

XORNADAS SOBRE BOLSA E MERCADOS FINANCEIROS: UNHA ANÁLISE POLO MIÚDO DA SITUACIÓN ACTUAL E O FUTURO DO SISTEMA DE VALORES ESPAÑOL

MARÍA EUGENIA ESCUDERO PRADO

Analista de Bolsa

Colaboradora dos Departamentos de Econometría e Métodos Cuantitativos
e de Economía Financeira e Contabilidade
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Santiago de Compostela

Recibido: 15 maio 1996

Aceptado: 10 Xullo 1996

INTRODUCCIÓN

No pasado mes de abril tiveron lugar en Santiago de Compostela *as II Xornadas sobre Bolsa e Mercados Financeiros*, organizadas polo Departamento de Economía Financeira e Contabilidade da Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais da Universidade de Santiago de Compostela, que contaron coa presenza de importantes profesionais do mercado de valores español, quen realizaron interesantes análises sobre a bolsa española e o mercado de produtos derivados; falaron sobre o seu funcionamento, a súa regulación ou a súa situación no ámbito nacional e internacional.

Ó longo das xornadas fíxose unha interesante reflexión sobre a situación actual do mercado de valores no conxunto da economía española, analizándose en profundidade o efecto que teñen sobre o mercado bursátil o déficit público, os tipos de xuro, os beneficios empresariais ou o cumprimento das condicións para o establecemento da moeda única.

A importancia destas xornadas estivo avalada, ademais de pola presenza dos conferenciantes, polo gran número de alumnos que asistiron, xa que para eles afondar no coñecemento dos mercados de valores resulta un tema atractivo e de candente actualidade.

As xornadas comezaron o 26 de abril e foron inauguradas polo vicerrector de Asuntos Económicos da Universidade de Santiago de Compostela, Prof. Dr. Manuel Castro Cotón, e polo decano da Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais da Universidade de Santiago de Compostela, Prof. Dr. Javier Rojo Sánchez. Ó acto de clausura acudiron o rector da Universidade de Santiago de Compostela, Prof. Dr. Darío Villanueva Prieto, e o presidente da Bolsa de Madrid, D. Antonio Zoido, que se mostraron moi satisfeitos de que se establezan este tipo de lazos entre a Universidade de Santiago de Compostela e un mercado tan importante como a Bolsa de Madrid, avogando pola súa continuidade e, incluso, pola realización doutro tipo de actividades de forma conxunta.

O MERCADO DE VALORES NO CONXUNTO DA ECONOMÍA ESPAÑOLA

◆ BLAS CALZADA, director do Servicio de Estudios da Bolsa de Madrid, realizou na súa intervención unha análise polo miúdo da situación na que nestes momentos se atopa o mercado de valores en relación cos acontecementos económicos que se están vivindo en España e en Europa, explicando cal podería ser a situación se se cumpren as condicións de entrada na unión monetaria e a súa particular visión acerca dela.

Comezou a súa intervención explicando cáles son os piares básicos dos que dependen as cotizacións: as oscilacións dos tipos de xuro e os beneficios empresariais. Nos mercados financeiros actuais determínanse os prezos básicos para as economías, coma o tipo de xuro a longo prazo (o tipo de xuro a curto prazo por agora determínanos os bancos centrais dos países). Este tipo de xuro a longo prazo establece o tipo de xuro sen risco e calquera decisión de investimento que se tome terá que ver con el, xa que determina a rendibilidade mínima que hai que esixir a calquera investimento en calquera empresa de cara ó futuro. Deste modo, cando por razóns de déficit os tipos de xuro son altos estanse prexudicando seriamente as posibilidades de investimento dunha economía.

A situación actual da economía española é, ó igual ca no resto das economías occidentais, de déficits moi elevados. Nunca houbo como agora unha diferenza entre a inflación e os tipos de xuro de ó pé de seis puntos, provocando o desprazamento de rendas cara ós rendistas que non crean riqueza. *"No se puede continuar así, comentou, con un crecimiento del PIB al 3% y con una remuneración real de los rentistas de un 6%. Esto quiere decir que los que trabajan, los que hacen esfuerzos para que la economía funcione, sienten que están siendo perjudicados con respecto a los que están parados esperando su renta"*.

O feito de que os tipos de xuros reais medren polas demandas esaxeradas do sector público é un problema mundial; pero, á vez, España atópase incluída nunha área que está inmersa nun proceso de unión monetaria sen unión política e, dentro de pouco máis dun ano, decidirase quen entra nela. Para o relator —que parece pertencer ó grupo dos euroescépticos— o proceso está cheo de dúbidas, xa que unha unión monetaria sen unión política significa *"un riesgo que casi nunca se corrió en la historia y que, cuando se hizo, fracasó; y eso puede conducir a un fracaso que no sólo termine con la unión monetaria, sino con la situación que teníamos hasta ahora"*. Considera que non se pode ter en conta unha moeda única se non se pon antes orde nas finanzas de tódolos países, pero afirma que non existe nin unha soa medida tendente a unificar nin o sistema fiscal nin os gastos dos países, co que existen e existirán disparidades importantísimas entre eles que serán moi difíciles de superar.

