

LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Francisco J. Climent Diranzo*

Vicente Meneu Ferrer[☆]

Departamento de Economía Financiera y Matemática
Universidad de Valencia

RESUMEN

Este trabajo analiza las causas, ventajas e inconvenientes del proceso de globalización de los mercados financieros internacionales desarrollado en los últimos años. Además, estudia su efecto en los principales mercados bursátiles internacionales tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Se hace especial hincapié en el caso español y en el efecto de la entrada del euro en los mercados de renta variable.

Palabras Clave

Globalización Financiera, Mercados Bursátiles, Internacionalización Bursátil, Moneda Única.

* E-mail: F.Jose.Climent@uv.es

[☆] E-mail: Vicente.Meneu@uv.es

1) Introducción

El *crash* bursátil de 1987 inauguró un periodo en el que se desarrollaron episodios cuya magnitud y alcance ni fueron previstos por las autoridades nacionales e internacionales, ni las respuestas a los mismos dispusieron en la mayoría de los casos de mecanismos comunes de intervención. A la convulsión de los principales mercados de renta variable del mundo le siguió una no menos importante en los mercados de divisas, especialmente localizada en el Sistema Monetario Europeo (SME) a mediados de 1992, y otra en los mercados de tipos de interés a comienzos de 1994 que afectaron a la mayoría de los países desarrollados. Además, a pesar del carácter estrictamente local de algunas perturbaciones en economías no consideradas centrales, como la crisis del peso mejicano de 1994 y 1995 o la más reciente de algunas monedas del sudeste asiático y de Suramérica, se ha puesto de manifiesto la facilidad en la propagación de sus más adversas consecuencias a países distantes del epicentro de esas turbulencias.

La gradual pérdida de relevancia económica de las fronteras nacionales, el crecimiento de los flujos internacionales de capitales y el asociado desafío de los mercados financieros a los gobiernos son algunos de los rasgos del nuevo escenario económico que se asienta en el final de los años ochenta y en la década de los noventa. Todos estos sucesos han ido conformando lo que ha dado en conocerse como globalización económica y, en concreto, globalización financiera, entendiendo por tal el proceso de integración de los mercados de todos los países del mundo en un único mercado de carácter universal (Fabozzi y Modigliani, 1992, p.960). De ahí que también se le denomine, en ocasiones, proceso de mundialización, si bien no todos los países se ven igualmente influidos por este fenómeno pues está en función de su grado relativo de desarrollo económico y financiero (Bergés y Valero, 1999).

El proceso de globalización puede ser entendido como un proceso progresivo de aproximación de precios provocado por la eliminación de fricciones

(costes de las operaciones, costes informacionales, aranceles, otras trabas al comercio, etc.) entre economías que puede dar lugar a la aparición de oportunidades de beneficio aprovechando las situaciones en las que no se cumple la ley del precio único entre los bienes y servicios (Meneu, 1999). El proceso de convergencia de las economías europeas llevado a cabo en la década de los 90 puede ser un ejemplo de esa aproximación de precios mediante la paulatina eliminación de fricciones que se ha producido junto con la coordinación de políticas económicas y el apoyo de los avances tecnológicos.

Conviene señalar que el proceso globalizador ha venido acompañado, en el campo financiero, por un aumento en el número y en las alternativas de negociación en los mercados organizados y en los mercados no organizados (OTC). Esto ha sido posible gracias al desarrollo de la tecnología informática que ha permitido la conexión entre los mercados, ha facilitado y unificado los sistemas de liquidación y compensación de operaciones y ha agilizado la negociación al ofrecer al cliente servicios integrados de varios mercados.¹

Como afirma la Federación Internacional de Bolsas en agosto de 1998, hay fuertes razones económicas para homogeneizar la tecnología de bolsas y liquidadores pues la globalización de capitales se ha acelerado de un tiempo a esta parte. Ello significa que los inversores e intermediarios insisten en el acceso sencillo y fácil a los mercados de todo el mundo, en cualquier momento y circunstancia. Solo una red global de “centros de liquidez”, lograda a través de alianzas estratégicas entre Bolsas conectadas por vía tecnológica, puede responder a la demanda (Bolsa de Madrid, 1998a).

2) Ventajas e Inconvenientes de la Globalización

Las consecuencias positivas de los procesos de globalización a nivel mundial son importantes (Requeijo, 1996, p.9) destacando en primer lugar el

¹ Para un estudio más detallado véase García-Vaquero (1996, pp.38-40).

impulso al comercio y los movimientos internacionales de capitales.² Este crecimiento puede ser explicado por diferentes causas como son el auge del comercio intraindustrial, la deslocalización de la producción, el impulso de los nuevos países industriales y, en general, la reducción de trabas a los intercambios y el efecto del desarrollo tecnológico (Krugman, 1995).

Además, se produce una menor dependencia de la inversión en el ahorro nacional, si bien la incertidumbre asociada al riesgo de cambio, la complejidad que puede revestir la apelación a los mercados internacionales de capitales y el debilitamiento de los niveles de ahorro mundiales retrasan la desvinculación de dicho ahorro nacional.³ Este retraso no modifica la ventaja adicional que supone, para cualquier inversor, la existencia de mercados financieros integrados.

Por otra parte, dado que se dispone de un mayor abanico de bienes y activos y de gran rapidez de respuesta a situaciones nuevas de riesgo, la asignación de recursos se plantea en estos momentos a escala de todos los países con economía globalizada, con consecuencias claras en la gestión de carteras y en las decisiones de inversión.

