

La Bolsa de Bilbao: evolución y perspectivas de futuro

La Ley de Reforma del Mercado de Valores ha modernizado el funcionamiento de los mercados bursátiles poniendo en discusión la continuidad de la Bolsa de Bilbao. Dentro de los intensos debates que sobre su futuro se han desatado, en este artículo, Rafael Cosgaya e Ildefonso Grande pretenden recopilar los problemas que están incidiendo en esta continuidad. Se aporta una visión de la situación general del mercado bursátil español y la participación de la Bolsa de Bilbao en él, para descubrir la estrategia para la supervivencia de la Bolsa y acabar sugiriendo que sólo puede ser consecuencia de una labor decidida.

Balore-Merkatuaren Erreformako Legeak burtsa-merkatuen funtzionamendua modernizatu du, Bilboko Burtsaren jarraipena zalantzan jarritz. Horren etorkizunari buruz harrotu diren debate bizen artean, jarraipen horretan intziditzen duten arazoak bildu nahi lituzkete Rafael Cosgaya eta Ildefonso Grande-k artikulu honetan. Espainiako burtsa-merkatuaren egoeraren eta merkatu horretan Bilboko Burtsak duen partaidetzaren ikuspegi ikuspegi bat ematen da artikulu honetan, gero Burtsaren biziraupenerako estrategia bat azaldu eta esfortzu lehiatsu baten ondorioz bakarrik izan daitekeela iradokiz amaitzeko.

The Securities Market Reform Law has modernised the stock market in Spain, calling into question the future continuity of the Bilbao Stock Exchange. From the intense debates now occurring as a result of this Law, Rafael Cosgaya and Ildefonso Grande have identified the problems that appear to have greatest impact on this question. The article offers a view of the general situation in the Spanish stock market and the role of the Bilbao Stock Exchange, so as to decide upon a strategy for its survival, which, in the authors' opinion, can only occur if a major effort is made.

- 1. Evolución general del mercado de valores.**
- 2. Mercado bursátil: ámbito actual y comparación internacional.**
- 3. Características fundamentales del mercado bursátil.**
- 4. Situación actual y reciente evolución de la Bolsa de Bilbao.**
- 5. Un proyecto de futuro para la Bolsa de Bilbao.**

Palabras clave: Mercado de valores, Bolsa de Bilbao, Ley de reforma del mercado de valores.
Nº de clasificación JEL: G1, G10, G11.

Si, tradicionalmente, las Bolsas de Valores han sido objeto de análisis, estudios y debates, en la actualidad, con la reciente Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988 de 28 de julio) la situación actual y las perspectivas futuras de las mismas alcanza altos niveles de interés, siendo en el presente uno de los centros de mayor atención.

El interés despertado, que, en ocasiones muestra reflejos de preocupación, tiene una fundamentación bien clara:

- por la importancia de las Bolsas de Valores para el desarrollo económico de un país y de sus áreas de influencia, en cuanto institución cualificada que es del sistema financiero;
- porque, a diferencia de los cambios introducidos a partir de 1981, esta ley modifica el modelo de mercado bursátil actual, tratando de pasar de

un modelo de Bolsa latino al esquema imperante en los mercados anglosajones.

Esta preocupación se acrecienta, quizá por ciertos planteamientos pesimistas sobre su futuro, en el caso de la Bolsa de Bilbao, entrañable institución colaboradora en la historia de Bilbao y del País Vasco y partícipe de la creación de riqueza de numerosas empresas e instituciones vascas y en el desarrollo de nuestra economía.

El presente trabajo pretende vislumbrar las vías y perspectivas de actuación que, conforme a las nuevas circunstancias de los mercados financieros y del nuevo entorno jurídico y económico que la reforma del mercado de valores crea, permitan potenciar a la Bolsa de Bilbao. Que ésta retome el protagonismo que le corresponde, de acuerdo con el área económica donde está enclavada y pueda hacer frente a las exigencias que le demande la sociedad vasca.

La necesidad de mantener y potenciar una Bolsa como la bilbaína, se deduce en un primer análisis de las funciones que se atribuyen a las mismas. Estas podrían resumirse en la función esencial de todo mercado: la eficaz asignación de los recursos económicos según la determinación de los precios. No obstante, dadas las características de los mercados bursátiles y de los activos que en ellos se negocian, es obligado recordarlas como punto de partida del estudio de cualquier Bolsa.

En este sentido, las principales funciones económicas de toda Bolsa de Valores son (1):

- fomenta la liquidez de la inversión mobiliaria;
- canaliza el ahorro hacia la inversión, convirtiendo el dinero en capital, y contribuye así al proceso de desarrollo económico;
- permite a los ahorradores participar en la gestión del desarrollo económico;
- la Bolsa es por ahora el mejor instrumento de valoración de activos financieros;
- facilita la circulación o movilidad de la riqueza mobiliaria;
- la Bolsa es (o debe ser) el barómetro de todo acontecer económico y social, facilitando una información de carácter general y particular muy importante;
- protege al ahorro de la erosión monetaria.

A la luz de estas funciones se observa la importancia que tiene el correcto funcionamiento de la Bolsa de valores para el despegue y consolidación económica del país.

Los mercados bursátiles aparecen como alternativa de financiación tanto pública (Administración central, periféricas, locales, etc.) como privada (empresas...) frente al tradicional sistema bancario y crediticio, al permitir la emisión de activos financieros negociables, representativos de una deuda (Obligaciones, bonos, pagarés...) o de la participación en el capital social

(acciones), que pueden ser adquiridos directamente por el ahorrador.

1. EVOLUCIÓN GENERAL DEL MERCADO DE VALORES

La Bolsa de Bilbao, como parte constitutiva del mercado de valores, no es ajena a la problemática general del mismo. Una aproximación a la situación del marco financiero en el que se desenvuelve permite alcanzar una perspectiva amplia de los problemas generales que, por esta parte, inciden en todas las Bolsas, y en la de Bilbao en particular.

El mercado de valores, tradicionalmente ha tenido un pequeño peso relativo en el sistema financiero español. La participación del sistema bancario en la intermediación de los flujos financieros y en la financiación de la economía a través del crédito directo, ha sido, y sigue siendo, elevada.

En un intento de valorar la importancia del conjunto del mercado de valores en la financiación recibida por los diferentes sectores económicos, recogemos, en el cuadro n.º 1, su participación en la variación total de los pasivos financieros de cada sector.

Las empresas no financieras han obtenido, en este mercado, poco más del 20 % de sus recursos en los últimos años, pasando al 9 % en 1987. Las instituciones financieras alcanzan un porcentaje aún menor. Sin embargo, en este último caso, las comparaciones tienen escasa significación al no incluirse como renta fija las obligaciones bancarias (bonos de caja y tesorería) que se consideran activos del mercado monetario.