O máis importante do ingreso parece se-lo cumprimento das condicións que se esixen, sobre todo de déficit público, que son absolutamente fundamentais para o funcionamento das economías europeas, exista moeda única ou non. Isto dará lugar a que o sector público deixe de facer presión sobre o mercado cos tipos de xuro. Tamén se reducirá a inflación. O feito de que na unión monetaria se reduciise o déficit de tódolos países significaría que sobre os mercados financeiros baixaría a presión do sector público, de tal maneira que os tipos de xuro se reducirían a niveis similares ós da inflación, co que, segundo o

analista, poderíamos ver tipos a longo prazo en Alemaña do 2% e para España do 4% ou do 3,5% e, incluso, se houberse unión monetaria, ó pé do 3% para todos.

No período de 1989-1993, a economía española alcanzou uns niveis de déficit público moi elevado. Durante ese tempo tívose que recorrer —a pesar de que o aforro interior medrou bastante ben— ó exterior, xa que se produciu débeda pública en cantidades exorbitantes: en 1993 emitíronse de preto de 8 billóns de pesetas en débeda pública a longo prazo, que transformaron as correntes financeiras do interior e do exterior. Dende ese momento, España depende do aforro exterior para financia-lo seu proceso investidor e o seu déficit. A redución do déficit público é, polo tanto, un proceso importantísimo para a economía en xeral e para a Bolsa en particular.

No tocante ó outro piar básico do mercado —os beneficios das empresas—, o director do Servicio de Estudios explicou que dependen en gran medida dos axustes de custos. Durante os tres últimos anos, as empresas fixeron uns esforzos moi importantes que se manifestaron no aumento de beneficios por redución de custos e na diminución do seu endebedamento, xa que investiron o seu propio diñeiro. Están, polo tanto, en mellor situación de competitividade co exterior. Á súa vez, as importacións mantéñense ben; as exportacións non van mal; a balanza por conta corrente está equilibrada. O que se necesita agora é un crecemento da facturación das empresas para que os beneficios incrementasen bastante á présa e que se debesen non a unha redución de custos, senón a un incremento das vendas.

Con todo iso, e se ademais se despexase o camiño da rebaixa do déficit público e, polo tanto, dos tipos de xuro, a Bolsa atoparíase nunha situación espectacular na que calquera noticia positiva influiría de maneira importantísima sobre as cotizacións. Investir no mercado de valores agora —segundo o relator— ten poucos riscos, xa que case non poden existir malas noticias que sorprendan ó mercado, sendo moito máis probable que as noticias sexan boas.

Os sectores con maior peso dentro do mercado de valores español son: as empresas que están suxeitas a tarifa —que supoñen o 30% da súa capitalización e son amortecedoras dos movementos bolsistas— e os bancos —que supoñen outro 30% da capitalización—. Pero cada vez hai máis empresas industriais de peso, como é o caso de Repsol, que teñen importantes perspectivas de crecemento.

Nos últimos anos e, aínda máis, nos últimos meses medrou moitísimo o volume de contratación do mercado bursátil e as posibilidades de crecemento da contratación non se terminaron debido a dúas razóns fundamentais. Unha delas é que os españois dedican cada vez máis cantidade do seu aforro cara á institucións que rematan acudindo ós mercados, como os fondos de investimento, os fondos de pensión e os seguros de vida, que aumentaron a unha velocidade de vertixe nos últimos anos. A inmensa maioría dese diñeiro foi ós mercados de renda fixa —sobre todo á débeda e á compra de repos—, pero no momento no que os tipos de xuro diminúan, unha parte importante deste aforro deberá ir cara á renda variable. A outra razón é que dende o exterior se mercou renda variable en moita maior proporción ca renda fixa e iso está sostendo a contratación e dando vida á demanda última de accións na Bolsa e co que aumenta considerablemente a liquidez desta.

A situación de liquidez do mercado de valores español mellorou unha barbaridade sen que interviran aínda os nacionais na compra masiva dos seus valores. Polo tanto, como mercado, o porvir da Bolsa é clarisimamente alcista. Proba diso é que hai privatizacións cada pouco tempo e que se colocan cantidades sorprendentemente altas de valores e, ademais, a demanda é terriblemente superior. En canto ós prezos das accións parece que na actualidade están en posición de medrar de maneira importante no momento no que se produzan boas noticias.

Para o director do Servicio de Estudios, a importancia da Bolsa sobre a economía real é definitiva, *"ya no es un juego entre señoritos que se intercambian papeles, ahora es una cosa seria y prueba de eso es la importancia que los gobiernos están dando a su regulación"*. Os prezos que se dan nos mercados de valores son moi significativos, non só para a economía financeira senón tamén para a economía real.

A BOLSA E AS SÚAS REGRAS DE ADMISIÓN, CONTRACCIÓN E SUPERVISIÓN

◆ Outro dos participantes nas xornadas foi DOMINGO GARCÍA COTO, subdirector do Servicio de Estudios da Bolsa de Madrid que, baixo o título *Introducción ós mercados de valores*, realizou unha descrición dos mercados financeiros españois e o seu desenvolvemento nos últimos anos. Falou das funcións do mercado de valores explicando, en particular, cada unha delas, como a de xerador de liquidez, a de canalización do aforro cara ó investimento, a de posibilita-la participación nel, ou a de información.

