

Una primera estimación histórica del índice bursátil de Valencia, 1887-1936

Joaquim Cuevas, Universidad de Alicante

La literatura financiera de los últimos decenios ha demostrado la creciente modernización y especialización del sistema financiero español durante la segunda mitad del siglo XIX y el primer tercio del siglo XX. Al análisis de la formación del primer sistema bancario moderno (público y privado) realizado desde los años 70 han venido a sumarse diversas líneas de trabajo que han completado y en algunos casos revisado el conocimiento de los principales protagonistas y mecanismos financieros de la economía española en el marco del desarrollo del capitalismo ¹. Desde esta perspectiva el conocimiento de los principales mercados de valores en funcionamiento desde el siglo XIX se configura como una de las claves para entender la progresiva diversificación en los cauces de canalización del ahorro hacia las actividades productivas así como para configurar los rasgos esenciales de la estructura de las grandes empresas españolas. Los trabajos sobre las bolsas de Madrid, Bilbao y Barcelona —a falta de una visión conjunta y agregada— son coincidentes al resaltar los caracteres principales de los mercados de valores en España y su papel en la financiación de la transformación económica contemporánea ². En términos generales tales rasgos fueron tres, matizables cada uno de ellos en el caso particular de cada plaza. Por un lado, resulta evidente el predominio de los valores públicos en el conjunto de la contratación, fenómeno que se prolongó hasta bien entrado el siglo XX. Cuestión a su vez relacionada con las carencias tributarias del Estado y con la estructura del tejido empresarial doméstico. En segundo lugar destaca la escasa incidencia histórica de las bolsas de valores e el desempeño de su cometido principal, es decir, la transferencia de ahorro hacia la actividad empresarial. En este sentido, la tardanza relativa que en España ha observado el desarrollo de la economía corporativa propició mecanismos de financiación a largo plazo más relacionados con la autofinanciación y con el endeudamiento bancario que con la mediación del mercado de capitales. Finalmente, y en estrecha relación con lo anterior, los valores de renta variable han tenido

¹ No es este el lugar adecuado para realizar un exhaustivo repaso a la literatura financiera española de las últimas décadas. Un reciente estado de la cuestión que repasa los diversos aspectos y enfoques de la evolución del sistema financiero español en Martín Aceña y Totos (1999).

² Torrente Fortuño (1974), Hoyo (1998), Tafunell (1991), Castañeda y Tafunell (1998), Fontana (1961), Montero (1996).

históricamente una liquidez muy baja, lo que muestra la escasa relación entre la formación de capital industrial y el peso de la bolsa en el sistema financiero ³.

Por lo que se refiere al mercado de valores de Valencia, bolsín hasta 1980 año en que oficialmente se convirtió en bolsa, se tiene constancia de su funcionamiento informal desde la primera mitad del siglo XIX. Fue sin embargo en 1887 cuando el Colegio de Corredores estableció un mercado de contratación permanente en la Lonja, llamado oficiosamente Bolsa de Valencia, que al igual que en Barcelona operaba como mercado libre al margen de las bolsas oficiales de Madrid y Bilbao. Como más adelante se desarrollará, la mediación mercantil de valores públicos y privados se venía realizando en la plaza por medio de los corredores de comercio, de cuyas actividades se cuenta con información diversa ⁴. Hasta ahora no se ha contado con información seriada sobre la actividad financiera en este campo, y la presentación de un primer y provisional índice de cotizaciones valenciano entre 1887 y 1936 se convierte así en el objetivo primordial de este trabajo. Quiero insistir en su carácter provisional debido a la utilización de una sola fuente, los *Boletines de Cotización* publicados por el Colegio Oficial de Corredores de la plaza de forma ininterrumpida desde 1887, que se completará en investigaciones ya en marcha con fuentes complementarias ⁵. Objetivo a desarrollar en dos direcciones principales. Por un lado, se pretende establecer una evolución de largo plazo de la coyuntura válida para su comparación con otras variables económicas, ya que hasta ahora la información disponible sobre la evolución de los principales valores negociados en Valencia se refiere a casos concretos y de corto alcance temporal, principalmente los valores ferroviarios y bancarios locales durante la segunda mitad del siglo XIX ⁶. En segundo lugar, el trabajo sobre la información derivada del Colegio de Corredores permite un análisis de la estructura empresarial local y del tipo de inversiones financieras realizadas, al menos en un primer nivel debido a las propias limitaciones de la fuente.

³ Como señaló Martín Aceña (1999: 199), y teniendo en cuenta la hegemonía de los valores públicos (que en Madrid todavía representaban más del 70% del total negociado en 1911-1914), el coeficiente de capitalización de la bolsa (volumen negociado/renta nacional) solo superó el 10%, considerado como el umbral de la modernización, a partir del año 1929.

⁴ Las referencias más concretas sobre el funcionamiento del mercado bursátil valenciano con perspectiva histórica son los trabajos de Maldonado Chiarri (1971, 2000) y Cruañes (1985), ambos centrados fundamentalmente en la actividad y trayectoria jurídica del Colegio de Corredores de Comercio.

⁵ Las prospecciones realizadas en la prensa que recoge informaciones diarias sobre cotizaciones hacen pensar que el índice se podrá posteriormente remontar hasta aproximadamente 1860.

⁶ Hernández Sempere (1983) y Giménez Chornet (1999) en el primer caso y los trabajos de Ródenas (1978, 1982) para el sector bancario, además, claro está, de Tortella (1973).

He dividido la exposición en tres partes que hacen referencia, en primer lugar, a los precedentes históricos e institucionales que rodearon la contratación de valores en la plaza durante el siglo XIX. Segundo, se realizará un análisis metodológico sobre el tratamiento de la información empleada, sobre todo en cuanto a los métodos de obtención de los índices que se van a presentar, tanto de renta fija como de renta variable. Finalmente se presentarán los primeros resultados, tanto desde el punto de vista de la coyuntura como de la estructura del mercado valenciano.

I) Antecedentes históricos del mercado de valores de Valencia

Al margen del funcionamiento entre los siglos XV y XVIII de la *Taula de Cambis*, nacida en 1407 como banca municipal encargada de compensar los abusos sobre los caudales públicos provocados por la actividad mercantil de banqueros que actuaban como agentes fiscales ⁷, como en el resto de las principales plazas españolas en Valencia eran los corredores de comercio los encargados de regular e intervenir en las contrataciones mercantiles y en la mediación del papel comercial. Los antecedentes más inmediatos de la formación de un mercado organizado se remontan a los años finales del siglo XVIII y el primer tercio del siglo XIX en relación con los intentos del poder público de crear una bolsa de comercio donde los comerciantes y corredores gestionaran los efectos públicos y privados. En el fondo de estos proyectos estribaba la necesidad de dar salida a la negociación de la deuda pública, así como también ejercer un mayor control tributario sobre las operaciones mercantiles ⁸. A estas circunstancias respondió, por ejemplo, la iniciativa previa al Código de Comercio de 1829 desarrollada por el ministro López Ballesteros que en 1828 instó a los mayores comerciantes de distintas plazas a organizar bolsas de contratación. Pese a las memorias presentadas por algunos de ellos en Valencia (los Campo, Trénor, Lasala, Bordalonga), la iniciativa quedó superada por la promulgación del código de 1829, que iba a significar la creación de la Bolsa Oficial de Madrid por R.D. de septiembre de 1831 tomando como modelo la de París y cuyo objeto primordial era la gestión del ingente volumen de deuda pública en circulación ⁹.

⁷ Sobre esta institución y su funcionamiento existen numerosos trabajos históricos, destacando: Lapeyre (1982), Carreres Zacarés (1950, 1957) y Ruíz Martín (1970).

⁸ Maldonado (1971).

⁹ Tal y como han puesto de manifiesto los trabajos de Torrente Fortuño (1974), Bartolome Laborda (1979), Rodríguez Ponga (1975) y Hoyo (1998).

