

# EL PROCESO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA HACE NECESARIA Y URGENTE LA REFORMA DE LA BOLSA

Por Guillermo DE LA DEHESA

*¿Cómo iba a competir en 1992 un despacho de agentes de Bolsa con instituciones y Bancos extranjeros con capitales de miles de millones de dólares? ¿Cómo iba a competir nuestro sistema de liquidación fragmentado, y como máximo semanal, con sistemas de liquidación diarios y centralizados? Estas y otras reflexiones se hace en este artículo quien puede ser considerado el artífice e impulsor de la ley del Mercado de Valores durante su estancia al frente de la Secretaría de Estado de Economía.*

**E**STAMOS hoy viendo el primer día de contratación de las nuevas Bolsas de valores surgidas con la Ley de Reforma del Mercado de Valores que entró en vigor el sábado pasado. Aprovecho esta fecha histórica para hacer algunas reflexiones sobre esta nueva etapa.

Hablo de fecha histórica puesto que la reforma ha significado un importante cambio institucional en un sistema bolsístico con una estructura básica diseñada hace más de un siglo y que ha permanecido prácticamente inalterada hasta nuestros días a pesar de los cambios tan importantes acontecidos en la tecnología de tratamiento y de contratación de los valores desde entonces.

## Necesidad de la reforma

La reforma era, por tanto, necesaria y urgente no sólo por imposición de la realidad actual, sino también y sobre todo por nuestro proceso de integración financiera en Europa. Cuando, a partir de 1990, las Bolsas europeas entren en competición directa, ya que cualquier empresa española podrá cotizar libremente en cualquier Bolsa europea, y cuando, a partir de 1992, cualquier Banco, agente o institución financiera europea pueda ser libremente miembro de las Bolsas españolas, cubriendo, naturalmente, los requisitos mínimos establecidos para todos los países de la CEE, ¿cómo iba, por ejemplo, a competir un despacho de agentes de Bolsa con instituciones y Bancos extranjeros con capitales de miles de millones de dólares? ¿Cómo iba a competir nuestro sistema de liquidación fragmentado y, como mínimo, semanal con sistemas de liquidación diarios y centralizados? ¿Cómo iba a competir el papeleo de títulos con soporte físico con la sencillez de los apuntes contables en un ordenador? ¿Cómo iba a competir un sistema de corros de viva voz de escasos minutos con la contratación por ordenadores de ocho a diez horas diarias?

Hay que reconocer que la introducción del mercado continuo en las Bolsas actuales con independencia de la Ley de Reforma ha sido un paso de modernización que se ha dado en muchos años.

## La nueva etapa

¿Qué significa esta nueva etapa para las Bolsas españolas? Supone pasar de un modelo de parqués localizados a otro de contratación centralizada y computerizada pero sin una localización determinada.

Significa también pasar de un modelo basado fundamentalmente en los «mercados» a otro basado en las instituciones. Estas instituciones llamadas «sociedades del mercado de valores y Bolsa» van a tener una base financiera y de recursos que les va a permitir hacer frente a la creciente competencia extranjera.

Representa pasar de un sistema con una clara falta de información para el inversor con prácticas de contratación no permitidas en otros países a otro de total transparencia que, además, cuenta con una institución supervisora de dicha transparencia y de las buenas prácticas bolsísticas como es la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Supone un fuerte aumento de la competencia, ya que la lucha por conseguir su implantación en el mercado de las numerosas agencias y sociedades ya autorizadas beneficiará a los inversores, aunque, por el momento, las comisiones permanecerán fijas.

Estos desarrollos van a suponer una mejora indudable de las Bolsas españolas, pero tampoco hay que pensar que la reforma es la panacea para resolver todos los problemas.

Las Bolsas españolas siguen siendo muy estrechas. De las quinientas grandes empresas industriales españolas sólo 78 cotizan en Bolsa. Casi el 50 por 100 de la capitalización bursátil corresponde a empresas financieras y otro 25 por 100 viene representado por las empresas eléctricas y la Telefónica. Hay sectores como la comunicación y publicidad, la electrónica, la distribución, la hostelería o el turismo con una representación mínima o nula.

Las Bolsas españolas siguen siendo poco líquidas y profundas. Sólo existen cincuenta o sesenta valores que se consideran suficientemente líquidos, en los que es fácil entrar y salir sin dificultades. Esta iliquidez es un enorme freno a la inversión extranjera en Bolsa.

La estrechez sólo se puede combatir con incentivos fiscales para que acudan al menos la mayoría de esas quinientas grandes empresas a Bolsa.

La iliquidez sólo se podrá mejorar desarrollando en mayor medida la inversión institucional y a largo plazo, como los fondos y sociedades de inversión y los fondos de pensiones, ya que, de momento, las compañías de seguros no han sido muy activas

en renta variable. Sus carteras sólo representan el 2,2 por 100 del total de la capitalización bursátil de Madrid.

Nos encontramos hoy con una situación claramente contradictoria. Por un lado, estamos en las posiciones de cabeza de los países de la CEE en términos de capitalización bursátil como porcentaje del PIB, y por otro lado, nos encontramos a la cola en términos de liquidez o rotación anual como porcentaje de la capitalización bursátil. Esto supone invariablemente PER muy altos y una posición débil frente a cualquier «crash» bursátil.

## Perspectiva de futuro

Sobre la base de esta situación y las mejoras que introduce la nueva etapa, ¿cómo veo el futuro de las Bolsas españolas en el contexto de un mercado único financiero en Europa a partir de 1992? Las tendencias actuales de los mercados de valores muestran una clara preferencia por la concentración en determinados centros financieros. Nueva York concentra hoy casi el noventa por ciento del volumen contratado por todas las Bolsas americanas. Londres es el principal centro financiero europeo. Madrid concentra el 80 por 100 de la contratación española.

Esta tendencia hacia la concentración se explica claramente por varios factores. En primer lugar, las economías de alcance derivadas de repartir los costes de grandes inversiones en ordenadores y telecomunicaciones. En segundo lugar, las economías de escala derivadas del volumen de las transacciones y de la concentración de las mismas en un solo mercado. Por último la concentración del capital humano financiero en una serie de centros y la dificultad de conseguirlo fuera de ellos.

Sin embargo, existe otra tendencia que actúa en favor de la descentralización o desconcentración, como es la contratación computerizada sin localización específica.

De momento, la primera tendencia parece predominar sobre la segunda, y de seguir así en el futuro, parece lógico pensar que Londres se beneficiará el mercado único financiero y consolidará su posición como centro financiero europeo de todas las grandes empresas europeas en donde encontrarán liquidez y profundidad suficiente. El resto de las Bolsas tendrán que desarrollar estrategias especializadas, bien basadas en pequeñas y medianas empresas, bien basadas en servicios financieros (futuros, opciones, etcétera).

En todo caso, la nueva etapa permitirá poner a las Bolsas españolas en un cierto pie de igualdad con las de otros países en la carrera financiera del mercado único.



G. de la Dehesa  
Consejero delegado  
del Banco Pastor

