

La crisis bursátil: perspectiva española^(**)

por el Académico de Número

Excmo. Sr. D. JUAN VELARDE FUERTES (*)

Sr. presidente; señores académicos: como complemento de las excelentes y sucesivas intervenciones de los académicos señores Sánchez Asiaín, Rojo Duque y Fuentes Quintana, quizá convenga poner de relieve ahora la que podríamos llamar coyuntura bursátil española. En primer lugar, verificaré algo así como la crónica de lo que aconteció en 1987 hasta producirse la crisis del otoño.

En segundo lugar, basta observar el índice largo de la Bolsa de Madrid para comprender que nuestro mercado de valores llevaba, con alzas sucesivas y continuas desde 1982, un rumbo muy paralelo al de Wall Street. Pasados los efectos del *segundo choque petrolífero*, el mundo occidental orientó sus economías de modo más optimista. La pregunta de si la crisis había quedado atrás comenzó a generalizarse y acabó por llegar a nosotros, en buena parte por vía de inversiones internacionales que servían para equilibrar los tres huecos que actuaban en nuestra economía como elementos desestabilizadores importantísimos: una inversión que visiblemente no encontraba —al ir por encima del ahorro— financiación en el mercado español; una balanza comercial negativa, que lograba compensarse con unas balanzas de servicios con altos superávits a causa, sobre todo, del turismo, pero a las que el choque de la incorporación comunitaria iba a complicar en modo sumo, si pasaban a contemplarse consolidadas en balanzas por cuenta corriente; finalmente, un déficit importantísimo del Sector Público que provocaba una apelación tan considerable a la Deuda Pública, que se convertía en un formidable factor desequilibrador de nuestra economía. La llegada de capitales del exterior se había transformado en el elemento que impedía que una formidable convulsión financiera crease

(*) Sesión del día 7 de junio de 1988.

(**) En la sesión académica del 9 de diciembre de 1987 presenté una síntesis breve basada en un guión y unos gráficos; sobre ese esquema, cerré su redacción el 23 de abril de 1988.

una situación deprimida gravísima. Una parte sustancial de este arribo de fondos del exterior se hará en conexión con la marcha de nuestra Bolsa. Por otro lado, una buena situación de la misma, de modo evidente, favorece los preciosos fenómenos de capitalización de nuestra economía.

En este contexto, el comienzo de 1987 no podía ser más favorable. El impulso alcista de 1986, que había hecho duplicar, en cifra redonda, el índice oficial de cotización de la Bolsa de Madrid, se transmitió con tal fuerza al nuevo año, que el 23 de febrero se había logrado ya un 30 por ciento de revalorización de las cotizaciones del 31 de diciembre. Exactamente, el índice ABC de valores industriales de la Bolsa de Madrid —que recoge los 50 más contratados— con base 100 en 31 de diciembre de 1986, se situaba en 131,56 puntos.

Un primer frenazo se experimentó un poco después con la suspensión de pagos de FECSA. El enorme peso y significación que para los ahorradores españoles tienen los valores eléctricos es tan evidente que cualquier mínimo tropiezo en ellos causa un trauma importante. De ahí que existiese un amago de crisis, complicado, como veremos más adelante, por la subida de los tipos de interés con enorme fuerza desde el 12,5 tipo medio del interbancario español en febrero de 1987, al 20,0 del mes de mayo, en que empezó éste a descender con muchísima parsimonia.

Que el fondo era alcista se prueba al observar que en la primavera se pudo contemplar de modo bien claro un mercado bursátil con un grandísimo sostenimiento de las cotizaciones. Al final de la misma, se coordinaron dos buenas noticias. El IPC de mayo había sido negativo y, por otro lado, el Gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, había declarado que se había conseguido controlar el crecimiento monetario de los ALP, pues su variación cae del 18,1 por ciento en su tasa intermensual de abril elevada a tasa anual, al 14,5 por ciento de mayo y al 7,7 por ciento de junio, con lo que parecía evidente que se abarataría el dinero. Todo esto explica lo que por los analistas del mercado bursátil español se calificó como «el rebote alcista del mes de junio».