En contrapartida a las ventajas, se enuncia una serie de puntos que desmitifican el proceso de globalización. Según el FMI (1997, pp.24-25), la variabilidad de los precios de los activos ha aumentado considerablemente en respuesta al volumen y la rapidez de las transacciones y a los efectos de contagio entre mercados provocados, en muchos casos, por burbujas especulativas que tiran con fuerza de los precios al alza y a la baja. Además, se ha producido un incremento de estas presiones especulativas debido, en primer lugar, al incremento del número de operaciones con las que puede especularse con rapidez y alto apalancamiento (derivados), en segundo lugar, porque el número de

² Las transacciones internacionales de valores bursátiles de la mayoría de países industrializados pasaron de menos del 10% del PIB en 1980 a cifras muy superiores al 100% en 1992, según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 1995, Cuadro 12).

³ Todavía se observa en el mundo desarrollado una correlación entre las tasas de ahorro e inversión internas que, aunque decreciente, pone de manifiesto que la integración de los mercados financieros no ha roto el vínculo entre esas dos variables (Banco de España, 1995, Cuadro II.2).

especuladores ha aumentado al reducirse las barreras de entrada a los mercados y, en tercer lugar, porque en el marco de mercados ampliados y operadores más numerosos, los grandes especuladores encuentran el mejor ambiente para forzar al mercado. En este contexto, las crisis producidas en algún segmento del mercado mundial o en algunos intermediarios pueden ser transmitidas (o contagiadas) rápidamente a otros mercados provocando situaciones difíciles de asimilar por las economías.

Por otra parte, también se produce una pérdida de autonomía de la política económica de cada país que pasa a estar en función de la situación económica internacional. Esta situación afecta, sobre todo, a la política monetaria. Las economías industriales aplican, en la actualidad, políticas monetarias encaminadas a lograr el doble objetivo de estabilizar precios y tipos de cambio. La variable intermedia a través de la que se persigue este doble objetivo es la liquidez global de la economía, dado que se acepta que la mayor o menor liquidez determinará el gasto nominal total y éste, a su vez, la tasa de inflación. Esa variable depende, de forma clara, de los flujos internacionales de capitales en las economías globalizadas.

3) La Globalización de los Mercados de Valores

Los últimos veinte años han sido testigos de un crecimiento espectacular de las transacciones internacionales de valores negociables, tanto desde el punto de vista de los intermediarios financieros como de las empresas emisoras. Este crecimiento responde a la aceleración del proceso de integración entre los mercados y descansa en una serie de factores que han ayudado a superar su tradicional impermeabilidad. Entre ellos cabe destacar el mayor grado de apertura de los mercados como consecuencia de los procesos desreguladores que se han generalizado en los sistemas financieros de los principales países.

Las Bolsas de valores más importantes del mundo, por su parte, han acometido profundas reformas tendentes a facilitar el libre acceso de los intermediarios y de los oferentes y demandantes de activos a los mercados, y a agilizar las operaciones realizadas y su liquidación.⁴ En este sentido, se observa un cambio en los sistemas de negociación que pasan a ser, en la mayoría de los casos, electrónicos: en España el CATS en 1988 y el SIB en 1995; en Alemania, en primer lugar el IBIS y en noviembre de 1997 el XETRA; en el Reino Unido el SETS también en 1998 (sistema que supone el cambio de un mercado dirigido por precios a uno basado en el cruce automático de órdenes a través de un sistema informático); en octubre del mismo año la Bolsa de Tokio decide cerrar su mercado tradicional de corros, etc.

Por último, también han sido importantes los avances experimentados en la tecnología de producción y transmisión de información, lo que ha permitido reducir la brecha informativa existente entre los operadores, tan relevante en el control de riesgos de los activos de renta variable y de renta fija.

Los mercados de valores dan marco institucional a la denominada vía directa de financiación empresarial y se erigen en el principal mecanismo de valoración de la riqueza productiva. Los más desarrollados se han especializado profundamente en la función de valoración, quedando relegada a una importancia la función de aportación de financiación.

El Cuadro 1 ilustra la importancia de los principales mercados de valores en el mundo en función de su capitalización bursátil, entendida como el valor de los activos financieros susceptibles de ser negociados. Se observa las enormes diferencias existentes. El *New York Stock Exchange* (NYSE) presenta una capitalización bursátil muy superior, cuadruplicando en 1998 a la del segundo en

⁴ Estados Unidos inició la apertura de sus Bolsas de valores en 1984 y fue seguido por el Reino Unido con el *Big Bang* de 1986. Posteriormente, en Francia y en España se promulgan leyes reformadoras del mercado de valores en 1987 y en 1988, respectivamente. En España se ajusta aquella ley a la norma comunitaria en noviembre de 1998.

importancia (la Bolsa de Tokio) y, además, presenta un incremento porcentual en el periodo 1995-1998 superior al 80%.

Otra forma de analizar la importancia de un mercado consiste en comparar la relación existente entre la capitalización bursátil y el Producto Interior Bruto (PIB) de cada país. En el Cuadro 2 se recogen los importes absolutos y relativos de la capitalización bursátil y del PIB. La capitalización bursátil de los mercados de valores de Estados Unidos y el Reino Unido, para los años 1996 y 1997, es superior al PIB de cada uno de ellos. La suma de la capitalizaciones de los países analizados, excepto Estados Unidos, representa el 56% de la del mercado americano.

En los Cuadros 3 y 4 se presenta la amplitud y el grado de concentración, tanto de la capitalización bursátil como del volumen de contratación, en los diferentes mercados de valores. El mercado alemán, el NYSE y el mercado londinense constituyen los tres mercados que tienen admitidas a cotización mayor número de sociedades (ordenados de mayor a menor), lo que se traduce en el caso de Alemania y de Londres, en una capitalización media por compañía sustancialmente más reducida que en el resto de los mercados estudiados (Cuadro 3). Sin embargo, las sociedades cotizadas en el NYSE son las que, a pesar de su elevado número, tienen la mayor capitalización media.

