

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA. LA BOLSA DE MADRID. 1831-1874.

El estudio que aquí se presenta constituye un primer avance de un proyecto a medio plazo mucho más amplio que responde a la pretensión de ir cubriendo el relevante vacío historiográfico existente en torno al estudio del mercado bursátil en España. Para ello, el análisis se está centrando en lo acontecido en la Bolsa de Madrid entre 1831, año de su creación, y 1914.

La hipótesis principal de partida de nuestra investigación se asienta en una doble apreciación. En primer lugar, se considera que la Bolsa en España no desempeñó plenamente su función de mercado de capitales a lo largo del período propuesto, limitándose fundamentalmente a financiar el déficit de la Hacienda. En segundo lugar, se estima que esta limitada función no sólo reflejaba, sino que también acentuaba el atraso de la economía española con respecto a los países de "primera industrialización". La determinación de estas relaciones constituyen el principal objetivo de este proyecto, abordándolo desde la comparación con lo acontecido en la Bolsa de Barcelona y el mercado bursátil europeo.

Como se ha señalado, las páginas que siguen tienen por objeto presentar un primer avance de este proyecto. Así, se ofrece un análisis descriptivo de la evolución de la Bolsa de Madrid entre 1831 y 1874, tomando como principal indicador el perfil definido por el índice general de cotizaciones construido al efecto. Un período el indicado que -en palabras de Tortella- delimita la "primera etapa del capitalismo español considerado en su pleno sentido", y en cuyo desarrollo la reciente historiografía económica está poniendo especial atención a la hora de explicar el atraso de la economía española en el contexto de los países avanzados de la Europa Occidental¹. Un período, además, muy significativo en la evolución de la Bolsa de Madrid: 1831 representa el año de su creación y reglamentación en virtud del Real Decreto de 10 de septiembre, que completaba las escasas referencias que sobre la contrata-

1. Prados de la Escosura (1988) pp. 47-63)

ción pública mercantil regulaba el Código de Comercio de 1829²; 1874, es el año en que se concede al Banco de España el monopolio emisor, adquiriendo desde entonces una "singular capacidad crediticia", que quedó puesta de manifiesto en un considerable aumento del crédito bancario al Estado a cambio de la aceptación de títulos públicos³.

1.- UN ESTADO DE LA CUESTIÓN.

Hay que partir de la consideración de que la historia de la Bolsa en España está virtualmente por hacer. Hasta el momento, se disponen de algunos estudios descriptivos referidos al mercado madrileño y bilbaíno elaborados por Torrente Fortuño, y con un mayor rigor analítico al construido por Fontana sobre la Bolsa de Barcelona. En los últimos años, Tafunell ha ampliado la oferta con su investigación centrada en la evolución de la Bolsa de Barcelona en las décadas centrales del siglo XIX⁴. Fuera de estos trabajos no es posible encontrar índices históricos sólidos de cotización de los valores hasta finalizada la guerra civil⁵; en que si comienzan a aparecer publicados, aunque no de manera sistemática, los actuales índices, acompañados de los correspondientes análisis de rentabilidad vinculados a las distintas bolsas españolas.

No obstante, este exiguo panorama descrito ha sido parcialmente mejorado, sobre todo a lo largo de la última década, gracias a investigaciones que teniendo por objeto el estudio de factores dinamizadores de la economía, han ido mostrando una cierta preocupación por conocer el peso y la aceptación que los mismos tenían en el conjunto las Bolsas españolas. De esta manera, los trabajos de Pascual Domenech, Hernández Sempere y

2.- Sainz de Andino (1845) punto 183)

3.- Anas Álvarez y Tedde de Larca (1976)

4.- Torrente Fortuño, J.A. (1966, 1974). Fontana, J. (1961). Tafunell, X. (1983, 1989)

5.- Una excepción lo constituye el índice construido por Prat de la Riba (1936) sobre la Bolsa de Barcelona entre 1880 y 1913. Un comentario crítico de este índice puede verse en Fontana, J. (1961)

Morilla Critz han permitido, respectivamente, una primera aproximación al conocimiento del volumen de títulos y evolución de las cotizaciones de los ferrocarriles catalanes, valencianos y andaluces en las Bolsas de Madrid y Barcelona.⁶ Las investigaciones de Tedde de Lorca en este campo ha facilitado extender este conocimiento a las principales compañías estatales que cotizaban en la Bolsa de Madrid.⁷ De igual manera, los estudios llevados a cabo por el propio Tedde de Lorca, Tortella, Jimenez y Ruiz Martín, centrados en el análisis de la estructura bancaria española, han presentado interesantes datos, si bien muy fragmentados en el caso de los bancos provinciales, sobre la evolución seguida por sus títulos en el mercado bursátil.⁸ Finalmente, los estudios sobre la Hacienda en España, y los "problemas" de financiación del déficit, debidos a Sardá, Sanchez-Albornoz, Fuentes Quintana, Fontana, Solé, Fernandez Acha, Martín Niño y Comín, han permitido que en estos momentos podamos disponer de las más completas series históricas referidas al volumen de Efectos Públicos en circulación.⁹

En su conjunto, estas investigaciones han tenido la virtud de ir abriendo indirectamente el camino a la investigación del mercado bursátil en España; si bien, con estos datos publicados, aún no es posible la reconstrucción de la evolución histórica del mercado de valores en España. Circunstancia esta que contrasta significativamente con la mayor atención que los estudios del mercado bursátil sí han tenido fuera de nuestras fronteras, como reflejan los trabajos de Colling, Lescure, Denuc, Michie o Neal sobre el mercado bursátil en Francia y Gran Bretaña, de Pozzo, Felloni o Baia Curioni que han analizado el mercado de valores en Italia, o los

6- Pascual Domenech, P. (1978, 1983). Marcial Hernández, T. (1984). Morilla Critz, J. (1978)