Las variaciones introducidas por el código de Sáinz de Andino en cuanto a la función de los corredores tuvieron sus efectos en plazas como Valencia y Barcelona, donde se produjeron conflictos de intereses entre los agentes colegiados y los libres, que en el caso que nos ocupa sirven para demostrar la existencia de un mercado de contratación no oficial del que se tienen referencias dispersas. Durante las décadas de 1830 y 1840 se llevaron a cabo dos nuevos intentos de organizar el mercado de contratación por medio de un organismo coordinado por los corredores, que acabaron fracasando por la falta de condiciones económicas e institucionales (la guerra civil, por ejemplo). Las referencias en la prensa local sobre la actividad bursátil de estos años ofrecen un panorama dominado por los valores públicos y con escaso nivel de contratación, muy ligado además a la evolución de la bolsa de Madrid. Esta situación tendió a cambiar desde mitad de la década de 1850. El auge de las sociedades bancarias y ferroviarias surgidas al calor de la legislación liberal se tradujo en 1860 en la R. O. del Ministerio de Fomento que establecía la posibilidad de crear bolsas de comercio en aquellas plazas donde el volumen de las transacciones lo hiciesen conveniente, en relación con la irreivindicabilidad de los títulos al portador negociados en bolsa y su extensión más allá de la capital de España. Si bien el ayuntamiento de Bilbao rehusó a tal opción ¹⁰, tanto Barcelona como Valencia se acogieron al ofrecimiento público y solicitaron el establecimiento de una bolsa de comercio. En nuestro caso los principales promotores fueron la Diputación, la Junta de Agricultura, Comercio e Industria y el Ayuntamiento, que además instó al conjunto de corporaciones mercantiles locales a agrupar los esfuerzos para la consecución del proyecto. La petición no acabó siendo aceptada y la actividad bursátil oficiosa continuó en el ámbito del Colegio de Corredores. Estos seguían canalizando la gestión de la deuda pública, mientras que comenzaron a negociarse de forma insistente las acciones y obligaciones privadas de sociedades como el *Crédito Valenciano*, la *Valenciana de Crédito y Fomento*, el ferrocarril AVT y algunas aseguradoras. En ese sentido resulta interesante constatar que la coyuntura especulativa de la primera mitad de los 60 propició la aparición de un bolsín entre 1863 y 1864, ubicado en la Casa-Lonja de la Seda, al margen del colegio de corredores pero que la crisis de 1865 hizo desaparecer de forma rápida. En él se negociaban solamente valores valencianos (Hernández Sempere 1983: 249), complementando así los mecanismos comerciales de los principales grupos

¹⁰ Montero (1996).

empresariales (sobre todo el holding financiero-ferroviario de Campo) para colocar y distribuir los valores emitidos ¹¹.

El último intento previo a 1887 se sitúa en 1881, fecha en que el recientemente creado Ateneo Mercantil de Valencia reeditó la idea de dar cobertura oficial a la actividad del Colegio de Corredores. La iniciativa sin duda debió tener estrecha relación con la propia coyuntura económica, ya que también hasta Valencia habían llegado las secuelas de la ‘febre de l’or’ catalana desde finales de la década de 1870. En este contexto se enmarca la aparición de nuevas iniciativas financieras en Valencia, concretamente el *Banco Peninsular Ultramarino* (fundado por Campo junto con la catalana general de Crédito para transferir fondos a la AVT, tal y como había hecho veinte años antes con la Valenciana de Crédito), el *Banco Provincial de Valencia* y el *Banco Regional Valenciano*, todos ellos fundados en 1881 y liquidados cinco años después¹². El proyecto no llegó a realizarse, por lo que la actividad de los corredores continuó sin formalizarse institucionalmente. Finalmente el Código de Comercio de 1885 abrió una nueva posibilidad de creación de bolsas de contratación, aprovechada en este caso por diversos grupos empresariales de Bilbao para crear oficialmente su mercado de valores. En Valencia los efectos del nuevo código se dejaron notar en cuanto a que los corredores decidieron instalar un mercado permanente de contratación en 1887 al que oficiosamente se llamó Bolsa o Bolsín de Valencia, siguiendo la operativa de Barcelona. El bolsín de Valencia continuó e incrementó sus actividades a lo largo de los siguientes cuarenta años sin contar con el reconocimiento institucional de plaza bursátil, tal y como había ocurrido en 1915 en Barcelona —aunque una buena parte de la contratación siguió realizándose en el mercado libre por medio de los corredores libres (Fontana 1961, Tafunell 1991). Por último, a finales de la década de 1920 el clima de prosperidad que había contagiado a determinados sectores económicos de la ciudad de Valencia (ligados principalmente a la exportación agraria y a la reciente industrialización) propició la articulación de un bloque político-económico local cuyos vértices más visibles eran el financiero Ignacio Villalonga y los economistas Manuel de

¹¹ A falta de un mercado de valores en Valencia realmente integrado en los circuitos nacionales e internacionales de capital los mayores grupos empresariales utilizaban su propia red comercial al objeto de colocar entre los inversores nacionales e internacionales las emisiones de papel. El caso más claro fue el de Campo, cuya trama de relaciones mercantiles desarrollada por los corresponsales de la AVT y de sus entidades bancarias fue la encargada de poner en funcionamiento tales operaciones (Hernández Sempere 1983: 249 y ss.).

¹² Ródenas (1982), Hernández Sempere (1983).

Torres y R. Perpiñá Grau ¹³. La operación de recompra del Banco de Valencia en 1927 por parte de Villalonga junto a otros industriales valencianos como Noguera, Casanova o Boluda reeditó el proyecto de desarrollar instrumentos financieros de carácter local, del que también iba a formar parte la futura bolsa de Valencia. En esta dirección, el último intento para su creación se produjo en 1931 de la mano de la Cámara de Comercio, muy ligada al Banco de Valencia y al Centro de Estudios Económicos Valencianos, creado en 1929 y a cuyo frente se colocó Perpiñá Grau. La presión que estos organismos ejercieron durante los años 30, utilizando mecanismos como la Conferencia Económica del País Valenciano celebrada en 1934 y presidida por Villalonga, no se tradujo en realidad alguna, y aunque en estos años parecía factible que finalmente el proyecto llegara a realizarse la guerra acabó con todas las expectativas ¹⁴.

II) Un primer índice de cotización bursátil valenciano

La principal ventaja de la fuente explotada, si no la única, radica en su carácter ininterrumpido desde su inicio en 1887. Los *Boletines de Cotización* se publicaron diariamente desde noviembre de ese año, aunque otra cuestión resulta del análisis de la información que contienen. Aparte de la acostumbrada relación de cambios nacionales (en los primeros años) e internacionales y tipos de descuento, la información sobre la contratación de valores se limita a la cotización, el nominal y el porcentaje de capital desembolsado por cada compañía, diferenciando claro está entre renta variable y renta fija, privada y pública. Es decir, se carece de información sobre el volumen de negociación de cada valor, al menos hasta la segunda mitad de la década de 1920, lo que, de entrada, impide realizar ponderaciones sobre el total contratado. Esta circunstancia es de gran importancia porque supone una limitación a la hora de elaborar uno o distintos índices coyunturales, al impedir medir el peso de cada empresa o sector en el conjunto. Una posible solución a la falta de datos de volumen de contratación hubiera sido ponderar sectorialmente mediante los porcentajes de capital desembolsado. Las pruebas realizadas en este sentido no alteraban los resultados finales de forma sensible, ya que la mayor parte de las compañías integradas en los índices tenían entre el 90 y el 100% del capital desembolsado, sin observarse diferencias significativas entre sectores.

¹³ Sobre el papel desempeñado por este núcleo económico en Valencia, así como sus implicaciones en la política económica de los organismos locales: Valls (1992), Palafox (1982), Perpiñá Grau (1982/1930-1936), Zabalza (1995).

¹⁴ Palafox (1980), Fabra (1975).

Una segunda limitación se deriva del propio carácter del mercado, y se refiere a la escasa contratación de determinados valores, sobre todo los de renta variable, a lo largo de un año. El bajo índice de liquidez de muchas compañías no era una característica específica del bolsín valenciano, sino que más bien respondía al carácter general de la estructura empresarial nacional. Además, la escasa movilidad de determinadas carteras familiares-empresariales también contribuyó a acentuar este fenómeno, sobre todo hasta la I Guerra Mundial. Estas limitaciones, unido al deseo de operar en la medida de lo posible en similar forma a lo realizado en los trabajos sobre otras plazas nacionales, me ha llevado a escoger medias aritméticas de la cotización de cada valor durante los últimos quince días hábiles de cada año ¹⁵. En los casos en que esto no ha sido posible debido a la escasa contratación, se ha operado retrocediendo temporalmente a lo largo del año hasta contar con un registro suficiente de datos del que obtener la media. A partir de 1907 esta práctica ha sido más sencilla de realizar ya que desde ese año los Boletines también recogen para cada valor la fecha y el índice de la última cotización. Otras consideraciones que deben tenerse en cuenta son las relativas a la falta de información de algún año determinado así como las variaciones en la composición y/o distribución del capital de las empresas. En el primer caso he realizado extrapolaciones de datos sólo cuando la laguna de archivo no iba más allá de un solo año, por medio de una proyección aritmética que contemplara los cinco años posteriores y anteriores al valor. En cuanto al capital, he introducido las correcciones necesarias para que las variaciones en cuanto al capital desembolsado no desvirtuaran la coyuntura real de cada empresa, circunstancia se ha dado sólo en contadas ocasiones.