La proporción de los recursos obtenidos por las administraciones públicas en el mercado de valores ha sido algo más elevada, siendo notable el aumento de 1986, que alcanzó el 85 %. La disminución en 1987, al igual que en las empresas no financieras, es debida, por un lado, a la elevada rentabilidad de los activos financieros a corto plazo ese año, lo que provocó un impulso a la preferencia por la liquidez de los ahorradores, que se desplazaron hacia títulos del mercado monetario; por otro lado, a unos emisores remisos a endeudarse a largo plazo en un período de expectativas bajistas de tipos de interés.

(1) A.S. SUAREZ: «Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa». Pirámide, Madrid, 1986, pág. 380.

Cuadro n.º 1. Mercado de valores. Participación en la variación de pasivos financieros de los sectores residentes

(En%)

	1980	1982	1984	1985	1986	1987
Instituciones financieras	2,2	1,9	2,2	3,6	3,1	2,2
— Títulos de renta fija	0,5	0,3	1,1	2,2	1,5	0,5
— Títulos de renta variable	1,7	1,6	1,1	1,4	1,6	1,7
Administraciones públicas	34,0	26,5	28,1	16,5	85,1	7,8
Empresas no financieras y familias	11,8	19,1	24,3	22,6	20,1	8,9
— Títulos de renta fija	4,4	7,4	13,2	8,5	7,9	—0,5
— Títulos de renta variable(*)	7,5	11,7	11,1	14,1	12,2	9,4

(*) Con aportación de fondos. Excluye otras participaciones.

Fuente: Banco de España.

La fuerte participación del crédito bancario directo en la financiación de la economía no es, sin embargo, una característica exclusiva de nuestro sistema financiero. Se da con semejante intensidad en países financieramente más desarrollados.

No obstante, estos últimos años se está observando como fenómeno internacional, un proceso de «securitización» en los mercados financieros, es decir, un aumento de la emisión de títulos negociables.

En nuestro caso, este fenómeno ha venido mayoritariamente motivado por el aumento de protagonismo del Estado en los mercados de valores, para hacer frente a las necesidades de financiación

del déficit público. La apelación del Tesoro al Banco de España pasa a un segundo lugar y la principal captación de recursos se produce mediante deuda negociable, materializada en activos del mercado monetario (pagarés y letras del tesoro) y de renta fija a medio y largo plazo (cuadro n.º 2).

La emisión de deuda negociable por parte del Estado ha sido creciente, pasando de una emisión neta de 184 m. millones en 1982 a 2.041 m. millones en 1987.

Este ascendente recurso del Estado a la deuda pública negociable favorece notablemente al mercado de valores, facilitando su desarrollo.

Cuadro n.º 2. Mercado de valores. Financiación del Estado. Emisiones netas

(En millones de pesetas)

	1982	1984	1985	1986	1987	1988(*)
Deuda negociable	184,0	2.146,8	2.406,3	2.722,5	2.041,0	1.131,8
— Pagarés Tesoro	73,5	2.039,8	1.135,5	925,5	—501,7	—468,2
— Letras Tesoro	—	—	—	—	2.197,1	633,9
Deuda m. y l/p.	110,5	107,0	270,8	1.797,0	345,5	966,1

(*) Emisiones netas hasta setiembre 1988.

Fuente: Banco de España.

Cuadro n.º 3. Empresas. Emisión de títulos de renta variable y otras participaciones

(En miles de millones de ptas.)

Empresas	1984	1985	1986	1987
EMPRESAS NO FINANCIERAS				
Emisiones con aportación de fondos	382,0	665,7	823,9	682,8
Total de emisiones	275,6	386,0	421,0	445,4
— Eléctricas	38,6	115,9	90,1	84,1
— Telefónica	22,4	32,0	36,0	—
— Empresas industriales	149,5	189,1	206,0	283,0
— Resto	65,1	49,0	88,9	78,3
Otras participaciones	106,4	279,7	402,9	237,4
Emisiones sin aportación de fondos	86,5	102,5	154,1	79,7
EMPRESAS FINANCIERAS				
Emisiones con aportación de fondos	67,3	68,3	79,0	131,1
— Banca	46,8	44,4	44,2	113,0
— Cooperativas	3,3	4,4	2,2	1,0
— SMMMD y Empresas de Seguros	17,2	19,5	32,6	17,1
Emisiones con aportación de Fondos = Colocaciones	449,3	733,9	902,9	813,9

Fuente: Banco de España.

En cuanto a las empresas no financieras, el número que accede a emisiones de renta fija es muy reducido, concentrándose mayoritariamente en las eléctricas y grandes empresas públicas (grupo INI y Telefónica principalmente). Además, la renta fija ha sido y sigue siendo un mercado institucionalmente mantenido por entidades financieras. Cajas de Ahorro, sobre todo hasta 1985, las cuales absorbían una parte muy importante de las emisiones forzadas por los coeficientes de inversión. Sólo en el bienio 1985/1986 el pequeño ahorrador ha sido un demandante clave, movido principalmente por la desgravación fiscal (hoy inexistente) de estas inversiones.

Dentro del mercado de renta variable se incluyen las acciones, las participaciones en empresas financieras (sociedades y fondos de inversión mobiliaria) y las participaciones en el capital de empresas no constituidas por acciones, tanto financieras como no financieras (cuadro n.º3).

Las empresas industriales concentran los mayores volúmenes de emisiones de

renta variable. Llama la atención el peso relativo que, individualmente, tienen las eléctricas y Telefónica.

La favorable evolución económica y las altas cotizaciones bursátiles favorecen el recurso al mercado de acciones, haciendo que se observe un fuerte crecimiento hasta 1987. Este año se produce, sin embargo, un cierto estancamiento. Las dificultades de las empresas eléctricas y el hundimiento de las cotizaciones en octubre de 1987, que obligó a las empresas a posponer o suprimir un gran número de ampliaciones, son factores determinantes de la evolución observada.

Una vez mostrada la evolución del mercado de valores, pasamos seguidamente a conocer la importancia que tienen las Bolsas dentro del mismo.

2. MERCADO BURSÁTIL: ÁMBITO ACTUAL Y COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Suele ser frecuente la identificación del mercado bursátil con el mercado

secundario de valores. Siendo estrictos, la equiparación no es total, no sólo porque la Bolsa participa en operaciones de nuevas emisiones de títulos, sino, también, porque han ido apareciendo mercados de valores regulados, en mayor o menor grado, por las autoridades económicas y que funcionan al margen de la Bolsa; sin contar con los mercados negociados mantenidos directamente por las entidades crediticias con sus clientes.

La importancia de las Bolsas de valores en los flujos financieros tiene una doble dimensión. En una vertiente de mercado primario: la de nuevas emisiones de renta variable canalizadas a través de ella, mediante la negociación de los derechos de suscripción, y aquellas emisiones de activos a corto (los pagarés de empresa).

