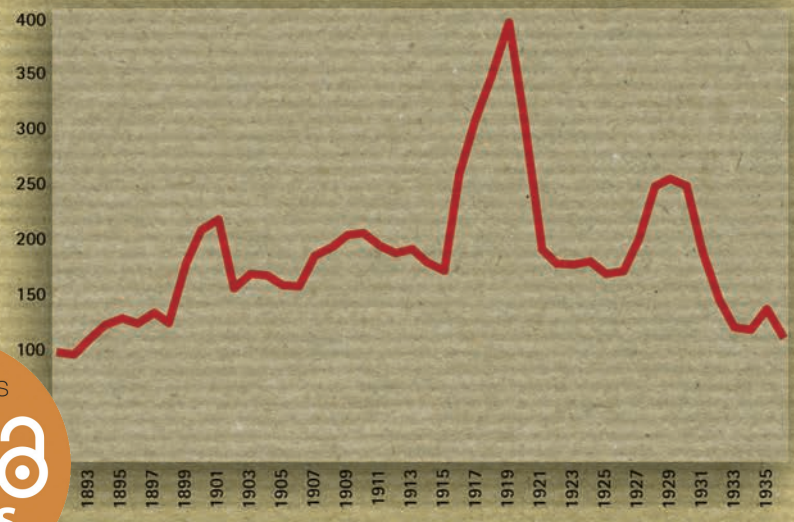
Fondos digitalizados
Funts digitalizatuak

UPV/EHU

HISTORIA CONTEMPORÁNEA

La Modernización Capitalista:

Ciclos económicos y desarrollo empresarial de Vizcaya entre 1891 y 1936 a través de la Bolsa de Bilbao



ehupress
OPEN ACCESS

Manuel Montero García

eman ta zabal zazu
Universidad del País Vasco
Euskal Herriko Unibertsitatea
ARGITALPEN ZERBITZUA
SERVICIO EDITORIAL

La modernización capitalista

Ciclos económicos y desarrollo empresarial de Vizcaya
entre 1891 y 1936 a través de la Bolsa de Bilbao

La modernización capitalista

Ciclos económicos y desarrollo empresarial de Vizcaya entre 1891 y 1936 a través de la Bolsa de Bilbao

Manuel Montero

eman ta zabal zazu

Universidad del País Vasco
Euskal Herriko Unibertsitatea

ARGITALPEN ZERBITZUA

CIP. Biblioteca Universitaria

Montero, Manuel

La modernización capitalista [Recurso electrónico]: ciclos económicos y desarrollo empresarial de Vizcaya entre 1891 y 1936 a través de la Bolsa de Bilbao / Manuel Montero. – Datos. – Bilbao : Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea. Argitalpen Zerbitzua = Servicio Editorial, [2021]. – 1 recurso en línea: PDF (349 p.). – (Historia Contemporánea ; 30)

Ed. electrónica de la ed. impresa.
Modo de acceso: World Wide Web.
ISBN: 84-8373-827-9.

1. Bolsa de valores – España. 2. Bizkaia – Condiciones económicas – Siglo XIX. 3. Bizkaia – Condiciones económicas – Siglo XIX.

(0.034) 946.015.2”18/19”

© Servicio Editorial de la Universidad del País Vasco
Euskal Herriko Unibertsitateko Argitalpen Zerbitzua

ISBN: 84-8373-827-9
Depósito legal/Lege gordailua: BI - 3353-05

A Aníbal, Antonio, Armando, Beatriz,
Fernando, Isabel, Javi, Juanjo, Juanra,
Kike, Lander, Leo, Txaber y Víctor

Índice

Nota del autor 11

Introducción 13

CAPÍTULO I. **Las ofertas bursátiles y la estructura empresarial de la economía vizcaína** 29

La composición del sector bancario 31
El sector eléctrico en la Bolsa de Bilbao. 32
Los ferrocarriles que cotizan en la Bolsa de Bilbao 33
Las compañías mineras: la expansión del capital bilbaíno 35
Los monopolios. 37
El «corro» de las navieras 38
El mermado desarrollo de los seguros en la Bolsa de Bilbao 40
Los valores siderometalúrgicos: la concentración empresarial. 40
El grupo bursátil «Industrias Varias» 43
Los sectores históricos y los nuevos ramos productivos. 45
La presencia en Bolsa de los distintos sectores. 47
La intensidad relativa de las contrataciones bursátiles 50
Evolución del número de empresas que cotizan en la Bolsa de Bilbao 55

CAPÍTULO II. **Los ciclos económicos entre 1891 y 1936** 63

La representatividad del índice de la Bolsa de Bilbao 64
Cartera de valores a partir de la cual se ha elaborado el índice de la Bolsa de Bilbao 70
Evolución de las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936 . . . 75
La coyuntura bursátil y empresarial 1891-1905: la brusca modernización de la economía vizcaína 78
1906-1914: el funcionamiento *normal* de la Bolsa de Bilbao. 83
1914-1923. Boom y crack de la Bolsa bilbaína 86
1923-1936: el crecimiento económico durante la Dictadura de Primo de Rivera y la crisis empresarial de la II República 94

Algunas características generales del funcionamiento de la Bolsa entre 1891 y 1936 102

Capítulo III. **Estructura económica y funcionamiento empresarial del capitalismo vizcaíno tras la primera fase expansiva** 109

3.1. La estructura del mercado bursátil 110

Composición de la cartera de valores bilbaína entre 1906 y 1914 111
Presencia relativa en Bolsa de los distintos sectores económicos 112
El distinto recurso a la Bolsa de las empresas que cotizan entre 1906 y 1914 115
El análisis de los sectores económicos 119
Los tres bancos bilbaínos y los grupos financieros locales 122
La competencia financiera de otros bancos. El problema planteado por la sucursal bilbaína del Banco Español del Río de la Plata. 126
Otros bancos no vizcaínos en la Bolsa de Bilbao 130
La expansión minera del capital bilbaíno 132
La fragmentación empresarial de las navieras 152
La formación del sector hidroeléctrico 158

3.2. Un mercado sin convulsiones 166

La composición del índice representativo de las sociedades locales . . 166
La elaboración del índice: capitales y ponderación 170
La estructura empresarial de los distintos sectores 173
El valor bursátil de los capitales vizcaínos 176
El índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1914. 179
La rentabilidad de los negocios bilbaínos 181
Evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914 187
La evolución de la siderurgia entre 1906 y 1914: la recomposición del Sindicato Siderúrgico 198
Auge y retracción de los bancos. Los cambios en el sector financiero . . 202
La prosperidad de los negocios hidroeléctricos 207
Los apuros mineros 212
La depresión naviera 216
La normalización de las compañías ferroviarias 221

Apéndices

Apéndice I. *Evolución de la Bolsa de Bilbao. Años en que cotizan las distintas sociedades de los sectores bancario, hidroeléctrico, ferroviario, «monopolios», minero, naviero, siderúrgico e «industrias varias»* 229

Apéndice II. *Cotizaciones en la Bolsa de Bilbao* 239

— Cotizaciones trimestrales medias del periodo 1906-1914. Índice global, índices sectoriales y cotizaciones medias de cada empresa 240
— Cotizaciones trimestrales medias del periodo 1914-1923. Índice global, índices sectoriales y cotizaciones medias de cada empresa. 264
— Cotizaciones trimestrales medias del periodo 1923-1936. Índice global, índices sectoriales y cotizaciones medias de cada empresa. 296

Nota del autor

Este libro es el resultado de una larga historia, que quizás no se refleje en el resultado, pero que debe contarse.

La intención de utilizar los datos de la Bolsa de Bilbao para acercarme al conocimiento del desarrollo económico de Vizcaya arranca de mis primeros años de mi vida profesional, hace ya unas décadas. A ello se debe que muy pronto fichase manualmente las últimas cotizaciones de la Bolsa, según las recogía el *Boletín de Cotización Oficial* entre 1891 y 1936. Anoté, uno a uno, el último precio de cada mes de las distintas series de acciones, obligaciones y fondos públicos. Fue una tarea larga y ardua, pero, como luego se verá, también afortunada, que realicé hace unos 25 años.

Ciertamente, tras concluir aquella labor, durante tiempo la consideré una sobrecarga y de no inmediata utilidad. Carecía por entonces de los conocimientos suficientes para interpretar los datos recogidos, e incluso su propio uso exigía una reflexión y trabajo metodológico que costó lo suyo resolver. Por otra parte, mi orientación profesional me llevó por otros derroteros, e incluso mi tesis doctoral, que abordó cuestiones de historia económica —imprescindibles para conocer el periodo que aquí se estudia y que en aquella época sólo en parte había estudiado la historiografía— soslayó en buena medida la Bolsa de Bilbao.

En la primera mitad de los años noventa volví sobre la cuestión, que fue objeto de algunos artículos y de dos libros. Después, tras dilucidar la cuestión clave de las funciones que en el periodo de referencia cumplía la institución bursátil y despejar los problemas metodológicos, emprendí la que resultó prolija tarea de tratar estadísticamente la voluminosa documentación que muchos años atrás había recopilado, así como la de localizar la que permitiese interpretar las series estadísticas. Estaba tal trabajo avanzado cuando determinadas circunstancias universitarias —me hice cargo de algunas responsabilidades académicas— me forzaron a abandonarlo momentáneamente. Los momentos se convirtieron otra vez en años. Así que cuando concluyeron

tales compromisos retorné a la tarea siempre pendiente y, esta vez sí, pude terminar un estudio emprendido tantos años atrás.

En esta obra abundan —sobreabundan, diría— las estadísticas, especialmente las series de cotizaciones. Aún así, no se han recogido aquí las correcciones de tales series, minuciosas y abundantísimas, que fueron imprescindibles para elaborar los índices sectoriales y globales. Tampoco las ponderaciones que se aplicaron en cada caso, si bien en parte pueden deducirse de algunas partes del texto. De haberse incluido, este libro hubiese alcanzado unas dimensiones que lo hubiesen convertido casi en impublicable. De otro lado, aunque hubiesen satisfecho el prurito del autor, apenas aportarían información añadida al lector y al investigador.

Se ha dicho arriba que fue una circunstancia afortunada que el autor de este libro fichase las series completas de cotizaciones. Creo que esto puede afirmarse con plena seguridad. Unos años después de anotadas, en las inundaciones bilbaínas de 1983 desapareció la única colección completa que existía del *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Bilbao*. De modo que, después de todo, las que aquí se publican son las únicas series completas —reducidas en este libro a medias trimestrales— que se conservan. Confió que al menos esta circunstancia dé algún valor a esta publicación.

Tiene lo anterior otra consecuencia. No toda la documentación que fiché en su día —y que, pese a su valor, no puede reconstruirse por otras fuentes— se incluye aquí. Faltan las series mensuales, las referentes a las obligaciones y a los fondos públicos, de los que tienen particular interés los de las instituciones locales. Pese a que hace tiempo se ha abandonado el gusto por la profusión de datos estadísticos, éstos siguen siendo necesarios para la reconstruir la historia. De modo que habrá que volver sobre el tema, confiesa el autor —que ha dedicado años a trabajar series ingentes de dígitos, con desigual resultado y satisfacción—, no sabe si con el debido entusiasmo o sin él. Confío en que, en su día, prevalezca lo primero.

Manuel Montero

Introducción

El proceso de modernización económica de Vizcaya durante la segunda mitad del siglo XIX y el primer tercio del XX es bien conocido en sus pautas fundamentales. Ha merecido diversas investigaciones, que nos desvelan el funcionamiento del sector minero, la formación y desarrollo de la siderurgia, la construcción de la infraestructura ferroviaria y portuaria o la gestación de la plataforma financiera. A estas alturas, la historiografía no parece cuestionar seriamente la tesis según la cual el *boom* de beneficios mineros acumulados a partir de la última guerra carlista desencadenó, al invertirse, la industrialización acelerada de Vizcaya. El surgimiento de un grupo burgués muy concentrado, la oligarquía vizcaína, con un alto volumen de capitales, provocó alteraciones profundas en la estructura económica provincial, además de cambios en el desarrollo político y social.

Conocemos, pues, las claves históricas que explican la industrialización de Vizcaya, probablemente el fenómeno más importante de la historia contemporánea del País Vasco. La investigación sobre la que se basa este libro se enmarca, precisamente, en la línea de análisis que intenta ahondar en el desenvolvimiento del desarrollo industrial y empresarial iniciado a partir de la extracción del hierro. Pretende avanzar cronológica y temáticamente en el conocimiento del desarrollo empresarial y de los procesos de movilización de capitales, con el fin de mejorar nuestro panorama de la historia del desarrollo capitalista de Vizcaya hasta 1936. Se estudia así la historia económica del desarrollo industrial y empresarial, porque constituye un elemento decisivo para explicar las diversas transformaciones que se produjeron en Vizcaya a fines del siglo XIX y comienzos del XX, pero también para enmarcar los cambios y actitudes políticas, ideológicas, sociales… Las estadísticas, las series de cotizaciones —que abundan en este estudio— no constituyen una finalidad en sí misma, sino que tienen la intención de aportar algunos elementos básicos para la interpretación de otras circunstancias históricas.

Aquí se aborda el desarrollo empresarial de Vizcaya entre 1891 y 1936 desde un nuevo punto de vista y con una nueva metodología: el funcionamiento del mercado de capitales a partir del análisis de las compraventas que se produjeron en la Bolsa de Bilbao y de las cotizaciones que tuvieron las distintas series de acciones objeto de negociación. La finalidad del estudio no es, por tanto, la historia de la institución bursátil, sino la utilización de los precios de los valores mobiliarios para analizar el desarrollo empresarial y los comportamientos capitalistas.

La metodología y el objeto de la investigación son, por tanto, novedosos. Hasta la fecha sólo en contadas ocasiones la historiografía ha acudido a las cotizaciones bursátiles, y en todos estos casos se han utilizado en exclusiva algunas series referidas a determinas empresas para ilustrar sobre las características de una determinada coyuntura (por ejemplo, el *boom* naviero de la I Guerra Mundial), pero no como un soporte fundamental del análisis. En nuestro caso, pretendemos un estudio sistemático, que tenga en cuenta *todas* las cotizaciones de *todas* las series de títulos, con la finalidad de comprender el funcionamiento del mercado de capitales y de reconstruir las expectativas económicas que condicionaron las sucesivas coyunturas.