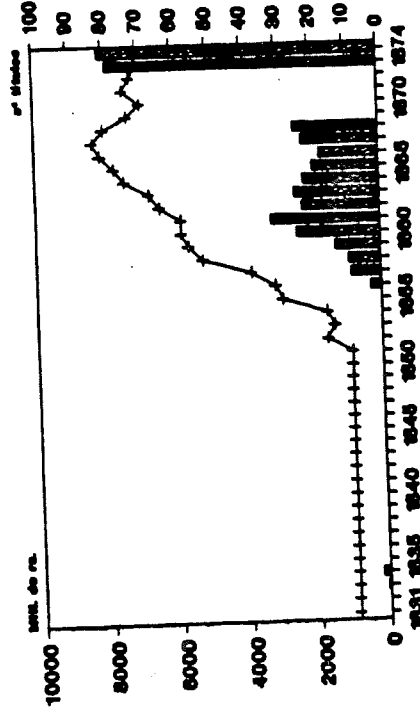
7- Tedde de Lorca, P. (1978a, 1978b)

8- Tedde de Lorca (1974). Tortella (1970a, 1970b, 1973). Tortella y Jimenez (1986). Ruiz Martín (1970)

9- Fuentes Quintana (1990). Fontana (1980, 1991). Comín (1988, 1987). Fernandez Acha (1976), Sardá (1948), Sanchez-Albornoz (1967). Martín Niño (1972). Solé (1961).

segunda serie que refle la evolución del montante de títulos admitidos a cotización, como indicador indirecto del volumen de negocio. Los resultados se expresan en el siguiente gráfico:

GRAFICO 1
BOLSA DE MADRID
Evolución del negocio bursátil
y del nº de títulos admitidos.



Torrella Tortella (1974), Fuentes Quintana (1990), AJAJ, Sección Nacional, 199, 200/200 del de Colecciones.

La observación de ambas series permite al menos distinguir tres bien diferenciadas etapas en la evolución del negocio bursátil. Una primera, que coincide con los primeros años de funcionamiento, en la que el volumen de títulos a negociar fue muy pequeña -además de permanecer invariable casi la mitad del período en observación-, y donde el valor negociado parece que no superó el límite de los 500 millones de reales a fin de cada año. Etapa que contrasta con una segunda, a caballo de las décadas de 1850 y 1860, que cubre un ciclo importante en

valiosos trabajos de comparación y síntesis debidos a Jean de Vries y Homer¹⁰.

Así, resulta sorprendente cómo a diferencia de lo que ha ocurrido con otras líneas de investigación dentro de la reciente historia económica española, donde el creciente contacto con las historiografías europeas y norteamericana ha supuesto un considerable avance, no haya tenido el mismo efecto positivo e impulsado el estudio del mercado bursátil español. Por este motivo, abordar ahora su estudio cobra, entonces, una mayor relevancia e interés historiográfico.

2- RECONSTRUCCION DE LA DINAMICA HISTORICA DE LAS COTIZACIONES EN LA BOLSA DE MADRID. (Octubre de 1831-Diciembre de 1873)

En este apartado es mi intención comentar los aspectos más característicos que han influido en la evolución de la Bolsa de Madrid en el período que se está considerando, y que van a permitir disponer de los criterios suficientes con que fundamentar la construcción del índice histórico de cotizaciones, como un adecuado indicador de la situación por la que atravesaba la Bolsa. Para ello se pretende responder a las siguientes cuatro cuestiones: ¿cuál fue el volumen de negocio y de oferta de títulos?, ¿qué títulos se negociaban?, ¿cuál era su importancia en el volumen de negocio de la Bolsa?, y ¿cuál era su aceptación?

Resulta imprescindible comenzar señalando las dificultades existentes a la hora de poder determinar la evolución anual del negocio bursátil. La ausencia de Memorias de la Bolsa de Madrid para la mayor parte del período explica la dificultad señalada. En su lugar, se ha intentado reconstruir la serie uniendo a los datos recopilados en la "Sección de Hacienda" del Archivo Histórico Nacional la información que ofrecen diversos autores. Con todo, hay que decir que la serie obtenida resulta muy incompleta. Por tal motivo, se ha creído interesante adjuntar a estos datos parciales una

10- Colling (1949), Lescure (1982), Denuc (1949), Lupold (1924), Michie (1987), Neal (1990), Pozzo y Felloni (1964), Baia Curioni (1990a, 1990b, 1990c), de Vries (1976), Homer (1963)

el desarrollo económico del período en estudio. Los datos reflejados en el gráfico confirman el efecto positivo que en el negocio bursátil tuvo la legislación de las Cortes Constituyentes elegidas tras la "revolución" de 1854, expresadas en tres importantes leyes de ordenación: la Ley General de Ferrocarriles, la Ley de Bancos de Emisión y la Ley de Sociedades de Crédito. El inicio de la fase expansiva del ciclo queda, así, expresado en una creciente ampliación del volumen de negocio, superándose con creces los 1000 millones de reales, he incluso los 2000, como ocurre en 1861, así como la barrera de los diez títulos admitidos a cotización hasta alcanzar los 50 en el último año señalado. Una fase expansiva, que pasa ya a mostrar claros signos de contracción a partir de 1862, y decididamente depresiva a partir de 1864. 1866 marca la cima de este proceso.

La tercera etapa observable en el gráfico coincide con los años iniciales de la década de 1870. A pesar de mantenerse los efectos de la crisis de los sesenta, la Bolsa parece entrar en una nueva dinámica reflejada en un volumen de negocio que superaba los 8000 millones de reales al final de cada año, y una media en torno a los 70 títulos admitidos a cotización. Todo ello parecía responder a la mayor afluencia de títulos que hay que asociar a la Ley de Sociedades por Acciones de 1869, que añadía un grado más de libertad al declarar libre la creación de bancos territoriales, agrícolas, de emisión y descuento, y de sociedades de crédito.¹¹

En suma, las tres etapas que se han podido determinar, indican una circunstancia que sí conviene resaltar, y es el hecho de indicarnos la existencia de una tendencia positiva en el volumen de actividad en la Bolsa de Madrid a lo largo del período.