En su vertiente de mercado secundario, siendo la Bolsa casi exclusivamente un mercado de transacciones de títulos ya existentes, la liquidez que poseen los activos negociados en ella permitirá un mayor volumen de nuevas emisiones de los mismos. Facilita su aceptación por parte del ahorrador, quien

mayoritariamente se resistía a adquirirlos si ello implicara tenerlos permanentemente (acciones) o a un plazo dilatado (obligaciones) sin posibilidad de hacer efectivo cuando lo requiera.

En el cuadro n.º 4 se observa como, del total de activos financieros del Estado, el mercado de valores ha representado el 39% en 1986.

Únicamente un 11 % son activos del mercado de capitales negociables en la Bolsas, salvo ese mismo año, que asciende al 23 %, al aumentar de forma anormal (por la desgravación fiscal anteriormente referida) a un 21 % la renta fija negociable, cuando otros años ésta oscilaba entre el 4 y el 9 % del total de operaciones financieras españolas.

Estas cifras reflejan la escasa proporción o peso de los valores negociables en Bolsa (renta fija y variable) en el conjunto de activos financieros del Estado. Sin embargo, evidencian su gran potencial de desarrollo y crecimiento futuro a poco que se establezcan políticas de canalización y promoción de activos financieros en los mercados bursátiles.

Cuadro n.º 4. **Activos financieros del Estado**

	1970	1977	1983	1984	1985	1986
Efectivo y depósitos	40	39	33	52	46	34
Títulos mercado monetario	—	1	21	9	20	13
Títulos renta fija negociable	4	4	2	5	9	21
Títulos de renta variable	10	3	2	3	7	5
— De ellos, cotizados	5	2	1	1	2	2
Otras participaciones en empresas	—	1	2	1	4	3
Títulos renta fija no negociables	2	2	1	5	1	—
Créditos	39	48	32	18	28	10
Otros	5	2	7	7	-15	14
TOTAL OPERACIONES ACTIVAS	100	100	100	100	100	100
TOTAL OPERACIONES PASIVAS	—	—	—	—	—	—
Pro memoria:						
Mercado de valores	14	8	25	17	36	39
Mercado de capitales:						
— Títulos de renta fija y variable	14	7	4	8	16	26
— Títulos negociables en las Bolsas	9	6	3	6	11	23

Fuente: Cuentas financieras de la Economía española 1970-1984. Apéndice estadístico al *Informe anual* del Banco de España, 1986.

Cuadro n.º 5. Volumen de contratación bursátil

(En miles de millones de ptas. efectivas)

Año	MADRID		BARCELONA		BILBAO		VALENCIA		TOTAL
	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%	m.m.
1985	685,1	77,81	117,9	13,90	45,9	5,22	31,4	3,56	880,4
1986	2.164,7	78,73	363,7	13,22	140,6	5,11	80,4	2,92	2.749,4
1987	3.863,9	75,36	791,0	15,20	339,8	6,53	150,6	2,89	5.201,3
1988(*)	1.811,0	74,30	384,3	15,80	139,0	5,40	107,5	4,40	2.437,0

Fuente: Banco de España, CECA, Bolsa de Bilbao. (*) Enero-agosto.

En un intento de comparar el peso de la Bolsa española, no a nivel mundial, donde ocupa un lugar apenas imperceptible sino a nivel de la Europa de los doce, el mercado bursátil «representa tan sólo, en 1986, el 2,5 % de la capitalización total de las Bolsas de la CEE-12» y en nivel de contratación «supuso el 2,6 % de la contratación total de acciones de la CEE-12» (2).

Cifras que, comparadas con el 6,6 % de proporción del PIB español respecto al PIB total de la Comunidad ese mismo año, indican que el mercado bursátil debiera crecer más de 2,5 veces en capitalización y en contratación de acciones, para alcanzar una dimensión similar a la europea.

Se ha avanzado algo en este sentido, al haber experimentado la relación entre la capitalización bursátil y el PIB español una fuerte subida, pasando de un 14% el 1977 a un 20 % en 1986. Sin embargo, como hemos observado, queda bastante recorrido para tener una Bolsa europea en términos estructurales.

3. CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES DEL MERCADO BURSÁTIL

3.1. Estructura del mercado

El mercado bursátil español, estando formado por cuatro Bolsas oficiales,

(2) J.B. TERCEIRO: «Estudio sobre el mercado de valores». Papeles de Economía Española, n.º 36, pág. 240.

concentra fundamentalmente su actividad en la Bolsa de Madrid, donde se negocia más del 75 % de la contratación española (cuadro n.º 5).

Este fenómeno de concentración en una Bolsa, no es una característica exclusiva de nuestro mercado de valores, sino que es una situación generalizada dentro de las fronteras de los países. Más aún, se produce incluso a nivel internacional. La contratación mundial se está polarizando básicamente hacia tres Bolsas: New York, Tokio y Londres.

Los principales factores de las transacciones financieras, como la presencia de importante capital financiero (ahorro) para demandar altos volúmenes de activos financieros, la reducción de riesgo e incertidumbre por una abundante y completa información, los costes de transacción (inversamente vinculados a la dimensión) junto con móviles políticos, económicos y fiscales, favorecen la concentración de los mercados.

En cuanto a los valores negociados, las acciones llevan el mayor peso en la contratación bursátil española, representando más de las tres cuartas partes del total. Un segundo lugar lo ocupan de forma alterna, según el año de referencia, los fondos públicos y las obligaciones privadas.

Un análisis más profundo nos presentaría las características más acusadas del mercado bursátil, que dificultan notablemente su función: la estrechez y la escasa dimensión y representatividad empresarial en el mismo.

Estrecho en la renta fija porque ésta se concentra casi en un 45 % en deuda del Estado, que junto con las instituciones financieras y el sector eléctrico supera el 90 %. Renta fija cuyo mercado secundario es poco activo y está mantenido básicamente por instituciones financieras.

Estrecho y de escasa dimensión en la renta variable (aún concentrando el 80 % de la actividad bursátil) tanto en cuanto a número de empresas, como por el volumen de capitalización:

- de las empresas que cotizan (320 en Madrid en 1987) apenas la mitad tienen cierta regularidad de cotización y menor número aún tienen cotización calificada;
- diez empresas absorben la mayor parte de la contratación total;
- la pequeña dimensión de las sociedades que cotizan originan un reducido valor medio del capital admitido a cotización;
- el mayor peso del mercado lo llevan el sector bancario y los servicios públicos, mientras que en otros mercados desarrollados, el sector clave es el específicamente industrial.

Teniendo en cuenta los volúmenes de negociación y de capitalización es claro que la Bolsa no es representativa de la estructura productiva del país.

Esta manifestación *estrechez* reduce la eficacia de la Bolsa, en la que circunstancias específicas de unos pocos valores pueden afectar (y de hecho afectan) al índice general de cotización en proporciones superiores a las deseables. Se evidencia de esta forma que la cartera de títulos representada por el índice bursátil, e incluso la cartera de mercado, representan una escasa diversificación.