Os mercados financeiros víronse obrigados a atende-las demandas xeradas polas situacións establecidas na economía nos últimos anos: déficits públicos, tipos de cambio, aumento dos intercambios financeiros internacionais, etc., que obrigaron a unha evolución na que existen, entre outras cousas, un incremento da sensibilidade ós tipos de xuro dos pasivos dos bancos, un uso crecente dos tipos variables nas operacións de crédito, un crecemento rápido dos mercados financeiros directos, un auxe dos mercados de divisas e un rápido desenvolvemento dos mercados de produtos derivados e dos mercados non organizados. No mercado español, en concreto, a participación de investidores non residentes incrementouse de modo considerable, polo que a súa evolución é agora máis dependente das tendencias dos mercados internacionais, co que isto supón de perda de importancia de factores estritamente domésticos.

Por todo iso, a reforma do mercado de valores español era necesaria e, despois da toma dalgunhas medidas de carácter parcial nos primeiros anos oitenta, chegou a Lei do mercado de valores de 1988 que é a que regula na actualidade o dito mercado. Esta lei supuxo unha ruptura coas anteriores estruturas reguladoras —vellas e obsoletas— e deu lugar á creación dun mercado moderno no que a transparencia, antes inexistente, é unha das súas principais características. Nos mercados bolsistas negócianse valores de renda variable e tamén, aínda que en menor medida, valores de renda fixa. A nova situación creada traeu un notable aumento do volume de contratación e da eficacia do mercado.

Coa reforma do mercado de valores estableceuse unha nova organización dos mercados coa creación dunha institución supervisora do mercado chamada Comisión Nacional do Mercado de Valores (CNMV) e coa substitución das xuntas sindicais —que eran as que gobernaban a Bolsa— polas sociedades rectoras que son quen gobernan agora. Cambiáronse os axentes de cambio e bolsa por sociedades anónimas: sociedades e axencias de valores e bolsa; púxose en marcha o sistema de interconexión bursátil, que conectou ós catro mercados existentes en España para a contratación de valores, e púxose tamén en funcionamento a Sociedade de Liquidación e Compensación.

As principais funcións da CNMV son a vixilancia e inspección dos mercados. A lei establece que velará pola transparencia dos mercados, pola correcta formación dos prezos, pola protección dos investidores e pola difusión de información. Debe supervisar, ademais, ós que interveñen no proceso de negociación do mercado —como as sociedades e axencias de valores e bolsa, empresas emisoras, sociedades rectoras, xestoras de carteiras e entidades adheridas—. A CNMV leva un rexistro de información pública no que estarán verificadas e rexistradas tódalas sociedades e axencias de valores, así como tódalas emisións e admisións de valores e os fondos e xestoras de carteira e de investimento colectivo. Tamén ten a capacidade de esixirilles ás sociedades e axencias, emisores e xestoras a súa información financeira, ademais dos feitos significativos que se produzan no transcurso da súa actividade. Por último, a CNMV conta cun servizo de atención ó público.

As bolsas de valores, pola súa parte, son mercados secundarios oficiais xestionados polas sociedades rectoras: Madrid, Barcelona, Bilbao e Valencia. Os membros do mercado accionistas das sociedades rectoras son as sociedades de valores e bolsa (operan por conta propia e de terceiros) e as axencias de valores e bolsa (só poden operar por conta de clientes). Os produtos negociados nestes mercados son as accións e os produtos asimilables a elas, a renda fixa e a débeda anotada. A contratación de todos estes valores realízase no sistema de círculos, no mercado continuo ou no sistema electrónico de renda fixa.

A Sociedade Rectora da Bolsa de Madrid organiza e supervisa o mercado e ofrécelle-lo soporte e servizo necesarios ós membros do mercado. Realiza labores de promoción xeral e relacións institucionais á vez que publica estudos e difunde información sobre o mercado e as sociedades que cotizan nel. A liquidación bursátil realízase a través do Sistema de Compensación e Liquidación de Valores (SCLV) que leva o rexistro contable das anotacións en conta e a representación de valores en anotacións. Ademais do bursátil, a Lei do mercado de valores establece como mercados oficiais o mercado de débeda pública anotada e os mercados oficiais de produtos derivados: MEFF renda variable e MEFF renda fixa.

O conferenciante explicou que había que facerlle certas críticas á reforma xa que existe un exceso de segmentación dos mercados e unha bancarización deles. Comentou, ademais, o escaso apoio fiscal e a escasa autorregulación, así como a falta da figura do especialistas, como existe noutros mercados internacionais.

En España, as familias dedican o 34% da renda familiar dispoñible á compra de activos financeiros, mentres que á compra de vivendas e terreos se dirixe máis do 65%. Se

comparamos esta tendencia coa dos Estados Unidos, vemos que é a contraria. Nese país invístese en compra de activos financeiros o 69% da renda dispoñible das familias, mentres que en terreos e vivenda se inviste o 30,8%.