Un aspecto relevante en el estudio descriptivo de la Bolsa es el conocer qué títulos se negociaban y cuál era su regularidad a lo largo del período considerado. Los gráficos 2, 3 y 4 pretenden ilustrar este particular. En los mismos, en trazo continuo, se representa aquellos valores con una regula-

11- Martín Acha (1983)

ridad temporal en la cotización inferior al mes, y en trazo discontinuo, cuando esta regularidad se hace trimestral/trimestral. Debajo de cada gráfico se expone un listado de cuáles eran aquellos títulos más significativos.

Lo primero que más llama la atención es la gran regularidad en la cotización de los fondos públicos y dentro de éstos, de los títulos de Deuda Pública, hasta tal punto que puede considerarse a esta clase de valores los únicos que lograron conformar, siempre desde el punto de vista financiero, un verdadero mercado nacional.

No obstante, a través de su evolución es posible apreciar la sensación de "caos" en que se desenvolvía el endeudamiento estatal por efecto del creciente déficit presupuestario. En este sentido, Fontana se ha hecho eco de los distintos proyectos destinados a modificar y mejorar las condiciones de endeudamiento, que en el tránsito del siglo XVIII al XIX, como recuerda Tedde de Lorca, supuso que la actividad de la Tesorería General viviera una situación cada vez más próxima a la quiebra¹².

Un "caos" el señalado que se identifica en la confusión que generaba la variedad de títulos que cotizaban en la Bolsa: esto es, en el concurso de títulos e inscripciones a un interés del 4% y 5%, en la perdurabilidad de los Vales Reales -creados por Cabarrús en 1780 como mejor medio de allegar fondos al Tesoro, agilizar la circulación monetaria y ser atractivo a los capitales ociosos¹³-, así como, finalmente, en la aparición en 1841 de un nuevo valor, a un interés del 3%, que pretendía adquirir los suficientes recursos con que capitalizar los intereses vencidos de las anteriores deudas. La reforma de Bravo Murillo no tuvo otro cometido fundamental que la de clarificar la oferta de valores públicos.

La clasificación de Bravo Murillo redujo la Deuda a tres clases fundamentales, perfectamente identificables en el gráfico: la Deuda del Estado -títulos al 3%-, la Deuda del Tesoro -que incluía la deuda de personal destinada a satisfac-

12. Fontana (1971). Tedde de Lorca (1987).

13. Tedde de Lorca (1987)p.169

ficas¹³.

Los resultados, que figuran en el cuadro 1, se han ordenado en forma de organigrama, como mejor modo de ilustrar la importancia y de ahí poder determinar las ponderaciones de los grupos que se van a considerar a la hora de construir el índice general de cotizaciones del período. Así, los porcentajes que se reflejan expresan el peso porcentual medio estimado para cada uno de los períodos. Estos indican ya una circunstancia relevante: la alta significación de los títulos públicos de renta fija sobre el conjunto de valores que cotizaban en Bolsa; y dentro de este grupo, la preponderancia de los valores de Deuda Interior. Ello invita, por tanto, a prestar especial atención a las características definidas por esta última clase de valores.

CUADRO 1

Tipología de los títulos
(pesos medios por períodos en %)

	1833/34	1841/56	1856-64	1873-74
Títulos de Renta Fija	99.9	99.1	99.0	99.6
- Públicos	99.9	99.0	98.0	99.2
.. Deuda exterior		6.2	7.0	28.7
.. Deuda interior	99.9	92.1	86.7	64.7
a corto plazo		1.1	5.5	0.1
a largo plazo	99.9	91.0	81.2	64.6
.. Ayuntamientos			0.3	0.9
.. Fomento		0.7	4.0	4.9
- Privados		1.0	1.0	0.4
Títulos de Renta Variable	0.1	0.9	1.0	0.4
	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: misma nota 15

13. Para estimar las ponderaciones, se ha utilizado la información que se contiene en los siguientes trabajos: Canga Argüelles (1834), Fornés (1968), Torrente (1974), Fernández Acha (1976), Comín (1987).

cer los débitos en concepto de sueldos y pensiones-, y la Deuda de Obras Públicas -ver gráfico 3-. En suma, como señala Comín, con la reforma de Bravo Murillo la Deuda quedó, así, agrupada dentro de un esquema mucho más comprensible¹⁴.

Como se ha indicado, la legislación del bienio progresista produjo un hasta entonces desconocido impulso de la actividad bursátil, no sólo en cuanto al volumen de negocio sino también en cuanto a la ampliación de títulos que comenzaron a cotizar en Bolsa. Los valores ferroviarios fueron en este sentido los más numerosos, seguido de los de las sociedades de crédito, bancos y, finalmente, aquellos que representaban a las compañías de seguros; si bien, fijándonos ahora en el capital efectivo negociado en aquellos años para los que se disponen de datos, la clasificación debe invertirse, y fueron los bancos, sociedades de crédito, ferrocarriles y seguros los más importantes. Unos títulos que, si exceptuamos los valores bancarios, no se caracterizaron precisamente por su regularidad en las cotizaciones, pero que junto con la proliferación durante el mismo período de un creciente número de valores públicos destinados a financiar obras de infraestructura, definen perfectamente el principal logro que cabe atribuir a la primera etapa del capitalismo español, al sentar las bases necesarias que aceleraron la articulación del mercado español.