También es *poco diversificada* en el tipo de activos negociados, centrados casi exclusivamente en acciones y obligaciones. Los activos a corto plazo negociados en Bolsa son mayoritariamente públicos (letras y pagarés del tesoro). El pagaré de empresa, recuperado del parón sufrido en 1985 por los efectos de la ley de activos financieros, se contrata principalmente fuera de los canales bursátiles, a través de los cuales discurrió el pagaré en sus inicios.

Cambiando de óptica, un estrecho, reducido y poco diversificado mercado bursátil, en un mercado de valores que está tomando mayor importancia y desarrollo («securitización») sugiere un gran potencial de crecimiento, a poco que se desarrollen políticas que fomenten el acceso a Bolsa tanto por el lado de la oferta, como de la demanda de títulos.

El aumento del número de empresas ha sido perseguido con la creación del segundo mercado bursátil (abril de 1986), en el cual se reducen significativamente las exigencias para el acceso a cotización, facilitando la entrada de las PYMES, para quienes este mercado presenta unas características muy adecuadas.

Causa de optimismo son las últimas, aunque escasas, incorporaciones a Bolsa, que parecen evidenciar un cambio de actitud respecto al mismo y, es de esperar, que el proceso no se interrumpa.

Por el lado de la demanda de títulos es donde mayores logros pueden obtenerse:

- por la utilización creciente del mercado a crédito, el cual amplía la capacidad de compra del inversor, al permitir adquirir títulos desembolsando únicamente parte del importe efectivo de compra;
- la nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva (diciembre 1984 y julio 1985). Instituciones que contribuyen al acercamiento a Bolsa de pequeños ahorradores, ofreciendo una reducción del riesgo de la inversión bursátil a través de una cartera diversificada;
- la aprobación de la ley de fondos de pensiones y su desarrollo reglamentario, pone en marcha uno de los más importantes instrumentos de canalización de ahorro, estable y a largo plazo, hacia la inversión productiva a través del mercado de valores, y bursátil en particular, como muestra la experiencia de otros países.

Estos factores, junto con la creciente cultura financiera observada a todos los niveles de la sociedad evidencian un previsible desarrollo de la Bolsa en general que afectará también a la de Bilbao.

3.2. Funcionamiento actual del mercado bursátil

Desde la publicación del informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, en abril de 1978, se han introducido en la Bolsa reformas de indudable interés e importancia. En dicho informe se establecían las principales recomendaciones para modernizar los mercados bursátiles, entre las que destacan las siguientes:

- aumentar la transparencia del mercado de valores;
- flexibilizar y mejorar la operatoria de las Bolsas;
- ampliar la base de oferta y demanda de títulos;
- modificar los sistemas de cotización
- establecer las bases para la integración de las diferentes Bolsas españolas.

De acuerdo con estas recomendaciones, se introdujeron novedades en su funcionamiento (crédito al mercado, sociedades instrumentales de agentes de Cambio y Bolsa, regulación de las OPAS, creación del segundo mercado...) pero ninguna ha supuesto un cambio en el modelo de mercado bursátil.

Las Bolsas españolas han seguido respondiendo al denominado modelo latino. Son establecidas por el Estado, bien por iniciativa propia, bien por iniciativa de corporaciones o de sociedades mercantiles (caso de la Bolsa de Bilbao) y adquieren el carácter de oficial.

Las operaciones que en ella se realizan han de ser intervenidas necesariamente por agentes de Cambio y Bolsa que cumplen la función de fedatarios públicos y son nombrados por el Estado.

Tres son los sistemas de contratación. El sistema tradicional es el de viva voz o subasta, aplicado a los títulos de renta variable, con exclusión del sector bancario (la subasta es utilizada para activos financieros a corto plazo). Los valores semejantes se contratan en un espacio concreto del parquet y durante un determinado tiempo a lo largo de la sesión bursátil: esto es, en corros.

El sistema de caja, utilizado para acciones bancarias, se realiza por un proceso informático que tiene en cuenta las condiciones fijadas por la Junta Sindical y mediante el cual, recogiendo todas las órdenes de compra y venta, se determina el precio de mercado de cada acción caso de cubrir unas cuotas previstas.

El sistema de oposiciones se aplica a valores de renta fija cuyas emisiones han celebrado un contrato con alguna sociedad de contrapartida para garantizar la liquidez de los títulos.

En cada Bolsa existe un Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa, cuya representación legal corresponde a la Junta Sindical.

El Consejo Superior de Bolsa, es el órgano representativo de las Bolsas; actúa como órgano de coordinación y consultivo y propone al Ministerio de Economía y Hacienda las medidas referentes al funcionamiento de las Bolsas.

La Junta Sindical de cada colegio es el órgano de representación, dirección y gobierno de la correspondiente Bolsa y Colegio de agentes. Actualmente sus principales atribuciones son: la dirección de la contratación y cotización, distribución del horario de contratación de los valores admitidos a cotización oficial, admisión a cotización y suspensión de la misma, dictar normas de liquidación, vigilar que la contratación se ajuste al más exacto equilibrio entre oferta y demanda, levantar el Acta de Cotización y publicar el Boletín Oficial de Cotización.

El Síndico-Presidente es la autoridad superior de cada Bolsa, de su Junta Sindical y del Colegio respectivo y ostenta la representación de dichos órganos.

La contratación en cada Bolsa se realiza independientemente, siendo posible la cotización de un mismo valor en varias de ellas y formándose un precio de cotización diferente en cada Bolsa, según la oferta y la demanda específica de cada valor en esa plaza. Los procesos de arbitraje entre plazas diferentes garantizan que las diferencias de precio para un mismo valor que cotiza en varias Bolsas sean mínimas.

4. SITUACIÓN ACTUAL Y RECIENTE EVOLUCIÓN DE LA BOLSA DE BILBAO

Las características observadas en el mercado bursátil español toman matices específicos cuando analizamos la evolución de la Bolsa bilbaína y las circunstancias que la caracterizan.

Las referencias históricas de la Bolsa de Bilbao son necesarias para recordar los pilares que dieron origen a su nacimiento en 1890, siendo éstos: la potente industria basada en el mineral de hierro, la siderurgia y los astilleros; una buena infraestructura de comunicaciones, por puerto, ferrocarril y carretera; un sector financiero importante (Bancos —el Banco de Bilbao desde 1857— y varias compañías de seguros) y el carácter emprendedor y laborioso del capital humano vasco.

Sin embargo, somos conscientes de que las circunstancias actuales son diferentes. La crisis económica, que ha afectado de forma especial a la industria vasca, y la internacionalización de los mercados financieros, que desarrolla un contexto más amplio y competitivo, afectan directamente a la situación actual y perspectivas de la Bolsa bilbaína como centro financiero.