La disponibilidad de índices aritméticos tanto para Barcelona como para Madrid —en los que se observan cambios de intensidad de determinadas coyunturas con respecto a los ponderados pero no variaciones esenciales en la propia evolución de los índices— permiten comparaciones relativamente sencillas. También debe señalarse que ha hecho falta realizar una depuración previa de los datos, sobre todo de los referidos a la renta variable. En esta serie la mitad de las compañías que aparecen en los Boletines han debido descartarse de la observación, debido a la escasez temporal de los datos presentados (en general aquellos valores que no han perdurado más de una década consecutiva no han sido incluidos en la serie). Esta circunstancia ha redundado todavía más en el reducido número de empresas que componen la serie de renta variable, lo que,

¹⁵ Castañeda y Tafunell (1998) y Hoyo (1998).

como se verá, no ha permitido realizar series sectoriales sobre acciones, aunque sí sobre las obligaciones.

Existen diversas vías para calcular los índices sectoriales. Entre los más conocidos podemos destacar dos tipos. En el primer grupo están los denominados *índices sin ponderar*, obtenidos bien mediante simples medias aritméticas, bien mediante medias geométricas y, en el segundo grupo, los *índices ponderados*, para cuyo cálculo se precisa de información relativa no sólo de las cotizaciones de las empresas que lo componen, sino también de información adicional, tal como el volumen anual de contratación o como el número anual de acciones, entre otros. Dado que no disponemos de más información que la relativa a las cotizaciones, sólo podemos recurrir a la elaboración de un *índice no ponderado*. Dentro de este grupo el más conocido de todos es el *Índice Dow Jones Industrial*, basado en el cálculo de las medias aritméticas de los valores y que además ya ha sido utilizado en el caso español¹⁶. Y este método es el que se ha utilizado en la elaboración de los índices sectoriales que aquí se obtienen. La principal ventaja de este método consiste en la posibilidad de integrar satisfactoriamente alteraciones en el índice derivadas de la entrada o salida de valores, ya que utiliza un divisor con el que se igualan la media de los valores precedentes a la media de los siguientes que incorporan los sucesivos cambios. Es decir, constituye un índice aritmético que aunque no registra las variaciones propias de una serie ponderada se ajusta en mayor medida a la evolución de aquellos sectores que con más frecuencia se negocian.

No obstante, y dado que el tipo de información disponible presenta frecuentes discontinuidades (empresas que desaparecen o de las que no se dispone de información para todos los años, empresas que se incorporan al mercado bursátil con posterioridad al año de inicio de elaboración de los índices, etc.), lo que a su vez genera saltos en el propio índice, es necesario introducir algunos matices en su cálculo. Así pues, estos índices se han construido según la metodología propuesta por el índice Dow Jones industrial, pero también calculando un multiplicador (a) que valdría siempre uno si no variasen las empresas que cotizan a lo largo de la muestra utilizada, evitando así las discontinuidades a las que se ha hecho referencia anteriormente. Este multiplicador vale inicialmente la unidad hasta que aparecen o desaparecen valores en la matriz de datos. En ese instante se obtiene un nuevo valor para el multiplicador hasta que se produzca un

¹⁶ En la literatura sobre índices resultan básicos los trabajos de Lorie y Hamilton (1973), Ross (1992) y Pierce (1991) para el caso del Dow Jones.

nuevo cambio. Así pues, en los años en los que se producen estos cambios tendremos dos multiplicadores; el primero que se utiliza para multiplicar la media aritmética de los valores de las cotizaciones en t_n que también existían en t_{n-1} , y el segundo multiplicador que se obtiene despejando de la siguiente expresión: el 'a' del periodo anterior que multiplica la media de los valores que estaban en t_n y que también estaban en t_{n-1} se iguala al nuevo 'a' que debemos obtener y que multiplica a la media aritmética de los valores que están en t_n y que seguirán estando en t_{n+1} .

Una vez calculados los multiplicadores, el índice se obtiene a partir de la siguiente expresión:

$$I_t = \frac{\alpha_t}{n_t} \sum_i Q_{ti}$$

Donde,

n_t : número de veces en las que $Q_{ti} > 0$

Q_{ti} : cotización del valor i en el año t .

α_t : multiplicador del año t

Finalmente, se han obtenido por este procedimiento tres series principales, Renta Variable, Renta Fija Privada y Fondos Públicos, igualadas para su comparación con base 100 en 1936. A su vez se ha utilizado un deflactor de precios para aquellos casos en que era necesario ponderar el efecto de los precios. En tales casos, referidos únicamente a la renta variable ya que para la renta fija no existe una serie del precio del dinero en la plaza de Valencia, el deflactor utilizado ha sido el del PIB de Prados (1995) al coste de los factores. Por otra parte, tanto en la Obligaciones como en los Fondos Públicos la mayor cantidad de información ha hecho posible la obtención de series sectoriales: Ferrocarriles y Eléctricas en el primer caso, y Deuda Nacional y Deuda Provincial-Municipal en el segundo.

II) El mercado bursátil valenciano. Primeros resultados

II.1. Estructura del mercado

La primera cuestión a desarrollar se refiere a la estructura del mercado, que a falta de datos sobre el peso relativo de cada sector, debe ser observada en función del tipo de valores negociados. Es evidente que el bolsín de Valencia era el de menor tamaño de los cuatro principales, por lo que el número de sociedades privadas negociadas era reducido, sobre todo durante el siglo XIX en relación con los efectos de

la crisis que afectó a los bancos y los ferrocarriles valencianos en la década de 1860. Al igual que el resto de plazas, la contratación de valores públicos fue mayoritaria durante todo el periodo, aunque sólo fuera por el número de emisiones puestas en circulación. Una primera aproximación se puede observar en los Cuadros 1 y 2, donde también se expresan aquellos valores que han sido descartados para la obtención de los índices.

Cuadro 1. RENTA VARIABLE

SOCIEDADES	inicio serie	DESCARTADAS
Sociedad Valenciana de Tranvías	1887	Cía. General de Tranvías
CAT	1887	Metalífera Valenciana
Banco de España	1887	Tranvías Norte Valencia
F.C. Norte	1890	Valenciana de Vapores Correo Africa
Tranvía Catarroja	1892	F.C. A.V.T.
F.C. Silla Culera	1893	Banco Regional Valenciano
FC. Valencia Turis y Dos Aguas	1894	Banco Hipotecario
Soc. Hidroeléctrica de Valencia	1896	Banco Hispanoamericano
Soc. Valenciana de Electricidad	1906	Banco Hispanocolonial
F.C. M.Z.A.	1907	F.C. Orense
S.A. Aguas Potables Valencia	1907	Mosaico Nolla
Cía. Valenciana de Navegación	1908	Unión Española Explosivos
Electra Valenciana	1911	Eléctrica Mijares
Cía. Transmediterránea	1917	CIFESA
Cía. Tranvías y Ferrocarriles de Valencia	1918	Unión Alcoholar Española
Banco Comercial Español	1919	Soc. General Azucarera
La Electra del Cabriel	1919	Unión Resinera Española
Volta S.A.	1922	Unión Eléctrica Levante
Cía. Valenciana de Cementos Portland	1925	Puerto Denia
Telefónica	1926	Soc. Gral. Autobuses Valencia
Banco Valencia	1928	Soc. Valenciana de Riegos Jucar

Cuadro 2. RENTA FIJA

OBLIGACIONES	Inicio serie	DESCARTADAS	FONDOS PUBLICOS	Inicio serie	DESCARTADAS
TRANVIAS y F.C. VALENCIA			DEUDA INTERIOR		
Soc. Valenciana de Tranvías	1890	Cía. Gral. Tranvías	D. 4% interior	1887	Obl. Hip. Filip. 6%
FC. Valencia Turis Dos Aguas	1894	Tranvías Norte Val.	D. Amort. 4%	1887	Ob. Ay. Gandía 6%
Tranvía Godella Catarroja	1892	Aguas La Salud	Deuda Amort. 5%	1899	
Cía. Tranvías y F.C. de Valencia	1924	Unión Alcohola Esp.	Oblig. Tesoro 5%	1920	
NORTE		Norte Villalba-Segovia	Deuda Amort. 5%	1927	
A.V.T. Adheridas	1887	Aguas Pot. y Riegos	Deuda amort. 5% 1929	1929	
A.V.T. Especiales	1900	F.C. Tanger Fez	Deuda 4%, 1928	1928	
Norte 1ª serie	1919	MZA1ª serie	DEUDA EXTERIOR		
Canfranc (Francia)	1907		D. Perpetua 4%	1887	
Barna-Alsasua-Abadesas	1918		Oblig. Aduanas 5%	1896	
Pamplona especiales	1920		Cuba 1886 6%	1887	
Asturias-Galicia	1920		Cuba 1890 5%	1891	
Valencia-Utiel	1920		FOMENTO		
Segovia-Medina	1921		Deuda ferroviaria 5%	1926	
Valencianas Norte	1924		Deuda ferroviaria 4,5%	1929	
M.Z.A			CED. HIPOTECARIAS		
1ª hipoteca	1920		Banco Crédito Local	1928	
F.C. Madrid/Aragon	1922		Banco Hipotecario	1911	
F.C. Central Aragon	1920		DIP. / AYUNT. VALENCIA		
ELECTRICAS			Oblig. Prov. Carreteras 6%	1887	
Soc. Hidroeléctrica de Valencia	1896		Oblig. Puerto 6%	1895	
La Electra Cabriel	1906		Ob. Hip. Cárcel 6%	1899	
Soc. Valenciana de Electricidad	1911		Titulos Dip. Val. 6%	1893	
Soc. Electrohidráulica del Turia	1912		Oblig. Empres. Mun. 5%	1895	
La Electra Valenciana	1921		Oblig. Mun. Matadero 5,5%	1898	
Electra Maestrazgo	1933		Oblig. Mun. Aguas 5%	1887	
Volta, S.A.	1922		Oblig. Mun. Ensanche	1903	
VARIAS			Oblig. Mun. Cabañal	1911	
S.A. Aguas Potables Valencia	1893		Obl. Mun. Mercados 5%	1912	
Soc. Gral. Azucarera Española	1906		Obl. Ciudad Valencia 5%	1921	
Cía. Val. Cementos Portland	1925		Obl. Alcan/Pavimento 5%	1921	
			Bonos Ciudad Val. 5%	1921	
			Obl. Amort. Val. 6%	1924	
			Ob. Amort. Val. 5%, 1928	1929	
			Ob. Amort. Sueca 6%	1930	