En el Cuadro 4 se presenta el grado de concentración de los mercados bursátiles, definido como el porcentaje de la capitalización bursátil y del volumen de contratación que corresponde al 5% de las sociedades con mayor valor de mercado. El menor grado de concentración, tanto en cuanto a la capitalización bursátil como al volumen de contratación, se sitúa en el NYSE y la Bolsa de Tokio, siendo uno de los más concentrados, en lo que respecta al volumen de contratación, la Bolsa de Madrid. Estos resultados son lógicos dado el elevado número de sociedades que cotizan en aquellos dos y el reducido número que cotizan en éste. La excepción a esta regla la protagoniza la Bolsa de Londres, pues a pesar de ser la segunda en cuanto a sociedades admitidas a cotización y la

tercera en cuanto a capitalización bursátil, también es una de las más concentradas.

Dado que en los mercados bursátiles se produce la confluencia de la oferta y la demanda de activos financieros, el grado de apertura al exterior de un mercado debe ser examinado atendiendo a la oferta y a la demanda. Por el lado de la oferta, una bolsa será más internacional cuanto mayor sea la posibilidad de contratar títulos emitidos por compañías extranjeras. Por el lado de la demanda, el grado de internacionalización será directamente proporcional al peso de la inversión extranjera en la Bolsa.

En el Cuadro 5 se presenta, para el periodo 1995-1998, el número de compañías admitidas a cotización en cada uno de los principales mercados bursátiles. Junto a mercados tradicionalmente aislados, como la Bolsa de Madrid y la de Tokio (en los que el porcentaje de empresas extranjeras cotizadas sobre el total es en promedio el 1% y 3%, respectivamente), destacan las Bolsas de Francfort, Londres y París con una importante presencia de compañías extranjeras. La posición preferente en este sentido corresponde al mercado alemán (2,784 sociedades que representan el 78.98% sobre el total en 1998), seguido por el mercado londinense en cuanto al número de entidades y por el mercado francés en cuanto al porcentaje que representa sobre el total.

El caso del elevado número de compañías extranjeras admitidas a cotización en el mercado alemán es debido a que existe una especie de tercer mercado o segmento especial en el que se contratan sociedades que posiblemente ni ellas mismas lo sepan, pues no existe el requisito de ser admitidas a cotización oficial y con sólo un intermediario que esté dispuesto a contratarlas es suficiente. Por ello, la capitalización media es muy reducida. Otro caso parecido es el de la Bolsa de Londres en la que un volumen importante de transacciones de valores internacionales, y españoles en particular, se contabiliza como volumen tanto en la Bolsa de Madrid como en la Bolsa de Londres, ya que los intermediarios miembros de la Bolsa de Londres compran acciones españolas a través de

intermediarios miembros de la Bolsa de Madrid, que realizan la transacción a través del Mercado Continuo Español. Además, el hecho de que a través del *SEAQ International*⁵ también se negocien valores españoles depositados en Nueva York en forma de *ADRs* (Certificados de Depósito que tienen como subyacente las acciones) implica que parte de la contratación de valores españoles en el sistema londinense también figure como volumen de contratación en la Bolsa de Nueva York (Zoido, 1997).

Teniendo en cuenta las salvedades indicadas acerca de las sociedades extranjeras admitidas a cotización en las Bolsas de Francfort y de Londres, queda patente que la Bolsa de Nueva York es el mercado con mayor número de sociedades extranjeras cotizando de forma efectiva, siendo el mercado de valores más internacionalizado desde el punto de vista de la oferta.

En el Cuadro 6 se presenta el grado de internacionalización bursátil desde el lado de la demanda, sobre la base del peso que supone la contratación de sociedades extranjeras admitidas a cotización con respecto al volumen total contratado en cada mercado. Es de destacar la importancia, en términos relativos, de la inversión extranjera en el volumen de contratación en la Bolsa de Londres, que representan en 1998 un 63.84% de su volumen de contratación total y triplica en cuantía a la Bolsa de Nueva York. Por el contrario, al igual que ocurría con el número de sociedades extranjeras cotizadas, los mercados de Madrid y Tokio destacan por la poca contratación de entidades extranjeras.

4) La Internacionalización de la Bolsa Española

El mercado bursátil español ha visto incrementarse de forma espectacular durante la segunda mitad de la década de los 80 su grado de apertura al exterior,

⁵ Son las siglas del Stock Exchange Automated Quotation System. Es el sistema informatizado británico que en una pantalla electrónica conectada al sistema TOPIC (a través de un teletexto en pantalla, TOPIC distribuye a todos sus abonados las cotizaciones de las acciones, así como los precios ofrecidos y demandados para los principales valores) muestra los precios a que compran y venden valores los agentes de la Bolsa de Londres.

tanto en lo referente a flujos de inversión de cartera del exterior hacia nuestro país, como a la inversa. Los primeros superan con creces a los segundos debido a las fuertes necesidades de financiación exterior de España para cubrir la insuficiencia del ahorro nacional.

El despegue de la inversión extranjera en España se inicia en 1984 con los primeros signos de recuperación económica y la posterior entrada en una fase expansiva, con las consiguientes expectativas de alta rentabilidad empresarial. Su crecimiento exponencial se vio truncado momentáneamente en 1987, cuando la crisis bursátil de octubre provocó un fuerte movimiento de retorno hacia los mercados domésticos, de los capitales invertidos en el exterior.

El mercado de valores español se ha ido convirtiendo, en los últimos años, en un destino cada vez más atractivo para el capital internacional, tendencia acrecentada por la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea (1/1/86), la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (19/6/89), la liberalización plena de movimientos de capital en febrero de 1992, la ratificación del Tratado de Maastricht (25/11/92) y el establecimiento del mercado único en 1993 (como fruto del Acta Única).