La crisis padecida, junto con la situación político-social, ha motivado que gran parte de los esfuerzos dirigidos a la potenciación de esta plaza financiera no hayan sido todo lo satisfactorios que

hubiera sido deseable, perdiéndose gran parte del carácter pionero de nuestros hombres de negocios o dirigiéndose éste a otros centros económicos y financieros.

En este sentido y dentro del ámbito financiero, el País Vasco ha quedado comparativamente retrasado en el desarrollo de figuras del tipo: Sociedades Mediadoras del mercado monetario, Fondos de Inversión y de Dinero, etc.

Analicemos seguidamente la situación actual del mercado bursátil bilbaíno. En el cuadro n.º 5, se observa que la Bolsa de Bilbao ha acompañado al resto de las Bolsas en el auge bursátil iniciado en 1985, manteniendo su participación en el volumen de contratación del conjunto nacional (5,22 % en 1985 y 5,4 % en enero-septiembre 1988). Al cierre del año 1988, el efectivo total negociado ascendió a 240.493 millones, con una disminución de un 29,2 % respecto al año anterior, debida principalmente a los Fondos públicos, cuya contratación disminuyó en más de un 83 %.

Una dimensión entre el 5 y el 6 % del ya modesto mercado bursátil español, trae consigo que algunas de las características del mismo se vean agudizadas, elevándose notablemente su estrechez y poca diversificación.

- La estructura de negociación del mercado bilbaíno (al igual que el resto de las Bolsas) está concentrada en acciones, que mueven más de las tres cuartas partes de la contratación.

Cuadro n.º 6. Estructura de Negociación de la Bolsa de Bilbao

(En millones de ptas. efectivas)

	1988		1987		1986	1985
	Importe	%	Importe	%	(%)	(%)
Fondos públicos	18.128	7,54	107.391	31,61	4,66	8,94
Obligaciones	20.382	8,47	12.833	3,78	5,43	19,88
Acciones	201.983	83,99	219.473	64,61	89,91	71,18
TOTAL	240.493	100	339.697	100	100	100

Fuente: Bolsa de Bilbao.

- El número de sociedades que cotizan es reducido (233 en 1987) y ni siquiera la mitad tienen cierta regularidad de contratación.
- Elevada concentración en un reducido número de valores: 10 empresas concentran el 50 % de la negociación en renta variable (el 36 % en 1987 y el 55 % en 1986). Únicamente tres sociedades: Iberduero, Banco Bilbao-Vizcaya e Hidroeléctrica Española, concentraron el 30 % del mercado.
- Excesiva importancia del sector bancario. Sólo él abarca el 64,3 % del total negociado en acciones (el 59 % en 1987) del cual, el 70 % corresponde a un sólo Banco, el Bilbao-Vizcaya. Siguen más distanciados el sector eléctrico y el químico, con el 9 y el 7 % (el 13,9 y el 8,33 % en 1987), respectivamente. Son además los únicos sectores que rebasan la concentración anual de 10.000 millones.
- La renta fija privada se mueve en unos niveles reducidos: 20.382 millones en 1988, 12.833 millones en 1987. Aunque creciente, en 1988 sólo representa el 8,47 % de la contratación bursátil.
- La negociación de otros activos financieros (pagarés) durante 1988 ha experimentado un aumento extraordinario (se ha duplicado respecto al año anterior) y ha alcanzado un volumen de negocio casi igual al de los valores bursátiles tradicionales (obligaciones y acciones): 227.881 millones. Sin embargo, el 90 % ha sido de Pagarés del Tesoro.

Esto muestra el reducido nivel de utilización de la Bolsa de Bilbao como medio de financiación por parte de empresas no financieras, tanto a corto como a medio y largo plazo.

La estrechez y poca diversificación observada unida a que, a diferencia de Madrid y Barcelona, no limita las variaciones de las cotizaciones, explica la alta volatilidad de las cotizaciones obtenidas en Bilbao.

Con los datos anteriores, queda claro que la Bolsa bilbaína no representa, en número de empresas, capitalización y

sectores económicos, la diversidad productiva ni el potencial económico del País Vasco.

Las causas de este restringido uso por las empresas son diversas. Pueden destacarse las siguientes:

- Los celos de las empresas de Euskadi, principalmente pequeñas y medianas, respecto a la participación externa en su capital, por los problemas que pueden plantearse de pérdida de control y de intromisión en la gestión.
- La profunda crisis bursátil, que, durante bastantes años ha mermado considerablemente las posibilidades de utilizar este mercado como fuente eficaz de financiación.
- La participación de empresas multinacionales en la industria (grandes empresas) no interesadas en cotizar en el mercado, por la posible pérdida de posición en el capital y porque concedan gran importancia a la autofinanciación. Ajustan su estructura financiera a la de sus países de origen y dan menor importancia a los dividendos a corto plazo, lo que hace más difícil la aceptación de sus títulos en el mercado.
- Razones de opacidad fiscal: en la esencia de todo mercado está la necesidad de una máxima transparencia, la exhibición de datos y resultados, que permita la apreciación, por parte del inversor, de donde aporta su dinero. Esta exigencia de transparencia puede implicar un mayor pago de impuestos, no sólo por parte de la sociedad, sino también por los accionistas, que percibirán unos dividendos que se hacen públicos y son fácilmente controlados.

La estructura de la oferta de títulos de la Bolsa de Bilbao refleja, en cierto modo, la estructura empresarial del País Vasco, con un contado número de grandes empresas y gran abundancia de empresas de menor tamaño, cuya dimensión no es suficiente para cotizar o cuyo carácter familiar impone fuertes restricciones a la entrada de personas ajenas en el capital de la sociedad, que la negociación bursátil supondría.

El segundo mercado, cuya filosofía y características se ajustan adecuadamente a esta estructura empresarial no está, sin embargo, suficientemente desarrollado. En la actualidad es marginal. La promoción de este mercado, sobre todo a través del desarrollo de fondos y sociedades de capital-riesgo, puede ser uno de los pilares para el aumento de la oferta de títulos del mercado bursátil bilbaíno, pudiéndose utilizar como preámbulo para la posterior entrada al primer mercado.

5. UN PROYECTO DE FUTURO PARA LA BOLSA DE BILBAO

5.1. Las grandes transformaciones mundiales

Los acontecimientos de los últimos años han convulsionado los planteamientos, enfoques y estudios del mundo financiero. Octubre de 1987, sin duda alguna, ha marcado el inicio de una nueva etapa sobre el comportamiento de los mercados bursátiles. Los movimientos de los precios hay que contemplarlos desde una nueva dimensión, que tiene carácter global y se encuentra condicionada por la interrelación de todo un conjunto de variables, tanto macroeconómicas como microeconómicas.