No tocante ós tipos de activos financeiros que se compran, no ano 1994 os españois destinaron case un 40% do total das súas compras de activos a depósitos de aforro e a prazo, mentres que á compra de accións se destinou tan só o 10%, a fondos de investimento un 12% e a fondos de pensións un 10,4%. Estas cifras aínda están lonxe das de Francia que, no mesmo ano, dedicou á compra de accións e participacións en fondos de investimento o 44% dos activos financeiros das familias, xunto a case un 15% en seguros e fondos de pensións; das dos Estados Unidos que dedicaron o 20,10% da renda familiar á compra de accións e máis do 28% a seguros e fondos de pensións; Alemaña, pola súa parte, non dedica moito á compra de accións, tan só un 5%.

Por último, o conferenciante realizou algunhas previsións de cara ó ano 2000 afirmando que se seguirán producindo privatizacións de empresas e que ascenderá a demanda de títulos de maneira considerable. Falou tamén de que esta demanda, que será realizada de forma moi importante a través dos fondos de investimento, canalizarase tamén cara ós mercados exteriores. No tocante á demanda dos non residentes, comentou que as accións adquiridas por estranxeiros medraron un 31% anual dende 1983 ata 1992, mentres que as obrigas o fixeron un 100% anual. Considera que a demanda de estranxeiros de accións e obrigas nacionais medrará ata situarse no 40% do investimento total.

♦ *Os requisitos de admisión e información no mercado de valores* estiveron a cargo de JOSÉ MARÍA FERNÁNDEZ, membro do Servicio de Control e Coordinación da Área de Mercado da Bolsa madrileña. Este conferenciante describiu tódolos requisitos que terá que cumprir unha sociedade que decida cotizar no mercado español. Para seren admitidas a contratación as accións dunha compañía que o solicita, esta debe ter un capital mínimo de 200 millóns de pesetas, agás se é unha sociedade de investimento mobiliario (neste caso serán 400 millóns de pesetas). Debe, ademais, ter obtido beneficios nos últimos dous anos da súa actividade, ou en cinco non consecutivos, dun 6% do capital e ter, como mínimo, 100 accionistas. Unha vez realizados estes requisitos, procederase á colocación das accións mediante unha oferta pública de venda e, cando esta conclúa, as accións poderán pasar a cotizar no mercado bursátil. Os requisitos para a contratación de renda fixa céntranse na existencia dun volume mínimo de emisión de 100 millóns de pesetas e que os obrigacionistas alcancen, como mínimo, o número de 100.

Cotizar na Bolsa ten vantaxes para as empresas xa que supón unha vía de financiamento alternativa ás vías tradicionais, ademais de ser un mercado de gran liquidez de cara ós investidores. Cotizar no mercado de valores dá lugar a unha facilidade para valorar as sociedades, xa que estas están sempre controladas, estudadas e supervisadas, ademais de supoñer un importante prestixio para as sociedades o feito de cotizar na Bolsa.

As obrigas das sociedades que coticen no mercado son, principalmente, de dous tipos. Por un lado, atópanse as obrigas de subministrar información e, por outro, están as obrigas de carácter económico. O feito de que o mercado de valores sexa un mercado trans-

parente e claro débese ó acceso á información que teñen os investidores e, para que iso sexa posible, entre outras cousas, as empresas haberán de proporcionarlle á Bolsa, para a súa posterior divulgación, informes trimestrais —neles indicárase polo miúdo a situación e as actividades das empresas—, informes semestrais e un informe anual. Ademais deste tipo de información, se ó longo do exercicio tivese lugar algún feito relevante que puidese influenciar na actividade da compañía tamén haberá de ser comunicado. As obrigas económicas que deben cumprir-las sociedades emisoras restrínxense ós custos que haberán de pagar para o seu acceso e a súa permanencia no mercado.

A Bolsa, ademais de recibir-la información das sociedades, é xeradora da súa propia información: cotizacións, negociacións, índices, etc., e unha das súas principais actividades é a difusión de todas estas informacións para poder crear, como xa se comentou, un mercado transparente. As vías utilizadas para a difusión da información son, entre outras, o boletín de cotización en papel e en CD-ROM, a edición da información anual das empresas e a información trimestral, a revista mensual *Bolsa de Madrid*, o sistema info-Bolsa no que se ve *on-line* o que está ocorrendo no mercado ou o sistema de información bursátil (SIB).

Na actualidade contratan no mercado de Madrid un total de 363 sociedades, das cales 127 o fan a través do mercado continuo e 239 a través do mercado tradicional ou de círculos. Malia que o número de empresas é inferior, o mercado continuo supón máis do 98% da contratación de renda variable da Bolsa, xa que nel se atopan cotizando as sociedades con maior volume de contratación e capitalización do mercado. As emisións de renda fixa negociadas durante 1995 foron un total de 896, das cales 1091 son de débeda anotada do Estado e 97 de emisores estranxeiros.

♦ O seguinte relator, EDUARDO FERRÁN ALZAGA, xefe do Servicio de Supervisión da Bolsa de Madrid, explicou *cómo se contrata no mercado de valores español*, os tipos de sistemas de contratación existentes, os métodos utilizados para a supervisión destes mercados e os tipos de ordes que se poden dar no mercado. Os sistemas de contratación de renda fixa e de renda variables son tres; por un lado está o sistema tradicional de círculos a viva voz, logo está o denominado mercado continuo que se realiza a través de ordenador e, por último, está o mercado electrónico de renda fixa, que tamén ten soporte informático.