Esta perspectiva para el estudio de la historia económica presenta desde nuestro punto de vista alguna ventaja para la comprensión del proceso histórico: permite un análisis multisectorial, que tiene en cuenta a los sectores más importantes, pero que incluye también a las actividades aparentemente menos significativas, aunque con peso en el conjunto de las inversiones de capitales. Esta posibilidad tiene particular interés en el caso de la historia económica del País Vasco, y sobre todo de la de Vizcaya. La envergadura y, si se quiere, la contundencia histórica de los fenómenos básicos del proceso de industrialización (la explosión de beneficios mineros, la formación de la industria, concentrada en la margen izquierda del Nervión) ha justificado que los primeros análisis se centrasen en el estudio de la minería y la siderurgia, como resultaba imprescindible para sentar nuestros conocimientos básicos sobre el desarrollo económico del País Vasco. Pero, al mismo tiempo —y probablemente también esto era inevitable— se han relegado otras actividades, cuya aportación no fue en principio tan decisiva.

Parece imprescindible, sin embargo, que demos el paso hacia un análisis multisectorial, que tenga en cuenta a la minería y a la siderurgia o a los ferrocarriles, pero también a la industria hidroeléctrica, a las navieras, a los seguros, a los astilleros, a la formación de empresas diversas… La necesidad resulta tanto más acuciante si se estudia el primer tercio de este siglo, en el que una de las notas básicas del proceso de modernización fue precisamente la diversificación sectorial y la multiplicación de inversiones en diferentes actividades. Los datos de la Bolsa de Bilbao, que incluyen una variada gama de ramas productivas, permiten precisamente esta aproximación multisectorial. Además, proporcionan un dato homogéneo, similar para todos los sectores, pese a que éstos sean heterogéneos, bien diferentes entre sí, a partir del cual

establecer análisis comparados: la cotización, el precio que en cada momento dio el mercado a los capitales invertidos en las distintas compañías, y por tanto en todos los sectores.

Esta aproximación metodológica tiene una segunda virtud que creemos debemos reseñar. Permite seleccionar con criterios no arbitrarios un ámbito empresarial en el que centrar el análisis de nuestra historia económica. La Bolsa constituye, probablemente, la única fuente que proporciona de forma inmediata esta posibilidad. Basta compararla con otras, que también suelen usarse en la investigación histórica. Cabe señalar, por ejemplo, al Registro Mercantil, que recoge todas las empresas que se fundaron (o refundaron) a partir de 1886. Su análisis exhaustivo permite, desde luego, atisbar el impacto de las distintas coyunturas, y constituye un marco de referencia importante. Ahora bien, la formación de empresas que a veces no llegaron a sobrevivir más que unos pocos años, la propia sobreabundancia de información, al recoger noticias de todas las formaciones empresariales, funcionasen o no, desembolsasen o no los capitales que se comprometieron en la escritura fundacional, dificulta el uso de los datos del Registro Mercantil como primer marco de referencia para el estudio de la historia económica.

Las deficiencias que a este respecto tiene esta fuente (los datos del Registro Mercantil) en el País Vasco son bien conocidas, y mayores de las habituales. Se registraron en Bilbao o en San Sebastián compañías foráneas o nacionales, para aprovechar las ventajas fiscales que se derivaban del Concierto Económico, de modo que incluso desde este punto de vista los datos están inflados —si el objetivo es estudiar los comportamientos del capital local—, y sólo tras detenidas comprobaciones puede determinarse el carácter local de cada empresa. En nuestro caso, hemos recurrido al Registro Mercantil para analizar algunas de las inversiones que estudiamos, pero creemos que, al menos en el caso de Vizcaya, no es la mejor fuente a partir de la cual establecer una muestra en la que basar el análisis. Téngase en cuenta que en una economía que dio lugar a que se formaran miles de compañías resulta imprescindible, si se quiere obtener una imagen genérica de la evolución económica, trabajar con muestras abarcables por el análisis. No lo permite, desde este punto de vista, el Registro Mercantil, pues no proporciona, por sí mismo, criterios objetivos con los que seleccionar muestras.

Lo mismo puede decirse de los análisis sectoriales cuyo objeto de investigación viene definido por las noticias de la prensa especializada, de anuarios, o por la localización de sus Memorias anuales o de los archivos empresariales. Tienen, desde luego, un valor de primer orden, pero el ámbito empresarial que se estudia suele estar a veces conducido por el azar (por el hecho fortuito de que una empresa publicase o no Memorias anuales, porque se hayan conservado o no, o porque la prensa tuviese interés en recoger noticias de determinada inversión). En todo caso, los resultados pueden quedar distorsionados por circunstancias casuales o por criterios basados en la arbitrariedad.

El problema no resulta grave —prácticamente no existe— en algunos sectores en los que no proliferaron las empresas y cuya composición íntegra es bien conocida y no particularmente extensa, como sucede con la banca, con los ferrocarriles o con la siderurgia (aunque en este último caso resulta a veces difícil establecer los límites del análisis, si nos referimos a Vizcaya, por la existencia de empresas como la Averly o las fundiciones J. J. Jáuregui, en Astepe, o de Santiago Ibarra, en Ortuella, de envergadura y entidad jurídica bien diferente no sólo a Altos Hornos de Vizcaya, sino también a pequeñas sociedades como Alambres del Cadagua o Tubos Forjados, con las que, sin embargo, comparten algunos puntos comunes).

Pero sí presenta problemas graves en sectores con abundantes compañías (¿caber centrar el análisis de la minería en la Minas de Cala, Argentífera de Córdoba o la Compañía de Alcaracejos, por ejemplo?, ¿o deben excluirse al no trabajar minas vizcaínas, por mucho que estuviesen domiciliadas en Bilbao? ¿Debe llegar la muestra a pequeñas sociedades como la empresa Minas de Prellezo?, ¿qué papel jugaron unas y otras en las inversiones del capital vizcaíno?). Los problemas son muy acusados, también, en los sectores hidroeléctrico o naviero. ¿Basta el estudio de Hidroeléctrica Ibérica y de la Naviera Sota y Aznar, las principales compañías de ambas actividades, para comprender el funcionamiento de una y otra actividad?, ¿o, como parece obvio en sectores caracterizados por la diversidad de iniciativas de distintas dimensiones, para entenderlo resulta imprescindible ahondar en la proliferación de pequeñas y medianas compañías? Pero, en este caso, ¿qué muestra debe elaborarse?, ¿la que nos proporcionan las no muy numerosas series de Memorias que nos han llegado?, ¿o cabe establecer criterios que se refieran al volumen de capital de las distintas compañías? El problema resulta aún más acusado al estudiar las *empresas varias*, inmobiliarias, de espectáculos, alimenticias, químicas y un sinnúmero de compañías de difícil adscripción a homogéneos grupos específicos: fueron cientos las compañías de este tipo que se fundaron, sin que en principio quepa establecer distinciones claras cuales son las que merecen un estudio, al menos en una primer acercamiento.

Tales dificultades, que condicionan nuestras aproximaciones a la historia empresarial, quedan en buena parte resueltas a partir del estudio de la Bolsa de Bilbao. Cuando menos, la serie de compañías cuyas acciones cotizaron en la Bolsa constituyen una muestra homogénea, con una característica común y objetiva —la compraventa de sus títulos— a partir de la cual llevar a cabo el análisis. Atenúa la arbitrariedad al seleccionar la muestra empresarial a partir de la cual reconstruir el desarrollo capitalista de Vizcaya e impiden que circunstancias fortuitas conduzcan el análisis.

Ahora bien: la muestra que proporciona la Bolsa es, como todas las muestras, tan sólo representativa. No figuran en ella todas las empresas que formaron la estructura productiva de Vizcaya, y faltan algunas importantes. No está ninguna de las compañías que extrajeron hierro en Vizcaya y quedan ausentes, por ejemplo, la siderurgia San Francisco o Astilleros del Nervión,

sobre cuyas dimensiones e importancia histórica no es necesario detenerse. ¿Qué ámbito empresarial cotiza en la Bolsa de Bilbao?, ¿qué estudiamos, en realidad, al analizar las cotizaciones bursátiles? La muestra, homogénea, presenta una característica propia: son las empresas que adoptaron la fórmula de la sociedad anónima y que difundieron sus acciones en el mercado. Tales son los límites, y también las virtudes, del ámbito empresarial al que nos vamos a referir aquí. En síntesis, podríamos decir que son las inversiones que adoptaron rasgos modernos, crearon sociedades anónimas (la forma característica del capitalismo industrial para la movilización de capitales) y se dotaron de una base social más o menos amplia (el accionariado) que contribuyó a financiar los negocios promovidos por los empresarios.

Las compañías que cotizaron en la Bolsa no son, pues, toda la economía de Vizcaya, pero sí sus segmentos más modernos y dinámicos, los que adoptaron los comportamientos propios de la nueva economía capitalista. Cabe señalar, también, que la propia (y temprana) existencia de un mercado de capitales caracterizó al desarrollo empresarial de Vizcaya. Desde aproximadamente 1898-99 la Bolsa bilbaína se convirtió preferentemente en un mercado de acciones, esto es, de títulos de renta variable, en un contraste muy acusado con los comportamientos tradiciones de los grupos con recursos económicos. Si hasta esas fechas el capital se movilizaba preferentemente para obtener rentas fijas y seguras (vía Deuda Pública, vía obligaciones emitidas por corporaciones y eventualmente por grandes empresas), desde fines de siglo en Bilbao había un amplio espectro de ahorradores y pequeños y medianos capitalistas, dispuestos a asumir el riesgo de inversiones en títulos de renta variable.

La transformación —que mostramos en *La burguesía impaciente. Especulaciones e inversiones en el desarrollo empresarial de Vizcaya*— creemos que fue trascendental, y el principal síntoma de la rápida (el cambio fue súbito) modernización de la economía vizcaína. Se había atisbado cuando se formaron las primeras sociedades anónimas siderúrgicas, pero se confirmó a partir de 1899 que un creciente público inversor, no formado sólo por empresarios, estuvo dispuesto a comprometer sus capitales en las propuestas inversoras de éstos. Tuvo un triple efecto el fenómeno: aumentó la capacidad de financiación de los empresarios, al dotarles de un instrumento para la movilización de capitales; consolidó el liderazgo de la gran burguesía, con el señuelo de los beneficios económicos; y, sobre todo, generalizó entre los sectores burgueses los comportamientos modernos (el riesgo, el interés variable) propios del capitalismo industrial.

A otra característica de la muestra nos hemos de referir, pues delimita definitivamente el ámbito empresarial analizado. No están todas las actividades propias del aparato productivo de Vizcaya, ya queda dicho; pero, al mismo tiempo, muchas de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Bilbao desbordaban el ámbito local. Bien porque eran compañías nacionales, con sus acciones difundidas por toda España, bien porque tales empresas las ha-

bía creado el capital bilbaíno para trabajar en otras zonas de España, a veces muy lejanas del País Vasco, lo cierto es que la muestra no se corresponde con la estructura productiva de Vizcaya. Lo que recoge la Bolsa, en consecuencia, es el ámbito de sociedades anónimas en el que invirtió, con diversos grados de implicación, el capital bilbaíno. Por razones metodológicas a las que después nos referiremos, nos hemos centrado fundamentalmente entre las empresas promovidas por el capital bilbaíno, en aquellas cuyas acciones tenían en la Bolsa de Bilbao su mercado regulador. En otras palabras, esta investigación queda acotada al conjunto de compañías de responsabilidad limitada cuyas acciones se difundieron en el mercado local y que fueron promovidas por los grupos capitalistas bilbaínos.

Este es, en resumidas cuentas, el objeto de este libro, que plantea a su vez dos cuestiones básicas: ¿qué estructura empresarial creó el capital bilbaíno en las décadas de la modernización económica y qué modificaciones sufrió por el impacto de las distintas coyunturas?, ¿qué ciclos económicos pueden apreciarse en el periodo a que nos referimos, qué ritmos siguieron y cuales fueron sus implicaciones sectoriales? A ambas cuestiones creemos que pueden darse respuesta a partir del análisis de la Bolsa de Bilbao.

A la primera, porque las compañías que cotizan en la Bolsa proporcionan en cada momento una imagen precisa de la estructura económica sustentada por el capital bilbaíno. Al tratase de una muestra no sólo representativa, sino también bien definida, resulta posible reconstruir la evolución estructural, mediante la consulta, claro está, de la amplia información que proporcionan diversas fuentes (Memorias de sociedades anónimas, anuarios económicos y financieros, prensa diaria, revistas especializadas o el propio Registro Mercantil). Dada la relativa homogeneidad de la muestra (las compañía están seleccionadas en virtud de un único criterio, su presencia en las contrataciones bursátiles) se puede, también, llevar a cabo un análisis comparado, que contraste la distinta cuantía de las inversiones de cada sector, las dimensiones características de las empresas promovidas por el capital bilbaína, la diferente rentabilidad de las inversiones e, incluso, la existencia de distintos grupos empresariales.

Pero, con ser interesante el análisis estructural, quizás la principal aportación del análisis bursátil la constituye la reconstrucción de los ciclos económicos y de las sucesivas coyunturas. El punto de partida lo constituyen, evidentemente, las cotizaciones, los precios que alcanzaron los títulos. No es éste el lugar para analizar qué factores contribuyeron a formar tales precios, pero, en conjunto, sí puede afirmarse que la secuencia de las cotizaciones refleja la evolución de las expectativas empresariales. Al fin y al cabo, en el proceso por el que se fijaban las cotizaciones (los precios que en cada momento tuvieron los títulos) influían desde la rentabilidad de la empresa en cuestión, hasta las evaluaciones sobre su futuro, la abundancia o escasez de dinero, las circunstancias políticas, la política económica que diseñó el Gobierno, el impacto de la especulación o, eventualmente, la propia conflicti-

vidad social. Se cotizaban las expectativas empresariales, y lo hacían a partir de una variada gama de circunstancias. Por esto mismo, las series de estos precios equivalen también a la secuencia que siguieron las evaluaciones de las inversiones. En suma, representan adecuadamente la evolución de las coyunturas económicas.

Pero la Bolsa no fue sólo testigo de la evolución empresarial. Fue también parte, incluso parte sustancial en los procesos de movilización de capitales. Lo fue desde que la difusión de las acciones en el mercado se convirtió en un elemento clave de la nueva economía industrial. De ahí que las distintas coyunturas bursátiles enmarquen las condiciones en que tendrían que realizarse las inversiones y que definan las posibilidades del desarrollo empresarial.

Este estudio aborda el periodo 1891-1936. Para buena parte de esta fase (en particular a partir de 1905) son aún escasos, aunque valiosos, los estudios referidos a Vizcaya que, lógicamente, se han centrado en los momentos del despegue industrial, en el último cuarto del siglo XIX y primeros años del XX. La propuesta consiste, por tanto, en trazar, en sus líneas generales, los procesos económicos que siguen a la industrialización vizcaína de las postrimerías del XIX y continúan durante el amplio periodo que incluye la I Guerra Mundial, la Dictadura de Primo de Rivera y el impacto de la crisis del 29 durante la II República.