Otro aspecto interesante en este análisis descriptivo es el de poder determinar la importancia que cada título tenía dentro de la actividad de la Bolsa. Su conocimiento es posible mediante la operación de dividir el valor efectivo de cada uno de los títulos admitidos a cotización entre el valor efectivo total, multiplicando finalmente el cociente resultante por 100, con el criterio de obtener así una mejor y más operativa expresión en porcentajes: operación que se ha efectuado para cuatro períodos diferentes, de amplitud desigual, que ha impuesto la información reunida a partir de fuentes bibliográ-

14. Comín (1987)p.89

CUADRO 2
Evolución del peso porcentual medio de la deuda interna

	1833/34	1841-56	1856/64	1873-74
Inscripciones	5.6	5.0		
al 3%,4%,5%	5.7	5.0		
Títulos 5%	58.2	30.0		
Títulos 4%		44.5	90.6	92.0
Títulos 3%		10.0		
Vales reales	30.5	5.3	3.8	4.5
Amortizada		0.1	5.5	2.5
Personal		0.1	0.1	1.0
Tesoro				
	99.9	99.0	86.7	64.7
	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: misma nota 15

En el cuadro 2 se ha pretendido mostrar la evolución del peso de cada uno de los valores que constituían el grupo de Deuda Interior. En él, resulta revelador la importancia de los títulos a largo plazo, y la alta significación que adquirió el papel al 3%. Esta circunstancia permite dar mayor fundamento a un aspecto ya adelantado por Tafunell, al estimar la existencia de una alta asociación lineal, próxima a la unidad, entre las variaciones que reflejaba su cotización y el índice general¹⁶. De igual manera, parece deducirse de estos resultados la confianza puesta en este valor como útil mecanismo de obtención de ingresos con que amortizar un saldo presupuestario siempre deficitario que, según datos ofrecidos por Comín, mantuvo desde 1859 -en pesetas corrientes- una tendencia marcadamente creciente hasta las vísperas del nuevo "arreglo" de la Deuda llevado a cabo por Salaverría en 1876¹⁷.

En estos "arreglos" los tenedores extranjeros de deuda resultaban en la mayor parte de los casos los más perjudica-

16. TAFUNELL, X. (1989)p.471 y nota 14)

17. COMÍN, F. (1988), cuadro 10.25)

dos, y quizá sea ello un factor a tener en consideración a la hora de explicar el menor peso de la Deuda Externa en el volumen de negocio de la Bolsa a lo largo de las tres primeras décadas del período. La reforma de Bravo Murillo no fue, en este sentido, una excepción. Por una parte, la reducción a la mitad de los cupones vencidos y no satisfechos que pasaban a consolidarse y, por otra, la condición de diferida que adquirió una parte sustancial de la Deuda, constituyeron los principales cambios sobre los que se centraron las quejas del tenedor extranjero. El "arreglo" de García Barzanallana de julio de 1867 vino a dar una solución más satisfactoria a estos inversores¹⁸. En el cuadro 1 se observa el efecto inmediato que esta decisión tuvo en la Bolsa, donde la Deuda Exterior pasó ya a adquirir una mayor relevancia a finales del período.

Los valores privados, tanto de renta fija como variable, tuvieron, sin embargo, a lo largo del período en estudio una muy pequeña significación, y esto constituye una característica, asimismo, destacable de la actividad bursátil. De tal manera, que no considero aventurado suponer que esta característica señalada permita respaldar, en una alta proporción, la hipótesis inicial que se asentaba en la consideración de que en España la Bolsa no desempeñó plenamente su función de mercado de capitales, entendido como medio destinado a facilitar la movilidad del ahorro en dirección a la financiación de iniciativas privadas. Una relevante consideración la indicada de la que no hay que culpar al mecanismo de la Bolsa en sí, sino que era reflejo a mi entender de dos hechos que no deben pasarse por alto: por un lado, la lenta transformación de la estructura impositiva; esta situación, asociada al déficit presupuestario crónico, supuso un excesivo recurso a la emisión de Deuda como medio de obtener ingresos. Por otro, de una de las características que definieron el atraso de la economía española, cual era, dentro de la estructura empresarial, la preponderancia de las sociedades colectivas y comanditarias sobre las anónimas -indicador según Chandler del capitalismo

¹⁸ Cosío (1987)p. 89)

deben tenerse muy en cuenta a la hora de explicar este hecho.

Efectivamente, tras una tendencia positiva en virtud del efecto expansivo que hay que asociar al dinamismo económico que introdujo el Código de Comercio del año 1829, el "arreglo" del Conde de Toreno en 1834 trajo como resultado un inmediato abatimiento de las cotizaciones. Este, tan sólo pudo, en parte, mitigarse gracias a los cambios introducidos en 1845 por Alejandro Mon dentro del marco de su programa de reforma de la estructura tributaria del Estado. El efecto duró poco, por cuanto que la depresión de 1847-48 acentuó la tendencia a la baja.

Las restricciones a la promoción de empresas privadas que introdujo la Ley de Sociedades por Acciones de 1848, permite explicar el nuevo impulso en la cotización de la Deuda. Una nueva etapa que entra a partir de 1851 en una fase de acusados altibajos como efecto de las discusiones del "arreglo" de Bravo Murillo. Si como se ha señalado, por un lado, esta reforma dio paso a una mayor claridad de la oferta de títulos públicos, por otro, significó apreciables pérdidas para los tenedores de Deuda Amortizable, dado que, como ha señalado Cosío, su transformación a Deuda Perpetua no fue compensado por una elevación del interés nominal²⁰. Su efecto sobre las cotizaciones se cifró en una importante caída, sólo interrumpida por el nuevo ciclo expansivo que se inicia con la legislación del "Bienio Progresista".

La nueva fase expansiva afectó a todos los títulos de emisión pública. Entre 1855 y 1863, que representan el comienzo y final de la misma, la Deuda Interior se apreció un 26.3%, la Deuda del Tesoro lo hizo en un 68.2%, y los valores destinados a financiar obras de infraestructura -carreteras, ferrocarriles y canales- se apreciaron en un 36%.

No obstante, el creciente déficit presupuestario en estos años de expansión -en 1863 alcanzaba los 121 millones en pesetas corrientes, y al año siguiente, 1864, éste se había incrementado en 65 millones más-, junto al nuevo clima de recesión

²⁰ Cosío, F. (1987)p. 89)

moderno¹⁹-. Hay que añadir a este razonamiento que siendo pocas las sociedades anónimas existentes eran todavía muchas menos aquellas cuyos valores se cotizaban en Bolsa, al no estar en condiciones de poder garantizar una cotización estable.

Fijémonos ahora en la evolución trazada por las cotizaciones con respecto al nominal. Un excelente indicador del grado de aceptación y confianza.