No mercado tradicional a viva voz a contratación realízase en pequenos círculos que duran tan só 10 minutos nos que é imposible cruzar ordes dunha bolsa a outras. O mercado continuo supón, sen embargo, a axilización da negociación e unha maior fluidez e eficacia do mercado. Tódalas bolsas españolas están interconectadas, co que se pode operar dende todas elas e a información xorde ó momento, tanto para os operadores como para os investidores, sexan estes nacionais ou estranxeiros. Con este sistema existe un mercado de máxima transparencia e de igualdade de oportunidades para os operadores e para os investidores.

As tarefas de supervisión levadas a cabo polo equipo de supervisión céntranse na revisión dos prezos que se están formando no mercado, ademais de incluí-las novas admi-

sións e os dereitos económicos. Son, á súa vez, os encargados de comprobar a situación dos valores que están suspendidos e de suspender, no caso de que así se requira, a contratación dalgún valor que estea pasando por unha etapa especial. Por exemplo, se sobe ou baixa a súa contratación máis dun 15% durante unha sesión, automaticamente o valor suspenderíase. Tamén son os responsables de levar a cabo as operacións especiais.

O relator analizou en profundidade o funcionamento do mercado continuo e o modo de operar nel. A apertura deste mercado comeza ás 10,30 da mañá na súa fase de axuste e a contratación realízase dende as 11 ata as 17 horas. As operacións especiais teñen un horario de 17 a 20 horas. Para os valores cun prezo de ata 1000 pesetas a súa cotización no mercado varía de peseta en peseta; os que teñen un prezo que vai dende as 1.000 ata as 5.000 a súa cotización varía de cinco en cinco pesetas; e aqueles que teñen un prezo superior a 5.000 pesetas a cotización establécese de dez en dez pesetas. Algunhas das ordes que un investidor pode dar ó mercado cando decide mercar na Bolsa poden ser: a ordinaria, a limitada (o investidor limita o seu prezo de compra ou de venda), a mantida (dáse un prazo de varias sesións para a súa utilización), a orde de execución mínima, a de todo ou nada, a vinculante, etc. A vixencia destas ordes poder ser por un día, ata unha data determinada ou ata a súa cancelación.

Durante o ano pasado as Bolsas españolas contrataron en renda variable un total de 7,7 billóns de pesetas, dos cales case o 84% foi realizado pola Bolsa de Madrid, o 8,2 pola Bolsa de Barcelona, o 6,9 pola de Bilbao e o 0,95 pola de Valencia. Os cinco valores máis contratados do mercado español foron Telefónica (16,37% da contratación total do mercado), Repsol (12,02%), Endesa (8,54%), Banco de Santander (5,80%) e Iberdrola (5,48%). En renda fixa, pola súa parte, contratáronse en Madrid ó longo de 1995 un total de 4,2 billóns de pesetas. No que se refire ó total do mercado madrileño, da cifra de contratación realizada por este mercado un 60,44% realizouse a través do mercado continuo, o 37,89% foi mediante o mercado electrónico de renda fixa e o 1,67% restante realizouse en círculos.

OS ÍNDICES BURSÁTILES E A LIQUIDACIÓN

◆ Na conferencia que correu a cargo de ADITA MARTÍN, analista do Departamento de Atención e Protección do Investidor da Bolsa de Madrid, tratouse dos *índices bursátiles*. A relatora mostrou os distintos índices que a Bolsa de Madrid desenvolve e explicou os seus métodos de elaboración e as súas utilidades. Detívose, tamén, en comentar os índices dos principais mercados internacionais e explicou, ademais, algúns conceptos básicos utilizados na análise bursátil, como son a contratación ou capitalización e ratios coma o *per*, *pay-out* ou volatilidade.

Os indicadores básicos dos mercados de valores son o volume de contratación —tanto de cada valor como do total do mercado—, a capitalización —tanto individual, que dá lugar ó coñecemento do valor de mercado da compañía, como total do mercado— e, por último, os índices bursátiles —que poden ser de prezos ou de rendementos—.

Os índices bolsistas son series temporais que representan a variación dos prezos e a rendibilidade das accións cotizadas no mercado. Na Bolsa de Madrid elabóranse dous tipos de índices: os de prezos —como son o Índice Xeral da Bolsa de Madrid e o Ibex-35— e os de rendementos —como é o Índice Total da Bolsa de Madrid—. Os do primeiro tipo só recollen as variacións no prezo das accións, mentres que o índice total recolle, ademais das variacións nas cotizacións, a rendibilidade obtida pola vía de dividendos e ampliacións de capital. Á súa vez, os distintos valores agrúpanse por sectores, dando lugar ó cálculo dos índices sectoriais, os cales mostran a fluctuación dos valores que compoñen o sector. O índice xeral, pola súa parte, representa unha media da variación de tódolos valores que están admitidos a cotizar no mercado de accións.