En conjunto, puede definirse como la fase en que la economía industrial de Vizcaya, creada antes de 1900, se moderniza. Diversifica sus estructuras empresariales y se afirma como el principal poder financiero y siderúrgico de España, al tiempo que el capital local desborda los límites provincial y comienza a convertirse en un *capital nacional*, en la medida que se amplia su irradiación y sus expectativas las definen conjuntamente circunstancias que se dan en toda España. Resulta cuestión básica averiguar qué ritmo siguió ese proceso y qué características tuvieron las nuevas estructuras productivas. Creemos que, al menos, el análisis bursátil de la evolución empresarial permite sentar sus pautas básicas.

Cuestiones metodológicas

La Bolsa de Bilbao se fundó en 1891. Su primera sesión tuvo lugar el 7 de febrero de 1891. Desde esta fecha funcionó, sin interrupciones dignas de mención —tan sólo algunas jornadas de graves conflictos sociales dejó de operar—, hasta el 17 de julio de 1936. Constituye, pues, un periodo muy amplio, de funcionamiento estable del mercado de valores. Para todos estos años hemos consultado minuciosamente información precisa sobre el comportamiento del capital bilbaíno. La recoge el *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Comercio de Bilbao*, una publicación diaria, que recogió todos los precios a que se contrataron los valores, y cuya serie completa, por

desgraciada, ha desaparecido actualmente. En esta abundantísima información centraremos nuestro análisis. Su tratamiento estadístico plantea algunos problemas metodológicos, que abordaremos aquí.

Ahora bien: antes de utilizar sistemáticamente las cotizaciones bursátiles procedimos en su día a un estudio previo, imprescindible para enmarcar tales datos. Se refiere a qué funciones ejercía la Bolsa y cuál era su papel en la economía vizcaína, en el estudio de los orígenes de la Bolsa bilbaína, hasta su consolidación como el mercado de valores mobiliarios, a la que se llegó entre 1897 (cuando se normalizó, al regularse la relación ente el mercado libre y el mercado oficial) y 1910, cuando ya la hegemonía de la Bolsa en el intercambio de títulos era indiscutible. ¿Qué sentido tuvo la fundación de la Bolsa de Bilbao?, ¿por qué se creó? Es cuestión de interés, máxime si se tiene en cuenta que hasta 1925 la Bolsa de Bilbao y la de Madrid fueron las dos únicas Bolsa oficiales que hubo en España, y que la de Bilbao, frente a la de Madrid, no tenía como objetivo prioritario la comercialización de los valores públicos.

El estudio de la formación de la Bolsa de Bilbao constituye, por tanto, el punto de partida del análisis de las funciones que cumplió el mercado bursátil. ¿Para qué sirvió la Bolsa? Con el fin de averiguarlo estudiamos las operaciones realizadas por mediación de un Agente de cambio y Bolsa a lo largo de una década. Resumimos aquí los resultados de tal investigación, pues enmarcan adecuadamente el estudio que se recoge en este libro.

El análisis del tipo de operaciones y de los compradores y vendedores permitió sentar que la Bolsa cumplía una doble función.

En primer lugar, el mercado de títulos mobiliarios posibilitaba adquirir y realizar carteras de valores, en operaciones que no implicaban nuevas inversiones empresariales, pero que sí resultaban decisivas para la gestión de las fortunas personales y para mantener el respaldo de los accionistas a las sociedades anónimas.

Junto a lo anterior, desde los años noventa sirvió para canalizar inversiones hacia las empresas, por una doble vía: muy excepcionalmente, por la suscripción pública de acciones directamente ofertadas al mercado por la empresa emisora; y, con mayor frecuencia, gracias a la paulatina colocación en el mercado de títulos tomados en firme por bancos o por grandes capitalistas, que los vendían fragmentándolos en pequeños paquetes, cuando lo permitían las circunstancias. De una forma u otra, la consolidación de un mercado de valores, en el que habitualmente se comerciaba con títulos mobiliarios, se convirtió en un soporte básico de la economía empresarial vizcaína, y, eventualmente, en el instrumento que aseguraba los mecanismos por los que se movilizaban los capitales, se recurriese o no a la suscripción pública de valores.

Desde este punto de vista, pues, tienen marcado interés histórico las cotizaciones que proporciona el *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Comercio de Bilbao*.

Esta investigación continúa el estudio de los primeros quince años de la historia de la Bolsa bilbaína, cuyos resultados quedaron expuestos en el li-

bro *La burguesía impaciente*.... Tal análisis permitió afrontar algunos de los problemas metodológicos que se derivan de la utilización histórica de los datos bursátiles y que quedaron parcialmente resueltos, y planteaba otros que creemos se solventan aquí. De esta forma, si bien el punto de vista de este estudio son las cotizaciones que se produjeron entre 1891 y 1936, aquí se estudian particularmente las series correspondientes a los años 1906-1936, aunque se tienen en cuenta los resultados globales y los índices genéricos de los años 1891-1905, publicados en la obra mencionada.

Como primer paso para llevar a cabo esta investigación, fichamos las últimas cotizaciones mensuales de todas las series de acciones que se comerciaron en la Bolsa de Bilbao. Como cabe suponer, forma un enorme volumen de información, pues al fin y al cabo estamos ante una información que abarcará en este estudio entre 1906 y 1936 un total de 31 años, 372 meses. Se refiere, además, a 235 sociedades anónimas diferentes, que éste fue el número de las que llegaron a cotizar entre 1906 y 1936.

Esta información permite, lógicamente, reconstruir la evolución bursátil de todas estas compañías, así como analizar de forma precisa el impacto que sobre cada una de ellas tuvieron las distintas coyunturas. Ahora bien: la propia abundancia de información exige un detenido tratamiento estadístico, con el fin de que permita reconstruir de forma fidedigna los ciclos económicos y de que sea posible realizar un análisis contrastado de los comportamientos globales del capital bilbaíno.

Ciertamente, podríamos haber reducido sustancialmente el volumen de información, ateniéndonos sólo (como se ha realizado algunas veces) a las últimas cotizaciones anuales. Pero este procedimiento, creemos, no hubiera permitido un análisis sistemático del mercado de capitales ni del desenvolvimiento de cada coyuntura empresarial. Además, hubiera introducido innecesariamente un factor aleatorio, por la posibilidad de que la última cotización anual estuviese condicionada por circunstancias irregulares, distintas a las que habitualmente regulaban al mercado, cuestión que sólo podía salvarse a partir de una información que recogiese la evolución genérica de cada valor. Sólo así podremos, además, apreciar cómo se comportan las expectativas empresariales en los procesos especulativos o cuando se producen circunstancias características del periodo, como las luchas de precios en el sector siderúrgico o las breves, pero esenciales, fases de alzas de los precios mineros o de las bruscas fluctuaciones típicas de los fletes navieros.

En todo caso, para abordar inicialmente el tratamiento de las series de cotizaciones, y reducirlas a un volumen más accesible al análisis, hemos elaborado series compuestas por las medias trimestrales de cada valor, calculadas a partir de las últimas cotizaciones mensuales. Es la información que se expone en el Apéndice.

El tratamiento de estos datos ha exigido algunas correcciones sobre las cotizaciones que expresamente figuran en el Boletín de Cotización Oficial. Han constituido la primera dificultad a la hora de elaborar estas series. Se

debe a que la información que proporciona el Boletín no es homogénea. Pueden distinguirse dos grandes etapas en su confección, y cada una plantea sus propios problemas. Hasta 1916 el Boletín expresaba habitualmente la cotización en porcentajes sobre el capital nominal de cada acción. Esto es, una cotización de 150 quería decir que la acción se vendía al 150% de su valor nominal. Como por lo común (pero no siempre) la acción valía 500 ptas., suponía un precio real de 750 ptas. Pero, en todo caso, hemos preferido trabajar con cotizaciones porcentuales, que, lógicamente, resulta el único baremo útil para unificar los precios de acciones que podían tener valores diferentes, por mucho que predominasen las de 500 ptas. Ahora bien: entre 1891 y 1916 no todas las acciones se cotizaban en porcentajes. Para aquellas que no estaban plenamente desembolsadas, se consignaba su precio en pesetas. En estos casos ha sido preciso comprobar el valor nominal desembolsado en cada año por cada una de las empresas afectadas. A partir de tal baremo hemos calculado la cotización porcentual, para los casos en los que era necesario integrarlas en un índice homogéneo.

Mayores son los problemas que se plantean a partir de 1916. Desde este año, y por la complejidad que alcanzó la contratación bursátil durante la I Guerra Mundial, la Junta Sindical optó porque en la Bolsa de Bilbao se cotizase en pesetas. Así, el Boletín de Cotización Oficial expresa el precio total de las acciones, no el porcentual. La medida ha complicado extraordinariamente el análisis, máxime cuando, además, no todas las acciones se cotizaban de esta forma. Las series que estaban también admitidas a la contratación oficial en la Bolsa de Madrid —sucede así, por ejemplo, con Altos Hornos de Vizcaya— seguían cotizándose por sus valores porcentuales. Lógicamente, para los análisis que contrastan los comportamientos de varias empresas hemos reducido todas las cotizaciones a un valor homogéneo, esto es, a sus precios porcentuales. La tarea ha sido particularmente ardua, pues ha sido preciso comprobar el valor nominal desembolsado en cada momento, así como el nominal de cada acción, para un periodo en el que si la norma eran las acciones de 500 ptas., abundan —sobre todo entre las navieras— las de otros precios (hubo varias series de acciones de 15, 200, 250, 475 o 1.000 ptas.). Por eso, en el apéndice se recogen en precios porcentuales sobre su valor nominal las cotizaciones de los valores que se han utilizado para elaborar los índices, mientras que para los restantes se consignan los precios tal y como figuran en el Boletín de Cotización Oficial.

Como es obvio, para el análisis retrospectivo de las coyunturas económicas resultaba imprescindible elaborar índices representativos. Su confección ha presentado algunos problemas específicos. El primero era establecer la fórmula a partir de la cual reconstruir la evolución de la Bolsa de Bilbao. Se trataba de elegir un procedimiento que facilitase la interpretación histórica y que comprendiese al mayor número de valores posibles, para que el índice reflejase los comportamientos globales y sectoriales del capital bilbaíno, y no estuviese decisivamente afectado por los concretos problemas empresaria-

les de una compañía o de un reducido número de sociedades. Hay que señalar que la elaboración de un índice bursátil de utilidad para el análisis histórico carece de antecedentes. Y no era posible de forma inmediata la aplicación de las fórmulas que se emplean actualmente para la confección de los índices bursátiles, pues están concebidos sobre todo como información a los inversores, y no es éste un criterio que asegure su utilidad para el análisis histórico.

Hemos rehuido por ello las fórmulas actuales, que por lo común ponderan el peso de cada valor según el volumen de contratación. Es posible aplicarlo a la reconstrucción histórica —aunque con dificultades, pues a veces desconocemos el volumen contratado en cada título—, pero de escaso valor para la interpretación, pues sobrevalora, lógicamente, los títulos objeto de mayor compraventa, y relega, casi arbitrariamente, aquellos que, por razones diversas, apenas se contrataron.

En cada uno de los sectores considerados, el índice se ha elaborado como una media ponderada a partir del volumen de capitales nominales que representaba cada título. El índice representa, por tanto, el valor bursátil medio, con referencia al punto de partida, de una cartera de valores cuya composición tuviese la misma distribución en capitales que la que presentasen todas las compañías integradas en el índice.

De este procedimiento se derivan algunas dificultades, que es preciso comentar. En primer lugar fuerza a prescindir de las empresas nacionales en las que el capital vizcaíno sólo tuvo una participación, cuyo porcentaje desconocemos. Su inclusión en el índice llevaría a distorsionar los resultados, al tenerse que decidir arbitrariamente su coeficiente de ponderación. En este estudio hemos dejado a un lado, por tanto, este ámbito empresarial, si bien en investigaciones posteriores será posible utilizar tales datos para elaborar una serie con la que contrastar los aquí obtenidos. Hemos optado, así, por prescindir al confeccionar el índice de valores como el Banco de España, Compañía Arrendataria de Tabacos o la Unión Resinera Española, compañías nacionales en las que el capital vizcaíno tenía sólo una participación. Nuestro índice se refiere exclusivamente a las empresas promovidas por el capital local, que tenían en la Bolsa de Bilbao su mercado regulador (aunque, obviamente, parte de sus acciones estaban difundidas en toda España).

Pero la elaboración de los índices bursátiles presenta una dificultad metodológica de mayor envergadura, y que es fundamental tener en cuenta para su utilización como testigo de las distintas coyunturas económicas. Proviene de las profundas variaciones que experimentó la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936. La continua incorporación de nuevos títulos y las frecuentes ampliaciones de capital hacen que los índices elaborados exclusivamente con los criterios arriba enunciados proporcionen series discontinuas y heterogéneas, que apenas reflejarían el comportamiento del mercado. Por ejemplo, la media ponderada de las acciones hidroeléctricas era a comienzos de 1909 de 152,9, en una muestra compuesta por las compañías Hidroeléctrica Ibérica e

Hidráulica del Fresser. Pero desde este año cotizó también la Unión Eléctrica Vizcaína, que lo hico a 142. Su inclusión en el baremo representativo de la evolución de las hidroeléctricas por este valor haría caer el índice, sin que esta baja se correspondiese con un similar comportamiento del mercado. Un índice así elaborado reproduciría la marcha de la evaluación global de los capitales bursátiles, pero no sería indicativo de la evolución económica, no sería barómetro de la coyuntura, y, por tanto, no tendría utilidad para estudiar la trayectoria que siguieron los comportamiento de los capitales representados por la Bolsa de Bilbao. En suma, apenas tendría valor para el análisis histórico, pues no nos acercaría a la marcha de las expectativas inversoras ni permitiría comparar las distintas alternativas. Y, de otro lado, no parece conveniente prescindir de las compañías que paulatinamente fueron incorporándose a la Bolsa, pues equivaldría a no tener en cuenta un gran número de empresas y el índice sólo representaría la evolución de las sociedades creadas durante los primeros años.

Constituye el anterior un problema grave para analizar una Bolsa en formación, como era la de Bilbao en el periodo que estudiamos, que experimentó un gran desarrollo y profundas variaciones estructurales, que pasó de poco más de una docena de títulos diferentes a casi un centenar en sólo 20 años.

Para salvar este inconveniente, hemos optado por un índice de elaboración más compleja, pero que, creemos, permite utilizarlo como testigo de la coyuntura. A tal fin, los que presentamos son índices corregidos. En ellos la ponderación se realiza, efectivamente, teniendo en cuenta el valor nominal de los títulos representados, pero sin que repercuta en la trayectoria de la serie la incorporación de nuevos valores, su desaparición, o las variaciones de capital. Para ello, el valor de la primera presencia de un título en la Bolsa se equipara al del índice calculado sobre los demás títulos del sector al que pertenece. A partir de esta evaluación se reelabora la serie representativa del título en cuestión, con vistas a su inclusión en el índice. Similar procedimiento se sigue para las variaciones de capital que exigen cambios en la ponderación.