En el Cuadro 7 se muestra la evolución de la inversión extranjera en la Bolsa de Madrid en los años 90, distinguiendo entre compras, ventas e inversión neta.⁶ El volumen de compras realizado por inversores extranjeros con respecto al volumen de contratación total se sitúa en media alrededor del 50%.⁷ La inversión de los no residentes en las bolsas españolas en 1998 ha seguido la línea ascendente de los dos últimos años. La inversión bruta (compras) en 1998 es un 88% superior a la de 1997, mientras que las ventas han aumentado un 78%,

⁶ Las cifras de 1991 y 1992 referidas a compras están algo infladas al incluir las ampliaciones de capital suscritas por extranjeros. En 1993 y 1994, la Bolsa de Madrid ajusta a la baja las compras de extranjeros eliminando el volumen representado por ampliaciones de capital.

⁷ Según el Informe del Mercado de la Bolsa de Madrid (1998b), durante el año 1998, la contratación extranjera de valores nacionales ha alcanzado el 43.89% del efectivo contratado en el mercado continuo (Bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia). En un trabajo anterior, Galmés (1993) analiza la inversión en la Bolsa española de no residentes en el periodo 1984-1992.

dando como resultado una inversión neta positiva tras dos años consecutivos con saldos netos negativos.

Hacer una estimación correcta de quiénes son los propietarios de las acciones en España no es fácil debido a la dificultad de desagregar la información existente. En el Cuadro 8 se muestran los datos obtenidos de las Cuentas Financieras de la economía española, que publica el Banco de España, y de los datos de la Bolsa de Madrid. Se observa que el incremento en la capitalización bursátil año tras año durante el periodo 1992-1997 ha ido unido a una presencia cada vez más destacada de los inversores extranjeros en el mismo periodo, si bien su crecimiento ha sido más moderado que el de la capitalización.

5) Análisis de las empresas españolas que cotizan en otros mercados

El actual entorno mundial de los mercados de valores se caracteriza por la concentración de la liquidez de los grandes valores internacionales —*Blue Chips*— en su mercado doméstico y la extraordinaria movilidad de los inversores y los flujos de capital que buscan la liquidez allí donde se encuentre.

La admisión a cotización en una bolsa extranjera supone, para la empresa que lo consigue, una serie de ventajas e inconvenientes. Según Ontiveros *et al.* (1991) entre las primeras se encuentra el aumento del prestigio de la empresa (derivado de su reconocimiento internacional por su presencia activa entre los inversores institucionales de los distintos mercados), una mayor liquidez para sus acciones, nuevas oportunidades de captación de recursos financieros, la posible reducción del coste de su capital propio y la ampliación y diversificación de su accionariado.

En cuanto a los inconvenientes cabe destacar los pagos en concepto de comisión de cotización, costes derivados del cumplimiento de las obligaciones de información de los accionistas en los diferentes mercados, costes legales y de

auditoría, mayores exigencias de información pública, posibles incrementos de la volatilidad de sus cotizaciones y la entrada de accionistas no deseados.

Una muestra patente de la creciente internacionalización del mercado bursátil español ha sido la contratación de acciones españolas en otros mercados (Cuadro 9). La presencia de valores españoles en la Bolsa de Nueva York se remonta al 20 de julio de 1983 con la admisión del Banco Central. La última sociedad admitida es Argentaria (12 de mayo de 1993).

Tres compañías españolas cotizan en la Bolsa de Tokio, pero sus volúmenes de contratación son puramente testimoniales. La Bolsa de Francfort es en la que mayor número de acciones españolas se negocian, agrupadas en dos segmentos. El principal lo hace en el mercado oficial (Santander, Telefónica, BBV y BCH) y el resto en el que se denomina mercado regulado no oficial —Dragados, Iberdrola, Ercros, Cepsa, Fasa Renault, Tabacalera, Endesa, Inburesa y Repsol—.

En el Cuadro 10 se presenta la evolución de la importancia en la contratación de valores españoles en la Bolsa de Nueva York con respecto al mercado continuo (que recoge la contratación de las Bolsas de Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao) durante el periodo 1991-1998. Se pone de manifiesto una clara tendencia decreciente en los tres últimos años debida, posiblemente, a las mejoras técnicas introducidas en el mercado español: cambio de los sistemas de contratación (del antiguo CATS al actual SIB) y de liquidación y compensación y desarrollo del préstamo de valores. Se ha de tener en cuenta el hecho de que el mercado español presenta, en conjunto, unos costes de transacción inferiores,⁸ a los de los otros mercados, lo que ha contribuido en buena medida a contener la tendencia inicial de salida de los principales valores nacionales hacia los mercados líderes a escala internacional, como Nueva York⁹ y Londres.¹⁰ Sin

⁸ Según un informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (1999) cuyo objetivo es la comparación internacional de las tarifas bursátiles centrándose, en concreto, en los costes de ejecución de las operaciones y en los cánones de admisión y permanencia de empresas cotizadas en las Bolsas de Londres, París, Francfort, Amsterdam, Milán, Nueva York, Tokio y mercado continuo español.

⁹ Según Valero (1998, p.240) la existencia de un mercado suficientemente líquido en Europa disminuye la necesidad de que las empresas desplacen parte de la contratación de sus acciones a la Bolsa de Nueva York.

embargo, estas mejoras no tienen el suficiente potencial como para atraer empresas extranjeras al mercado español, tal y como demuestra su presencia testimonial (Cuadro 6).

En lo que se refiere a la contratación en otras plazas financieras de títulos españoles, el Cuadro 11 muestra la importancia en términos absolutos y relativos de la misma.

En resumen, la globalización financiera ha internacionalizado el capital de las empresas españolas pero no ha acentuado la contratación de sus acciones en mercados extranjeros que siguen teniendo a su principal proveedor de liquidez en el mercado nacional.