El interés se va a centrar, fundamentalmente, en comentar la evolución de las cotizaciones de los valores que se han agrupado bajo el término "Efectos públicos de renta fija" y "Efectos de renta variable", para, finalmente, pasar a ofrecer una visión de conjunto según la evolución que traza el índice general de cotizaciones que se ha construido para este fin.

Para la construcción de este índice se ha procedido de la siguiente manera. Se ha comenzado elaborando series de cotización media mensual sobre el nominal de cada uno de los valores. Seguidamente éstas han sido ponderadas mediante dos cálculos. En primer lugar, para obtener la cotización media mensual de grupo, se ha aplicado a cada uno de los valores del grupo el peso correspondiente -ver cuadro 1-. resultado de dividir el valor efectivo de los valores admitidos a cotización entre el valor efectivo de todos los títulos que se incluyen en cada grupo. En segundo lugar, las series obtenidas de cada grupo se han ponderado de manera análoga, aplicándoles el peso respectivo -ver cuadro 1-, que se obtiene dividiendo el valor efectivo de todos los valores de cada grupo entre el valor total de los títulos admitidos a cotización en la Bolsa de Madrid. Los resultados quedan expresados en los gráficos 5, 6, 7 y 8 que se incluyen al final del texto.

Comenzando con la evolución de las cotizaciones de los efectos de Deuda Interior y Exterior hay que señalar un hecho ciertamente relevante: su baja cotización hasta tal punto que sólo en contados períodos superó el 50% del nominal. La confusión que introdujo en algunas fases del período la diversidad de títulos y, sobre todo, el descrédito de los mismos como consecuencia de los sucesivos "arreglos", considero que

¹⁹ Chandler (1988)

de la actividad comercial, que se hizo extensiva al resto de los sectores ante la evidencia en 1864 de una escasez de recursos monetarios, y que alcanzó su máxima expresión en la crisis ferroviario-financiera de 1866, conforman los factores que ayudan a explicar el descrédito en que habían caído los sucesivos gabinetes moderados, y también la Corona, a la cual, desde todos los foros de opinión, se la responsabilizaba de la crítica situación.

La creciente incertidumbre que introdujo la -en palabras de Tortella- "primera crisis del capitalismo español", unido a los nuevos vientos que anunciaban un repentino -y violento- cambio de régimen, hundieron las cotizaciones públicas hasta niveles que solamente se habían repetido en los peores meses de la depresión de 1847-48 -julio/noviembre de 1848-. Así, entre noviembre de 1863 y diciembre de 1873, la Deuda Interna se depreció un 37.1%, la Deuda Exterior un 20%, las Deudas del Tesoro un 47.8%, y las Acciones de carreteras y canales, así como las Obligaciones para la subvención estatal de ferrocarriles, cayeron, como media del grupo, un 71.5%. Tan sólo los billetes hipotecarios emitidos por el Banco de España mantuvieron una fluctuante estabilidad, cotizando dentro de un intervalo comprendido entre el 88% y 103% del nominal; hecho que es explicado por Sánchez-Albornoz como resultado de la política financiera desarrollada por la institución durante los primeros meses de la crisis, asentada en la práctica de adquisición de metales en el exterior, que le permitió sostener la circulación monetaria y otorgar un buen respaldo metálico a sus billetes²¹.

A diferencia de la Deuda Interior y Exterior, los valores de renta variable, que comienzan a cotizar en mayor número en virtud de la legislación del "Bienio Progresista", mantuvieron unas cotizaciones por encima del valor nominal durante la fase expansiva, llegando incluso a superar durante los años 1861 y 1862 el 200%. Un proceso del que hay que responsabilizar, principalmente, a los Bancos, y dentro de éstos, al Banco de España. Efectivamente, entre mayo de 1856 y febrero de 1864, los valores del grupo bancario se habían apreciado un 99%,

²¹ Sánchez-Albornoz, N. (1967)p. 34).

mientras que las sociedades de crédito lo hicieron en un 23%. Las acciones ferroviarias definieron, por su parte, un ciclo expansivo más amplio, pero menos intenso. Así, entre septiembre de 1853 y noviembre de 1862, estos valores se apreciaron un 19%.

De igual manera a la experiencia desarrollada por los valores públicos, la crisis de la década de 1860, cuyos factores causales y consecuencias sobre el desarrollo económico de esos años ya han sido estudiados por Tortella, explican el repentino y profundo cambio de tendencia en las cotizaciones de la renta variable. El porcentaje de depreciación de estos valores son muy ilustrativos del alcance de la crisis. Las acciones de las sociedades de crédito fueron las más afectadas: se depreciaron entre febrero de 1864 y diciembre de 1873 un 101,5%. A éstas siguieron las acciones de las compañías ferroviarias, con un pérdida del 88%. Las acciones de compañías de seguros cayeron un 56,5%; y las acciones bancarias lo hicieron en un 72%, pero manteniendo una cotización por encima del nominal, gracias a la mayor estabilidad de las acciones del Banco de España.

El perfil que traza el índice general constituye un excelente indicador de la verdadera magnitud de esta fase recesiva. que pasó de reflejar un índice superior al 250 en los meses de 1863 -valor sólo alcanzado en febrero de 1834 como proceso cumbre resultado del efecto positivo que en los negocios supuso la entrada en vigor del Código de Comercio de 1829-, al índice 100 correspondiente al mes de diciembre de 1873, cuyo valor se ha tomado de base para todo el período en estudio. Un proceso en el que cabe contabilizarse intentos de recuperación, como el que tiene lugar a finales de 1869, pero que la crispación política en que se desenvolvía la Primera República y su reflejo en el descrédito en que cayeron los fondos públicos, hundieron el índice. Y es que no debemos olvidar la estrecha asociación que se produce entre incertidumbre política y malestar bursátil.