De esta forma, los distintos índices sectoriales y generales representan la evolución de una cartera hipotética cuya composición reproduce la estructura de la Bolsa de Bilbao y cuyas variaciones siguen las tendencias del mercado. Las incorporaciones de nuevos títulos equivaldrían, en el índice, a la reinversión de la parte de la cartera. Así, un índice 200 quiere decir que la evaluación de los capitales se había duplicado con respecto al año base, si la composición de una cartera de valores hubiese evolucionado como lo hacía la estructura de los capitales representados por la Bolsa.

Una última cuestión metodológica debe plantearse. Entre 1906 y 1936 cotizaron en la Bolsa de Bilbao 235 empresas, pero no lo hicieron simultáneamente ni con la misma intensidad. Muchas figuraron en la Bolsa sólo un breve número de años, y abundaron las que cotizaron sólo de forma esporádica, de forma que no es posible reconstruir a partir de sus precios bursátiles

una serie continua que recoja los cambios coyunturales y que sea representativa de algún periodo.

Por esa razón, a la hora de elaborar el índice de la Bolsa hemos seleccionado una muestra, diferente para cada uno de los tres periodos que hemos distinguido tras analizar las variaciones estructurales de la Bolsa. Son, sucesivamente, los años 1906-1914, 1914-1923 y 1923-1936.

Para el periodo 1906-1914 la muestra que compone el índice de la Bolsa de Bilbao la forman las compañías que presentan contrataciones cinco o más años, aunque excepcionalmente se han integrado compañías que figuran sólo los tres o cuatro últimos años de la serie, pero que desde su aparición en Bolsa cotizan con asiduidad y figurarán después en nuestros índices.

Para los años 1914-1923 se integran en el índice las compañías que cotizan cinco o más años, esto es, cuando menos la mitad del periodo. Por las especiales circunstancias de estos (*boom* bursátil hasta 1919, retracción posterior), no se da el caso anterior, de incorporación a la Bolsa de nuevas compañías en los últimos años.

Durante los años 1923-1936 la muestra a partir de la cual se ha elaborado el índice la componen las compañías que cotizan ocho o más años.

En total, llegan a integrar el índice la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936 un total de 77 compañías. Su relación y nivel de representatividad queda explicado en el capítulo correspondiente. De momento, vale reseñar que, en conjunto, su representatividad puede considerarse alta, por su número y por el volumen y diversidad de los capitales que suponen tales sociedades anónimas. A continuación expondremos algunos de los procedimientos utilizados para los cálculos:

1. Se han elaborado para cada periodo índices sectoriales correspondientes a ocho ramos productivos, respetando, en la medida de lo posible, la misma clasificación con que los agrupaba el Boletín de Cotización oficial. Son los siguientes: bancos, eléctricas, ferrocarriles, minas, navieras, seguros, siderurgias e «industrias varias».
2. Los índices sectoriales se han confeccionado aplicando a cada empresa el coeficiente de ponderación que se corresponde con el peso de sus capitales en el conjunto de la muestra, medida en capitales nominales.
3. La incorporación al índice de una compañía que no figura en el punto de partida se ha realizado corrigiendo la serie de sus cotizaciones y equiparando su punto de partida al baremo que presenta el índice durante el trimestre en que cotiza por vez primera. Así, el baremo representativo de cada sector no corresponde a la media ponderada de las cotizaciones que presentan las compañías que componen el índice, sino, como consecuencia de las correcciones introducidas, el valor medio que alcanzan cada trimestre con respecto al punto de partida, si las sucesivas variaciones en la composición de la muestra no implica-

sen cambios en su valor global, y éstos se debiesen sólo a las fluctuaciones de los precios bursátiles.

4. No todas las compañías seleccionadas cotizaban con continuidad en Bolsa, faltando a veces precios durante tres o más meses. En estos casos, hemos mantenido como valor representativo de la sociedad en cuestión durante estos vacíos a su última cotización, que era la que en el Boletín de Cotización Oficial —y en la percepción de los mercados— reflejaba el valor de la empresa en tanto no se produjese una nueva compraventa.
5. Para enlazar las series correspondientes a los distintos periodos (en este caso 1891-1905, 1906-1914, 1914-1923 y 1923-1936) se han corregido las series sucesivas con la misma lógica ya enunciada, de forma que el punto de partida del nuevo periodo equivale al dígito final representativo de la serie anterior.
6. A partir de las series sectoriales se han elaborado índices globales. La ponderación se ha realizado, también, a partir de los capitales nominales que en conjunto presentaban los distintos sectores.
7. Por último, a partir de las medias trimestrales de las distintas series se han elaborado índices conforme a medias anuales.

La confección de los índices bursátiles resulta, por tanto, compleja. Era necesario, sin embargo, proceder de esta manera si se quería tener índices fiables y representativos, susceptibles de una interpretación histórica de la evolución de la Bolsa de Bilbao.

El índice global es el producto, por tanto, de varias medias ponderadas, en las que cada uno de los 77 valores ha requerido a su vez un tratamiento individualizado, introduciendo correcciones sucesivas y refiriendo sus precios a cotizaciones porcentuales.

Pese a lo complejidad de estos cálculos, a veces muy laboriosos, creemos que nuestro índice representa adecuadamente la evolución que tuvieron los precios de las acciones en la Bolsa de Bilbao. El índice global, referido a 1891, refleja las variaciones en el valor de la cartera de títulos representativos de las sociedades anónimas bilbaínas que difundían sus acciones en el mercado, si esta cartera hubiese ido variando su composición y diversificando las inversiones, conforme lo hacía la estructura empresarial.

En esta obra se exponen, primero, los cambios en la estructura del mercado bursátil de Bilbao, y, segundo, la evolución del índice general, explicando sus principales características y determinando el impacto de los sucesivos ciclos económicos.

Por último, hemos realizado el estudio pormenorizado de un periodo específico, el comprendido entre 1906 y 1914, para comprobar, a partir de las muestras seleccionadas, cuál era el carácter y funcionamiento de la economía vizcaína o, mejor —puesto que se incluyen empresas que trabajan fuera de la provincia— del aparato productivo gestado por el capitalismo bilbaíno. La

conformación e interrelación de los Consejos directivos, el contraste de rentabilidades o los mecanismos financieros informan del funcionamiento normalizado de este ámbito económico.

Para este análisis hemos elegido tales fechas por diversas razones. La serie corresponde a una fase de «tranquilidad bursátil» —pese a su brevedad, el más largo del periodo 1891-1936—, sin convulsiones graves, grandes presiones alcistas ni crisis intensas. A la altura de 1906 se había consumado el proceso industrializador en sus grandes pasos y llevado a cabo la primera gran expansión empresarial, la que terminó en 1901. En conjunto, había concluido, también, los efectos de la crisis que siguió a este *boom* inversor. Resultaba posible, por tanto, comprender en tales años la lógica interna de la economía presidida por el capital bilbaíno antes de las convulsiones que por motivos excepcionales se producirían tras 1914. ¿Este estudio de un breve ciclo económico puede servir como punto de partida para el análisis de los siguientes? Es posible. En cualquier caso, creemos, tiene validez por sí mismo, sin desechar que pueda utilizarse como arranque para el conocimiento de otros periodos.

1

Las ofertas bursátiles y la estructura empresarial de la economía vizcaína

Entre 1906 y 1936 cotizaron en la Bolsa de Bilbao las acciones de 235 compañías diferentes[1]. De esta forma, durante el primer tercio del siglo el recurso al mercado de valores mobiliarios fue adoptado por un amplio abanico de empresas, que incluyen, como veremos, las más significativas en el desarrollo de la economía conformada en torno a los capitales vizcaínos. Debe señalarse, por otra parte, que no todas estas compañías radicaban en Bilbao, pues encontramos también sociedades cuyas acciones tenían un mercado regulador diferente a la Bolsa de Bilbao. Esta presencia constituye, no obstante, un buen síntoma de las inversiones del capital local en actividades cuyo marco desbordaba el ámbito de Vizcaya.

Dado el gran número de compañías que formaron parte de los estadillos del *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Bilbao* puede considerarse que el mercado bursátil se convirtió, en propiedad, en un elemento fundamental del mundo capitalista de Bilbao. Las principales iniciativas empresariales tuvieron su acogida en las operaciones de compraventa de valores. Las 235 compañías a que nos referimos componen, a su vez, una amplia y representativa muestra, que permite caracterizar las inversiones de la economía capitalista vizcaína y las pautas que presidieron su desarrollo.

La distribución sectorial de las compañías a que nos referimos —prescindiendo, de momento, de los capitales que representaban y de los años en que entraron a formar parte de la oferta bursátil, y, eventualmente, de su desapa-

---

[1] Este capítulo está basado en el análisis estadístico de las empresas cuyas acciones cotizaron en la Bolsa de Bilbao, según los datos del *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Comercio de Bilbao* entre 1906 y 1936 (el periodo 1891-1905 quedó analizado en Montero, M.: *La burguesía impaciente. Especulaciones e inversiones en el desarrollo empresarial de Vizcaya*, Bilbao 1994). Se han tenido en cuenta las compañías que cotizan cada año y se han clasificado respetando los criterios de agrupación sectorial que seguía el propio *Boletín*.

rición de los estadillos del Boletín de Cotización Oficial— constituye por sí misma una buena aproximación al tipo de economía que se creó en Vizcaya en las primeras décadas de este siglo.

La constatación del número de sociedades que cotizaba en cada sector constituye un exponente de la diversidad de las inversiones bilbaínas. El BCO distinguía ocho grupos diferentes de empresas y un noveno que agrupaba bajo el epígrafe «industrias varias», cuya denominación y conformación mantenemos aquí. Pues bien: el cuadro siguiente refleja una gran diversidad de campos de actividad, no concentrada en los sectores históricos de la economía vizcaína. Destaca, en particular, la fragmentación empresarial de dos actividades, las compañías navieras y las navieras y el elevado número de empresas a las que se incluye en «industrias varias».

Empresas en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936	
Bancos	20
Eléctricas	30
Ferrocarriles	17
Mineras	36
Monopolios	3
Navieras	46
Seguros	5
Siderúrgicas	18
Varias	60
Total	235

Por contra, los sectores tradicionales de la economía vizcaína, los que habían concentrado la inversión durante el siglo XIX (los ferrocarriles, la siderurgia, los bancos), presentan sólo un reducido número de sociedades.

Distribución porcentual de los sectores presentes en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936

Empresas en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936	
Bancos	9%
Eléctricas	13%
Ferrocarriles	7%
Mineras	15%
Monopolios	1%
Navieras	20%
Seguros	2%
Siderúrgicas	8%
Varias	25%
Total	235-100%

Así, pues, las «industrias varias» suponían la cuarta parte de las ofertas en valores de renta variable que en conjunto tuvo el capital bilbaíno (ateniéndonos, obviamente, a las distintas series emitidas, y prescindiendo de su valor en pesetas), y entre «varias», «navieras» y «mineras» se alcanzaba el 60% del total.

La composición del sector bancario

En la Bolsa de Bilbao cotizaron en total 20 bancos diferentes. Eran los siguientes:

Banco de Bilbao
Banco de Vizcaya
Crédito de la Unión Minera
Banco Vasco
Banco Agrícola Comercial
Banco Urquijo Vascongado
Banco de Vitoria
Banco Guipuzcoano
Banco de Burgos
Banco de Cartagena
Banco de Gijón
Banco Asturiano
Crédito Industrial Gijonés
Banco de España
Banco Hispano Americano
Banco Hipotecario Español
Banco Español de Crédito
Banco Central
Banco Popular de Previsores del Porvenir
Banco Español del Río de la Plata

Comparando con lo que sucede en los sectores minero y naviero, puede hablarse de concentración empresarial en el grupo bancario, habida cuenta de que su número de compañías era sustancialmente menor y de que, como puede apreciarse en la relación de bancos que cotizaron en la Bolsa de Bilbao, en su gran mayoría eran sociedades que no radicaban en Vizcaya. El servicio crediticio, pues, no generó en Vizcaya un gran número de empresas, sino que en lo sustancial lo desarrollaron los bancos que existían ya a fines de 1901, esto es, los Bilbao, Vizcaya y Crédito de la Unión Minera.

Tiene sin embargo marcado interés la muestra. Comprende, además de los tres bancos citados, otras entidades locales que tuvieron una corta vida, pero que señalan la participación esporádica de otros grupos en el sector (Banco Vasco, Banco Agrícola Comercial). Además, son numerosos los ban-

cos locales no vizcaínos que tuvieron presencia en la Bolsa bilbaína, tanto del País Vasco (Banco Guipuzcoano y Banco de Vitoria), de Asturias (Gijón, Asturiano y Crédito Industrial Gijonés) y de otras zonas (Burgos y Cartagena). Por último, fue muy nutrida la presencia de bancos de carácter nacional, con sede en Madrid, desde el Banco de España a la filial local del Banco Urquijo, pasando por el Hispano Americano, Hipotecario Español, Español de Crédito, Central y Popular, así como un banco de capital en gran parte extranjero, el Español del Río de la Plata.

La muestra de bancos presentes en la Bolsa de Bilbao permite sentar que el capital bilbaíno estuvo presente, además de en las entidades de crédito locales, en un amplio elenco de instituciones: en los pequeños bancos que se crearon en su entorno y hasta en plazas aisladas lejanas a Vizcaya; y en los principales bancos nacionales.

El sector eléctrico en la Bolsa de Bilbao

Durante el primer tercio del siglo esta actividad novedosa —cuya acta de nacimiento hay que situarla en 1900-1901, cuando se crearon las primeras grandes compañías hidroeléctricas— alcanzó amplia envergadura y personalidad propia en la Bolsa de Bilbao. Llegaron a cotizar acciones de 30 sociedades diferentes (hay que señalar, no obstante, que el BCO incluía a cuatro que no eran en propiedad empresas hidroeléctricas, aunque estaban relacionadas con esta actividad: Construcciones Electro Mecánicas, León Industrial, Instaladora General y Volta).

En su mayor parte, las compañías hidroeléctricas de este grupo prestaban sus servicios fuera del País Vasco, abasteciendo de electricidad a muy diversas localidades, dispersas por toda la geografía española. No es casual, sin embargo, el elevado peso que este sector alcanzó en la Bolsa de Bilbao. Y es que el capital vizcaíno participó activamente en la promoción de empresas hidroeléctricas en toda España: en sus Consejos Directivos y en su gestión técnica y empresarial la participación del capital vizcaíno fue decisiva. También lo fue la promoción por parte de un banco local, el Banco de Vizcaya, que en propiedad ostentó el protagonismo en la fundación de hidroeléctricas en toda España.