Para a elaboración dun índice que represente con fidelidade o que ocorre no mercado será moi importante a selección dos valores que o van compoñer, a ponderación de cada un dos valores e, por suposto, a fórmula utilizada para o seu cálculo. Estes tres requisitos son consecutivos e cada un deles afecta á determinación do seguinte. Debido ó gran número de valores admitidos a cotización, os índices haberán de ser representativos do mercado, polo que haberá de poñerse coidado na súa selección. A Bolsa de Madrid o 31 de decembro de cada ano selecciona os valores que compoñerán o seu índice xeral ó ano seguinte —no índice de 1996 existen 106 valores que representan o 90,57% da capitalización total do mercado madrileño—.

Nos mercados bolsistas cotizan unha ampla variedade de empresas con tamaño, volume e frecuencia de contratación moi diferentes. Iso supón a necesidade de ponderalos distintos valores bursátiles no seu índice, xa que non é o mesmo a suba de cotización dun título dun elevado nivel de frecuencia e volume de contratación ca outro título que cotiza pouco e que, cando o fai, é con volumes reducidos. Polo tanto, a ponderación o que trata é de equiparala influencia que ten cada valor da mostra no índice coa significación que cada valor ten no mercado. O índice xeral da Bolsa de Madrid pondérase en función da capitalización bursátil o 31 de decembro de cada ano. Unha vez feita a selección e calculados os pesos de cada un dos valores, aplícase a fórmula do cálculo do índice que, no caso de Madrid, é a do índice de Laspeyres.

Polo que se refire ó Ibex-35, este parécese bastante ó índice xeral, aínda que a súa composición é máis lixeira, tan só 35 valores. O Ibex-35 é un índice ponderado pola súa capitalización e composto polas 35 compañías máis líquidas do mercado continuo. Este indicador está creado para actuar como activo subxacente á negociación de contratos de opcións e futuros.

Para rematar, Adita Martín tamén falou sobre algúns dos índices internacionais máis importantes, como é o caso do Dow-jones da Bolsa de Nova York, o FT-100 e o FT-30 da Bolsa de Londres, ou o Cac-40 e o Nikkei das Bolsas de París e Toquio, respectivamente.

♦ *A liquidación* foi outro dos temas tratados nas xornadas. Este relatorio correu a cargo de ANA IBÁÑEZ, directora de organización da Sociedade de Compensación e Liquidación Bursátil (SCLB) quen describiu o labor desempeñado pola sociedade á que

pertence e cá é o proceso que leva a un comprador de títulos o obte-la titularidade deles e a un vendedor o obte-lós ingresos.

O SCLB, como sociedade independente, é de moi recente creación xa que naceu en maio de 1992 e comezou a funcionar en decembro dese mesmo ano, liquidando o 40% da contratación da bolsa (antes estes labores realizábaos cada Bolsa no seu departamento de liquidación). Dende xullo de 1993 conséguese liquidar toda a contratación bursátil realizada nos mercados de valores españois a través desta sociedade.

As funcións principais do SCLB son leva-lo rexistro de anotacións en conta dos valores que coticen na Bolsa e xestiona-la compensación e liquidación das operacións. O ciclo de liquidación das operacións no mercado realízase en cinco días dende o momento no que se efectúa a compra.

ANÁLISE FUNDAMENTAL E ANÁLISE TÉCNICA

◆ ÁNGEL SANTODOMINGO, conselleiro subdirector xeral de renda variable de Banesto Bolsa, foi o encargado de explica-la toma de decisións de investimento, tendo como apoio a denominada *análise fundamental*, o seu ámbito e as súas técnicas; expuxo certos métodos de valoración das empresas e fixo fincapé no carácter dinámico das análises.

Subliñou que o destinatario final dunha análise é sempre o investidor e que en función de cada tipo de investidor se tomarán unhas decisións ou outras, xa que non é o mesmo un investidor individual (actúa a curto prazo e basea as súas decisións case exclusivamente no crecemento do beneficio das empresas ou os dividendos que paga e, incluso, as ampliacións que realiza) ca un investidor institucional (ten como horizonte de investimento o longo prazo e a rendibilidade do seu investimento é o problema fundamental na toma de decisións). Os analistas teñen un obxectivo fundamental á hora de realiza-las súas análises: a anticipación do que vai ocorrer no mercado e, con iso, a predicción do que sucederá na contorna económica.

Para alcanza-los seus obxectivos, un analista debe ter en conta varios compoñentes á hora de realiza-lo seu estudio, que serán principalmente de carácter macroeconómico, sectorial, institucional, fundamental e técnico. O estudio da contorna macroeconómica internacional é un dos piores dunha análise; é necesario o coñecemento da situación na que se atopan os mercados internacionais de capitais debido á globalización existente na actualidade neles. A análise das variables conxunturais das economías máis importantes tamén pode influencia-lo comportamento dos nosos mercados, polo que será preciso coñecelos. No ámbito nacional será necesario unha análise estrutural, onde estea incluído o crecemento do PIB, a demanda interna e externa, a formación bruta de capital, tanto pública como privada ou a taxa de aforro, e unha análise conxuntural na que se recollan en profundidade os efectos e a contía da inflación, a política monetaria, a oferta monetaria e os tipos de xuro, a política cambiaria, a balanza de pagamentos, a política fiscal ou o mercado de traballo.

É preciso establecer tamén unha análise en profundidade de cada sector económico para coñecer con certeza a situación na que se atopan as empresas pertencentes a cada un

dos sectores. É interesante coñecer-las influencias das variables económicas en cada sector, a importancia que cada un ten no eido nacional e internacional e a comparación co exterior. A estrutura da competencia tamén é un dato a ter en conta á hora de avaliar un sector.