En el verano, el impulso hacia cotizaciones más altas procedió del exterior. En primer lugar, con dos noticias que se dieron en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Por un lado, el Ministro Solchaga anunció que, de cara a los problemas de nuestra integración en un mercado financiero comunitario que, además, estaba cada vez más globalizado, se ponía en marcha una reforma muy profunda de nuestras Bolsas. De algún modo esto se consideró que iba a garantizar otro «gran bang» para las mismas. El optimismo cundió. Por otra parte, un amplio conjunto de analistas extranjeros de inversiones, que participaban en una reunión en esta misma Universidad, se manifestó como creyente de dos cosas: que nuestros valores estaban infravalorados, al observar lo que acontecía en otros mercados bursátiles, y que la economía española iba a crecer en 1987 ampliamente por encima de lo previsto como media para la OCDE. A esto se unió otro factor procedente del exterior: la oficina kuwaití de inversiones, bien conocida por sus siglas KIO, comenzó a actuar con gran desembarazo por España. La adquisición de importantes paquetes de acciones de ERT, Banco Central y Banco de Vizcaya en la Bolsa de Barcelona a través

de Papelera Torras Hostench —que pasó a ser una empresa del llamado *grupo KIO*— provocó una auténtica euforia alcista a partir del 27 de julio, con lo que se rompió el máximo de cotizaciones fijado para el citado 23 de febrero.

Otro factor exterior hizo que la Bolsa española se situase bajo el signo alcista del todo. Una serie de valores nacionales —los más destacados, el Banco Central y, sobre todo, la Telefónica— pasaron a cotizarse en la Bolsa de Nueva York dentro del creciente fenómeno de globalización financiera que creaba nuevos lazos por doquier. Como consecuencia, comenzaron a experimentar los impulsos de la burbuja especulativa que en julio y agosto parecía imparable en Wall Street. Como es natural, las alzas que registraban, a través de operaciones de arbitraje, se traducían en alzas en Madrid que, por efecto de simpatía, se traspasaban a los otros valores. El crecimiento cero del IPC de junio redondeó el clima de euforia. Tan grande era ésta que se situó en el 10 por ciento en segundo corro la variación máxima permitida, con lo que se aseguraban impulsos alcistas más fuertes, dado el optimismo generalizado.

Con todo este asunto, comenzaron a circular por el mercado español crecientes rumores de OPAS, alevines de *tiburones*, anuncios de fondos extranjeros de inversión que hablaban del paraíso bursátil aquí nacido, y una peseta alcista en términos de dólares, con lo que el refugio inversor español se convertía, por días, en asiento de otra colosal burbuja especulativa. Incluso, por su impulso, comenzaron a desperezarse los valores eléctricos, que habían quedado congelados cuando el asunto FECSA demostró que en ellos existía un preocupante componente financiero que, muy probablemente, no iba a procurar resolver el actual Gobierno. La Bolsa, respecto al 31 de diciembre de 1986, se había revalorizado, en agosto, en un 50 por ciento.

Aún prosiguió el impulso alcista. Sin embargo, el avance fue más por inercia que porque el motor de nuestra inversión recibiese nuevo combustible. El alcanzar, a comienzos de octubre una revalorización del 60 por ciento se debió, sobre todo, a la falta de papel y al mantenimiento de un clima optimista y no a la llegada de nuevos fondos. Téngase en cuenta que desde finales de agosto Wall Street descendía, y desde comienzos de octubre, en abierta cascada. Sacar fondos de España para reponer estas pérdidas era lógico, y eso secó de momento la fuente exterior.

Agreguemos que en estos momentos finales de la euforia, en octubre, también es fácil detectar típico dinero especulativo, mucho a crédito, que se sentía «atrapado» en las cotizaciones altas. Procuraba moverse con cuidado para no provocar un derrumbamiento. El 19 de octubre de 1987, lunes como es bien sabido, Miguel Velarde Valiente publica en *ABC* un artículo titulado *El reajuste de otoño*, en el que señalaba como, con todo esto, era imposible mantener la coyuntura alcista. Pocas horas después de ponerse a la venta esta edición, comenzaban a llegar alarmantes noticias de Nueva York. Inmediata y sucesivamente hube de publicar cinco trabajos en los que dí, por supuesto y por completo, cancelada toda una etapa alcista de la Bolsa mundial: el editorial *Bajada en las Bolsas* —*ABC*, 20 de octubre 1987, pág. 15—; el largo artículo *El bramido del oso* —*ABC*, 20 octubre 1987; pág. 67—; el artículo *Reflexión después*