La década de los ochenta resultó crucial para la mayor parte de las Bolsas mundiales. Por un lado se han producido importantes acontecimientos económicos que han convulsionado la estructura de los precios. Por otro, la recuperación económica mundial ha permitido un gran crecimiento de los índices bursátiles, alcanzándose niveles históricos. Sin embargo, Estados Unidos sigue siendo un centro autónomo de coyuntura. El déficit de su balanza comercial, su déficit público y la caída del dólar han sido tres noticias que han modificado los índices de los mercados mundiales.

Pero al margen de las causas económicas que han conmocionado los mercados, existen otros acontecimientos quizá de mayor trascendencia: la reforma de las más importantes Bolsas

de valores de ámbito internacional.

Por diversas razones, entre las que destacan la baja rentabilidad y la rigidez estructural y operativa de las Bolsas, se han introducido cambios drásticos en los mercados. Estas modificaciones afectan a la estructura organizativa, a la estructura de intermediación, al régimen de comisiones y al denominado fenómeno de desregulación o flexibilización de la actuación de los intermediarios. Londres y París son un claro ejemplo de estos cambios.

Tras la crisis de 1973-74, la Banca ha aprendido que puede resultar más interesante actuar como intermediario que asumir el riesgo como prestamista. La tendencia observada es la de intervenir en el proceso de «securitización», consistente en la instrumentación del crédito bancario en títulos negociables, que al margen de la modificación que suponen sobre el actual sistema crediticio, representan nuevos títulos que incrementan la oferta bursátil y la diversificación (fenómeno anteriormente comentado).

En determinados mercados de valores extranjeros se aprecia una acusada tendencia a la concentración y especialización. Cierta tipo de títulos sólo cotizan en los grandes mercados, quedando las Bolsas locales para que en ellas se negocien valores de segundo orden, de características similares a los que en principio estaba previsto cotizaran en el segundo mercado de valores español. La globalización de los mercados en macrobolsas de carácter continental ya se atisba como una realidad próxima. Los actuales mercados, en un futuro cercano, serán incapaces de absorber la oferta de ciertos valores, y la demanda superará con creces la oferta existente en mercados de dimensiones reducidas.

Los avances en materia de informática permiten la comunicación instantánea a grandes distancias. Como consecuencia de ello, los sistemas de contratación se diversifican. La tradicional doble subasta, con publicidad de precio con carácter jurídicamente vinculante y único, se acompaña de otras maneras de actuar en el mercado, como por ejemplo, el sistema de «market-maker», consistente en el

cierre negociado de operaciones sobre ciertos valores que no implica necesariamente unicidad de los precios.

A lo largo de los últimos tiempos se ha venido observando que un porcentaje progresivamente creciente de las operaciones que se realizan en Bolsa corresponde a inversiones de naturaleza institucional. En los grandes mercados mundiales el protagonismo de los inversores privados es cada vez menor. Como consecuencia de ello los sistemas de contratación se alteran, el volumen de las operaciones se amplía enormemente y aparecen nuevas figuras de intermediación, que se adaptan a las nuevas estructuras de oferta y demanda.

5.2. El impacto económico de la Ley del Mercado de Valores

A lo largo de 1987 y 1988 se sucedieron en España una serie de anteproyectos de ley para la reforma del mercado de valores. En años precedentes se experimentaron ciertas reformas, se contempló la creación de un segundo mercado e incluso se pensó en modificar las actuales Bolsas, aunque siguiendo un esquema muy diferente al perfilado por la Ley del Mercado de Valores.

El actual ordenamiento jurídico introduce tantos cambios y de una manera tan drástica en nuestro actual esquema de funcionamiento, que puede decirse que casi todo será distinto a partir de su entrada en vigor. La reforma es tan sustancial que recuerda por su magnitud a la experimentada por el mercado londinense en octubre de 1986.

Este «*Big-Bang*» español suprime la fe pública bursátil y crea nuevas figuras de intermediación que reproducen de modo casi idéntico el esquema anglosajón de *dealer* y *broker*.

Las tendencias que se han señalado en los mercados mundiales también se aprecian, aunque no tan acusadamente, en las Bolsas españolas. Por una parte, la dimensión de nuestros mercados, excepto Madrid, comienza a ser reducida.

Esto significa que en pequeños mercados como Bilbao o Valencia no existe oferta para atender a la demanda de ciertos inversores institucionales, que se ven obligados a acudir a otro mercado, generalmente Madrid. Otras veces, las empresas no encuentran en las Bolsas pequeñas demanda suficiente para absorber la oferta de títulos que proceden de las ampliaciones de capital.

Estos hechos nos hacen pensar que el crecimiento empresarial alejará de los pequeños mercados, como Bilbao, a ciertos entes productores de bienes o servicios. Se experimentará una globalización del mercado, inicialmente con carácter nacional, y posteriormente es posible que se acuda a mercados de dimensión continental. El papel de los actuales será el de actuar como semilleros. A lo largo de los dos últimos años se ha especulado mucho sobre las intenciones y consecuencias de la Ley del Mercado de Valores. Personas ligadas al mundo de las finanzas e intermediarios bursátiles han manifestado sus puntos de vista sobre la reforma de nuestros mercados. En general, la opinión se ha mostrado contraria al cambio de la estructura actual y a la modificación del régimen de intermediación, que supone la desaparición de la fe pública bursátil, si bien es cierto que las opiniones pueden haberse visto sesgadas por intereses corporativos.

Al margen de los juicios de ciertos grupos, la reforma del mercado es necesaria, mejor dicho, se había hecho necesaria hace bastantes años, aunque la crisis bursátil ha ralentizado esta necesidad.

Cuando en finanzas se estudian los mercados de valores se insiste mucho en la necesidad de una dimensión suficiente que garantice la eficiencia de las Bolsas, esto, que los precios que se fijen se aproximen al verdadero valor que tienen que tener. De las Bolsas españolas sólo la de Madrid puede ser considerada como eficiente. Las demás tienen un alto componente especulativo, tanto mayor cuanto más reducida sea su dimensión; que debe medirse por la diversidad de títulos que se intercambian y por los volúmenes de contratación. Si hemos de ser honestos tenemos que reconocer el alto grado de especulación

y escasa eficiencia de la Bolsa de Bilbao. Diversos estudios empíricos, entre los que se encuentran algunos realizados por los autores de este artículo, confirman esta realidad.

Desde una perspectiva de teorías financieras, la Bolsa de Bilbao se aleja hasta ahora de lo que tradicionalmente se denomina mercado eficiente. La principal razón se debe a su estrechez y a su contratación polarizada.