Las 30 compañías eléctricas a que nos referimos fueron las siguientes:

Construcciones Electro Mecánicas
Cooperativa Eléctrica Madrid
Distribuidora Eléctrica Guipuzcoana
Electra de Bedia
Electra de Viesgo
Electra Irurak Bat
Electra Recajo
Electra Tranvía Eléctrico Bilbao-Durango

Eléctrica del Nervión
Eléctrica Hidráulica Alavesa
Eléctrica Industrial Española
Eléctrica Valenciana
Eléctricas Reunidas de Zaragoza
Electro Vasco Montañesa
Eléctrica Industrial Vizcaína
Hidráulica del Fresser
Hidráulica Española
Hidráulica Santillana
Hidroeléctrica Ibérica
Hispano Americana de Electricidad
Instaladora General
León Industrial
Mengemor
Productora Fuerzas Motrices
Saltos del Alberche
Saltos del Duero
Unión Eléctrica de Cartagena
Unión Eléctrica Madrileña
Unión Eléctrica Vizcaína
Volta

En la serie cabe destacar que junto a las más importantes empresas hidroeléctricas nacionales estaban pequeñas compañías locales, a veces dedicadas exclusivamente a la explotación de pequeños saltos de agua y al abastecimiento a algunas localidades o a determinadas empresas.

Los ferrocarriles que cotizan en la Bolsa de Bilbao

El sector ferroviario había sido durante la segunda mitad del siglo XIX el que había concitado el mayor atractivo para la formación de compañías de responsabilidad limitada: se formaron numerosas empresas ferroviarias, que eran por lo común sociedades anónimas. Fue la única actividad del País Vasco en la que esto ocurrió, pues incluso en el ramo financiero funcionaron varias casas de banca que no tenían este estatus; en los ferrocarriles vascos del XIX sólo podrían contarse dos excepciones, de alcance limitado desde el punto de vista empresarial: el Ferrocarril de Triano que construyó la Diputación y la pequeña vía minera que tendió Mac Lennan en Muskiz, hasta el embarcadero de Cobarón.

La necesidad de congregar amplios capitales explica que los ferrocarriles adquiriesen siempre el aspecto de una empresa colectiva. Pero el que representaba por antonomasia el medio de comunicación moderno había perdido su atractivo empresarial ya a comienzos del XX. Bien por la saturación de vías férreas, bien por la limitada rentabilidad de las que existían, y en todo

caso por la escasa capacidad de generar nuevas expectativas por parte de una tecnología que se quedaba atrasada (la incorporación de la tracción eléctrica no cambió los términos de la cuestión) apenas se construyeron en el País Vasco nuevas líneas férreas durante el siglo XX. En todo caso, si se excluyen dos ferrocarriles de iniciativa oficial —el del Urola y el Anglo vasco—, tan sólo se completaron con vías no demasiado largas las que existían a la altura de 1900 y se levantaron algunas líneas marginales que no merecen el calificativo de ferrocarril, por mucho que el BCO las incluyera en este grupo. Estas circunstancias explican el escaso número de compañías que aparecen en este sector bursátil, así como su composición. Eran las 17 siguientes:

Ferrocarril Bilbao-Durango
Ferrocarril Bilbao-Portugalete
Ferrocarril Castro Alén
Ferrocarril Cortes Borja
Ferrocarril de la Robla
Ferrocarril Durango-Zumárraga
Ferrocarril Madrid Zaragoza Alicante
Ferrocarril Norte de España
Ferrocarril Santander Bilbao
Ferrocarriles Económicos de Asturias
Ferrocarriles Secundarios
Ferrocarriles Vascongados
Funicular de Archanda
Metro Alfonso XIII
Metropolitano de Barcelona
Sociedad Explotadora de Ferrocarriles y tranvías
Tranvía Bilbao-Durango

En efecto: todas las líneas férreas locales a las que representan estas compañías se habían construido o se estaban construyendo a la altura de 1900. Algunas compañías se constituyeron posteriormente (es el caso de los Ferrocarriles Vascongados, e incluso del Ferrocarril de la Robla, con el nombre y conformación con que trabajó en el XX, tras haberse denominado inicialmente Ferrocarril Hullero de la Robla á Valmaseda), pero eran nuevas formulaciones o fusiones de las compañías que habían levantado las primeras líneas.

El ferrocarril era ya un sector tradicional, incapaz de generar nuevas expectativas empresariales. En nuestra muestra hay algunas excepciones, pero no son relevantes, pues constituían negocios de escaso calado y sólo en el amplio sentido que empleaba el BCO podían admitirse en este grupo: el funicular de Archanda y algunos tranvías. Mención aparte merece el Ferrocarril Castro Alén, de reducidas dimensiones y estricto interés local y sectorial (el transporte de hierro desde los yacimientos más occidentales de las Encartaciones a Castro Urdiales): fue el único ferrocarril minero que cotizó en Bol-

sa, pues fue también el único para el que se constituyó una sociedad anónima vizcaína, toda vez que los demás los construyeron compañías extranjeras.

Por lo demás, este grupo bursátil presenta a las principales compañías nacionales, como cabía esperar habida cuenta de que los ferroviarios constituyeron unos de los valores más difundidos en los mercados bursátiles. Cabe destacar, también, la presencia en la Bolsa bilbaína de algunos de los negocios de transportes característicos del primer tercio del XIX, tales como los metros madrileño o barcelonés.

Las compañías mineras: la expansión del capital bilbaíno

El proceso de industrialización de Vizcaya se había basado en la explotación minera, pero en vano se buscarán en la Bolsa de Bilbao compañías que extrajeran hierro en esta provincia. Tiene su explicación este hecho, en principio paradójico, y caracteriza adecuadamente a la minería vizcaína. Es más: en buena medida explica la dinámica capitalista de la provincia. La extracción del hierro no exigió grandes desembolsos, ni por tanto se llevó a cabo una movilización de capitales a través de sociedades anónimas. La propiedad y la explotación de minas estuvieron en Vizcaya en manos de compañías extranjeras, de empresarios individuales, de grupos familiares o de asociaciones de capitalistas especializados en la saca del hierro antes de agruparse en compañías. En cierto modo, puede afirmarse que las empresas mineras de Vizcaya se formaron *espontáneamente* a partir del propio laboreo del hierro, y que sus capitales los fueron generando las propias ventas de mineral. La explotación del hierro de Vizcaya generó capitales, no necesitó recabarlos en el mercado. De ahí que apenas se formaran sociedades anónimas para extraerlo, mucho menos que sus acciones se difundieran en el mercado.

Debe señalarse, con todo, que sí se crearon algunas sociedades anónimas cuyo objetivo social era extraer el hierro de Vizcaya. Pero, como hemos mostrado en otro lugar, tales compañías eran más bien asociaciones de empresarios mineros, y no tenían como finalidad recabar capitales del mercado y canalizarlos hacia la extracción del hierro. De ahí que nunca —lo hemos comprobado durante el largo espacio de 46 años, los que van de 1891 a 1936—, ni una sola vez, se cotice en la Bolsa de Bilbao ninguna acción de compañías mineras que trabajasen el hierro vizcaíno. Probablemente hubiera sido un contrasentido, en una actividad tan rentable como la minería vizcaína.

Y, sin embargo, en la Bolsa de Bilbao cotizaban numerosísimas compañías mineras. Hasta 36 hemos contabilizado durante el periodo que nos ocupa. Ninguna trabajaba minas de Vizcaya: el hecho resume bien los comportamientos del capital bilbaíno. Forjado en la saca del hierro vizcaíno, pero sin necesidad de nuevas iniciativas empresariales para desarrollar esta actividad en la provincia, uno de los primeros destinos inversores que tomó fue el de la minería, al fin y al cabo su especialización inicial. La adquisición de minas

en el resto de España, tal fue el camino que siguió. Y en esta fase expansiva de la minería —que se inició cuando acababa el siglo XIX— sí recurrió, y sistemáticamente, a formar sociedades anónimas y a financiar esta actividad mediante la colocación de acciones en el mercado bilbaíno. El prestigio que en Vizcaya tenía la minería explica por sí mismo la facilidad para difundir estos títulos entre capitalistas y ahorradores.

La lista de estas 36 compañías permite comprobar la amplia difusión geográfica de estas empresas creadas por el capital bilbaíno y la diversidad de minerales que se trabajaban. Eran sociedades que trabajaban lejos de Vizcaya, pero que tenían su sede social en Bilbao. Todas ellas las habían creado capitalistas vizcaínos y todas tenían en la Bolsa de Bilbao su mercado regulador.

Anglo Vasca de las Minas de Córdoba
Argentífera Almagrera
Argentífera de Córdoba
Azufrera Coto del Hellín
Carbones Asturianos
Collado del Lobo
Compañía propietaria de la Mina Ceferina
Española de Minas
Ferrocarril y Minas de Burgos
Hullera del Sabero y Anexas
Hullera Vasco Leonesa
Hulleras del Turón
Hulleras Nacedo
Hulleras San Cebrián
Hulleras Orzonaga
Minas Alcaracejos
Minas de Cala
Minas de Hierro y Ferrocarril del Carreño
Minas de Peñaflor
Minas de Prellezo
Minas Heras
Minas Irún y Lesaca y Ferrocarril del Bidasoa
Minas La Atilana
Minas Teverga
Minera Cántabro Bilbaína
Minera de Setares
Minera Dícido
Minero Siderúrgica Ponferrada
Oeste Sabero Veneras
Setolazar
Sierra Alhamilla
Sierra Menera
Sociedad Minera Villaodrid
Vasco-Andaluza de Minas

Toda vez que sobre estas compañías hablaremos más adelante, no describiremos aquí el objetivo social de estas empresas, qué mineral trabajaba cada una y cual era su ubicación exacta. Pero sí parece necesario que expliquemos la presencia en la Bolsa de Bilbao de un grupo de estas compañías, que aparentemente desmentiría la tesis expuesta sobre la ausencia bursátil de la minería vizcaína. Nos referimos a las sociedades anónimas que trabajaban las minas de la jurisdicción de Castro Urdiales, limítrofe a Vizcaya y por lo común consideradas con razón una prolongación de la minería vizcaína. Son, en la muestra, la Compañía Minera Dícido, la Minera de Setares y la Compañía propietaria de la mina Ceferina. Pese a que en principio podría considerarse que la difusión —amplia— de sus acciones en el mercado no encaja con el esquema expuesto, creemos poder afirmar que, por el contrario, constituye la mejor comprobación de que tal interpretación resulta sustancialmente correcta.

En efecto: la minería de Castro Urdiales fue una continuación de la minería de Vizcaya, pero se formó en la última fase de la saca del hierro, y en unas condiciones totalmente diferentes a las que caracterizaron a la extracción minera en esta provincia. No se formó más o menos espontáneamente, a partir del registro de concesiones y su puesta en explotación, sino mediante operaciones planificadas por grupos capitalistas vizcaínos, que compraron las minas y organizaron los trabajos a partir de 1886. De ahí que se formaran sociedades anónimas, para movilizar los capitales con los que financiar los nuevos negocios. En realidad, era el primer paso de la expansión minera del capital vizcaíno, la que no muchos años después llevaría a comprar minas de carbón en Asturias y León, de plomo, cobre, azufre, hierro… en Andalucía, Castilla, Galicia…

Por último, debe hacerse constar que la heterogeneidad minera de este grupo de empresas no sólo radicaba en su dispersión geográfica y en la diversidad de sus minerales. También presentan diferencias desde el punto de vista de su naturaleza. La mayoría eran compañías que explotaban un determinado coto, pero algunas, como la *Española de Minas*, nacieron en realidad como empresas financieras, destinadas a fomentar la formación de compañías mineras, que intentarían trabajar en varias provincias y distintos minerales.

Los monopolios

Aunque eran muchas las empresas de carácter monopolístico, que tenían todo el mercado nacional de sus productos, aspiraban a controlarlo o participaban en acuerdos por los que se repartían el consumo, sólo a tres de las sociedades de las que cotizaban en la Bolsa de Bilbao se les adjudicaba el carácter de monopolios. Eran las compañías que disfrutaban de un contrato con el Estado que les proporcionaba, a cambio de un canon, todo su ramo productivo. Formaban este *corro* bursátil tres sociedades:

Compañía Arrendataria de Tabacos
Unión Española de Explosivos
CAMPSA

Debe señalarse, de otro lado, que sólo la *Compañía Arrendataria de Tabacos* figuró como monopolio durante todo el periodo que estudiamos (lo tenía desde 1887, y no llegaría a perder su contrato con el Estado). La *Unión Española de Explosivos* figura como monopolio hasta 1923, pasando después al estadillo de «Industrias Varias». En cuanto a CAMPSA, figura en la Bolsa de Bilbao desde que se fundó la empresa en 1924.

El «corro» de las navieras

Las navieras constituyeron uno de los grupos más característicos de la Bolsa de Bilbao, quizás el que la singularizaba en mayor medida que cualquier otro. Fue el que más empresas reunió, 46, si se prescinde del denominado «industrias varias», formadas en realidad por compañías dedicadas a actividades muy heterogéneas, quizás reunidas sin otro criterio que la imposibilidad de incluirlas en grupos netamente definidos. Además, el *corro* naviero fue el que en ocasiones animó la contratación bursátil, protagonizando los fenómenos más llamativos de la especulación y de diversos *booms* inversores. Lo había hecho ya en el trienio 1898-1901, durante la primera euforia inversora de la Bolsa bilbaína. Y fue el sector más dinámico durante las alegrías de los años de la I Guerra Mundial.

Caracterizaba al sector naviero bilbaíno su fragmentación empresarial, que no tiene parangón en ningún otro ramo productivo local. Si se contrasta con la banca y la siderurgia, los otros dos ámbitos empresariales más importantes, en éste encontramos una gran dispersión de iniciativas, en una actividad en la que proliferaron fundaciones de pequeñas y medianas compañías y en el que no se dio la concentración característica en todo el proceso industrial y financiero vizcaíno. En total, formaron parte de la contratación oficial en la Bolsa de Bilbao las siguientes 46 empresas:

Algorteña de Navegación
Anglo Vasca de Navegación
Aurrerá
Auxiliar Marítima
Bilbaína de Navegación
Cantábrica de Navegación
Compañía Anónima de Navegación
Compañía General Naviera
La Previsora Naval

Marítima Actividad
Marítima Bermeo
Marítima Bilbao
Marítima del Nervión
Marítima El Pilar
Marítima Euzkalduna
Marítima Rodas
Marítima Vizcaya
Marítima Ybai
Marítima Unión
Navegación Internacional
Navegación Uriarte
Navegación Vizcaya
Navegación Begoña
Naviera Vasco-Asturiana
Naviera Vasco-Valenciana
Naviera Amaya
Naviera Bachi
Naviera Baracaldesa
Naviera Bat
Naviera Elanchove
Naviera Elcano
Naviera Euzkera
Naviera Fierros
Naviera Gascuña
Naviera Guipuzcoana
Naviera Hércules
Naviera Iturri
Naviera Izarra
Naviera La Estrella
Naviera Mundaca
Naviera Olázarri
Naviera Sota Aznar
Naviera Vascongada
Remolcadores Ibaizábal
Vapor Lucienne
Vasco Cantábrica de Navegación

La abultada presencia de sociedades navieras en la Bolsa bilbaína señala otras dos circunstancias que hacen ciertamente excepcional al sector:

Contra lo que sucedía en otras actividades, en ésta el mecanismo habitual para la formación de empresas fue la inmediata emisión de acciones y su rápida colocación en el mercado bursátil. El procedimiento no quedó reservado a las grandes compañías, ni fue un medio de ampliar la capacidad financiera de las compañías después de que se consolidaran, sino que constituyó un componente fundamental en el proceso de formación de empresas. Fue una de sus singularidades.

