El plan *Southquote*, que abarcaba a las bolsas mediterráneas, no fue aprobado por una sola de las bolsas integrantes. Por otra parte, el único proyecto de estas características que vio la luz —*Nordquote*— ha sido abandonado este mismo año por falta de uso.

## **2. Las directivas europeas**

La *Directiva relativa a los Servicios de Inversión en el Ámbito de los Valores Negociables (DSI)* y la *Directiva sobre la Adecuación del Capital de las Empresas de Inversión y las Entidades de Crédito (DAC)* deberían estar incorporadas en las legislaciones nacionales de los países miembros antes del 1 de enero de 1996. La intención general de estas directivas es hacer mucho más abierto y competitivo el ámbito financiero, y el mercado de valores no escapa a este empeño.

Ambas directivas afectan, de manera decisiva, a la forma en que las bolsas europeas van a tener que plantear su propia versión individual de mercado, habida cuenta de las cuestiones esenciales que regulan. Sus posibles efectos sobre las bolsas europeas, individualmente consideradas, se comentan seguidamente:

### **1) Acceso al mercado por medio de un pasaporte europeo**

Tal pasaporte permite que una firma de inversión autorizada en su país de origen ofrezca sus servicios en los diferentes países de la Unión sin exigir la autorización del país de acogida.

En estas condiciones, un intermediario bursátil que desee operar para sus clientes en mercados de acogida, si bien deberá pertenecer a las bolsas correspondientes, no precisará del permiso de la autoridad del país de acogida.

### **2) Miembros pertenecientes a varias bolsas**

Muy posiblemente, y durante los próximos años, las bolsas

europeas verán aumentar sus miembros comunes. Incluso ahora hay pocas bolsas que no tengan entre sus miembros alguna firma perteneciente o participada por entidades de otro país de la Unión.

Es un hecho que los miembros múltiples tienden a no identificarse con una Bolsa en particular. Muy al contrario, estas firmas negocian indistintamente en uno u otro mercado, según la liquidez y los costes de la contratación. Así las cosas, existe el riesgo de que los miembros múltiples decidan eventualmente reducir el número de bolsas en las que participar (igual que los emisores e inversores podrían limitar el número de intermediarios bursátiles con los que están dispuestos a negociar). Ello perjudicaría, con toda seguridad, a las bolsas europeas que les ofrezcan menos interés en todos los sentidos (tamaño de mercado, oportunidades estratégicas, etcétera).

### **3) Acceso a la condición de miembro de un mercado**

Los estados de acogida no deben restringir ni perjudicar, en términos comparativos respecto de sus firmas nacionales, el acceso a las entidades comunitarias que gocen del correspondiente pasaporte europeo.

Por otra parte, la presencia física como requisito para ser miembro del mercado podrá ser exigida o no por los estados de acogida según el modelo de organización concreta de mercado que escojan.

Pero, en cualquier caso, no parece que haya nada en este punto que afecte a que la operación siga ejecutándose en el mercado de origen del valor. Ahora bien, la simplificación del

acceso al mercado puede afectar, a medio plazo, a las industrias de valores de los países de acogida, aumentando la concurrencia de miembros y, por ende, la competencia entre éstos.

#### 4) *Información sobre la contratación*

La DSI impone la obligación de comunicar todas las transacciones realizadas, sea cual fuere el lugar de la operación.

La obligación universal de informar sobre la contratación ofrece a las bolsas locales la oportunidad de facilitar servicios de difusión de la información de operaciones, abarcando, incluso, las operaciones realizadas fuera de Bolsa.

#### 5) *Concentración*

La Directiva permite que los estados miembros, con determinadas excepciones, puedan exigir que la negociación de sus propios valores se desarrolle en un mercado regulado.

Algunos países se acogerán a esta posibilidad para reforzar sus propios mercados locales.

#### 6) *Compensación y liquidación*

Las normas para hacerse miembro de las instituciones de compensación y liquidación son similares a las existentes para el acceso a las bolsas. Los depositarios, por ejemplo, deben estar abiertos a los miembros extranjeros, pero se les podrán exigir garantías suplementarias, siempre que no sean discriminatorias.

Es difícil anticipar el resultado de la conjunción de todos estos efectos. Lo que sí parece claro es que las directivas, lejos de frenar la rivalidad internacional

derivada de la globalización del mercado de valores, convierten el espacio económico europeo en un escenario óptimo para la competencia exacerbada entre las bolsas.

### **3. La moneda única**

Tienen que pasar algunos años antes de la implantación, en un cierto número de países, de una moneda única que sustituya a las monedas nacionales. Por consiguiente, es éste un tema que no afecta a las estrategias de las bolsas europeas hoy, pero sí va a hacerlo mañana mismo.