En términos generales los sectores más negociados, tanto en acciones como en obligaciones, representan la estructura productiva española básica, dominada por los ferrocarriles, los transportes y servicios públicos, la banca y las eléctricas, y en menor medida por empresas netamente industriales. Las mayores empresas valencianas también se enmarcaron en este patrón sectorial, aunque la estructura de la economía local condicionó su escaso peso relativo en el contexto nacional, y por tanto la extrema hegemonía de la renta pública en la bolsa. En este sentido, algunas de las generalidades aceptadas para el conjunto del tejido empresarial español entre finales del siglo XIX y el primer tercio del XX —sobre todo en términos de tamaño y comportamiento financiero

(Comín y Martín Aceña 1996)— son especialmente válidas en nuestro caso. El importante crecimiento de la industria valenciana durante la segunda mitad del siglo XIX se produjo sobre la base de sectores no especialmente intensivos en capital, generalmente relacionados con la agricultura, especialmente la de exportación ¹⁷. Una parte del capital acumulado en la exportación agraria, junto a la reinversión, se destinó a ampliar y diversificar la base industrial, además también de orientarse a la rentabilidad asegurada de los fondos públicos. En los principales sectores industriales del país, las manufacturas textiles, la cerámica, el mueble y madera, la química y la industria de maquinaria y la producción de equipos industriales, el surgimiento de grandes unidades productivas se compatibilizó con el predominio de la pequeña y mediana empresa, donde la gestión y la propiedad solían ir unidas. Empresas (generalmente familiares y colectivas) que en consecuencia solían utilizar mecanismos financieros más relacionados con la autofinanciación vía reinversión de beneficios y con el crédito comercial a corto plazo que con el acceso al mercado bursátil. Este fenómeno no puede desligarse de la ausencia de una banca autóctona fuerte, ya que la mayor parte de las necesidades financieras de las empresas eran abastecidas por bancos particulares y casas de comercio locales y extranjeras, así como desde 1915-1920 por las sucursales de los grandes bancos vascos y madrileños ¹⁸.

El sector que tuvo una presencia más temprana y estable en el mercado valenciano fue el de los transportes, seguido de las eléctricas. Durante los últimos veinte años del siglo XIX y la I Guerra Mundial los intereses agrarios de la aristocracia financiera valenciana propiciaron el crecimiento de la red ferroviaria secundaria en dos sentidos. Por un lado, se potenció la articulación del mercado interior para el transporte de la producción agraria exportable por el puerto de Valencia mediante ferrocarriles de vía estrecha. Por otro, se llevó a cabo la planificación y explotación del transporte público de la ciudad de Valencia y las localidades adyacentes por medio de tranvías eléctricos y de vapor ¹⁹. La coyuntura de mayor actividad emprendedora en esta dirección fue la comprendida entre 1880 y 1891. Durante los primeros años, 1881-1882, se produjo una de las iniciativas más interesantes por parte de los intereses vitivinícolas valencianos, el proyecto de la línea férrea a Cuenca que iba a encargarse de dinamizar el

¹⁷ Sobre la industrialización valenciana entre la segunda mitad del siglo XIX y el primer tercio del XX: Lluch (1976), Nadal (1987), Soler (1984), Martínez Serrano, Reig y Soler (1976, 1977, 1978), Martínez Serrano (1977), Tomás Carpi (1985), Palafox (1985), Miranda (1996)

¹⁸ Ródenas (1982), Hernández Sempere (1996), Cuevas (2001).

¹⁹ El desarrollo de la red ferroviaria secundaria valenciana en Vidal (1992) y Giménez Chornet (1999).

comercio hacia la meseta y propiciar la salida por el puerto de Valencia de los vinos del interior. Aunque la red solo se construyó hasta Utiel, fue necesaria la fundación en 1882 del *Banco Regional Valenciano*, de vida breve, ya que en 1886 debió disolverse por la gestión de sus rectores que ligaron de forma exclusiva (como había hecho Campo dos décadas antes) la viabilidad de la entidad a la de la línea ferroviaria. Por lo que se refiere a las posibilidades ofrecidas por la extensión del transporte público alrededor de la capital, en 1885 se fundó la *Sociedad Valenciana de Tranvías*, con Navarro Reverter, hombre de Campo, al frente, y ligado a los intereses agrarios mediante sus accionistas principales, Trénor, Dotrés, Noguera y Antonio Lázaro, a su vez presidente de la *Compañía de Vapores de Correo de Africa* (quinta naviera española en 1910), y director de la *Compañía Valenciana de Navegación*. Los problemas financieros y de explotación de la SVT desembocaron en 1912 en la creación de la *Compañía de Tranvías y Ferrocarriles de Valencia*, en asociación con la empresa francesa *General de Tranvías Eléctricos de Valencia*, con sede en Lyon, y con la presencia de José M^a Villalonga Peris (padre de Ignacio Villalonga). En estos años fueron también fundadas las compañías de *Tranvías de Valencia a Godella y Catarroja*, 1888, la de *Valencia al Grao, Dos Aguas y Turís*, 1891, la *General de Tranvías*, creada en el mismo año y que de existencia breve fue la de mayor presencia de capital autóctono, y finalmente la de los *Tranvías del Norte de Valencia*, también en 1891.

Por su parte, el sector del transporte marítimo también mostró un notable dinamismo en el transcurso al siglo XX, reflejado en parte por la contratación bursátil. Además de la Compañía de Correo a Africa, la coyuntura de la guerra europea explica de la creación de la *Levantina de Navegación* y de la *Vasco-Valenciana de Navegación*, esta última con vínculos en el Banco Central y en el Crédito de la Unión Minera. Sin embargo, la principal iniciativa en este sentido fue la *Compañía Transmediterránea* —creada en 1917 por J. Dominé, que a su vez había anteriormente impulsado la Valenciana de Correos a Africa y que también tenía intereses en la Valenciana de Navegación. En estrecha conexión con el desarrollo del transporte terrestre y marítimo en 1924 se llevó a cabo la creación de la *Unión Naval de Levante*, constituida en Barcelona pero cuyos orígenes se situaban en los *Talleres Gómez* de Valencia (una de las principales empresas españolas de construcción naviera durante los primeros años del siglo XX), en la propia Transmediterránea, la *Nueva Vulcano* de Barcelona y en los Astilleros de Tarragona. Por su parte, el inicio de la explotación eléctrica en Valencia se situó en 1882, año de creación de la *Sociedad Valenciana de Electricidad*. A partir de

ese momento la producción eléctrica se extendió rápidamente, especialmente en los años de cambio de siglo. Si en 1895 la producción de las 10 centrales ubicadas en el País Valenciano era de 348 Kw/h, diez años después las casi cien unidades generadoras producían más de 14.000 Kw/h (Martínez Serrano 1977: 136). Sin embargo, este desarrollo se llevó a cabo generalmente por medio de pequeñas compañías, de escasa capitalización y potencia, y que sólo en algún caso lograron tener un tamaño mediano (la *Sociedad Hidroeléctrica de Valencia* y la *Electra del Cabriel*), al menos en términos relativos con el resto de España. Esta circunstancia condicionó la progresiva concentración del sector, que en general acabó siendo absorbido por las mayores empresas nacionales, como ocurrió en el caso de la *Electra Valenciana* que pasó a constituir una filial de la *Hidroeléctrica Española* creada en 1907 y vinculada al Banco de Vizcaya. El resto de valores con relación efectiva al capital autóctono hacen referencia a industrias de diversos tipos y también a servicios de carácter público: *Mosaico Nolla*, *Valenciana de Riegos del Júcar*, *Metalífera Valenciana*, *Aguas Potables de Valencia*, *General Autobuses de Valencia*, el *Banco Comercial Español*, (entidad valenciana creada en 1907 cuyos orígenes se sitúan en la comercialización de la exportación agraria mediante casas de banca extranjeras), o ya posteriormente la *Valenciana de Cementos* y el *Banco de Valencia* —al tiempo que, lógicamente, también se negociaban algunos de los valores más sólidos del mercado nacional: la *CAT*, grandes bancos (*España*, *Hispanocolonial*), *General Azucarera*, *Alcoholera Española* y las principales ferroviarias, *MZA* y *Norte*.