Cabe destacar, en segundo lugar, que casi todas las compañías eran netamente locales, en el sentido de que las promovía el capital bilbaíno, las financiaba y tenían en el puerto de Bilbao la base de sus negocios, por mucho que participaran y compitieran en el mercado internacional de fletes.

El mermado desarrollo de los seguros en la Bolsa de Bilbao

Pese a su importancia relativa como síntoma de la modernización empresarial, y pese a que en el primer *boom* bursátil de Bilbao, el de 1898-1901, concitaron la atención preferente de los inversores, en conjunto puede estimarse que el *corro* de seguros tuvo escaso desarrollo. En total, tan sólo cinco compañías de este sector llegaron a figurar en los estadillos del BCO entre 1906 y 1936. Eran las siguientes:

Compañía de Seguros Aurora
Compañía de Seguros La Polar
Seguros Bilbao
Compañía de Seguros Garantía
La Previsora del Norte

De esta forma, la creación de seguros realizada a comienzos de siglo sirvió para sentar las bases de un sector cuyo posterior desarrollo empresarial fue escaso. Sobre todo, *Seguros Aurora* y *Seguros La Polar*, las dos compañías creadas en la euforia bursátil del cambio de siglo, prestaron este servicio a la economía vizcaína. Dos circunstancias explican el limitado desarrollo del sector, que extraña si se tienen en cuenta los entusiasmos que generó en torno a 1900. En primer lugar, los apuros por que atravesaron estas compañías una vez que se terminaron las euforias; y, en segundo lugar, el hecho de que los buques, cuyo aseguramiento era el principal negocio de esta actividad, siguieron recurriendo a compañías británicas y francesas, quizás recelosas de los límites empresariales de las sociedades locales.

Los valores siderometalúrgicos: la concentración empresarial

La siderurgia constituye, sin duda, el sector que mejor representa la industrialización de Vizcaya, de cuya especialización prioritaria en la transformación del hierro no queda ninguna duda. Tiene interés por ello la presencia de compañías de este sector en la Bolsa de Bilbao, por mucho que sea escasa, en términos relativos. Entre 1906 y 1936 sólo llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao 18 empresas, que parece un número exiguo si se con-

trasta con el de los demás sectores representativos de la economía vizcaína. Debe tenerse en cuenta, además, que el BCO incluía en este *corro* de valores a los astilleros, que aportaban cuatro series de acciones (Astilleros Euzkalduna, Sociedad Española de Construcción Naval, Astilleros del Cadagua, Astilleros Eraso). Eran, pues, 14 empresas las que propiamente tenían el carácter de siderometalúrgicas. En principio, constituye un grupo reducido, si se tiene en cuenta el peso decisivo de esta actividad dentro de la economía vizcaína, cuyo aparato productivo estaba estrecha y directamente condicionado por la elaboración del hierro.

Y, sin embargo, la muestra que proporciona la Bolsa de Bilbao es representativa. Sólo falta una gran empresa siderúrgica (la fábrica *San Francisco*, propiedad de la familia Martínez Rivas, que no recurrió a la fórmula de la sociedad anónima, de modo que no se emitieron acciones), algunas pequeñas metalurgias (la Santa Ana de Bolueta, la sociedad Averly, J. J. Astepe de Amorebieta y la explotación de Santiago Ibarra en Ortuella), además, claro está, de modestas fundiciones. En realidad, en la muestra están, entre otras, casi todas las empresas siderometalúrgicas creadas por el capital vizcaíno.

Por eso mismo, el escaso número de compañías que encontramos en este sector bursátil constituye por sí mismo un dato revelador. El desarrollo siderúrgico vizcaíno no necesitó un gran número de empresas ni, desde luego, llevó a la fragmentación en iniciativas dispersas. Al contrario: la característica más acusado del sector es su marcada concentración y el control que sobre la actividad mantuvieron quienes habían llevado a cabo las primeras inversiones, las que tuvieron lugar después de la última guerra carlista. Es que, además, en la muestra encontramos a una gran empresa, *Altos Hornos de Vizcaya*, que en la práctica controlaba todo el sector desde que se fundara en 1901-02 por fusión de tres compañías.

Otra característica relevante de este grupo la constituye el que todas las compañías vizcaínas que componen la muestra se habían formado antes de 1900, de modo que, contra lo que sucede en los demás sectores, en Vizcaya sólo hubo una iniciativa empresarial novedosa durante el primer tercio del siglo, la fundación de la *Babcock Wilcox*, dependiente, por otra parte, de quienes dirigían las tradicionales siderurgias.

Puede considerarse, pues, que la hegemonía del reducido grupo promotor de las primeras siderurgias impidió que, pese a la importancia cuantitativa y cualitativa de esta actividad, surgieran compañías alternativas a las que lo componían a fines del siglo XIX. La concentración empresarial y el control monopolístico hicieron que el desarrollo técnico de la transformación del hierro estuviese en todo momento en manos de los mismos grupos, cuya hegemonía era indiscutida. A ellos les correspondieron las principales decisiones técnicas y la incorporación de novedades, sin que quedase sitio para iniciativas que adoptaran la forma de nuevas sociedades.

Las 18 empresas que componían este corro bursátil eran las siguientes:

Alambres del Cadagua
Altos Hornos de Vizcaya
Astilleros del Cadagua
Astilleros Eraso
Aurrerá
Babcock Wilcox
Compañía Anónima Basconia
Construcciones Metálicas
Duro-Felguera
Euskalduna
Nueva Montaña
Siderúrgica del Mediterráneo
Sociedad Anónima Echevarría
Sociedad Española de Construcción Naval
Sociedad Talleres de Deusto
Talleres Miravalles
Tubos Forjados
Unión Cerrajera de Mondragón

Además de la presencia de las principales compañías vizcaínas, la muestra que proporciona la Bolsa de Bilbao presenta otras circunstancias que conviene destacar:

a) La difusión en el mercado bilbaíno de las acciones de la *Unión Cerrajera de Mondragón*, la siderurgia guipuzcoana formada en 1906 por fusión de empresas. El control de la compañía por este grupo promotor no impidió que sus acciones se difundieran en el mercado.
b) La presencia bilbaína en el accionariado de las principales siderurgias españolas no vizcaínas, la asturiana Duro-Felguera y Nueva Montaña, de Santander. Los inversores bilbaínos, que conocían bien el negocio del hierro, no desdeñaron participar en los capitales de las sociedades que encabezaban esta actividad en toda España.
c) No faltaba en la Bolsa de Bilbao la iniciativa siderúrgica más novedosa del primer tercio del siglo. Nos referimos a la *Siderúrgica del Mediterráneo*, promovida en Sagunto por el capital vizcaíno, a la que el grupo encabezado por Sota trasladó con desigual fortuna algunos de los conceptos en que se había basado la prosperidad industrial de Vizcaya.
d) El BCO incluía en este grupo a los modernos astilleros creados desde comienzos de siglo. No era un despropósito, si se tiene en cuenta que en parte estas instalaciones producían maquinaria y material no naval y que, en todo caso, representaban un estadio avanzado del proceso productivo del hierro y su aproximación al consumo.

El grupo bursátil «Industrias Varias»

Hasta 60 compañías diferentes llegaron a figurar en el *Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Bilbao* dentro del apartado «Industrias Varias», si bien algunas de ellas no eran propiamente sociedades industriales. Tenían distintas dimensiones y envergaduras, desde grandes compañías que buscaban el monopolio en su ramo de actividad hasta modestas empresas de alcances limitados. Además, abarcaban muy diversas actividades, que se resisten a una síntesis y a la clasificación de estas empresas en grupos reducidos. Eran las siguientes:

La Papelera Española
Unión Resinera Española
Sociedad General Azucarera
Sociedad General de Industria y Comercio
Bodegas Bilbaínas
Compañía Vinícola del Norte de España
Bodegas Franco Españolas
Ahlemeyer Construcciones Electro Mecánicas
Casta Dotésio
Algodonera Guipuzcoana
Sociedad de Cementos de Sestao
Portland Lemona
Bilbaína de Artes Gráficas
Compañía Peninsular de Teléfonos
Inmobiliaria Iralabarri
Terrenos de Neguri
Constructora Bilbaína
Obras y Construcciones Ormaechea
Propiedades Urbanas
Funicular de Archanda
Compañía de Alcoholes
Omnium Barcelona
Abastecimiento de Aguas de Ceuta
Resinera Bilbaína
Productos Químicos Málaga
Industrial Química de Zaragoza
Vasco Andaluza de Abonos y Minerales
San Carlos Vasco Andaluza de Abonos
Puente Vizcaya
Vidrieras Cantábricas Reunidas
General Vidrieras Españolas
Comercial Oriente
Española de Pinturas Internacional
Sanatorios Fuenfría
Instaladora General

León Industrial
Jabonera Tapia y Sobrino
El Material Industrial
Nuevo Teatro de Bilbao
Compañía General Aceite y Oliva
Balnearios de Sobrón, Soportilla y Fuentes
Fosfato Logrosán
Grandes Molinos Vascos
Deportes y Espectáculos
La Concordia
Cinema-Teatro Buenos Aires
Telefónica Nacional
Azucarera Leopoldo
Espasa-Calpe
Sociedad General de Productos Cerámicos
Ajuria
Pesquera Vizcaína
Muñuzuri
Franco-Española de Alambres y Transporte Aéreo
Ibérica de Gomas y A.
Julio Alonso
Ebro Azucarera
La Cervecera del Norte
La Aeronáutica
Harino Panadera

«Industrias Varias» abarca, por tanto, un grupo muy heterogéneo. Además de cinco grandes compañías nacionales (La Papelera Española, Unión Resinera Española, Sociedad General Azucarera, Sociedad General de Industria y Comercio y Compañía Peninsular de Teléfonos), encontramos empresas vinícolas, inmobiliarias, de construcción, vidrieras, químicas, balnearios, empresas de espectáculos, de artes gráficas, mercantiles, de alimentación y otras dedicadas a muy diversos negocios, desde la que explotaba el Funicular de Archanda hasta Grandes Molinos Vascos, pasando por industrias electromecánicas o casas de música. Se obtiene la impresión, pues, de que las inversiones bilbaínas buscaron nuevas fuentes productivas en una muy variada gama de actividades.

Se aprecia también que la formación de sociedades anónimas y la difusión de sus acciones en el mercado alcanzaron durante el primer tercio de siglo a negocios de naturaleza muy diversa. Era, sin duda, un buen síntoma de cómo se modernizaban los comportamientos de los capitalistas bilbaínos. Como cabía esperar, a tal recurso acudieron sociedades industriales y grandes compañías mercantiles. Más llamativa resulta la presencia en la Bolsa de compañías dedicadas a la explotación de cines, casas de música balnearios o empresas alimenticias. Un diverso género de negocios incorporó fórmulas empresariales que pocos años atrás quedaban reservadas a los grandes nego-

cios siderúrgicos, financieros o ferroviarios. La fórmula de la sociedad anónima y la difusión de acciones en el mercado bursátil estaban bien asentadas en Bilbao, abarcando a actividades realmente diversas y bien alejadas de las más características representaciones simbólicas de la economía capitalista.

Debe señalarse, además, que si bien predominaban las compañías netamente locales —Muñuzuri, Pesqueras Vizcaínas, Harino Panadera, Nuevo Teatro de Bilbao, Puente Vizcaya, Resinera Bilbaína, Funicular de Archanda, etc.—, encontramos en este grupo a negocios cuyas actividades tenían alcance nacional (La Papelera Española, Unión Resinera Española, Sociedad General Azucarera…) o que radicaban en lugares lejanos al País Vasco (Abastecimiento de Aguas de Ceuta, San Carlos, Productos Químicos de Málaga, Industria Química de Zaragoza). Esta inversión del capital bilbaíno, pues, no quedó encerrada en los límites regionales, sino que los desbordó ampliamente, bien promoviendo o participando en compañías nacionales en el pleno sentido del término, bien con inversiones locales en lugares y regiones bien alejados.

Al margen del grado de compromiso que se asumiera (en algunos casos la promoción de empresas se realizaba desde Bilbao, en otros su presencia en la Bolsa señala sólo la difusión en el mercado bilbaíno de las acciones de compañías creadas por grupos capitalistas foráneos) cabe destacar la capacidad del capital local de participar en empresas de diversas dimensiones e irradiación. No extraña, por supuesto, la participación local en las grandes compañías nacionales; sí, en cambio, la presencia en la Bolsa bilbaína de pequeñas y medianas sociedades azucareras o químicas cuyos negocios se realizaban en provincias lejanas al País Vasco. Paulatinamente, el capital bilbaíno se convertía en un capital nacional, en la medida que sus inversiones se dispersaban por todo el mercado español. La participación en las grandes compañías anticipaba el proceso, pero lo confirmaba la decidida presencia bilbaína en negocios de distinta envergadura diseminados por toda España.

Los sectores históricos y los nuevos ramos productivos

La desigual presencia sectorial de las compañías que cotizaron en la Bolsa de Bilbao nos aproxima al tipo de economía que se creó en Vizcaya y a aspectos fundamentales de la dinámica capitalista. Puede hacerse, a la luz de las apreciaciones anteriores, una distinción genérica: la de los sectores que denominaremos *tradicionales*, esto es, los cuatro que estaban presentes en la Bolsa de Bilbao desde el momento en que ésta se fundó, en 1891, y las actividades novedosas que se incorporaron después. Son muy distintas sus respectivas envergaduras y composición.