Al hilo de lo anterior, conviene tener presente que un poderoso elemento de cada mercado nacional europeo es su credibilidad como lugar donde se determina el precio real de un valor. La integridad del precio, por su parte, depende de la liquidez del propio mercado, que, a su vez, depende de dónde se concentre la mayoría de poseedores del valor en concreto.

Una vez eliminado el riesgo de cualquier divisa en un grupo de países, la propiedad puede moverse más fácilmente hacia una comunidad inversora dominante, reduciéndose progresivamente, por lo tanto, el volumen de negocio del mercado local.

Quizá sea demasiado simplista decir que el sistema actual de monedas nacionales tiende a favorecer al mercado de origen. Las iniciativas encaminadas a fortalecer el mercado local deberían tener en cuenta la tendencia actual hacia la moneda única. A la larga, la moneda única puede hacer que el bloque europeo esté en mejores condiciones para afrontar la competencia externa procedente de Nueva York o de Tokio. Pero, a medio plazo,

puede acentuar la competencia dentro del bloque europeo, y los mercados menos fuertes pueden verse perjudicados.

### **4. La Bolsa de Londres**

Londres es el máximo competidor para la gran mayoría de las bolsas continentales europeas y, tradicionalmente, ha venido ganando la batalla por medio del bloqueo de las iniciativas de integración, por una parte, y en la lucha cuerpo a cuerpo con cada Bolsa individual para captar las grandes operaciones de los inversores institucionales, por la otra.

Sin embargo, el dominio cuestionable de la industria de valores de la City no se corresponde con el papel de la Bolsa de Londres como centro bursátil, que, por cierto, está siendo puesto en entredicho últimamente, habida cuenta de la eficacia, en términos de agilidad de ejecución y coste unitario de las operaciones, derivada de la modernización alcanzada por bolsas como Francfort, Amsterdam, Madrid o Estocolmo.

### **IV. LA POSICIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL**

Muy en resumen, cabe decir que el planteamiento del mercado bursátil español gravita sobre una actitud participativa respecto a las iniciativas de coordinación y cooperación internacionales, una asunción de la realidad tal y como se presenta, que perfila a Europa más como un escenario para competir que como un entorno para colaborar, y, por consiguiente, una intención de seguir pugnando por alcanzar la posición que nos corresponde dentro del nuevo espacio europeo.

Además, y al no existir ningún tipo de subordinaciones que afecten a la propia soberanía de nuestras bolsas, la idea de la cooperación internacional no debe circunscribirse al ámbito comunitario.

Con esta filosofía, y atendiendo no sólo a los lazos históricos existentes, sino también a argumentos de la más absoluta actualidad, como lo son el despegue hacia una nueva era en las economías iberoamericanas y la libertad de movimientos de capitales, las bolsas españolas miran también hacia el nuevo continente.

Finalmente, y con la seguridad de que la globalización no entiende de entornos limitados, por muy extensos que éstos sean, nuestras bolsas son plenamente conscientes de su posición en la comunidad internacional, dentro de la cual, y como cuestión de supervivencia, apuestan por la configuración de un mercado regulado, propio, integrado, moderno, diversificado y profundo; alcanzado por la vía de la coordinación y del consenso, y que genere confianza en el sistema bursátil a través de la eficacia, la seguridad, la fortaleza y la solvencia de los miembros.

Y se ha preferido un mercado *regulado* porque creemos que es el único que realmente garantiza la igualdad de oportunidades tanto entre inversores como entre emisores.

Hemos defendido un mercado *propio* porque entendemos que una función tan crucial como la canalización del ahorro de un país hacia la inversión productiva no debe abandonarse a mercados, normas y decisiones ajenos a dicho país.

Pretendemos un mercado *integrado* que permita el aprovechamiento de economías de

escala, porque creemos que la actual fragmentación imposibilita el grado de competitividad necesario.

Hemos trabajado por un mercado *moderno* porque, sin menoscabo de los factores institucional y humano, creemos que la tecnología tiene un importante papel que jugar en la competencia internacional.

Queremos un mercado *diversificado y profundo* en el que la más amplia gama posible de inversores y emisores encuentre respuesta a sus necesidades. La puesta en marcha de los mercados electrónicos y la introducción de productos derivados inciden directamente en este objetivo, además de contribuir a mejorar la liquidez del conjunto del mercado.