En algunos contrastes empíricos hemos podido constatar que existen tendencias sistemáticas que se detectan mediante análisis de series temporales utilizando la metodología de Box y Jenkins. Estas tendencias acusadas se explican por la existencia de valores que inciden desmesuradamente en el comportamiento del índice. Como consecuencia de esta asimetría, el movimiento general del mercado que puede evidenciarse a partir del índice general no es en absoluto representativa, ya que en realidad mide la evolución de un valor o grupo de valores cuyo peso sobre el índice resulta excesivo. Los intereses especulativos que se centran en determinado tipo de títulos, si éstos tienen una influencia elevada sobre el índice, explican la aparición de tendencias que permiten hacer predicciones, ya que se detectan estructuras de comportamiento.

La escasa dimensión del mercado hace, por las razones que se están exponiendo, que toda la metodología que existe para la selección de carteras no resulten de especial interés, no sólo en la Bolsa de Bilbao, sino en cualquiera que reúna unas características similares.

La Ley del Mercado de Valores contempla un Sistema de Interconexión Bursátil integrado a través de una red informática, para valores que coticen al menos en dos Bolsas. La interconexión de los mercados puede considerarse como un aspecto muy positivo que va a paliar en parte la escasa dimensión de las Bolsas españolas, pero sólo para algunos títulos. La valoración será para ellos mucho más eficiente y por un fenómeno de vasos comunicantes la actuación de ofertas y demandas agregadas tenderá a fijar un precio único de equilibrio para todos los mercados, corrigiéndose así

ciertas tendencias exageradamente especulativas que aparecen en los pequeños mercados, principalmente Bilbao y Valencia. Sin embargo, la interconexión sólo va a afectar a títulos de primera fila. Creará un mercado amplio y eficiente para los valores importantes, pero va a contribuir a la reducción de los antiguos mercados, especialmente los que ya de por sí son pequeños, como Bilbao, contribuyendo a aumentar su ineficiencia.

Desde esta perspectiva, nuestra Bolsa no se va a beneficiar de la Ley del Mercado de Valores. Valores punteros, como Bancos o Eléctricas, tan ligados al desarrollo económico de Euskadi, van a desaparecer de nuestro mercado. La Ley del Mercado de Valores es, en este sentido, indudablemente catastrófica, y representa una seria amenaza para Bilbao como plaza financiera.

5.3. Estrategias para la supervivencia de la Bolsa

Todos los agentes económicos que actúen en el mercado tienen que preocuparse por mantener y desarrollar el mercado bursátil. Es responsabilidad del empresario, del inversor y de la propia Bolsa.

Últimamente hemos presenciado intenciones políticas para salvar el mercado de valores de Bilbao. A través de ellas no se debe tratar de encontrar medidas efectistas, que de nada servirían. En estas actuaciones se vislumbra la preocupación por mantener viva una institución esencial para la vida económica. No debe pensarse que la Bolsa de Bilbao tiene que subsistir a toda costa por razones sentimentales. Mediante ella se puede facilitar la financiación de muchas empresas que aún no han accedido al mercado de valores, idea que tiene mucho que ver con la supervivencia del mercado.

La tendencia observada en todo el mundo es la de una globalización de los mercados. Estos significa que los valores de relevancia tienden a concentrarse en Bolsas de carácter continental. Además, este proceso es irreprimible. Por ello

no será de extrañar que valores que consideramos muy nuestros dejen de contratar, no ya en Bilbao, sino en España, y se dirijan al mercado de Londres, Nueva York o Tokyo, las tres grandes Bolsas mundiales. Bolsas mayores que la de Bilbao, como Madrid o Barcelona se encontrarán con problemas similares a los de Bilbao o Valencia en un futuro algo más lejano.

La globalización de los mercados, ajena a reglamentos y a normas, nos obliga a pensar que habrá una profunda alteración en la oferta de valores de cualquier Bolsa, y cómo no, en la de Bilbao. La propia Bolsa tendrá que atraer una nueva oferta de valores si no quiere desaparecer.

Paralelamente a la globalización se observa una institucionalización de las operaciones. Esto quiere decir que del total contratado en los mercados un porcentaje progresivamente más elevado se debe a la inversión institucional. Esta realidad tiene mucho que ver con la supervivencia de un mercado. Si el inversor institucional ha preferido dirigirse en el pasado a la Bolsa de Madrid en lugar de operar en la de Bilbao, ha contribuido al debilitamiento de nuestro mercado. Es cierto que en una economía de mercado el dinero se mueve libremente, pero no podemos esperar que el mercado sobreviva si no se le alimenta debidamente.

La reforma del mercado es ya hecho consumado que tenía que producirse y que en España se ha materializado en la Ley del Mercado de Valores como podía haberse llamado de otra manera y tener otro contenido si fuera otro el poder político.

Es importante no olvidar que la reforma ha venido impuesta por razones económicas tal como ha sucedido en otras Bolsas del mundo, como Londres y París. Lo que debe centrar nuestro interés no es si la ley parece un reglamento disciplinario o si la Comisión del Mercado de Valores va a ser a la Bolsa lo que es el Banco de España para los Bancos. Ante una nueva perspectiva debe abandonarse el estudio del mercado desde un punto de vista jurídico mercantil, que habrá de cambiarse por un enfoque económico.

Nos estamos refiriendo a la oferta objeto de contratación desde un punto de vista cualitativo y cuantitativo y al ámbito geográfico de la influencia del mercado bursátil.

Todo lo que conocemos va a ser, en lo sucesivo, distinto. Los títulos de primera línea dejarán de cotizar en las pequeñas Bolsas. Seguramente tenderán a concentrarse en mercados internacionales. Las Bolsas pequeñas, como Bilbao, se limitarán a los valores locales que ya existen o a los que tratarán de incorporar al mercado. La reforma contribuye a crear un segundo mercado. Pero no sólo hay que fijarse en aspectos puramente cuantitativos. Existe una diversidad de productos que pueden contratar en los mercados de valores. Bilbao tiene que encontrar una estrategia de supervivencia diversificando la oferta bursátil. Palabras como opciones, futuros o bolsa de mercancías, no deben sorprendernos: es más, debemos incorporarlas a nuestra cultura bursátil. Si la Bolsa de Bilbao (u otra de características similares) quiere sobrevivir no le quedará más remedio que actuar como una empresa, creando nuevos productos, buscando oferentes y demandantes como una verdadera empresa de servicios sin esperar pasivamente a que le lleguen operaciones que cerrará y de las que percibirá una comisión; realidad actual que debe empezar a ser considerada como un recuerdo, como lo es ya en los países anglosajones.

Existe en nuestra Comunidad Autónoma un gran número de empresas que indudablemente reúnen los requisitos para poder acceder al mercado bursátil. Como se ha señalado antes, por razones de control y fiscales, principalmente, existen empresas que prefieren mantenerse al margen del mercado. Determinadas medidas por parte de los poderes públicos podrían estimular el interés por acudir al mercado de valores para reafirmarlo y ampliarlo.