6) Efecto de la Introducción de la Moneda Única

La implantación del *euro* (4 de enero de 1999) en los mercados bursátiles evita los riesgos y costes del cambio de divisas al establecerse, en los distintos mercados bursátiles europeos, la expresión del precio o cotización en dicha moneda. Este hecho supone una mayor transparencia de un mercado global europeo hacia donde los inversores nacionales podrán acudir con gran facilidad y con mayor y mejor información.

Según Ontiveros y Valero (1997, pp.357-359), los mercados de valores poseen, al menos, dos características diferenciales con respecto a otras áreas de servicios financieros que pueden tener una influencia decisiva en el proceso de implantación de la moneda única. Por un lado, su carácter colectivo que implica

¹⁰ La moneda única desvirtúa el que una misma compañía cotice en varias plazas europeas. Una entidad como el Banco Bilbao Vizcaya, por citar un ejemplo, anunció a mediados del año 1998 su retirada de algunos mercados extranjeros en donde su cotización “era puramente testimonial”. En la Bolsa española se ha producido, asimismo, la retirada de la mayoría de empresas extranjeras —como Citroën, Lafarge y Commerzbank— ya que, salvo que las sociedades matriz utilicen a sus filiales en España como meros instrumentos de financiación o repatriación de los beneficios obtenidos, resulta especialmente gravoso mantener la cotización de éstas en bolsa.

que la adaptación de los mercados de valores a la moneda única no puede dejarse al simple albedrío de cualquiera de sus participantes, sino que debe hacerse de una forma uniforme en todos ellos. Por otro lado, la mayor apertura internacional de los mercados de valores se puede entender en cuanto a la significativa presencia en ellos de participantes de otros países, al amparo de la progresiva y completa libertad de movimientos de capitales, y en cuanto a la existencia de una alternativa internacional a dichos mercados, sea con fines de inversión o financiación.

El nacimiento de una gran Bolsa paneuropea reportaría significativas ventajas a los participantes del mercado: intermediarios, emisores e inversores. En la medida que el mercado tenga una mayor dimensión, la demanda, la oferta, la liquidez y la profundidad serán mayores, los costes de transacción se verán sensiblemente reducidos y la información fluirá con mayor rapidez y facilidad.

Pero, a pesar de todas estas ventajas, el camino hasta la consecución de una Bolsa unificada está repleto de obstáculos. Cabe citar, entre otros, la necesidad de armonizar las normas de liquidación de las operaciones del mercado, la unificación de los sistemas electrónicos de cotización y las cuestiones referentes al tratamiento fiscal de los rendimientos.

El primer paso en este proceso ha sido el pacto entre los mercados bursátiles de Londres y Francfort (7 de julio de 1998) que pretende atraer a las compañías con mayor capitalización de Europa a través de la creación de un sistema de contratación electrónico conjunto y de una Bolsa europea única, lo que permitirá a los inversores aprovecharse de un mercado de 300 compañías de primera línea. El 18 de noviembre de 1998 la bolsa española se incorporó a este proyecto y el 4 de mayo de 1999 las Bolsas de Londres, Francfort, Madrid, París, Milán, Zurich, Amsterdam y Bruselas firmaron un acuerdo de intenciones para crear la Bolsa Paneuropea.¹¹ El memorándum firmado constata el objetivo a largo

¹¹ Un paso adelante en esta alianza se dio el 17 de junio de 1999, acordando coordinar de forma progresiva los horarios de apertura y cierre en cada mercado, quedando ambos entre las 8.00h y las 16:30 (GMT).

plazo de la Alianza Europea (como se autodenomina), que consiste en la creación de una única plataforma de contratación para grandes valores con una regulación común. El objetivo es mejorar la eficiencia, la liquidez y la accesibilidad dentro del nuevo entorno. En esta línea está prevista la creación, para el primer trimestre del año 2000, de un segundo mercado global para las pequeñas y medianas empresas, de tal forma que mediante un sistema de contratación simultáneo se negocien valores que cotizan en las Bolsas de Europa, USA e Israel.

Aprovechando la estabilidad que proporciona el *euro*, la Bolsa de Madrid tiene previsto negociar empresas latinoamericanas en su Bolsa. En concreto, serán 50 compañías que cumplan el requisito mínimo de tener un capital social de 300 millones de *euros* y que no tendrán la necesidad de inscribir sus títulos bajo el depósito de alguna institución especial.¹²

En paralelo a las alianzas de los mercados de valores, han surgido acuerdos similares entre los mercados de derivados europeos. El mercado de futuros francés (MATIF) y el mercado de futuros financieros español de renta fija (MEFF RF) han sellado una alianza para poner en marcha una plataforma de negociación conjunta (*Euro GLOBEX*) en la que los inversores de ambos países puedan acceder a los productos de los dos mercados indistintamente. A esta alianza se ha sumado Italia y se negocia también la incorporación del mercado de futuros británico (LIFFE), con lo que se convertiría en la primera plataforma de derivados europea por volumen de contratación.

6) Referencias Bibliográficas

Banco de España (1995): *Informe anual 1994*, Madrid.

Bolsa de Madrid (1998a): Boletín mensual, N°. 70, octubre.

Bolsa de Madrid (1998b): *Informe del Mercado*.

¹² Como es el caso de los ADRs en la Bolsa de Nueva York.