En definitiva, este panorama empresarial refleja un contexto en el que la limitación de la responsabilidad y la introducción de modernas formas de gestión en el ámbito de la empresa se produjo lentamente, ya que en el País Valenciano, a diferencia de otras regiones españolas, las sociedades colectivas fueron las mayoritarias hasta casi la década de 1930 ²⁰. El predominio de las formas personalistas de organización y gestión se correspondía con los sectores más vinculados a los bienes de consumo, generalmente de demanda poco estable o de difícil previsión, y donde las barreras tecnológicas y financieras de entrada no suponían, generalmente, un elevado coste de oportunidad. Es innegable que también surgieron grandes empresas valencianas durante los primeros años del siglo XX, cuyo origen generalmente se situó en concentraciones espaciales anteriores, (*Construcciones Devis* en la construcción ferroviaria, *Papeleras Reunidas*, *Valenciana de Cementos*, *Transmediterránea* o *Astilleros del Mediterráneo*)

pero no constituyeron una tendencia generalizada, más bien la excepción. En 1922, por ejemplo, la provincia de Valencia se situaba entre las primeras del país en cuanto a número de S.A. constituidas, y sin embargo el capital nominal medio de dichas empresas (poco más del millón de pesetas) estaba muy por debajo del registrado por Vizcaya (4,5 millones), Madrid (5,4), Barcelona (2,3), Guipúzcoa (2,8), o incluso de provincias con menor actividad económica e industrial como Oviedo, Santander o Sevilla²¹. En consecuencia, el servicio financiero de las empresas —excepción hecha de las mayores— no pasaba principalmente por el mercado bursátil, como tampoco lo había hecho por las instituciones bancarias formalmente constituidas al menos hasta la I Guerra Mundial, sino que se concentró en el crédito comercial abastecido por las casas particulares de banca y por las sucursales de los mayores bancos nacionales. En este sentido debe entenderse que el mercado bursátil tuviera un carácter fuertemente marcado por la gestión y negociación de la rentabilidad asegurada por el papel público, de estable y continuada presencia durante todo el período.

II.2. *La coyuntura*

Por lo que se refiere a la evolución de la coyuntura, la fragmentación de la información aconseja manejar los resultados con extremada cautela, al menos hasta que la utilización de fuentes complementarias permita su verificación. En primer lugar se presentan los datos de forma agregada, tanto el índice general que agrupa todos los valores negociados (Gráfico 1), como las tres series respectivas, acciones, obligaciones y fondos públicos (Gráfico 2). Posteriormente se han realizado índices más específicos aplicando deflatores de precios tanto a la renta variable como a la fija (Gráficos 3 y 4), mientras que se ha intentado una primera aproximación sectorial a la evolución del valor de las obligaciones y de los fondos públicos (Gráficos 5 y 6). De forma general se observa la existencia de cuatro coyunturas diferenciadas entre 1887 y 1936, que en algún caso responde tanto a circunstancias expresamente económicas como a las deficiencias de la información. Si en la primera de ellas el año de 1898 marcó el fin de la etapa alcista de finales de los años 80 y de los primeros 90 del siglo XIX, la segunda coyuntura, 1898-1914, se caracterizó por una recuperación general durante la primera década del siglo XX y una estabilidad que acabó en un descenso de las cotizaciones antes del conflicto. La finalización I Guerra Mundial y la posguerra implicaron una

²⁰ Martínez Serrano, Reig y Soler (1976, 1977).

²¹ *Anuario Estadístico de España*, 1922.

fuerte recuperación de todos los valores, en especial de la renta variable, que continuó de forma estable hasta 1929. La depresión de los años 30 tuvo su reflejo principal durante los primeros dos años (1930-1932), ya la recuperación parece clara en el bienio siguiente, 1933-34 y especialmente en 1935, año de tendencia positiva que sólo los primeros meses de 1936 rompieron a favor de un descenso acusado de todos los valores hasta la guerra.

Esta visión general debe someterse a importantes matizaciones, sobre todo durante las dos primeras coyunturas. Así, hasta la crisis de 1898 la serie de acciones no es realmente significativa, y el uso de tan solo ocho índices (ver Cuadro 1) de forma discontinua contribuye a la alta variación del agregado. En este sentido, la única empresa que cuenta con datos continuados desde 1887 fue la Sociedad Valenciana de Tranvías, cuya situación financiera y productiva en esos años fue especialmente difícil, lo que afecta inevitablemente a la serie final de renta variable ²². La SVT creada en 1885, y exceptuando los dos primeros años de funcionamiento donde la cotización de sus acciones observó un notable incremento, mantuvo una estructura de costes fuertemente deficitaria debido a los continuos problemas de explotación de sus líneas prácticamente desde 1889 (año de su cotización máxima). Las estrategias adoptadas por el consejo en los sucesivos años (eliminar competencia vía adquisición de otras líneas, descenso de los precios de los servicios) no impidieron la creciente desconfianza de los inversores, alentada por las diversas ofertas de grupos nacionales y extranjeros por comprar la compañía. Todo ello se tradujo desde 1893 en un descenso generalizado del valor de las acciones y de las obligaciones (sometidas a convenios judiciales por su amortización debido a los problemas de tesorería de la empresa) que culminó en 1897-1898, al igual que lo ocurrido con el resto de compañías ferroviarias valencianas y nacionales que tenían títulos en circulación tanto ajenos como propios. Las primeras tendieron a desaparecer hasta formar en 1912 la Compañía de Tranvías y Ferrocarriles de Valencia. Por su parte, los fondos públicos descendieron en su valor debido, como en el resto de mercados españoles, a la creciente inflación de títulos en circulación debido a las obligaciones bélicas (1895-1898) y financieras del Estado ²³.

El inicio del siglo XX se caracterizó por una fuerte recuperación tras la crisis colonial y por un crecimiento moderadamente estable hasta la guerra europea. Si bien la

²² Un análisis del rendimiento de las empresas ferroviarias valencianas de vía estrecha, en especial de la SVT en Giménez Chornet (1999: 150-167).

²³ Comín (1996).

recuperación afectó a todo tipo de valores contratados hasta 1907-1909, a partir de aquí la renta fija inició un periodo de estancamiento en sus cotizaciones que se prolongó durante los siguientes diez años, hasta la posguerra. Como se aprecia en los Gráficos 5 y 6 los fondos públicos y las obligaciones permanecieron estables durante estos años alcanzando su punto más bajo en la crisis de 1920-1921 tras la guerra. Estabilidad que bien pudiera ser descenso continuado en caso de considerarse el impacto de los precios sobre la coyuntura. Por tanto, la responsabilidad del moderado crecimiento del índice agregado debe imputarse a la evolución de las acciones, que desde finales de la primera década de siglo mantuvieron una clara divergencia con la evolución de la renta fija (Gráfico 4). En el caso de las acciones —que ahora ya van incorporando nuevas series, eléctricas, ferroviarias, monopolios— su evolución es netamente positiva hasta prácticamente los momentos previos a la guerra, 1913 concretamente. A partir de ahí las cotizaciones se estancaron durante los siguientes años y sólo en 1918 se notaron los primeros efectos positivos de la coyuntura extraordinaria. Sin embargo, la inclusión del efecto de la inflación sobre el valor de las acciones aporta una matización importante sobre esta tercera etapa (Gráfico 3). El fuerte incremento de los precios durante el conflicto y en los años siguientes significó un recorte drástico en la rentabilidad del papel, ya que fue precisamente en este periodo en el que la divergencia entre la evolución de la cotización nominal y real fue más acusada. Una vez descontados los efectos de la ilusión monetaria se comprueba que la cotización frenó en seco su alza desde los máximos de 1912-1913, cayendo notablemente durante los años siguientes hasta llegar a los mínimos en 1919-1920. Es decir, los efectos de la guerra sobre la bolsa valenciana fueron, en términos generales, negativos, fenómeno que debe explicarse por el propio carácter de la economía valenciana y su vinculación al mercado de capitales. Mientras que algunas de las mayores empresas tuvieron notables problemas de abastecimientos de materias primas una vez iniciada la guerra (ferrocarriles y navieras de cabotaje) el impacto en este sentido sobre los sectores más susceptibles de responder a las demandas europeas por la guerra parece que fue menor. Sectores como el textil, el metalúrgico-mecánico y el zapatero (no sólo ubicados alrededor de la ciudad de Valencia sino también en los distritos industriales de Alcoi y Elche), dominados por la pequeña y mediana empresa y poco vinculados a la caída de la exportación citrícola, fueron los más beneficiados de la neutralidad. El incremento de la oferta en estos sectores se produjo mediante un aumento del trabajo sobre el capital, maximizando los beneficios a corto y medio plazo y sin transformaciones estructurales

de las pautas productivas. Todo ello redundó en un crecimiento de una base industrial fuertemente atomizada, con una baja capitalización y que frecuentemente recurría a mano de obra agraria y estacional.