Los sectores tradicionales eran los bancos, los ferrocarriles, los monopolios y la siderurgia, los únicos a los que encontramos en la Bolsa bilbaína desde 1891. Se corresponden, especialmente los tres primeros (los monopolios tuvieron siempre una presencia reducida, en cuanto al número de socie-

dades representadas) con los sectores hacia los que preferentemente se había dirigido la inversión bilbaína a lo largo del siglo XIX, de modo que ya en 1890 tenían la consistencia que permite distinguirlos como grupos empresariales específicos y con continuidad. Pues bien: entre 1906 y 1936 su presencia en Bolsa (y su dinámica empresarial) se caracterizó por el reducido número de compañías que los compusieron, si se compara con las otras actividades. Pese a su importancia histórica y su decisivo peso específico en la economía capitalista de Vizcaya, durante el primer tercio del siglo no concitaron la atención en el proceso de fundaciones empresariales. Les caracteriza, también, la relativa concentración en un escaso número de compañías.

Todo lo contrario sucede con las actividades que se iniciaron en los últimos años del siglo XIX, cuando alcanzaron la envergadura que permitió su entrada en la Bolsa bilbaína hacia 1900. Las eléctricas, las navieras, las minas (la inversión bilbaína en minas situadas fuera de la provincia) aparecen en la Bolsa como sectores muy diversificados desde el punto de vista empresarial. La proliferación de iniciativas en estos cuatro sectores hizo que aportaran la mayoría de ofertas inversoras para el capitalista bilbaíno. De hecho, eran en conjunto 172 compañías, esto es, el 73,2% del total. Sólo los seguros —un servicio subsidiario, en el que por diversas razones no se dio un considerable desarrollo empresarial— mantuvieron una presencia modesta entre los sectores que hemos denominado *novedosos*.

Relativa estabilidad en el número de compañías que representaban las inversiones tradicionales del capitalismo bilbaíno, proliferación de empresas en las actividades que se incorporaron en un segundo momento al desarrollo capitalista de Vizcaya: este contraste permite afirmar que durante el siglo XIX se habían gestado casi plenamente las plataformas empresariales de los sectores básicos del aparato productivo de la provincia, y que durante el primer tercio del XX se produjo un proceso que ha de calificarse de *modernización económica*, con la inversión en una muy amplia gama de actividades y la creación de múltiples compañías que explotaban negocios que eran, también, muy diversos. En la nueva fase abundaron las iniciativas empresariales, de modo que mientras los sectores tradicionales mantuvieron las estructuras gestadas durante el XIX, los que se incorporaron desde comienzos del XX se caracterizaron por la dispersión en diversas compañías, sin que en ellos se diera la concentración característica de las actividades históricas.

Si nos atenemos al número de empresas que cotizaron en la Bolsa de Bilbao no encontramos con que, efectivamente, casi tres cuartas partes de las compañías correspondían a los que hemos denominado «sectores nuevos» de la economía capitalista vizcaína, y sólo el 26,8% formaban parte de los sectores tradicionales. Era una consecuencia del proceso de modernización empresarial. Esta amplia cartera de valores que conformaban las compañías presentes en la Bolsa bilbaína refleja la variedad de ofertas que tuvieron los inversores bilbaínos. En ello radica su interés. Ahora bien: la importancia bursátil de cada sector no se corresponde con la que sugiere la constatación prece-

dente, con ser importante a la hora de visualizar el panorama económico que presentaba la Bolsa al posible inversor. Pero, en la práctica, los sectores tradicionales fueron objeto de una contratación más intensa, en términos relativos, que los *corros* representativos de las nuevas actividades. En otras palabras, los sectores tradicionales siguieron concentrando la atención de la Bolsa y formaron parte fundamental de las carteras de valores de los inversores bilbaínos.

La presencia en Bolsa de los distintos sectores

Del análisis de la distinta frecuencia con la que aparecen compraventas de las distintas series de acciones en los estadillos del BCO pueden establecerse las siguientes conclusiones, que expresan indirectamente el papel que jugaba la Bolsa para cada actividad:

1. Los *sectores tradicionales* aparecen como grupos bursátiles consolidados. Sus compañías eran menos en términos relativos, pero sus acciones cotizaban con mayor continuidad, de modo que, sin duda, solían constituir parte fundamental de las carteras de los capitalistas bilbaínos. Sus valores formaban corros estables y su colocación en el mercado resultaba sencilla, al existir una relativamente constante oferta y demanda de estos títulos.
2. Los *sectores nuevos* presentan más compañías, pero su presencia en la Bolsa no tiene la constancia y continuidad de las anteriores. Con mayor frecuencia que en el caso precedente, su aparición en Bolsa fue sólo esporádica, breve, de modo que, cabe pensar, muchas compañías de estos grupos dejaban de ser objeto de intercambio una vez que las acciones se colocaban en el mercado. Lógicamente, esto no obsta, como comprobaremos más adelante, para que muchas de las series de acciones incluidas en estos sectores jugaran un papel similar al de las enmarcadas entre los valores tradicionales.

Confirma la validez genérica de las anteriores apreciaciones el estudio estadístico que mide la frecuencia con las que las compañías estuvieron presentes en la Bolsa de Bilbao. Para medir esta variable, que hemos denominado intensidad de la presencia bursátil (la frecuencia relativa con la que las empresas de cada sector fueron objeto de compraventa), hemos estudiado los siguientes baremos:

a) El número de empresas que, en total, tuvo cada grupo entre 1906 y 1936, esto es, los datos que hemos expuesto hasta aquí.
b) El número de compañías que cotizó cada año en cada sector.
c) Hemos analizado por quinquenios el número de empresas que llegó a cotizar en cada *corro* y la frecuencia anual con la que lo hicieron. Esta agrupación por periodos cortos resultaba imprescindible, porque, de contrastar las contrataciones anuales con el número total de las que compusieron

cada sector entre 1906 y 1936, se obtendrían unos resultados muy distorsionados, pues las distintas sociedades se incorporaron poco a poco a la Bolsa de Bilbao. De no aislar por periodos a las empresas presentes en el mercado bursátil, no podría evaluarse qué papel jugaba el mercado de valores para cada actividad, al establecerse la comparación con el número total de empresas que hemos localizado, sin tener en cuenta que muchas de ellas se fueron creando con el paso de los años. La agrupación por quinquenios atenúa la distorsión (no la elimina totalmente) y permite establecer unos baremos representativos en los que basar el análisis.

El cuadro siguiente resume los resultados globales de este estudio. Está realizado a partir de las medias que proporcionan las seis agrupaciones quinquenales del periodo 1906-1935. En primer lugar, figura el total de empresas que tuvo cada sector durante todo el periodo. En segundo lugar, se expone el número medio de empresas cuyos títulos fueron objeto de compraventa en cada quinquenio, agrupadas sectorialmente. Por último, se recoge la media de empresas que cotizó anualmente en cada *corro* bursátil.

Total de compañías cuyas acciones cotizaron en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1935 y frecuencia de su contratación bursátil

	Total empresas	En Bolsa	Media anual
Bancos	20	12,5	9,6
Siderurgia	18	11,7	8,4
Ferrocarriles	17	8,5	6,8
Monopolios	3	1,8	1,8
Eléctricas	30	14,8	9,7
Mineras	36	19,0	13,3
Navieras	46	20,7	14,9
Seguros	5	2,7	1,8
Varias	60	22,0	12,5
Total	235	113,7	78,9

Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos del BCO.
Total empresas: número de sociedades que cotizaron en cada sector entre 1906 y 1935.
En Bolsa: número medio de compañías que cotizaron en cada sector en los quinquenios 1906-1910, 1916-15, 1916-20, 1921-25, 1926-30 y 1931-35.
Media anual: media del número de compañías que cotizaron en cada sector entre 1906 y 1935

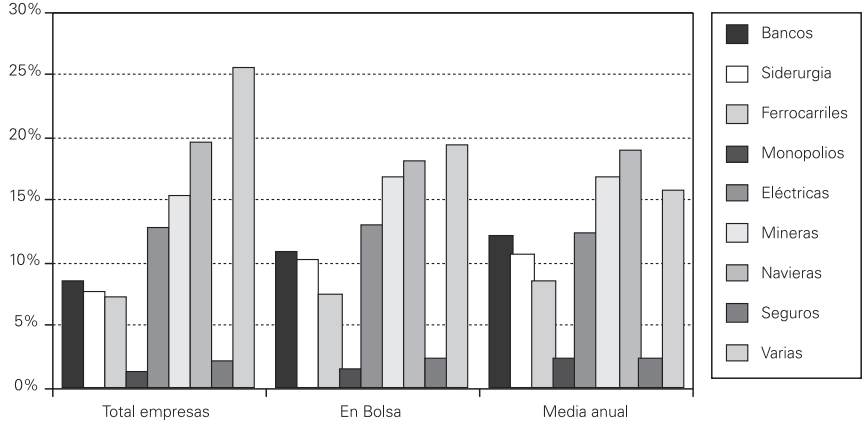
Cabe resaltar, en primer lugar, que la realidad de la compraventa de valores era bien diferente a la que sugiere el elevado número de empresas que llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936. Como media, se comerció cada año la tercera parte de las 235 que en un momento u otro llegaron a registrar operaciones en el BCO. Ni siquiera si se toman como referencia los totales que se traficaron en cada quinquenio la cifra se aproxima a ese total, pues la media resultante es algo inferior a la mitad.

De esta forma, si bien las ofertas que en conjunto llegaron a la Bolsa de Bilbao eran muy amplias, en la práctica la actividad bursátil se concentraba en número mucho más restringido de valores. Eran los que conformaban las habituales expectativas de los compradores bilbaínos. Por otra parte, tiene interés el contraste entre las columnas 2.ª y 3.ª del cuadro, las que hemos denominado «En Bolsa» y «Media anual». Suponiendo que las empresas «en bolsa» eran las que cada quinquenio solían salir a la compraventa, se aprecia también que había una diferencia sustancial de este baremo respecto a la frecuencia anual con la que se traficaron. Como media, la intensidad de presencia bursátil era del 69,4%, el porcentaje que suponían las apariciones anuales en el BCO con respecto al total de acciones de empresas que se vendieron en cada quinquenio. Había, además, significativas diferencias sectoriales.

Puede apreciarse también que la cartera de valores bilbaína presenta cambios significativos según a qué baremo nos atengamos. Si se tienen en cuenta el número de empresas que llegó a cotizar en la Bolsa de Bilbao, los cuatro sectores que hemos denominado «tradicionales» suponían un 24,6%; pero alcanzan el 30,4% con respecto al número medio de empresas que cotizaron en cada quinquenio; y suben al 34% dentro del número medio de empresas que cotizaron anualmente. De modo que, pese a su relativamente escaso desarrollo empresarial, los títulos de bancos, siderurgia, ferrocarriles y monopolios despertaron una marcada atención bursátil.

Es el comportamiento que refleja el siguiente gráfico, que recoge la distribución porcentual —no cuantitativa— de los tres baremos.

Composición de la cartera de valores de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1935 según tres indicadores



Fuente: Elaboración propia a partir del análisis del número de empresas que cotizan anualmente en el BCO. (Representa la participación porcentual de cada sector dentro del conjunto de valores que aparecen en la Bolsa de Bilbao)

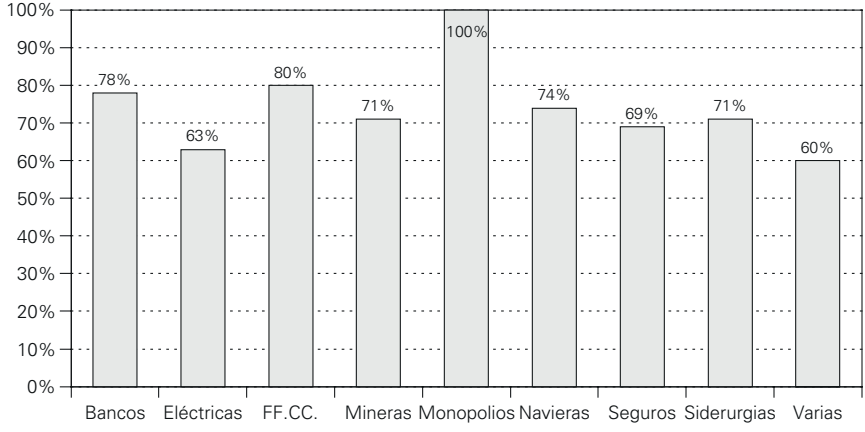
Así, pues, los cuatro sectores *tradicionales* mejoraban sustancialmente sus posiciones según nos aproximamos a las compraventas que se realizaban anualmente. Para los cuatro puede hablarse de un reducido número de compañías, pero también de frecuente presencia en Bolsa. Todo lo contrario sucedía en las denominadas «industrias varias», cuya hegemonía en el número total de empresas no impedía que perdieran peso si nos atenemos a la media de compañías que cotizaban anualmente. Globalmente, para las «industrias varias» el recurso a la Bolsa no creaba *corros* consolidados. Así, la inversión en estas sociedades constituía un recurso esporádico, en términos relativos. En conjunto, sus valores, una vez emitidos, no solían constituir objeto de compraventa habitual. Al menos, no con la intensidad de otros sectores.

La intensidad relativa de las contrataciones bursátiles

La intensidad de la presencia de cada sector en Bolsa, que relaciona el número de empresas que tuvo cada sector en cada quinquenio con la frecuencia anual con la que se cotizaban, era diferente para cada actividad. Revela el papel que la Bolsa jugaba en lo que se refiere a las inversiones en cada sector.

Los monopolios, los bancos y los ferrocarriles eran los grupos cuya presencia en Bolsa era más intensa. Todos los años cotizaron todos los monopolios que estaban en el mercado, y lo hacían el 80% de las compañías ferroviarias y el 78% de las sociedades bancarias. En estos sectores «tradicionales» la comercialización bursátil de los valores era habitual y dio lugar a *corros* especializados y consolidados.