- Bergés, A. y F.J. Valero (1999): “La función de los analistas en el proceso de globalización financiera”, *Congreso Nacional de Economía*, Alicante.
- CNMV (1999): “*Costes y tarifas de los mercados españoles de valores. Posición competitiva internacional*”, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Servicio de Compensación y liquidación de Valores y Mercado Español de Futuros Financieros.
- Fabozzi, F.J. y F. Modigliani (1992): *Capital Markets. Institutions and investments*. Prentice-Hall, New Jersey.
- FMI (1995): *Perspectivas de la economía mundial*, Mayo.
- (1997) *Annual Report. World Economic Outlook*.
- Galmés, S. (1993): “Inversiones en bolsa de no residentes”, *Boletín Económico del Banco de España*, Marzo, pp.35-44.
- García-Vaquero, V. (1996): “Los mercados de valores españoles ante el mercado y la moneda únicos: Algunas implicaciones”, *Boletín Económico del Banco de España*, Setiembre, pp. 35-52.
- Krugman, P.R. (1995): “Growing world trade: Causes and consequences”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Nº. 1, pp. 327-362.
- Meneu, V. (1999): “*Finanzas de la empresa y globalización económica*”, VI Congreso Nacional de Economía. Alicante.
- Ontiveros, E.; A. Bergés; D. Manzano y F.J. Valero (1991): *Mercados Financieros Internacionales*. Ed. Espasa Calpe. Madrid.
- Ontiveros, E. y F. Valero (1997): *Sistema Financiero Español: 1987-1997*, Ed. Escuela de Finanzas Aplicadas.
- Requeijo, J. (1996): “La globalización de los mercados financieros: causas y efectos”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, Nº. 53, pp. 9-15.
- Valero, F. (1998): “¿Hacia una Bolsa unificada en Europa?”, *Cuadernos de Información Económica*, Nº. 136/137, pp.240-241.
- Zoido, A., (1997): “Los mercados de renta variable”, *Análisis Financiero*, Nº. 72, pp. 24-28.

CUADRO-1

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL DE LOS PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES Y DE ESPAÑA

La capitalización bursátil (CB) mide el valor de mercado de todos los títulos de renta variable admitidos a cotización. En millones de dólares

Mercado	1998	1997	1996	1995
NYSE	10,271,899.8	8,879,630.6	6,841,987.6	5,654,815.4
Tokio	2,439,548.8	2,160,584.8	3,011,161.4	3,545,306.5
Londres	2,372,738.1	1,996,225.1	1,642,582.4	1,346,640.7
Alemania	1,093,961.9	825,232.7	664,913.2	577,364.8
París	991,483.8	676,310.5	586,962.6	499,989.6
España	402,162.6	290,382.9	241,028.1	150,914.2

Fuente: Federación Internacional de Bolsas (FIBV) y elaboración propia.

CUADRO-2

IMPORTANCIA DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN LAS ECONOMÍAS NACIONALES

PIB recoge el Producto Interior Bruto de cada país y CB indica la capitalización bursátil, ambos expresados en miles de millones de dólares. Su cociente se expresa en tanto por cien. (*) USA considera los mercados NYSE, AMEX y NASDAQ. España abarca las Bolsas de Valencia, Madrid, Bilbao y Barcelona. Japón engloba dos mercados, el de Osaka y el de Tokio.

Mercados	1997			1996			1995		
	PIB	CB	CB/PIB	PIB	CB	CB/PIB	PIB	CB	CB/PIB
USA (*)	8,083.4	10,730.6	132.7	7,576.1	8,451.7	111.6	7,245.8	6,917.7	95.5
Alemania	2,102.7	825.2	39.2	2,352.5	664.9	28.3	2,259.3	577.4	25.6
Reino Unido	1,288.3	1,996.2	155.0	1,151.4	1,642.6	142.7	1,106.7	1,346.6	121.7
España (*)	531.3	290.4	54.7	581.6	241.0	41.4	574.3	150.9	26.3
Francia	1,394.1	676.3	48.5	1,537.6	586.9	38.2	1,566.8	499.9	31.9
Japón (*)	4,192.7	2,216.7	52.9	4,599.7	3,106.1	67.5	4,393.8	3,667.3	83.5

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y elaboración propia.

CUADRO-3
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y NÚMERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

CB indica la capitalización bursátil en millones de dólares; NA el número total de sociedades admitidas.

Mercados	1998			1997			1996			1995		
	CB	NA	CB/NA	CB	NA	CB/NA	CB	NA	CB/NA	CB	NA	CB/NA
NYSE	10,271,899.8	2,669	3,848	8,879,630.6	2,626	3,381	6,841,987.6	2,476	2,763	5,654,815.4	2,242	2,522
Alemania	1,094,252.3	3,525	310	825,232.7	2,696	306	664,913.2	1,971	337	577,364.8	1,622	356
Londres	2,372,738.1	2,920	683	1,996,225.1	2,513	794	1,642,582.4	2,494	659	1,346,640.7	2,502	538
Madrid	402,162.6	486	827	290,382.9	388	748	241,028.1	361	668	150,914.2	366	412
España	985,227.2	962	1,024	676,310.5	924	732	586,962.6	897	654	499,989.6	904	553
Tokio	2,439,548.8	1,890	1,290	2,160,584.8	1,865	1,158	3,011,161.4	1,833	1,643	3,545,306.5	1,791	1,980

Fuente: Federación Internacional de Bolsas (FIBV) y elaboración propia.

CUADRO-4

CONCENTRACIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL Y DEL VOLUMEN DE CONTRATACIÓN

El grado de concentración se obtiene calculando el número de sociedades que supone un 5% del total (se les denomina 5%NA). Se seleccionan las empresas de mayor capitalización bursátil hasta 5%NA. A continuación se pondera la capitalización bursátil y el volumen de contratación acumulado de las seleccionadas con el total de cada mercado, obteniendo las variables %CB y %VC, respectivamente.

Mercados	1998				1997				1996				1995			
	%CB	%VC	5%NA	NA												
NYSE	63.8	51.4	114	2,278	58.5	50.9	113	2,271	56.4	49.0	109	2,172	53.1	47.7	102	2,046
Francfort	77.8	85.5	37	741	73.0	64.0	35	700	67.2	85.9	34	681	67.2	85.9	34	678
Londres	80.7	59.8	98	1,957	75.7	68.8	102	2,046	72.4	70.2	102	2,041	72.0	70.8	101	2,014
Madrid	66.9	93.5	24	479	69.7	81.5	19	384	67.9	80.2	18	357	68.9	74.8	18	362
París	68.6	63.4	46	914	68.4	77.1	37	740	59.6	70.6	35	708	58.4	73.6	36	710
Tokio	58.1	62.0	92	1,838	59.8	59.9	90	1,805	49.5	42.9	88	1,766	49.5	42.9	86	1,714

Fuente: Federación Internacional de Bolsas (FIBV) y elaboración propia.