No obstante, y como ya se adelantó anteriormente, el perfil del índice general respondía en una alta proporción a las mismas variaciones definidas por la Deuda pública; y no podía ser de otra manera si recordamos que, para todo el

período, el peso de estos valores nunca bajó del 80% en la actividad de la Bolsa. Esta circunstancia considero que refleja la característica más relevante de la evolución de la Bolsa durante el período estudiado. Y con su significación concluyo.

Hay que retomar de nuevo la idea ya adelantada de la estrecha conexión existente entre emisión de Deuda y déficit presupuestario. Por lo que no parece descabellado considerar a la Bolsa en estos años como un instrumento "cautivo" al servicio de las necesidades financieras del Estado.

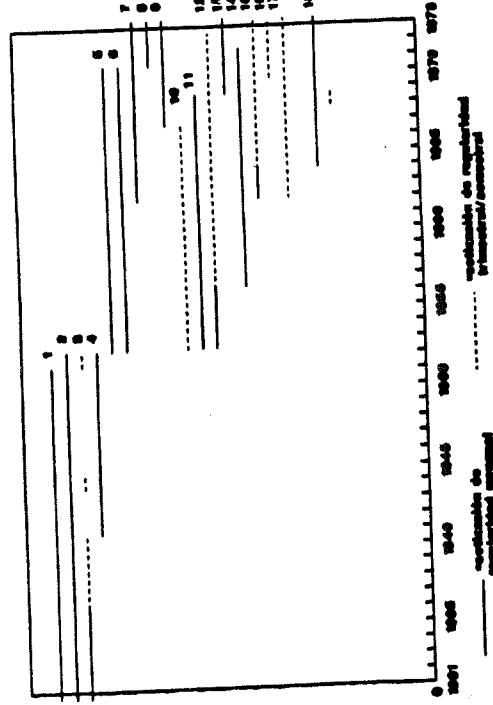
Ciertamente, hay que convenir que una cosa es emisión de Deuda y otra el producto de la negociación de esa Deuda. En este sentido, Cosín ha señalado cómo a pesar de que la relación Deuda-déficit es clara, el producto de la Deuda supuso sólo una quinta parte de la emisión anual²²; por lo que hay que pensar que hubo otros ingresos financieros, distintos del recurso a la Deuda²³. No obstante, ello no invalida la idea de considerar a la Deuda como el más habitual mecanismo de obtención de ingresos. En el fondo, lo que esta conexión ponía de relieve no era más que una manifestación palpable de la tardía modernización de la Hacienda Pública, resultado de la lenta transformación de su estructura impositiva. Una lenta transformación que, con frecuencia, se ha querido ver su causa en la falta de "voluntad política" para llevarla a cabo. Investigaciones en curso en la Universidad de Cantabria, centrados en el análisis de la política de la Restauración, y a cuyos primeros resultados he tenido acceso, consideran que debe buscarse otra relación causal. Así, se está prestando especial atención a las resistencias que al cambio de la estructura impositiva se vertebra desde los grupos socioeconómicos de presión. Mis últimas palabras se encaminarían precisamente a sugerir que se ampliara esta perspectiva de análisis también a la primera mitad del siglo XIX.

Z. Cosín (1988: p.386)

Z. Efectivamente, a partir de la década de 1850 el recurso a otros pasivos financieros se reflejaron en los frecuentes adelantos que el Banco de España realizaba al Tesoro, así como en la actividad desarrollada por la Caja de Depósitos cuyos saldos positivos sustituyeron a la emisión de Deuda a corto plazo.

ESTRUCTURA Y PERIODICIDAD DE LOS TITULOS ADMITIDOS A COTIZACION

Fondos Públicos, 1831-1873

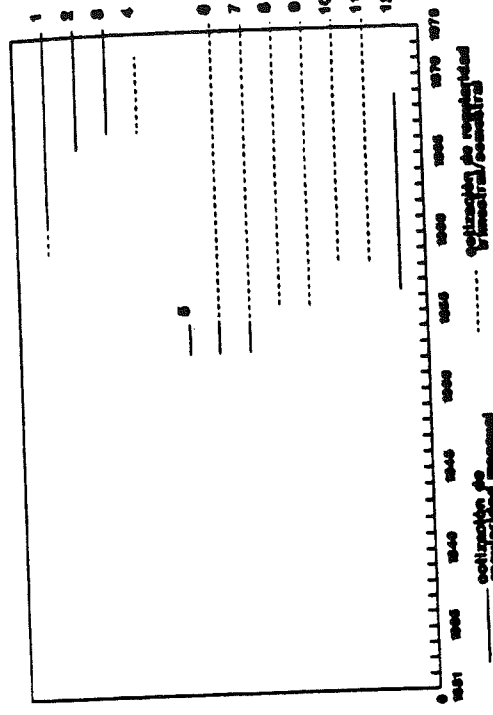


DESCRIPCION DE LOS FONDOS PUBLICOS (Renta Fija):

- 1- Títulos al 5%
- 2- Títulos al 4%
- 3- Vales Reales no consolidados y consolidados.
- 4- Títulos al 3% consolidado.
- 5- " " " diferido.
- 6- " " " preferente.
- 7- " " " perpetua
- 8- Títulos al 3% exterior.
- 9- Inscripciones de Participes Legos en diezmos convertibles al 3%, 4% y 5% anual
- 10- Deuda amortizable de primera y segunda clase.
- 11- Deuda amortizable del Tesoro preferente y no preferente con intereses del 6% anual
- 12- Bonos del Tesoro de 2.000 rs. al 5% anual
- 13- Deuda del personal.
- 14- Obligaciones municipales al portador de 1.000 rs. al 6% anual.
- 15- Obligaciones empréstito municipal, Erlanger y Cia.
- 16- Sisas del Ayuntamiento del Madrid al 2,5% anual.
- 17- Billees hipotecarios del Banco de España de 2.000 rs. al 6% anual

ESTRUCTURA Y PERIODICIDAD DE LOS TITULOS ADMITIDOS A COTIZACION

Fondos Públicos: Fomento, 1831-1873



DESCRIPCION DE LOS FONDOS PUBLICOS: FOMENTO.