El uso de otras variables puede ofrecer alguna clave al respecto. Los Gráficos 7, 8 y 9 representan respectivamente los beneficios de algunas grandes empresas valencianas que cotizan en bolsa, la dinámica de creación de capital societario determinado por el Registro Mercantil, y, finalmente, la evolución de los mercados bursátiles de Madrid y Barcelona en esos mismos años ²⁴. En el primer caso la evolución promediada de los beneficios de las sociedades *Aguas Potables de Valencia*, la *Compañía de Tranvías y Ferrocarriles de Valencia* y de la aseguradora *Unión Levantina* muestra una evidente correlación con el descenso de las cotizaciones durante los años de la guerra (a excepción de 1915), y los posteriores, ya que desde 1920 la tendencia tendió a recuperarse y presentar una evolución tan positiva como las cotizaciones de las acciones. Además, el inicio de la guerra no sólo redundó en el mercado local, ya que debe recordarse el efecto del conflicto sobre el cierre de la bolsa de Barcelona y también la evolución de las cotizaciones del resto de plazas (Gráfico 9). En los tres casos, Madrid, Barcelona y Valencia, la estabilidad y moderado crecimiento de los primeros años del siglo se vieron truncados desde 1910 con un descenso progresivo que en 1913 se convirtió en una caída sin paliativos. Por otra parte, la variable menos ajustada a la evolución del mercado bursátil es la de creación de capital empresarial (Gráfico 8). Sobre todo porque el registro del capital y del número de compañías muestra, por un lado, una especial sensibilidad temporal a la coyuntura, y, por otro, aunque se refiere al conjunto del tejido productivo valenciano, no siempre puede utilizarse como un indicador verdaderamente fiable de la coyuntura societaria. Tanto en número de sociedades como en capital desembolsado la guerra significó un periodo de altas variaciones cíclicas, circunstancia propiciada por la conjunción de expectativas positivas y de fenómenos especulativos. Así pues, la acumulación generada durante el conflicto se tradujo en 1921 en un tremendo auge coyuntural del capital empresarial, explicado también por la coincidencia en la creación de algunas grandes empresas, no correspondido por las cotizaciones bursátiles hasta el año siguiente. Desde entonces el reajuste empresarial y de trabajo que supusieron los primeros años 20 con

²⁴ Para la serie de beneficios empresariales he utilizado el material de Tafunell (1996), mientras que para las de creación de capital societario Martínez Serrano, Reig y Soler (1976, 1977) y Soler (1984).

respecto a la guerra acabaron acompasando ambas variables hasta 1929, aunque con un saldo más favorable para el mercado bursátil.

Efectivamente, hasta 1936 la evolución de todas las variables es coincidente. Por un lado, tanto la renta variable como la fija (especialmente las obligaciones, y dentro de ellas las ferroviarias), como los beneficios de algunas de las mayores empresas valencianas —durante la década de 1920-1936 se han incluido en la muestra del Gráfico 7 la *Unión Naval de Levante* y *Valenciana de Cementos*— evolucionaron al alza hasta 1929, con un escaso margen de diferencia en el caso de ponderar el impacto de los precios, no especialmente inestables durante los años 20. Fue esta la coyuntura de la consolidación del mercado bursátil valenciano, no solo por el número cada vez mayor de valores cotizados, sino también por el incremento en el volumen del capital negociado, muestra de la acumulación de capital que se estaba produciendo en los sectores exportadores y también industriales. Como se indicó, desde 1920-21 y hasta la guerra civil se crearon en Valencia (o en el resto del país, como en el caso de *Papeleras Reunidas* de Alcoi) las mayores empresas locales por volumen de capital, fenómeno propio de un período de crecimiento y concentración del tejido industrial que se apoyó en dos factores principales. Por un lado, en el aumento del mercado nacional, que tradicionalmente había sido el destino principal de la manufactura valenciana. Por otro, en la enorme acumulación que estaba produciendo la exportación de naranja, que vivió en esos años su verdadera década dorada. Todo ello también redundó en un incremento de los servicios financieros a la industria, tal y como se indicó. En definitiva, la presentación y análisis de los índices manejados supone un primer paso en el conocimiento del mercado de capitales local y la consideración de una nueva variable económica susceptible de ser utilizada en el análisis de largo plazo de la economía nacional y valenciana.

BIBLIOGRAFIA:

- ANUARIO Estadístico de España, Madrid, 1922.
- BARTOLOME LABORDA, R. (1979): 'La compleja creación de las bolsas oficiales de Madrid y Barcelona', *Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona*, 71, pp. 13-25.
- CARRERES ZACARES, S. (1950): 'La primitiva Taula de Cambis de Valencia', en *Estudios Medievales*, I.
- CARRERES ZACARES, S. (1957): *La Taula de cambis de Valencia*, 1408-1719.
- CASTAÑEDA, LI. y TAFUNELL, X. (1998): 'Un índice de cotización de la Bolsa de Barcelona', en *Actas del Homenaje a Joan Sardà*, Barcelona.
- COMIN, F. (1996): *Historia de la Hacienda pública, II. España (1808-1995)*, Barcelona.
- COMIN, F. y MARTIN ACEÑA, P. (1996): *Los rasgos históricos de las empresas en España: un panorama*, Documento de Trabajo 9605, Fundación Empresa Pública.
- CRUAÑES, A. (1985): *Antecedentes histórico-informativos en la creación de la Bolsa de Valencia*, Valencia.
- CUEVAS, J. (2001-en prensa): 'El papel de la banca en la primera industrialización valenciana. El distrito industrial de Alcoi durante el siglo XIX'.
- FABRA, M. A. (1975): 'Valencianisme i economia: Ignasi Villalonga (1895-1973)', en *Arguments*, 2, *Crisi i modernització al País Valencià*, pp. 59-79.
- FONTANA, J. (1961): 'La vieja Bolsa de Barcelona (1851-1914)', en *Documentos y Estudios*, VIII, 15-69.
- GIMENEZ CHORNET, V. (1999): *Ferrocarriles y tranvías. El inicio de los ferrocarriles y tranvías de vía estrecha en Valencia*, Valencia.
- HERNANDEZ SEMPERE, T. (1983): *Ferrocarriles y capitalismo en el País Valenciano, 1843-1879*, Valencia.
- HERNANDEZ SEMPERE, T. (1996): 'Crédito y Banca privada en el período de consolidación del capitalismo en el País Valenciano (1840-1880)', en Azagra, Mateu y Vidal (ed.): *De la Sociedad tradicional a la Economía moderna. Estudios de Historia Valenciana Contemporánea*, Alicante, pp. 196-215.
- HOYO, A. (1998): 'La evolución de la Bolsa y las fluctuaciones de la economía española', en *Actas del Homenaje a Joan Sardà*, Barcelona.
- LAPEYRE, H. (1982): *La Taula de Cambis (en la vida económica de Valencia a mediados del reinado de Felipe II)*, Valencia.
- LORIE, J. y HAMILTON, M. (1973): *The Stock Market. Theories and Evidence*, Honewood.
- LLUCH, E. (1976): *La via valenciana*, València.
- MALDONADO CHIARRI, J. (1971): *Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores Colegiados de Comercio*, 2 vol., Valencia.
- MALDONADO CHIARRI, J. (2000): 'Precedentes de la Bolsa de Valencia', en Fundación Manuel Broseta (ed.): *20 años de la Bolsa de Valencia. Antecedentes, presente y futuro*, pp. 101-111, Valencia.
- MARTIN ACEÑA, P. y TITOS, M. (eds.) (1999): *El sistema financiero español. Una síntesis histórica*, Granada.
- MARTINEZ SERRANO, J. A. (1977): *La formación de la industria valenciana, 1880-1913*, Tesis Doctoral, Universitat de València.
- MARTINEZ SERRANO, J.A., SOLER, V. y REIG, E. (1976): 'Análisis de la economía valenciana (1886-1972), a través del indicador de la constitución de sociedades', *Panorama Bursátil*, 2, pp. 27-70.
- MARTINEZ SERRANO, J.A., SOLER, V. y REIG, E. (1977): 'Fluctuaciones económicas y formación de capital: el caso del País Valenciano', *Investigaciones Económicas*, 4, pp. 145-187.
- MARTINEZ SERRANO, J.A., SOLER, V. y REIG, E. (1978): *Evolución de la economía valenciana, 1878-1978*, Valencia.
- MIRANDA, J.A. (1996): 'Nuevos enfoques sobre la industrialización valenciana del siglo XIX', en Azagra, Mateu y Vidal (ed.): *De la Sociedad tradicional a la Economía moderna. Estudios de Historia Valenciana Contemporánea*, Alicante, pp. 253-273.