A análise institucional céntrase no coñecemento da lexislación existente, tanto mercantil como fiscal ou do mercado de valores, e a estrutura dos mercados financeiros, saber en cada caso cómo se realiza a contratación e supervisión de cada mercado no que pretendamos operar.

Unha vez coñecidas as situacións anteriores, situariámonos na análise da empresa, vendo a sensibilidade da empresa co marco analítico, é dicir as variables económicas e políticas, ademais de variables que son endóxeas a cada compañía. O elemento central da análise fundamental é a valoración das accións de cada compañía, sendo pertinente realizar unha análise non financeira —nela detallarase a xestión e a contorna da empresa— e unha análise financeira —nela atópase o reflexo numérico da situación—. No estudio non financeiro teranse en conta os produtos, a competencia, o modelo de xestión, o grao de apertura, a existencia ou non de políticas de diversificación, as oportunidades de crecemento ou a estratexia a seguir a medio e a longo prazo, mentres que na análise financeira teremos en conta o balance da compañía, a conta de resultados ou a análise dos fluxos.

O conferenciante expuxo ó longo da súa charla os distintos tipos de métodos de valoración das empresas, como os de valoración contable, valor de liquidación, capitalización bursátil, per ou de expectativas descontadas, realizando valoracións de cada un deles. Sinalou a importancia das fontes de información para os analistas, xa que supoñen te-la capacidade dunha mellor toma de decisións. As máis utilizadas polos analistas, ademais de coñecer-la conxuntura económica tanto nacional coma internacional, son os informes trimestrais que a Bolsa edita sobre as súas empresas e as súa memorias anuais. Tamén son importantes os contactos establecidos polas empresas e asociacións de empresarios e, incluso, a prensa.

◆ O complemento a este tipo de análise para a toma de decisións de investimento é a denominada *análise técnica ou chartista*, que neste caso tratou o analista ALBERTO SAMPEDRO. A análise técnica é o estudio da acción do mercado mediante o manexo de gráficas que reflicten os prezos de cada valor, o seu volume de contratación, etc., e que ten como fin determina-las tendencias futuras dos prezos, xa que a análise técnica considera que todo o que pode influír no prezo dunha acción do mercado está reflectido no devandito prezo, polo que se poderán predici-las futuras tendencias, estudiando as gráficas que conteñen os prezos.

O concepto de tendencias é o máis importante na análise técnica, posto que o fin de todo estudio deste carácter é identificar en qué tendencia (alcista ou baixista) se moven os prezos para tomar posicións no mercado. Os analistas técnicos pensan que se determinadas figuras chartistas e determinados indicadores e osciladores funcionaron ben no pasado, ¿por que non o van facer no futuro? Este feito de considerar que a historia se repite

é un dos puntos de crítica máis común que se realizan a este tipo de análise, pero hai que ter en conta, segundo o conferenciante, que non existe método de predicción (meteorolóxica, estatística, clínica, etc.) que non estea baseado en feitos pasados.

Ó longo da súa exposición o analista mostrou algúns tipos de gráficas descritas polo índice da Bolsa de Madrid e por algunhas empresas en particular, comentando cada unha das figuras que se describían e o que significaban.

PRODUCTOS DERIVADOS, INFORMACIÓN E NOVA REGULACIÓN

◆ Tamén se tratou ó longo das xornadas do *mercado de opcións e futuros* que existe en España, e a persoa encargada de explica-lo seu funcionamento foi REMEDIOS ROMEO, directora do Instituto do Mercado Español de Opcións e Futuros Financeiros (MEFF). O sistema financeiro español conta entre os seus mercados organizados co mercado de produtos derivados que cada vez adquire unha maior importancia. Un produto derivado é activo se o prezo ou a cotización derivan do prezo dun activo subxacente. Os activos subxacentes que se utilizan en España para os produtos derivados son de dous tipos: de renda fixa e de renda variable. O MEFF renda fixa xestiona a negociación de opcións e futuros sobre tipos de xuro a curto prazo —MIBOR 90 e 360—, tipos de xuro a longo prazo —bono nocial a 3 e 10 anos— e divisas —coma o dólar e o marco—. O MEFF renda variable xestiona as negociacións de opcións e futuros sobre o Ibex-35 e as accións de Telefónica, Endesa, Repsol, BBV e Iberdrola.

O mercado de produtos derivados negocia, como xa vimos, dous tipos de produtos: futuros e opcións. Neste mercado non hai transferencia da propiedade do activo, senón que o que se compra é a posibilidade de mercar ou vender un certo activo a unha data e a un prezo determinados. A diferenza fundamental entre os futuros e as opcións é que os primeiros, unha vez chegada a data de finalización do contrato terán que executarse, mentres que o comprador de opcións poderá executar ou non o seu dereito, segundo lle conveña ó investidor. Isto fai que non sexa necesario, no caso dos futuros, o desembolso inicial da cantidade, senón que a liquidación se fai ó final por diferencias de efectivos, xa que raramente se entrega o activo subxacente.