- 1- Obligaciones del Estado para la subvención de Ferrocarriles de 2.000 rs. al 4% anual.
- 2- Obligaciones del Estado (nuevas) para la subvención de Ferrocarriles de 2.000 rs. al 4% anual.
- 3- Obligaciones del Estado para la subvención de Ferrocarriles de 20.000 rs al 4% anual.
- 4- Obligaciones del Estado (nuevas) para la subvención de Ferrocarriles de 20.000 rs. al 4% anual.
- 5- Acciones de Carreteras para la construcción de la Carretera de La Coruña de 1.000 rs. al 4% anual
- 6- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1850 de 2.000 rs.
- 7- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1850 de 4.000 rs.
- 8- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1851 de 2.000 rs.
- 9- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1852 de 2.000 rs.
- 10- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1856 de 2.000 rs.
- 11- Acciones de Carreteras al 4% anual. Emisión de 1859 de 2.000 rs.
- 12- Acciones del Canal de Isabel I la. de 1.000 rs al 6% anual

No se han incluido por su escasa periodicidad los siguientes títulos:

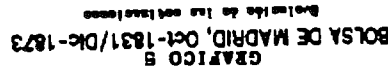
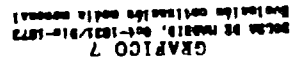
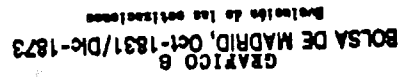
- Acciones de la Carretera a las Cártilas de 1000 rs. al 4% anual (emisión: 1 de julio de 1843)
- Acciones de Carreteras de la Provincia de Madrid de 1.000 rs. al 6% anual (emisión: 1 de julio de 1858)
- Acciones del Canal de Lugo de 1.000 rs al 6% anual (2 de enero de 1868)

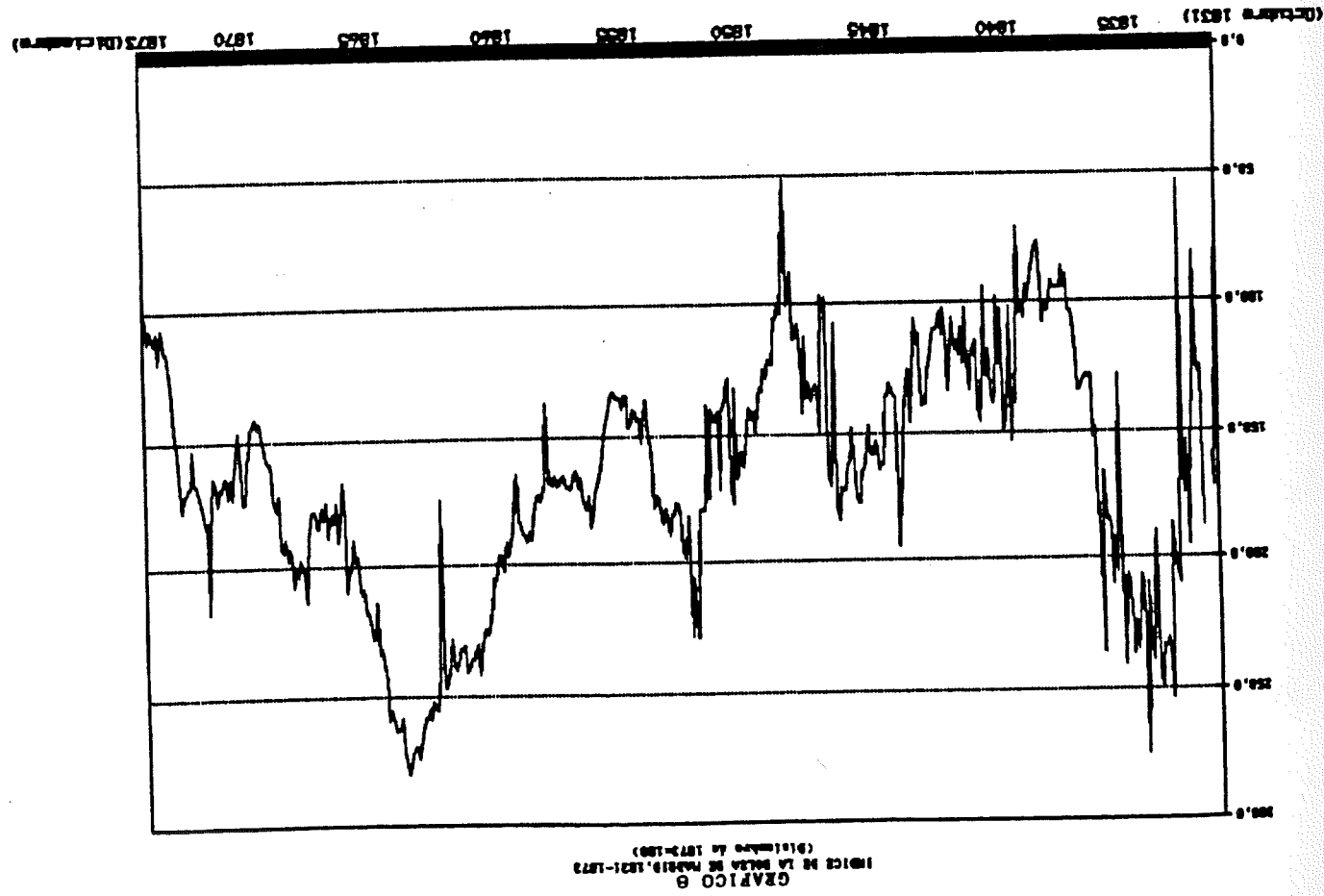
1
8
3



- Page 27

83





BIBLIOGRAFÍA.