de la tormenta —*ABC*, 26 octubre 1987, pág. 47—; el artículo *Un presupuesto ajeno al mundo*, donde reflexionaba sobre la repercusión española de la crisis de Wall Street —*Epoca*, 2 noviembre 1987, págs. 98-99— y el ensayo *Perspectiva internacional del «lunes negro»*, en *Política Exterior*, otoño 1987, págs. 186-202. El comportamiento de la Bolsa española fue alterándose con rapidez. El chaparrón del 19 de octubre lo soportó de modo aceptable, pero pronto se provocó un histerismo colectivo.

Comenzaron a barajarse las posibles consecuencias del *efecto riqueza* de Pigou sobre nuestra economía; se observaron por parte de los inversores extranjeros en España reacciones violentísimas contra las barreras del 5 por ciento y el 10 por ciento de variación máxima permitida en las Bolsas, hasta hacerlas saltar; se observó el carácter evidentemente especulativo de nuestra Bolsa; también, por supuesto, se pusieron de manifiesto graves deficiencias en la estructura y funcionamientos de mercados bursátiles españoles. Así se generó la fulminante caída del 29 de octubre, nuestro particular «jueves negro». En quince días la Bolsa de Madrid perdió casi un 60 por ciento. El índice FT, que el 19 de octubre era un 162,00 —base 31 de diciembre de 1986 = 100— cae el 29 de octubre a sólo 115,39. Una vez producido el crac, se suavizaron sus pérdidas hasta el 31 de diciembre. Parecería que se habían remansado las aguas después de la catarata del citado pánico.

Tan es así que en enero comenzó una recuperación importante. Habría que calificarla como cautelosa. Pero al mezclarse la estrechez ya señalada del mercado con una serie de depresiones de la demanda se ha producido en España, como muestran los índices del *Financial Times* las mayores subidas en las cotizaciones, después de las de la Bolsa de Tokio.

Como síntesis de todo lo dicho, y para observar el contexto en que estas conmociones se produjeron, es conveniente, creo, observar el siguiente cuadro:

He mencionado varias veces, para explicar estas subidas espectaculares de 1988, la estrechez de nuestro mercado. No conviene olvidar en este sentido la información que se contiene en el interesante trabajo de José Buenaventura Terceiro, *Estudio sobre el mercado de valores* (Estudios y Aplicaciones en Informática y Economía, 1988) sobre la dimensión comparada del volumen de contratación en la Bolsa española y en otros lugares. Las cifras marcan un panorama típico de los mercados bursátiles pequeños. Como dice Terceiro, «a pesar del fuerte crecimiento de la contratación bursátil, pues, en los últimos años (el volumen medio de contratación diaria ha pasado de los 2,0 mil millones de pesetas de 1985 a los 15,0 mil millones de 1987), nuestro mercado bursátil sigue siendo estrecho, debido al bajo número de empresas cotizadas en él, 327 en 1987, y a la pequeña atracción que tienen las acciones como medio de mantener la riqueza de los individuos».

Respecto al mundo comunitario, ordenado por dimensiones de la contratación anual de acciones producida en cada mercado bursátil nacional en 1986, la situación española es la que se muestra en el cuadro siguiente, donde los valores absolutos se recogen en miles de millones de Ecus:

COTIZACIONES EN LOS MERCADOS BURSATILES
SEGUN LOS INDICES FT-ACTUARIOS
(en dólares)