Tampoco hay porqué circunscribir el ámbito de influencia de la Bolsa a Euskadi. Que la Bolsa esté en Bilbao no significa que tenga que ceñirse sólo al ámbito provincial o de la Comunidad Autónoma. El ámbito geográfico de su influencia puede ser mucho más amplio, de características regionales e incluso

nacionales o internacionales si es que es capaz de crear una oferta, una rentabilidad y unos costes de contratación competitivos.

Lo que vaya a suceder supondrá una ruptura de nuestro actual esquema de entendimiento del mercado. Pero eso no

significa que tenga que ser peor. La supervivencia del mercado de valores de Bilbao no hay que esperarla, hay que crearla, y desde este trabajo se han apuntado algunas ideas de interés.

En gran medida el futuro está en nuestras manos.

UN COMENTARIO SOBRE EL EJERCICIO BURSÁTIL 1988 Y PERSPECTIVAS FUTURAS DEL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL

Luis I. FERNÁNDEZ DE TROCONIZ

Síndico Presidente de la Bolsa de Comercio de Bilbao

1. Análisis bursátil de 1988

1988 nació bursátilmente bajo los efectos de la crisis de Octubre de 1987, pudiendo decirse que ha sido el año de «la recuperación», si bien todavía parcial, en la confianza por parte de los inversores y recuperación de la profesionalidad por parte de los actuantes en el mercado.

En el ejercicio se observan dos períodos claramente diferenciados: el primero de Enero a Junio, claramente alcista, alcanzando su máximo la Bolsa bilbaína el 16 de Junio, al situarse su índice en 401,28. (Índice al 31-12-87 = 291,28).

El segundo período es bajista, con suave recuperación entre finales de Setiembre y primeros de Noviembre, para cerrar su índice al 380,04%, con una revalorización anual del 30%. Siendo de

destacar la revalorización de los sectores siderometalúrgicos, construcción, alimentación y bancario.

En cuanto a volúmenes de contratación, salvo el capítulo de fondos públicos, donde se ha experimentado una reducción importante, en el resto el resultado es claramente positivo, sobre todo al haber podido mantener el volumen de contratación en acciones alcanzado en 1987, más de 200.000 millones, que supuso un auténtico «record» para esta Bolsa.

Entre Activos Tradicionales y Nuevos Activos Financieros, se ha superado la cifra de 450.000 millones de pesetas.

Otros hechos a destacar en el mercado bursátil a lo largo de 1988 son:

— La reducción importante de la inversión extranjera.

— La disminución de las operaciones a crédito.

— El importante volumen de emisiones de obligaciones convertibles (más de 600.000 millones).

— El incremento de las ampliaciones de capital, fundamentalmente las liberadas.

— El incremento importante de la capitalización bursátil española.

2. Perspectivas futuras del Mercado de Valores español

Deberá seguirse muy de cerca y analizarse con detención los siguientes hechos:

— La evolución de la economía americana, las medidas que adopte el nuevo presidente en orden a corregir los déficits presupuestarios (superior a los 155.000 millones de dólares en el ejercicio de 1988) y exterior, así como su repercusión en

cuanto a la evolución del dólar.

- La tendencia de los tipos de interés en los principales países occidentales. (No se olvide el reciente repunte alcista).
- La flexibilidad social en nuestro país y las dificultades de conseguir una política de concertación entre Gobierno, Sindicatos y organizaciones empresariales.
- El control de la inflación por parte de nuestras autoridades económicas, toda vez que si subsisten los brotes inflacionistas, la aplicación de una política monetaria restrictiva por parte de la autoridad monetaria, conllevaría una subida de los tipos de interés con los efectos negativos consiguientes para nuestro mercado de valores.
- Finalmente, dado el punto de vista del «análisis fundamental», la Bolsa española se encuentra a principios de 1989 en una situación atractiva: las compañías cotizadas alcanzarán un incremento de beneficios durante 1988 de un 30% y se prevé un crecimiento no inferior al 20% para 1989. El PER medio de la Bolsa se sitúa en torno al 12,3 (cuando hace sólo unos meses oscilaba alrededor del 16), nivel perfectamente comparable con el de las principales Bolsas europeas (Francia 12, Alemania 13,2, Bélgica 11,7), cuando hasta hace poco se venía situando en niveles siempre superiores. Si a esto se añade una relación precio-valor contable medio de 1,23

frente a los 1,7 de Gran Bretaña, al 1,71 de Francia o el 1,88 de Alemania, nos situamos en unos niveles que hacen barata la Bolsa española.

Como conclusión, se pudiera vaticinar un primer semestre incierto, aún bajo la influencia de datos negativos: tipos de interés altos, conflictividad social a solucionar, política económica de Bush aún por clarificar, dificultades para controlar la inflación, y una segunda mitad del año probablemente más alcista al descender previsiblemente los tipos de interés y clarificarse la posición de la Reserva Federal bajo el nuevo mandato presidencial, ello unido a los primeros efectos de la implantación de los Fondos de Pensiones.

Todo ello sin olvidar que 1989 marcará un hito en la historia de las Bolsas españolas, toda vez que en dicho año se llevarán a cabo transformaciones profundas y trascendentales que conllevarán una nueva configuración del Mercado de Valores español. Así:

- En fechas próximas se implantará el Mercado Continuo siguiendo el sistema C.A.T.S. propiciado por la Bolsa de Toronto y se llevará a cabo la interconexión de las cuatro Bolsas españolas, con las consecuencias previsiblemente favorables que de ello se deriven para la Bolsa de Bilbao.
- Entrará en vigor, probablemente el 29 de Julio, la Ley de Mercado de Valores, aprobada y publicada en el Boletín Oficial del Estado en Julio del año pasado.

Dicha ley va a suponer un cambio radical en la estructura y organización de nuestras Bolsas, abandonando el modelo francés para aproximarse al modelo anglosajón. En esta línea: los Agentes de Cambio y Bolsa cederán sus funciones de intermediarios a las Agencias y Sociedades de Valores y Bolsa, pudiendo éstas últimas operar por cuenta ajena y por cuenta propia; desaparecerán los Colegios de Agentes y las Juntas Sindicales, que serán sustituidos para cada Bolsa por un Órgano Rector con naturaleza jurídica de Sociedad Anónima; se constituirá una sociedad encargada del futuro sistema de Compensación y liquidación de valores; la Comisión Nacional del Mercado de Valores se convertirá en el auténtico órgano motor de la reforma, asumiendo todo tipo de competencias en relación con la protección del inversor, la transparencia del mercado y la persecución del «insider trading».

Así pues, y con esto concluyo, nos encontramos ante un año verdaderamente trascendental, que supone un verdadero reto para todos cuantos asumimos responsabilidades en el Sistema Financiero español y de la Comunidad Autónoma Vasca.

Esperamos que el tránsito del actual esquema a la NUEVA BOLSA se haga con los menores traumas posibles y que dichas reformas redunden en beneficios para nuestra querida Bolsa de Bilbao.