Pola súa parte, o comprador dunha opción, que pode ser de compra (call) ou de venda (put), convértese no posuidor do dereito de mercar/vender un activo a un prezo e datas determinados mediante o pagamento dunha prima. O comprador da opción ten o risco limitado ó importe da prima, xa que o peor que pode ocorrerlle é que decida non exercer os seus dereitos porque as condicións do mercado non sexan as que el tiña previsto.

Remedios Romeo subliñou o éxito que está tendo en España o mercado de derivados, así como doutros mercados de produtos derivados internacionais.

◆ Para poder acceder a un mercado e ter igualdade de oportunidades co resto dos que están operando nel, para poder realiza-las análises das que se faloron con anterioridade e así toma-las adecuadas decisións de investimento para, en concreto, ter posibilidades de obter unha elevada rendibilidade nos nosos investimentos, é fundamental dispoñer de

información. LUIS GARCÍA, director comercial da Sociedade de Difusión de Información da Bolsa de Madrid, foi o encargado de trazar unha panorámica xeral do tratamento e a importancia da información nos mercados financeiros.

A Lei do mercado de valores realiza referencias continuas á información e precisa a obriga de información de tódolos axentes que interveñen no mercado. Entre os máis interesantes destacan a obriga que ten a CNMV de "*velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en ellos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea precisa para la consecución de los fines*"; ou a das entidades admitidas á negociación que "*deberán hacer público, con carácter trimestral, un avance de resultados y otras informaciones relevantes. En todo caso, con carácter semestral se harán públicos sus estados financieros completos, con detalle similar al requerido para sus estados anuales*".

Ademais do marco legal, falou tamén de ónde e cómo se orixina a información e dos circuitos que atravesara para chegar ós seus consumidores finais. O acceso á información dependerá en gran medida das necesidades de cada cal no tocante á rapidez, fiabilidade e calidade da información e, por suposto, do diñeiro que se estea disposto a pagar por iso. As vías que se poden utilizar na realidade van dende a prensa xeral e a especializada ós modernos sistemas de información electrónica que reflicten o que está ocorrendo no mercado no momento no que se produce. Así, a prensa xeral e especializada publica diariamente os datos do peche dos mercados e as noticias máis relevantes. Con algo máis de información do mercado, aínda que con problemas evidentes de distribución, están as publicacións oficiais das Bolsas e a CNMV en relación cos estados financeiros das compañías que cotizan, así como as publicacións periódicas dos servicios de análises e estudos dos intermediarios do mercado. Se se desexa información elemental con carácter diaria e actualizada varias veces ó día están os sistemas de teletexto dalgunhas canles de televisión e os sistemas privados que proporcionan algunhas entidades financeiras e as propias Bolsas.

Finalmente, para estar informado ó segundo, é preciso contratar servicios de información electrónica especializados que realizan un seguimento en tempo real dos mercados e están destinados ó usuario final da información, xa sexa un investidor ou un profesional. Este tipo de servicios tamén pode ofrecer consultas de bases de datos e incluso envío de ficheiros.

◆ Por último, outro dos temas tratados nas xornadas foi a *nova regulación do mercado de valores* e as perspectivas da súa aplicación. En concreto, JESÚS GONZÁLEZ NIETO, director de Promoción de Mercado da Bolsa de Madrid, explicou a entrada en funcionamento da denominada directiva sobre servicios financeiros, os seus principios básicos e o seu posible impacto.

Os principios básicos que sosteñen esta nova regulación son a liberdade de acceso ós mercados secundarios regulados e a supervisión das denominadas empresas de servicios de investimento polo país de orixe. O impacto que trae consigo a posta en funcionamento da directiva céntrase na realización de certas reformas á Lei do mercado de valores de

1988, ademais dunha serie de cambios na actividade actual trala posta en funcionamento da directiva comunitaria.

As principais modificacións á Lei do mercado de valores céntranse en permiti-la actuación nos mercados españois de sucursais das empresas de servizos de investimento comunitarias, liberaliza-lo acceso como membro de mercado destas empresas de investimento e permiti-rle-lo acceso ós sistemas de liquidación. A directiva establece tamén que será necesario adecua-lo concepto de mercado oficial ó de mercado regulado e, para os mercados regulados nos que non exista presenza física, dase a opción de permiti-lo acceso das empresas de investimento sen necesidade de constituír establecemento permanente.

Coa entrada en funcionamento da directiva, os posibles cambios que terán que darse na lexislación española céntranse na necesidade de regula-la figura da sucursal, que introduce a normativa comunitaria e, con iso, permiti-rles ás sucursais o acceso ós mercados como membros. Tamén antes do 31 de decembro de 1999 as entidades de cxuro poderán ser membros das Bolsas. Así mesmo, será preciso regular se convén esixi-rles ós membros a apertura dunha sucursal, ademais de ser membros da Bolsa, para operar no mercado ou non, e, en todo caso, permiti-rle-lo acceso en igualdade ás empresas de investimento no sistema de liquidación.

O conferenciante valorou ó longo da súa exposición o que poden supoñer para o mercado español estes cambios, xa que se abren a un montón de novas posibilidades ó dar acceso ó mercado a entidades de ámbito internacional, sempre que as operacións se realicen con estricto cumprimento da normativa.