Mercados Nacionales	31-XII-86	16-X-86	19-X-87	31-XII-87	19-IV-88
Australia	100,00	163,35	159,10	104,73	120,95
Austria	100,00	102,11	100,84	100,74	91,65
Bélgica	100,00	119,86	108,80	103,15	128,13
Canadá	100,00	126,52	115,10	110,44	124,80
Dinamarca	100,00	120,90	118,50	115,47	118,61
España	100,00	163,41	162,00	132,61	152,62
Estados Unidos	100,00	116,05	92,83	100,53	105,07
Francia	100,00	101,01	92,79	86,10	87,22
Gran Bretaña	100,00	158,32	143,68	132,53	141,18
Holanda	100,00	117,44	105,52	100,30	110,58
Hong Kong	100,00	149,60	133,50	89,04	102,19
Irlanda	100,00	153,02	145,37	104,71	119,42
Italia	100,00	95,29	90,37	77,73	78,89
Japón	100,00	150,39	147,90	141,39	172,72
Malasia	100,00	172,33	152,53	111,67	125,72
México	100,00	361,37	352,93	105,48	135,95
Noruega	100,00	176,99	163,52	101,75	127,08
Nueva Zelanda	100,00	128,80	124,28	76,17	77,12
Alemania Federal	100,00	97,75	92,03	77,29	79,28
Singapur	100,00	165,09	142,78	97,32	107,16
Suráfrica	100,00	188,31	192,64	133,53	131,11
Suecia	100,00	132,06	124,02	99,11	119,27
Suiza	100,00	108,20	95,78	83,48	81,56

Mercados bursátiles	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Alemania Federal	23,6	28,2	35,1	28,4	40,7	33,6
Reino Unido e Irlanda	46,9	50,3	39,3	36,4	32,2	26,6
Holanda	9,7	12,1	18,8	19,9	8,6	13,5
Francia (1)				8,1	8,3	11,9
Italia	15,6	4,6	3,4	3,3	6,6	9,8
España	1,8	1,7	0,8	1,5	1,4	2,6
Bélgica	2,1	3,0	2,3	2,2	1,6	1,4
Dinamarca	0,1	0,1	0,2	0,2	0,6	0,4
Luxemburgo (2)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Portugal (3)					0,0	0,0
Grecia (4)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Total en valor absoluto de la CEE (5)	60,8	62,0	125,3	160,1	266,7	469,4

(1) Sin datos 1981, 1982 y 1983.

(2) Los valores absolutos, en millones de ECUS, fueron: 1981, 32; 1982, 40; 1983, 59; 1984, 75; 1985, 85; 1986, 155.

(3) Sin datos para 1981, 1982, 1983 y 1984; los valores absolutos, en millones de ECUS, fueron: 1985, 5; 1986, 41.

(4) Los valores absolutos, en millones de ECUS, fueron: 1981, 49; 1982, 37; 1983, 18; 1984, 14; 1985, 18; 1986, 30.

(5) Sin incluir, en 1981, 1982 y 1983, datos de Francia ni de Portugal, y en 1982, sin incluir los de Portugal.

De aquí que, a pesar de ese crecimiento en cifras absolutas, no pueda seguir su ascenso el mundial, que en el período que va de 1977 a 1985, ve multiplicado el volumen en dinero de sus contrataciones por más de 6,5. Tampoco es posible comparar su dinamismo con el gigantesco existente en la Bolsa de Nueva York, que progresó en diez años más de 6 puntos porcentuales en su participación con el volumen global internacional de contrataciones, lo que se une a un retroceso importante, no sólo de Londres, sino también de París. Nuestras Bolsas también ven descender su importancia relativa en el conjunto mundial, al disminuir su porcentaje de participación del 1,2 por ciento en 1975 al 0,2 por ciento en 1985. Tres cuadros sirven para completar, a mi juicio, todo esto. El primero registra el volumen de contratación de valores por países en miles de millones de dólares de 1977 a 1985, como sigue:

Mercados bursátiles	1977	1981	1982	1983	1984	1985
Estados Unidos (Bolsa N. York)	133,7	395,0	459,4	751,3	755,9	970,5
Japón (Primera Sección)	51,2	217,8	141,2	213,8	267,1	321,2
Alemania Federal						
(Total intercambios)	11,1	13,5	14,0	32,9	29,7	75,5
Reino Unido (Bolsa de Londres)	19,6	32,7	32,3	42,5	48,4	70,2
Canadá (Total intercambios)	5,4	23,6	16,5	28,2	25,3	39,3
Francia (Bolsa de París)	7,3	12,1	8,9	12,4	10,2	17,8
Holanda (Bolsa de Amsterdam)	2,5	3,9	4,8	10,0	11,9	17,1
Australia (Total intercambios)	0,7	8,2	5,1	9,3	10,8	15,6
Italia (Bolsa de Milán)	2,1	9,7	2,8	3,8	3,8	14,3
Hong Kong (Total intercambios)	2,1	18,9	7,6	5,2	6,2	10,0
Suecia (Bolsa de Estocolmo)	0,5	3,6	4,3	9,9	8,5	9,9
Singapur (Total intercambios)	0,8	10,2	3,9	9,4	6,5	5,7
España (Todas las Bolsas)	3,0	2,5	2,0	1,5	2,7	3,7
Bélgica (Bolsa de Bruselas)	1,3	1,5	1,8	2,6	2,7	3,3
Dinamarca (Bolsa de Copenhague)	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	1,3
Austria (Bolsa de Viena)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Total de estos mercados	241,5	753,4	704,9	1133,6	1190,0	1575,7

Para comprender mejor el problema es necesario observar, con una mayor amplitud de ámbito estudiado, la dimensión del mercado español. En el siguiente cuadro se presenta el peso por capitalización de todas las bolsas más

 Mercados bursátiles por naciones	Capitalización anual en miles de millones de dólares	Participación en el mercado estudiado, en %
Estados Unidos	1.955,0	48,4
Japón	909,0	22,5
Reino Unido	328,0	8,1
Alemania Federal	179,0	4,4
Canadá	147,0	3,6
Suiza	90,0	2,2
Francia	79,0	2,0
Italia	65,0	1,6
Australia	63,0	1,6
Holanda	52,0	1,3
Hong Kong	38,0	1,0
Suecia	30,0	0,7
Bélgica	21,0	0,5
Singapur	20,0	0,5
España	19,0	0,5
Sudáfrica	14,0	0,4
Dinamarca	13,0	0,3
Noruega	9,8	0,2
Austria	4,0	0,1
Méjico	3,4	0,1

**PORCENTAJE DE PARTICIPACION EN EL TOTAL
DE LAS PRINCIPALES BOLSAS DE VALORES**

Mercado bursátil	1975	1985
Estados Unidos (Bolsa N. York)	55,4	61,6
Japón (Primera Sección)	21,2	20,4
Alemania Federal (Total intercambios)	4,6	4,8
Reino Unido (Bolsa de Londres)	8,1	4,5
Canadá (Total intercambios)	2,2	2,5
Francia (Bolsa de París)	3,0	1,1
Holanda (Bolsa de Amsterdam)	1,1	1,1
Australia (Total intercambios)	0,3	1,0
Italia (Bolsa de Milán)	0,9	0,9
Hong Kong (Total intercambios)	0,9	0,6
Suecia (Bolsa de Estocolmo)	0,2	0,6
Singapur (Total intercambios)	0,3	0,4
Bélgica (Bolsa de Bruselas)	0,5	0,2
España (Todas las Bolsas)	1,2	0,2
Dinamarca (Bolsa de Copenhague)	0,1	0,1
Austria (Bolsa de Viena)	—	—
Total del conjunto estudiado	100,0	100,0

significativas y comparado con el volumen de la Bolsa española, por países, en diciembre de 1985 y en miles de millones de dólares. De este modo quedan más claras las cosas:

Con este punto de referencia, más amplio, y volviendo a la muestra anterior, tiene interés el estudiar en ella, para las que se observa son las principales Bolsas de valores del mundo, la evolución temporal del porcentaje de su participación, por supuesto, sólo respecto al total del conjunto estudiado, primero, de contratación de valores, pero que es suficientemente representativo. El tercer cuadro a los que se aludía antes, para esto es bien claro:

La subida en las cotizaciones bursátiles en nuestra patria es algo así como una especie de corolario de la lucha española contra la inflación proyectada sobre mercados financieros muy chicos. Se desarrolla en el terreno de los tipos de interés. Estos altos precios del dinero están detrás de un aflujo de fondos «calientes» hacia nosotros, que generan tensiones muy fuertes en la oferta monetaria, lo que exige, para esterilizar sus efectos, subir de nuevo los tipos de interés. En parte, lo que sucede el último año en la evolución de los ALP y que se registra en el cuadro siguiente tiene su explicación en esto:

Fechas	Variaciones de los ALP en	
	sus tasas intermensuales llevadas a tasa anual	Interbancario español de depósito a tres meses
Marzo 87	13,8	14,60
Abril 87	18,1	17,09
Mayo 87	14,5	19,80
Junio 87	7,7	18,29
Julio 87	8,3	17,56
Agosto 87	19,8	16,83
Septiembre 87	14,1	16,86
Octubre 87	19,2	15,84
Noviembre 87	15,9	14,44
Diciembre 87	13,4	13,59
Enero 88	14,4	12,73
Febrero 88	7,9	12,01

Esta búsqueda de gato y ratón, de ALP y tipos de interés, se ha resuelto en forma de una clara diferencia en favor de los tipos de interés españoles respecto a los internacionales. El cuadro de su evolución se presenta comparando a los tipos de interés del mercado interbancario español, medido por los correspondientes a depósitos tal como los calcula el Servicio de Estudios del Banco de España, con los de toma de depósitos en el interbancario de Londres (LIBID), ponderados por la deuda exterior de España en diciembre del año anterior también por el Servicio de Estudios del Banco de España. Se presenta la serie desde que se inició la fuerte caída del dólar y la complementaria subida de la peseta en marzo de 1985. Con ambos datos se ofrece el diferencial que pone bien a las claras el atractivo español por este motivo:

Fecha	Tipo medio del Libid	Tipo medio del interbancario español	Diferencial
Marzo 1985	8,3	12,1	3,8
Abril 1985	7,8	12,6	4,8
Mayo 1985	7,3	12,7	5,4
Junio 1985	7,0	14,1	7,1
Julio 1985	7,1	14,3	7,2
Agosto 1985	7,1	13,5	6,4
Septiembre 1985	7,3	11,5	4,2
Octubre 1985	7,3	10,4	3,1
Noviembre 1985	7,3	10,5	3,2
Diciembre 1985	7,3	10,3	3,0
Enero 1986	7,0	10,7	3,7
Febrero 1986	6,8	10,7	3,9
Marzo 1986	6,6	11,4	4,8
Abril 1986	6,0	12,3	6,3
Mayo 1986	6,1	11,7	5,6
Junio 1986	6,2	11,9	5,7
Julio 1986	5,9	12,5	6,6
Agosto 1986	5,6	12,2	6,6
Septiembre 1986	5,5	11,6	6,1
Octubre 1986	5,6	11,4	5,8
Noviembre 1986	5,6	11,5	5,9
Diciembre 1986	5,8	11,8	6,0
Enero 1987	5,4	12,3	6,9
Febrero 1987	5,3	12,5	7,2
Marzo 1987	5,3	14,3	9,0
Abril 1987	5,4	16,8	11,4
Mayo 1987	5,4	20,0	14,6
Junio 1987	5,4	18,4	13,0
Julio 1987	5,4	17,6	12,2
Agosto 1987	5,5	16,9	11,4
Septiembre 1987	5,7	16,8	11,1
Octubre 1987	6,4	16,1	9,7
Noviembre 1987	5,7	14,4	8,7
Diciembre 1987	5,8	13,7	7,9
Enero 1988	5,0	12,8	7,8
Febrero 1988	4,7	12,1	7,4
Marzo 1988	4,8	11,1	6,3
Abril 1988	4,9	10,9	6,0

Finalmente, para explicar esta situación de la Bolsa, se encuentra la tranquilidad que, para quienes tenían activos en dólares, surge de las inversiones en España, a causa de la evolución del cambio entre ambas monedas. Desde marzo de 1985 no se ha detenido este proceso. Para la media de 1980 = 100, la cotización de la peseta por dólar fue de 39,09 en el citado marzo de 1985. En marzo de 1988 la cotización era de 63,64. El proceso está fuera de duda. Esto

es; quien invierta en España con dólares no parece correr el riesgo de una quita.

El comportamiento de la Bolsa española, pues, en cuanto se mueve por estos motivos especulativos cuya variación es difícil de prever con aceptable exactitud, pero que se comportan como lo hacen por las consecuencias de los malos funcionamientos de nuestra economía, nada indica, pues, acerca de si ésta funciona bien. Sí, de todas las maneras, es signo de la existencia de un alivio para que todo no funcione peor aún.