CUADRO-5

NÚMERO DE SOCIEDADES ADMITIDAS A CONTRATACIÓN

El número total de sociedades admitidas a cotización en cada mercado (T) se divide en sociedades nacionales (N) y sociedades extranjeras (E). Los cocientes N/T y N/E se expresan en tanto por cien.

Mercados	1998					1997					1996					1995				
	T	N	N/T	E	E/T	T	N	N/T	E	E/T	T	N	N/T	E	E/T	T	N	N/T	E	E/T
NYSE	2,669	2,278	85.35	391	14.65	2,626	2,271	86.48	355	13.52	2,476	2,172	87.72	304	12.28	2,242	2,046	91.26	196	8.74
Francfort	3,525	741	21.02	2,784	78.98	2,696	700	25.96	1,996	74.04	1,971	681	34.55	1,290	65.45	1,622	678	41.80	944	58.20
Londres	2,423	1,957	80.77	466	19.23	2,513	2,046	81.42	467	18.58	2,494	2,041	81.84	453	18.16	2,502	2,014	80.50	488	19.50
Madrid	484	479	98.97	5	1.03	388	384	98.97	4	1.03	361	357	98.89	4	1.11	366	362	98.91	4	1.09
París	1,097	914	83.32	183	16.68	924	740	80.09	184	19.91	897	708	78.93	189	21.07	904	710	78.54	194	21.46
Tokio	1,890	1,838	97.25	52	2.75	1,865	1,805	96.78	60	3.22	1,833	1,766	96.34	67	3.66	1,791	1,714	95.70	77	4.30

Fuente: Federación Internacional de Bolsas (FIBV) y elaboración propia.

CUADRO-6

VOLUMEN DE CONTRATACIÓN DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

Importancia sobre el volumen de contratación en millones de dólares (VC) de los inversores nacionales (N) y de los extranjeros (E), que se denotan por los cocientes expresados en tanto por cien. 97/98, 96/97 y 95/96 indican la variación anual en el volumen de contratación total en dichos intervalos. Las significativas diferencias en los criterios internacionales de cálculo de la contratación en los mercados de valores han llevado a la Federación Internacional de Bolsas a establecer dos definiciones del cálculo de la contratación. TSV (*Trading System View*) recoge las operaciones realizadas entre los miembros del mercado a través de los sistemas de contratación de las bolsas (en el caso español son los sistemas de corros y electrónico). REV (*Regulated Environment View*) recoge lo mismo que el TSV más todo tipo de transacciones en las que intervienen los miembros del mercado y que se realizan en el marco del *entorno regulado* del mercado bursátil.

Mercados		NYSE	Alemania	Londres	Madrid	París	Tokio
Sistema		TSV	REV	REV	REV	REV	TSV
1998	VC	7,283.8	1,491.8	2,886.2	640.3	2,053.3	750.7
	N	6,722.4	1,393.3	1,043.7	639.1	2,013.0	750.0
	N/VC	92.29	93.40	36.16	99.81	98.04	99.91
	E	561.4	98.5	1,842.6	1.2	40.3	0.7
	E/VC	7.71	6.60	63.84	0.19	1.96	0.09
	97/98	<i>26.88</i>	<i>39.72</i>	<i>45.07</i>	<i>50.92</i>	<i>45.20</i>	<i>-16.18</i>
1997	VC	5,740.6	1,067.6	1,989.4	424.3	1,414.1	895.6
	N	5,255.7	1,019.7	833.1	424.1	1,385.1	894.2
	N/VC	91.55	95.51	41.88	99.95	97.95	99.84
	E	484.9	47.9	1,156.2	0.20	29.04	1.39
	E/VC	8.45	4.49	58.12	0.05	2.05	0.16
	96/97	<i>42.48</i>	<i>31.55</i>	<i>40.78</i>	<i>77.97</i>	<i>43.98</i>	<i>-4.53</i>
1996	VC	4,028.9	811.6	1,413.2	238.4	982.2	938.1
	N	3,694.6	787.8	588.6	238.4	965.7	936.6
	N/VC	91.7	97.07	41.65	99.98	98.32	99.84
	E	334.3	23.8	824.5	0.06	16.52	1.52
	E/VC	8.3	2.93	58.35	0.02	1.68	0.16
	95/96	32.11	36.65	24.06	46.42	37.08	6.12
1995	VC	3,049.7	593.9	1,139.2	162.8	716.51	884.0
	N	2,789.1	580.1	512.3	162.8	705.9	883
	N/VC	91.45	97.68	44.97	99.99	98.53	99.88
	E	260.6	13.8	626.9	0.01	10.56	1.039
	E/VC	8.55	2.32	55.03	0.01	1.47	0.12

Fuente: Federación Internacional de Bolsas (FIBV) y elaboración propia.

CUADRO-7

VOLUMEN DE OPERACIONES DE INVERSORES EXTRANJEROS EN LA BOLSA DE MADRID

Se indica el volumen de compras (C) y ventas (V) en millones de pesetas realizadas por los inversores extranjeros. La inversión neta se define por diferencia entre compras y ventas (C-V). La inversión total se define como la suma de compras y ventas (C+V). La relación entre compras y el volumen de contratación total (VC) se denota por C/VC y se expresa en tanto por cien.