- MONTERO, M. (1996): *La Bolsa de Bilbao y los negocios financieros. La formación del mercado de capitales en el despegue industrial de Vizcaya*, Bilbao.
- NADAL, J. (1987): 'El desenvolupament de l'economia valenciana a la segona meitat del segle XIX: una via exclusivament agrària?', *Recerques*, 19, pp. 115-132.
- PALAFIX, J. (1980): *Los años 30: crisis económica y derecha valenciana*, Valencia.
- PALAFIX, J. (1982): 'Román Perpiñá Grau y la economía del País Valenciano', en Perpiñá Grau (1982/1930-1936), Valencia, pp. 9-57.
- PALAFIX, J. (1985): 'Exportaciones, demanda interna y crecimiento económico en el País Valenciano', en Sanchez-Albornoz (comp.): *La modernización económica de España, 1830-1930*, Madrid, pp. 319-343.
- PERPIÑÁ GRAU, R. (1982/1930-1936): *De economía crítica (1930-1936)*, Valencia.
- PIERCE, P. (1991): *The Down Jones Averages, 1885-1990*, New York.
- PRADOS, L. (1995): 'Spain's Gross Domestic Product, 1850-1993: Quantitative Conjectures', Universidad Carlos III, *Working Papers*, 95-05.
- RODENAS, C. (1978): *Banca i industrialització. El cas valencià 1840-1880*, València.
- RODENAS, C. (1982): *La Banca Valenciana. Una aproximació històrica*, València.
- RODRIGUEZ PONGA, P. (1975): 'Les Bourses de Valeurs en Espagne', en *Les Bourses de Valeurs dans le monde*, París, pp. 301-339.
- ROSS, S. A. (1992): 'Stock market Indices', en *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, vol. 3, pp. 582-589, London.
- RUIZ MARTIN, F. (1970): "La banca en España hasta 1782", en *El Banco de España. Una historia económica*, Madrid, pp. 1-196.
- SOLER, V. (1984): *Guerra i expansió industrial: País Valencià (1914-1923)*, València.
- TAFUNELL, X. (1991): 'Banca i mercat de capitals, 1866-1914', en *Història Econòmica de la Catalunya Contemporània*, vol. 3, pp. 379-421.
- TAFUNELL, X. (1996): *Los beneficios empresariales en España, 1880-1981: elaboración de una serie anual*, Doc. Trabajo F. Empresa Pública, Madrid.
- TOMAS CARPI, J. A. (1985): *La lógica del desarrollo económico. El caso valenciano*, Valencia.
- TORRENTE FORTUÑO, J. A. (1974): *Historia de la Bolsa de Madrid*, 3 vols., Madrid.
- TORTELLA, G. (1973): *Los orígenes del capitalismo en España. Banca, Industria y Ferrocarriles en el siglo XIX*, Madrid.
- VALLS, R. (1992): *La derecha regional valenciana: el catolicismo político valenciano (1930-1936)*, València.
- VIDAL, J. (1992): *Transportes y mercado en el País Valenciano (1850-1914)*, Valencia.
- ZABALZA, J. (1995): *El pensamiento económico-agrario valenciano del siglo XX. Manuel de Torres, 1930-1936*, Alicante.

Gráfico 1. Índices de cotizaciones por tipo de valores sin deflactor, base 100=1936

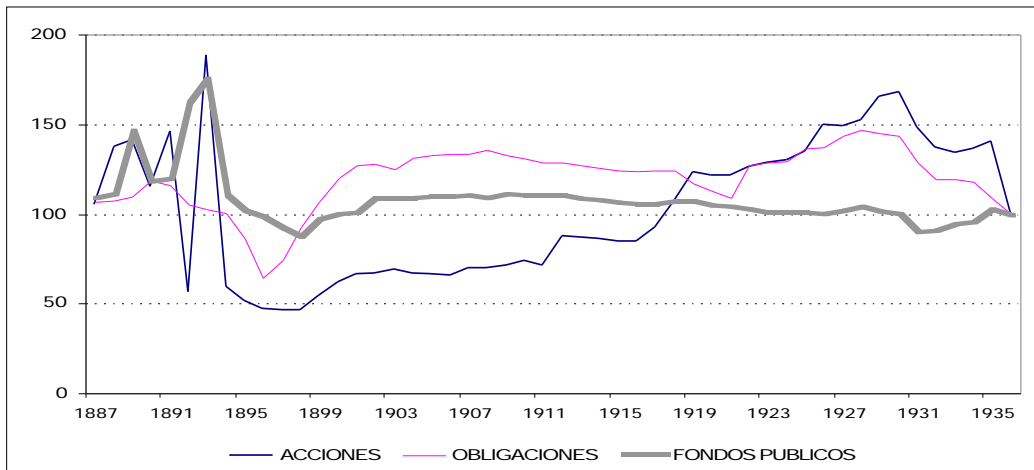


Gráfico 2. Índice general promediado (Acciones, Obligaciones y Fondos Públicos), base 100=1936