- ANES ALVARES, R. y TEDDE DE LORCA, P. (1976) "La Deuda Pública y el Banco de España, 1874-1900". Hacienda Pública Española, nº38
- BAIA CURIONI, S. (1990a) La Borsa e in mercato finanziario, (1870-1899), Doc. trabajo. Fondazione Bagatti Valsecchi.
- (1990b) Lineamenti dell'evoluzione istituzionale della Borsa Valori di Milano (1898-1941). Doc. de trabajo. Università Commerciale Luigi Bocconi
- (1990c) La Borsa Valori di Milano (1918-1974). Doc. Trabajo. Fondazione Treccani degli Alfieri.
- CANGA ARGÜELLES, J. (1934) Diccionario de Hacienda, Madrid.
- COLLING, A. (1949) La prodigieuse histoire de la Bourse, París.
- CONIN, P. (1987) "Perfil histórico de la Deuda Pública española" Papeles de Economía, nº34
- (1988) Hacienda y economía en la España Contemporánea, 1800-1936. 2 vols. Madrid.
- CHANDLER, A. D. (1988) La mano visible. La revolución en la dirección de la empresa norteamericana. Madrid.
- DENUC, J. (1949) "Dividendes, valeur boursière et taux de capitalization des valeurs mobilières française de 1857 à 1932" Bulletin de la Statistique Générale de la France, XXIII, nº4
- FERNÁNDEZ ACHA, V. (1976) "La Deuda Pública" Datos básicos para la historia financiera de España, vol. II, Madrid.
- FONTANA, J. (1961) "La vieja Bolsa de Barcelona, 1851-1914" La Bolsa de Barcelona de 1855 a 1930: líneas generales de su evolución. Barcelona.
- (1971) La quiebra de la monarquía absoluta (1814-1829). Barcelona.
- (1980) La Hacienda en la Historia de España, 1700-1931. Madrid.
- (1991) "Deuda Pública, evolución de la Hacienda y crecimiento económico. Algunas sugerencias para su estudio" Hacienda Pública Española, nº1
- FORNIES BAIGORRI, (1968) La vida comercial española, 1810-1895. Zaragoza.
- FUENTES QUINTANA, E. (1980) La reforma tributaria en España. Teoría, historia y propuestas. Barcelona.

- HONER, S. (1963) A History of Interest Rates. Rutgers.
- HERNÁNDEZ SEMPERE, T. M. (1984) Ferrocarriles y capitalismo en el País Valenciano, 1843-1879. Valencia.
- LESCURE, M. (1982) Les banques, l'Etat et le marché immobilier en France à l'époque contemporaine, 1820-1940. París.
- LUPOLD, J. (1924) Changes Deprecies et Assainissement Monétaire. Zurich.
- MARTIN ACERA, P. (1985) "La política monetaria durante la Restauración, 1874-1914" La España de la Restauración. Política, Economía, Legislación y Cultura. Madrid.
- MARTIN NIRO, J. (1972) La Hacienda española y la Revolución de 1868. Madrid.
- NICHIE, R. C. (1987) The London and New York Stock Exchange, 1850-1914. London.
- MORILLA CRITZ, J. (1978) Gran capital y estancamiento económico en Andalucía. Banca y ferrocarriles en el Málaga del s. XIX. Córdoba.
- NEAL, L. (1980) The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason. Cambridge.
- PASCUAL DOMENECH, P. (1978) "El ferrocarril de Barcelona a Hataró" Hacienda Pública Española, nº55
- (1985) "Ferrocarriles y colapso financiero (1843-1866). En torno a las causas que provocaron la crisis de los ferrocarriles catalanes como negocio capitalista" Moneda y Crédito, nº169
- POZZO, M. y FELLONI, G. (1964) La Borsa Valori di Genova nel secolo XIX. Genova.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (1988) De imperio a nación. Crecimiento y atraso económico en España (1780-1930). Madrid.
- PRAT DE LA RIBA (1936) "Index histórico de la Bolsa de Barcelona en el período, 1880-1913" Bulleti de l'Institut d'Inversions Econòmiques. Febrero.
- RUIZ MARTÍN, F. (1970) El Banco de España. Una historia económica. ca. Madrid.
- SAINZ DE ANDINO, P. (1845) Ensayo crítico sobre la contratación de la Bolsa de Comercio y las ventas simuladas de los efectos públicos. Madrid.
- SANCHEZ-ALBORNOZ, M. (1967) "La crisis de 1866 en Madrid. La Caja de Depósitos, las sociedades de crédito y la Bolsa." Moneda y Crédito, nº100

- SARDA, J. (1948) La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX. Madrid.
- SOLE VILLALONCA, G. (1961) La Deuda Pública en España y el mercado de capitales. Madrid.
- TAFUNELL, X. (1983) Fluctuaciones económicas y la Bolsa de Barcelona, 1876-1886. Tesis de licenciatura. Universidad Autónoma de Barcelona.
- (1989) "Asociación mercantil y Bolsa" Estadísticas históricas de España, s. XIX-XX. Madrid.
- TEDDE DE LORCA, P. (1974) "La banca privada durante la Restauración (1874-1914)." La banca española durante la Restauración. Madrid.
- (1978a) "Las compañías ferroviarias en España, 1855-1935" Los ferrocarriles en España, 1844-1945. Madrid.
- (1978b) "La Compañía de los ferrocarriles andaluces, 1866-1880" Hacienda Pública Española, nº55
- (1987) "Crisis del Estado y Deuda Pública a comienzos del siglo XIX." Hacienda Pública Española, n. 102-103
- TORRENTE FORTURO, J. A. (1968) Historia de la Bolsa de Bilbao. 3 vols. Bilbao.
- (1974) Historia de la Bolsa de Madrid. 3 vols. Madrid.
- TORTELLA CASARES, G. (1970a) "Evolución del sistema financiero español, 1856-1868." Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX. Madrid.
- (1970b) "El Banco de España entre 1828-1929. La formación de un banco central" El Banco de España. Un historia económica. Madrid.
- (1973) Los orígenes del capitalismo en España: banca, industria y ferrocarriles en el siglo XIX. Madrid.
- TORTELLA, G. y JIMENEZ, J. C. (1986) Historia del Banco de Crédito Industrial. Madrid.
- VICARELLI, P. (eds.) Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano. Bolonia.
- VRIES, J. de (1976) A Century of Stocks and Shares. Amsterdam.