Buscamos un mercado *coordinado y consensuado* porque sabemos que España, a los ojos de la comunidad financiera internacional, representa, sin importar el número y clase de entidades que lo rijan, un único mercado de valores. En consecuencia, parece claro que las bolsas debemos ser capaces de hacer compatible el respeto a la pluralidad de instituciones que se derivan de nuestra trayectoria histórica con las exigencias de homogeneización normativa y operativa que el mercado globalizado nos impone. El sistema de interconexión bursátil español no es sino una repuesta coherente con este espíritu, y nos reafirma en la idea de que sin la colaboración y el apoyo de las fuerzas sociales, de las administraciones públicas y de las propias bolsas no será posible afrontar el desafío de un futuro inmediato.

## V. CONCLUSIONES

1.<sup>a</sup> La globalización del mercado es un fenómeno de carác-

ter mundial que está afectando gravemente a las bolsas, especialmente desde mediados de los ochenta. Sus principales consecuencias son la concentración del volumen de contratación en los mercados más competitivos y la desregulación local.

2.<sup>a</sup> Junto a la globalización, se está dando un proceso de reafirmación regional, con efecto revitalizador de las exigencias locales. Consecuentemente, las Bolsas y sus industrias de valores deben dedicar recursos a establecer mecanismos que favorezcan la financiación de las administraciones, instituciones y empresas de la comarca a que pertenecen. Ello reduce su capacidad de reacción ante el fenómeno anterior.

3.<sup>a</sup> Las bolsas más fuertes se han lanzado a la captación de los valores más sobresalientes de regiones foráneas, compitiendo abiertamente con los correspondientes mercados domésticos, tradicionalmente protegidos por barreras geográficas, jurídicas o políticas.

4.<sup>a</sup> En Europa, esta tendencia se ve acentuada tras el fracaso de los proyectos de creación de un mercado de valores común, y por una legislación comunitaria que favorece la competencia entre bolsas, sin ningún tipo de contemplaciones.

5.<sup>a</sup> No está claro el efecto que la nueva normativa europea causará en las bolsas a la hora de competir con mercados actualmente considerados «no regulados». Ahora bien, no parece que la institución bursátil se enfrente al «funesto destino de verse reducida a agencia de admisión» que hasta hace poco algunas opiniones interesadas auguraban.

6.<sup>a</sup> La moneda única podría favorecer, a largo plazo, la posi-

ción del bloque europeo de bolsas frente a centros como Nueva York o Tokio. Ahora bien, a medio plazo puede incrementar todavía más la rivalidad entre las bolsas europeas.

7.<sup>a</sup> La preponderancia de la industria de valores del Reino

Unido no se corresponde, últimamente, con una hegemonía de la Bolsa de Londres sobre las más desarrolladas bolsas continentales.

8.<sup>a</sup> El mercado bursátil español ha realizado un importante esfuerzo de modernización nor-

mativa y tecnológica, y de integración basada en el consenso y en el respeto a las instituciones regionales tradicionales, que va a permitirle afrontar, en los años venideros, los desafíos derivados de su pertenencia a Europa, a Iberoamérica y a la comunidad internacional.

#### Resumen

El trabajo aborda los grandes cambios operados en los mercados de valores internacionales y los desafíos a los que se enfrentan, provocados por la globalización de los mercados, la gran liquidez existente y su fácil movilización y la internacionalización de las carteras de valores. Este proceso hacia un mercado sin fronteras, dominado por una competencia creciente, tiende a reafirmar el liderazgo de las grandes bolsas mientras se acentúa la migración hacia ellas de los recursos de las medianas y las pertenecientes a los mercados emergentes. Frente a este reto, hablar de Europa como una unidad bursátil propia aparece aún como un objetivo difuso, sometido a una excesiva fragmentación y falta de homogeneización. Analiza también el trabajo la posible incidencia de la entrada en vigor de las nuevas directivas comunitarias en el aumento de la competencia interbolsas dentro de la Unión Europea, y el caso concreto de España.

*Palabras clave:* mercados de valores, globalización, liquidez, carteras de valores, mercados emergentes, directivas comunitarias, Unión Europea.

#### Abstract

This paper explores the major changes in international securities markets and the challenges they face as a result of the globalization of markets and their enormous liquidity, as well as the easy mobilization and internationalization of securities portfolios. This process toward a borderless—and increasingly competitive—market tends to reinforce the leadership of the major stock exchanges, while the migration toward these exchanges by medium-sized and emerging markets is growing more pronounced. Faced this challenge, Europe has yet to conform a stock market unit of its own, an objective that remains cloudy, mired in excessive fragmentation and lack of homogeneity. The paper also analyzes the new Community directives and how they are likely to increase inter-exchange competition in the European Union, considering the concrete case of Spain.

*Key words:* securities markets, globalization, liquidity, securities portfolios, emerging markets, Community directives, European Union

*JEL classification:* G10, G15.