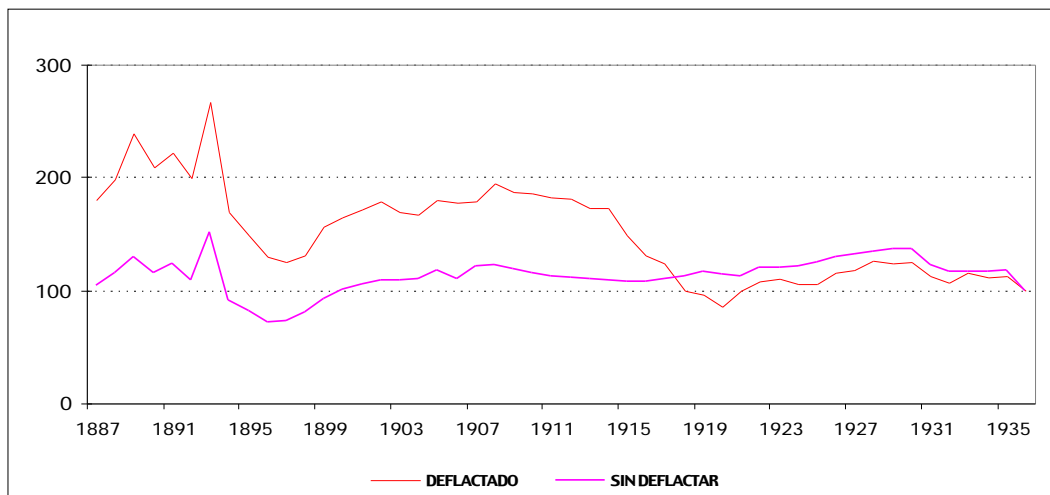


Gráfico 3. Índice general de Renta Variable, base 100=1936

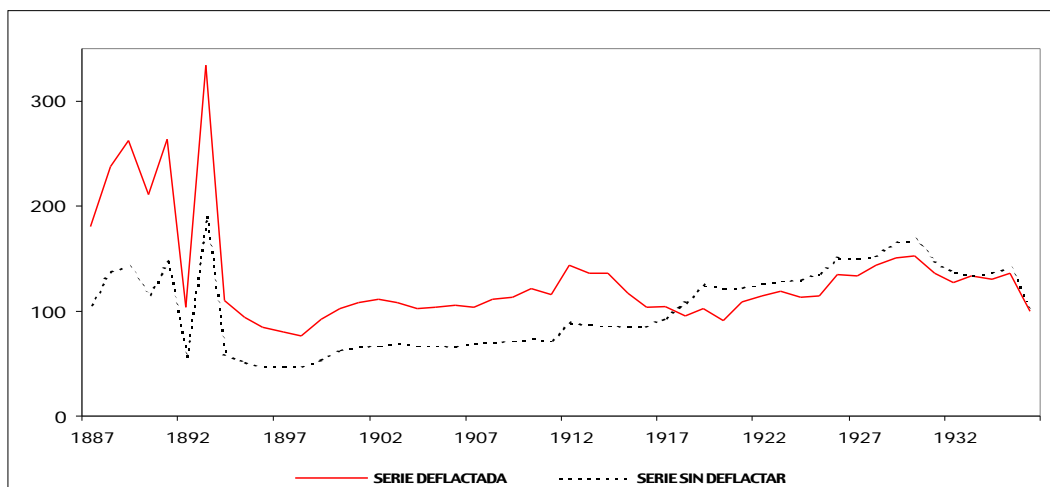


Gráfico 4. Índices de Renta Fija y Renta Variable sin deflactor, base 100=1936

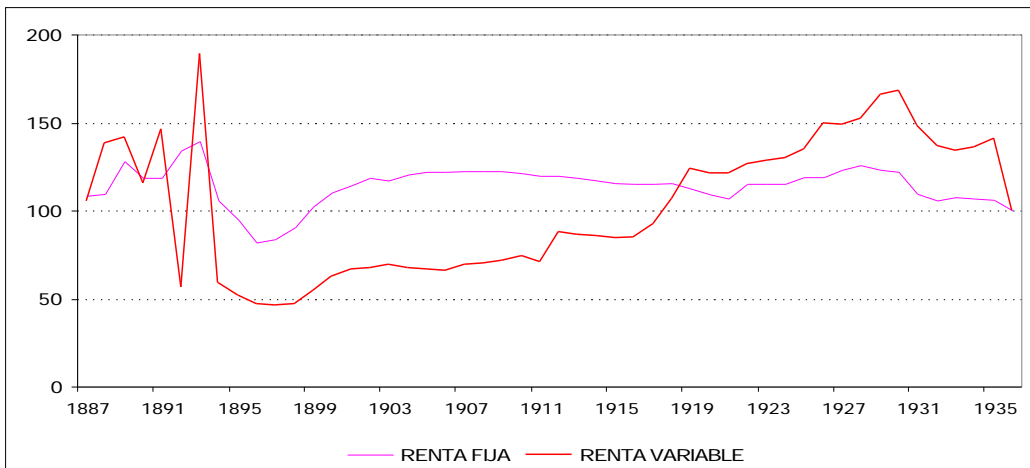


Gráfico 5. Índices sectoriales de Obligaciones sin deflactor, base 100=1936

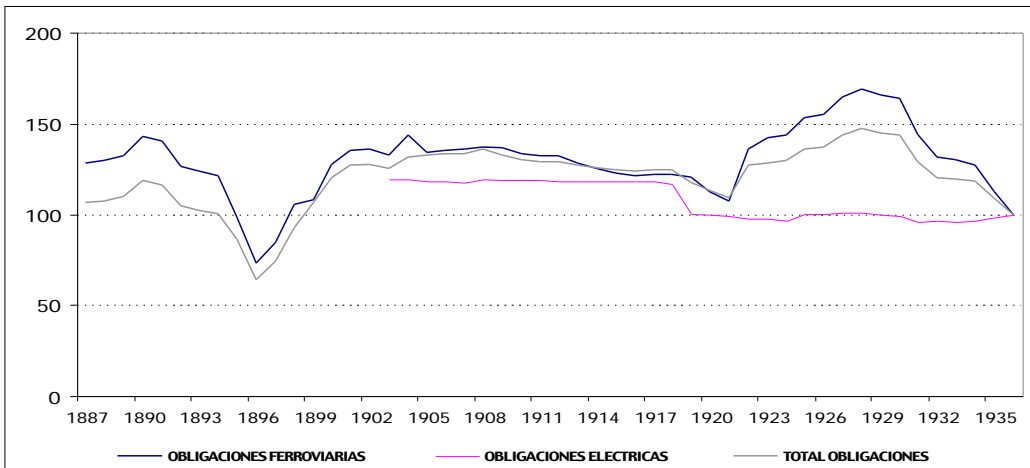


Gráfico 6. Índices sectoriales de Fondos Públicos sin deflactor, base 100=1936

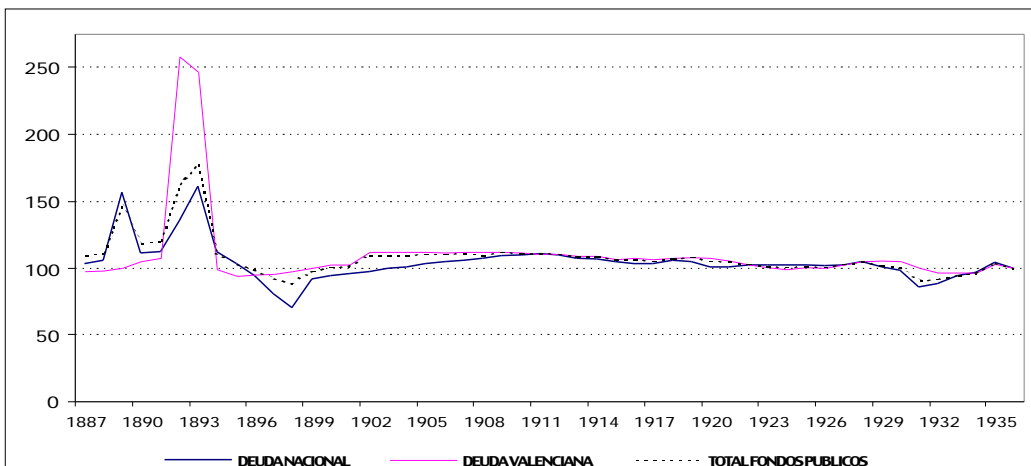


Gráfico 7. Índices de beneficios de algunas grandes empresas valencianas y de la Renta Variable, base 100=1936

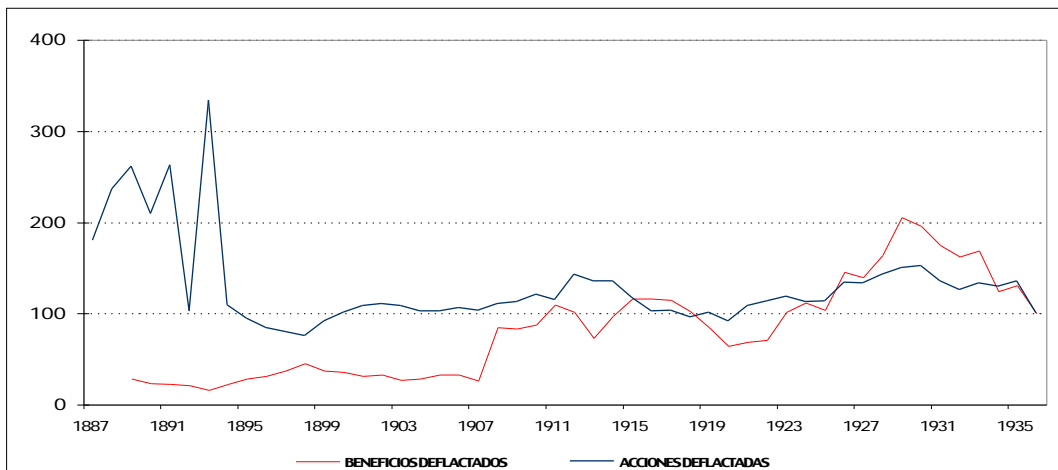


Gráfico 8. Índices de creación de sociedades en Valencia y Renta Variable deflactados, base 100=1936

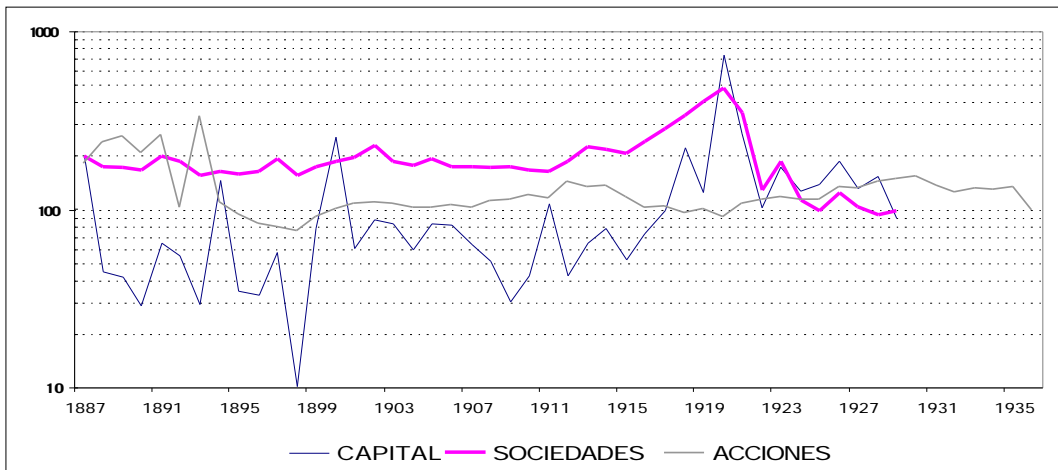


Gráfico 9. Índices promediados de Renta Variable sin deflactar, base 100=1936