Años	C	V	C-V	C+V	VC	C/VC
1991	1,650,953	1,340,998	309,955	2,991,951	3,691,564	44.72
1992	1,834,560	1,477,021	357,539	3,311,581	3,521,211	52.10
1993	3,030,205	2,104,444	925,761	5,134,649	5,528,825	54.81
1994	3,458,308	3,336,294	122,014	6,794,602	7,310,259	47.31
1995	3,455,327	3,001,241	454,086	6,456,568	6,597,942	52.37
1996	5,122,907	5,167,898	-44,991	10,290,805	10,099,131	50.73
1997	10,249,479	10,318,2000	-68,721	20,567,679	20,497,935	50.00
1998	19,261,800	18,401,417	860,383	37,663,217	32,970,902	58.42

Fuente: Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores y Bolsa de Madrid.

CUADRO-8

TENENCIA DE ACCIONES ESPAÑOLAS POR PARTE DE EXTRANJEROS

CB_T es la capitalización bursátil total; CB_E la capitalización bursátil de las acciones en poder de inversores extranjeros. En miles de millones de pesetas. Su cociente se expresa en tanto por cien.

Año	CB _T	CB _E	CB _E /CB _T
1992	11,343	3,472	30.61
1993	16,899	5,810	34.38
1994	16,222	5,818	35.86
1995	18,390	6,754	36.73
1996	25,146	9,393	37.36
1997	35,618	12,669	35.57

Fuente: Banco de España y Bolsa de Madrid

CUADRO-9

ACCIONES ESPAÑOLAS COTIZADAS EN OTROS MERCADOS BURSÁTILES

Los valores españoles contratados en Nueva York lo hacen en unidades ADRs (Certificados de Depósito de acciones extranjeras emitidos por el sistema de depósito de valores norteamericano). Se depositan las acciones extranjeras en un banco estadounidense que, a su vez, emite ADRs a nombre de la empresa extranjera. Los ADRs pueden representar una combinación de varias acciones extranjeras. Para BBV, Endesa, Repsol, BCH y Santander: un ADR por una acción. Para Argentaria: un ADR por media acción. Para Telefónica: un ADR por tres acciones

Mercado	Sociedades cotizadas
Nueva York	Argentaria, BBV, BCH, Endesa, Repsol, Santander y Telefónica.
Francfort	Asland, BBV, BCH, Cepsa, Dragados, Endesa, Ercros, Fasa Renault, Iberdrola, Inburesa, Repsol, Santander, Tabacalera y Telefónica.
Londres	BBV, BCH, Santander y Telefónica.
París	BCH, Popular, Santander y Telefónica.
Tokio	BCH, Santander y Telefónica.

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

CUADRO-10

IMPORTANCIA DE LA CONTRATACIÓN DE VALORES ESPAÑOLES EN LA BOLSA DE NUEVA YORK

Porcentaje de contratación de los valores españoles en Nueva York, con respecto a la contratación en el Mercado Continuo español.

Sociedad	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Argentaria			8.8	6.5	6.8	4.0	2.6	1.7
BBV	1.6	10.1	9.1	14.8	8.1	7.8	1.7	1.4
BCH	1.1	0.4	1.1	1.0	9.9	16.9	0.9	0.5
Santander	2.1	5.0	11.1	9.1	7.8	9.4	5.5	2.4
Endesa	53.3	43.4	23.4	15.7	26.8	7.6	4.9	3.3
Repsol	65.1	22.7	43.6	40.0	49.9	33.9	15.0	12.4
Telefónica	80.4	64.9	39.5	34.9	24.8	13.6	12.7	6.3
Total	8.1	9.9	10.3	10.9	13.3	7.6	8.3	4.3

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores y elaboración propia.

CUADRO-11

CONTRATACIÓN DE VALORES ESPAÑOLES EN LAS BOLSAS INTERNACIONALES

El Panel A recoge el volumen de contratación de valores españoles en cuatro mercados bursátiles internacionales y en la Bolsa de Madrid, expresados en millones de dólares. El Panel B muestra la variación anual expresada en tanto por cien. El Panel C refleja el porcentaje que representa la contratación total de los valores españoles en los cuatro mercados bursátiles internacionales con respecto a la Bolsa de Madrid. Para 1988 no se considera la información sobre la contratación de valores españoles en París y Tokio por su poca representatividad.

	Mercado	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Panel A	Nueva York	380,721.92	421,889.77	665,546.29	964,238.22	1,030,994.00	916,029.83	1,360,968.02	1,214,642.00
	Francfort	32,465.98	12,188.08	17,422.63	14,354.65	12,931.29	25,634.16	48,114.67	142,899.82
	París	7,706.07	3,618.42	4,408.11	3,057.60	2,377.73	4,818.95	16,783.66	—
	Tokio	17,521.38	2,411.33	3,137.57	1,078.28	1,075.63	2,363.42	3,702.21	—
	TOTAL	438,415.35	440,266.00	690,673.00	982,902.00	1,047,542.00	949,080.00	1,429,723.00	1,357,541.82
	Madrid	3,691,564.00	3,521,211.15	5,528,825.27	7,310,259.61	6,597,942.06	10,099,131.57	20,497,935.63	32,970,902.49
Panel B	Nueva York		10.81	57.75	44.88	6.92	-11.15	48.57	-10.75
	Francfort		-62.46	42.95	-17.61	-9.92	98.23	87.70	197.00
	París		-53.04	21.82	-30.64	-22.24	102.67	248.28	—
	Tokio		-86.24	30.12	-65.63	-0.25	119.72	56.65	—
	Madrid		-4.61	57.01	32.22	-9.74	53.06	102.97	60.85
Panel C	Nueva York	10.31	11.98	12.04	13.19	15.63	9.07	6.64	3.68
	Francfort	0.88	0.35	0.32	0.20	0.20	0.25	0.23	0.43
	París	0.21	0.10	0.08	0.04	0.04	0.05	0.08	—
	Tokio	0.47	0.07	0.06	0.01	0.02	0.02	0.02	—

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.