Tasas sectoriales de intensidad en la presencia bursátil



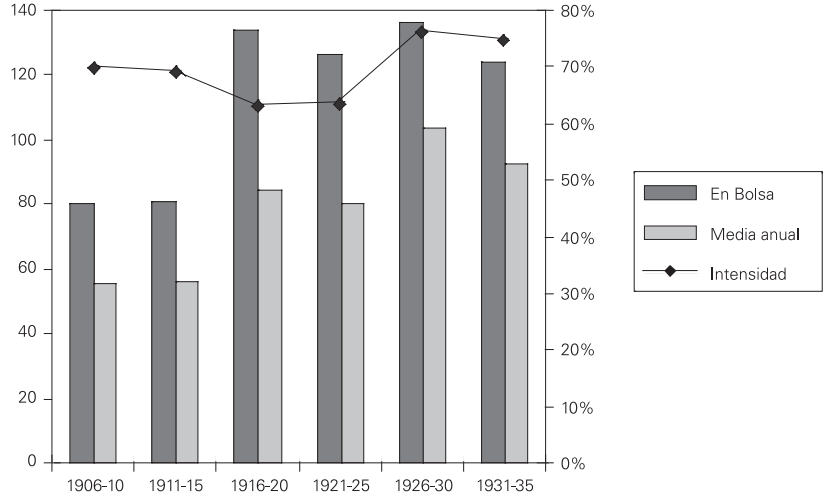
Fuente: Elaboración propia a partir del análisis del número de empresas que cotizan anualmente en el BCO. El porcentaje relaciona la media de empresas que cotiza cada año en cada sector con el número de sociedades que formaba parte del mercado en cada quinquenio. (Las medias sectoriales se han elaborado a partir de los baremos obtenidos para cada quinquenio)

Entre las actividades «históricas» sólo la siderurgia —posiblemente, porque en el sector tenían considerable peso específico pequeñas compañías— presentaba una presencia más modesta. Pero el menor recurso relativo a la Bolsa correspondía a dos sectores nuevos, creados con el siglo, el de las sociedades hidroeléctricas (lo explica la heterogeneidad de sus componentes, pues abundaba en compañías pequeñas y dispersas territorialmente) y, sobre todo las «industrias varias», cuya tasa de intensidad en la presencia bursátil era de sólo el 60%: sin duda abundaban entre ellas las que sólo figuraban en la Bolsa pocos años, dando lugar a operaciones sólo tras su emisión en el mercado, con ventas de acciones esporádicas y sin continuidad.

Como cabía esperar, la tasa de intensidad no fue estable durante todo el periodo 1906-1936. Globalmente considerado, presentó oscilaciones entre el 63% de los quinquenios consecutivos 1916-1920 y 1921-1925 y el 76% del siguiente.

El gráfico siguiente recoge el número de empresas que en total cotizó cada quinquenio, la media anual de sociedades que lo hicieron y la evolución de lo que hemos llamado tasa de intensidad en la presencia bursátil.

Evolución del número de empresas que cotizaban en la Bolsa de Bilbao



Así, pues, las convulsiones empresariales provocadas por la I Guerra Mundial tuvieron su inmediato reflejo en el funcionamiento de la Bolsa bilbaína. El auge de inversiones incrementó el número de empresas que figuran en los dos baremos contemplados, tanto el total de sociedades que cotizaron a lo largo del quinquenio 1916-1920 como la frecuencia a que lo hacían, ex-

presada en la media anual de empresas de las que se registran compraventas. Pero también provocó una mayor inestabilidad en los *corros* bursátiles. La frecuencia relativa con la que cotizaron las distintas sociedades cayó seis puntos durante los años 1916-1920 respecto al quinquenio anterior; y en la crisis que siguió al *boom* bursátil persistió la inestabilidad, la baja intensidad de aparición en la Bolsa.

Bien diferente es el comportamiento diez años después, 1926-1930, pese a que también en ésta se produjo un similar movimiento de expansión y retracción, el desarrollo bursátil de los años de la Dictadura de Primo de Rivera y la crisis del 29. La distinta dinámica en una y otra época (en las décadas 1916-1925 y 1926-1935) resulta reveladora de los cambios que se estaban produciendo y de la progresiva modernización de la economía vizcaína, que en el último de los dos decenios no presenta comportamientos bursátiles convulsos sino, sin duda, mucho más maduros. A partir de 1926 el desarrollo bursátil fue más armónico. Aumentaron los valores que se contrataban y, lo que es más significativo, en esta ocasión tal aumento se saldó con una mayor presencia relativa de las acciones en el mercado bursátil, que, además, no se interrumpió durante la crisis de los años treinta. Puede hablarse, pues, de que la Bolsa se consolidaba, y de que los *corros* bursátiles tendían a estabilizarse, al margen del sentido que tuviera la coyuntura. Tales cambios quedan resumidos en los datos siguientes:

Medias quinquenales del número de empresas cuyas acciones se contrataban en la Bolsa de Bilbao y frecuencia relativa de su presencia en el mercado

	En Bolsa	Media anual	Intensidad
1906-10	80,0	55,8	70%
1911-15	81,0	56,0	69%
1916-20	134,0	84,6	63%
1921-25	126,5	80,1	63%
1926-30	136,5	103,9	76%
1931-35	124,0	92,8	75%
Media	113,7	78,9	69%

Recogemos a continuación el cuadro que resume la evolución de la presencia en Bolsa de todos los sectores. Sin pretender realizar un análisis exhaustivo, los respectivos comportamientos caracterizan adecuadamente la relación que mantuvo cada sector con la negociación bursátil, desde el punto de vista de la frecuencia con la que se constatan negociaciones en unos y otros corros.

En los sectores bancario y ferroviario la comercialización de acciones fue muy intensa en la etapa final, cuando ya se consolidaba la Bolsa de Bil-

bao como mercado estable. Entre 1926 y 1935 la que hemos denominado *tasa de intensidad* estuvo próxima al 90%. En los primeros quinquenios presentaban también un porcentaje alto, de modo que fueron la proliferación de inversiones durante los años de la I Guerra Mundial y la crisis posterior las que ocasionaron un esporádico retroceso relativo en el uso de la Bolsa por parte de los tenedores de estos valores.

La siderurgia no alcanzó en ningún momento del periodo un uso tan frecuente de la Bolsa como los otros dos sectores tradicionales, pero a partir de 1926 se consolidó como grupo bursátil (pese a que era un sector con un reducido número de empresas, sólo dos tercios de los valores solían cotizar anualmente en las etapas anteriores), con una tasa de intensidad en la presencia en Bolsa del 80%.

Algo parecido sucedió con las navieras, pero su comportamiento merece un comentario específico. Las convulsiones empresariales de la I Guerra Mundial, que en gran parte protagonizaron, se saldaron con un desarrollo anómalo. Se duplicó súbitamente el número de empresas que salía al mercado —es el salto de mayor envergadura que registran nuestras series—, pero la proporción relativa con la que se contrataban anualmente, hasta entonces no muy alta, descendió sustancialmente, como si las navieras que se lanzaban al mercado tan sólo fueran objeto de contratación en un reducido número de años. A partir de 1926, sin embargo, las navieras aparecen como un sector consolidado, con muy alta utilización anual de la Bolsa. Así, una vez pasadas las euforias de la Guerra y los apuros posteriores, y liquidadas las empresas de escasa o nula rentabilidad, este sector, que, como hemos visto, se formó contando desde el primer momento con la existencia de un mercado de valores en el que recabar capitales, estabilizó sus *corros*.

Las eléctricas y las mineras presentan un comportamiento paralelo. Ambas aumentaron sus empresas a lo largo del periodo, pero ninguno de los dos grupos alcanzó en ningún momento un uso exhaustivo de la Bolsa. Se obtiene la impresión de que los dos sectores tuvieron un crecimiento regular y una relación con el mercado de valores estables, con compañías que lo utilizaban habitualmente y con un porcentaje también estable cuyas acciones sólo esporádicamente acudían al mercado.

Las «industrias varias», por último, fueron también regulares, en el sentido de que, si se exceptúa el quinquenio 1911-1915 —en el que la escasez de ofertas en el sector explica la alta intensidad de utilización bursátil del grupo, al acudir con constancia al mercado las acciones de las pocas compañías que cotizaron—, por lo común se vendieron con escasa frecuencia relativa sus acciones. Ni siquiera en los dos últimos quinquenios se consolidaron los corros de «industrias varias». Ha de pensarse, pues, que en todo momento la proliferación de las empresas que se agruparon con esta denominación seguía la misma tónica: recurso al mercado para colocar las acciones que se emitían, pero no comercialización habitual de estos títulos.

Evolución de la presencia en Bolsa de los distintos sectores económicos según medias quinquenales. 1906-1935

	Bancos			Ferrocarriles		
1906-10	13	10,6	82%	6	4,6	77%
1911-15	11	7,8	71%	7	6	86%
1916-20	16	10,4	65%	9	6,6	73%
1921-25	14	10,6	76%	9	6,8	76%
1926-30	12	10,6	88%	10	8,6	86%
1931-35	9	7,8	87%	10	8,4	84%
Media			78%			80%
	Siderurgia			**Monopolios**		
1906-10	5	3,4	68%	2	2	100%
1911-15	8	5,4	68%	2	2	100%
1916-20	12	7,4	62%	2	2	100%
1921-25	14	9,6	69%	1,5	1,5	100%
1926-30	16	12,8	80%	1,5	1,5	100%
1931-35	15	11,8	79%	2	2	100%
Media			71%			100%
	Eléctricas			**Navieras**		
1906-10	9	4,2	47%	12	7,8	65%
1911-15	9	5,2	58%	16	10,8	68%
1916-20	19	12	63%	37	21	57%
1921-25	16	10,8	68%	21	15,8	75%
1926-30	18	12,6	70%	19	18	95%
1931-35	18	13,4	74%	19	16	84%
Media			63%			74%
	Mineras			**Seguros**		
1906-10	18	14	78%	2	1,2	60%
1911-15	20	12,2	61%	1	1	100%
1916-20	21	14,6	70%	2	1,2	60%
1921-25	21	12,2	58%	2	1,2	60%
1926-30	20	16,2	81%	5	3,2	64%
1931-35	14	10,8	77%	4	2,8	70%
Media			71%			69%
	«Industrias Varias»					
1906-10	13	8	62%			
1911-15	7	5,6	80%			
1916-20	16	9,4	59%			
1921-25	28	11,6	41%			
1926-30	35	20,4	58%			
1931-35	33	19,8	60%			
Media			60%			

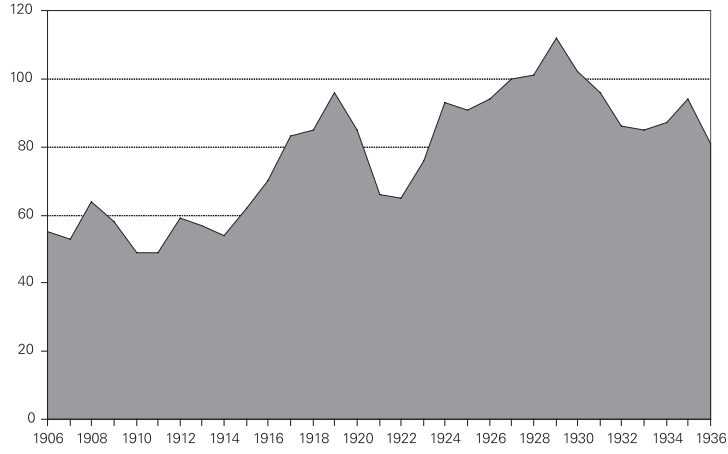
Fuente: Elaboración propia a partir de las compraventas que aparecen en el BCO

Evolución del número de empresas que cotizan en la Bolsa de Bilbao

La evolución del número de empresas que se cotizaron anualmente constituye una primera y excelente aproximación a las distintas coyunturas económicas, representadas, desde este punto de vista, por el número de ofertas que representaban los distintos títulos que se vendieron en la Bolsa de Bilbao. Además, permite apreciar los ritmos que siguió el desarrollo empresarial vizcaíno, en la medida en que éste quedaba reflejado en la evolución de los títulos bursátiles.

El número de empresas que se cotizaban anualmente presentó profundas variaciones durante el periodo 1906-1936. El nivel más bajo correspondió a los años 1910 y 1911, cuando consecutivamente cotizaron 49 compañías. El más alto se alcanzó en 1929, con 112 sociedades, el máximo de la serie. Y, entre 49 y 112, se produjo una evolución irregular, directamente condicionada por la coyuntura económica, que queda representada en la gráfica siguiente:

Empresas que cotizan anualmente en la Bolsa de Bilbao



La gráfica describe un comportamiento económico cuyos momentos y coyunturas más significativos fueron los siguientes:

1. Atonía bursátil entre 1906 y 1914. No hubo en este periodo una tendencia definida. La oferta de títulos osciló entre 49 y 64 compañías, moviéndose en torno a las 55 que presenta en el punto de partida. Tras el *boom* inversor de los años 1898-1901 la Bolsa, y en conjunto la economía vizcaína, había entrado en una fase de paralización relativa, basada en el lento desarrollo de los negocios que habían sobrevivido al *crak* de 1901. No hubo empresas novedosas, lo que se refleja en la ausencia de una tendencia clara en el número de compañías que cotizaron en Bolsa.

2. Rápida expansión entre 1915 y 1920. Coincidió con la euforia económica desatada por la I Guerra Mundial, unos de cuyos componentes fundamentales fueron, precisamente, la fundación de empresas y la sistemática ampliación de capitales. Se reflejó inmediatamente en el desarrollo de las compraventas bursátiles. Si en 1914 cotizaron en la Bolsa de Bilbao 54 sociedades diferentes, desde este año las ofertas se multiplicaron: en 1919 llegaron a cotizar 96 compañías. De momento constituyó un récord en la afluencia a la Bolsa de distintas series de acciones. Casi se había duplicado el número de empresas, un fenómeno tanto más significativo por producirse en sólo seis años y por estar precedido y seguido de ejercicios en los que se superaron las 80 empresas. En 1920 se había detenido la expansión, tocaban a su fin las alegrías bursátiles, pero todavía se mantenía en la Bolsa un elevado número de empresas.

   En todo caso, el comportamiento de la Bolsa de Bilbao en cuanto al número de empresas que cotizaban en ella sugiere ya que lo sucedido durante la I Guerra Mundial no había consistido sólo en un brillante momento para los negocios empresariales y en el incremento de beneficios. El *boom* del número de compañías revela que los cambios eran de gran calado y gestaban una nueva estructura para la economía capitalista de Vizcaya, que se dotó de un gran número de compañías, de cuya relación, más o menos intensa, con la existencia de un mercado de valores no queda ninguna duda. Así, la espectacularidad y rapidez del *boom* producido en Vizcaya no estuvieron reñidas con transformaciones profundas y duraderas, pese a la intensidad del *crak* que se produjo después de 1920.
3. Breve crisis en 1921 y 1922. Las compraventas se contrajeron de forma notable, si bien permanecieron en niveles superiores a los que existían antes de la I Guerra Mundial. Cotizaron en la Bolsa de Bilbao 66 y 65 compañías diferentes. Era una crisis de crecimiento, justificada sin duda por la necesaria reestructuración de una economía que había conocido un desarrollo empresarial acelerado, y hasta desmesurado, durante los años de las euforias bélicas. Debe hacerse notar, sin embargo, que fue una quiebra pasajera, de muy corta duración, aunque de gran profundidad, que justificaría la alarma de los sectores capitalistas bilbaínos.
4. Crecimiento sostenido entre 1923 y 1930. El año que se inició la Dictadura de Primo de Rivera comenzó también la recuperación empresarial, bien que de manera todavía modesta. Después, se aceleró: en 1924 (93 compañías) se alcanzaban niveles parecidos a los del fin de la anterior coyuntura alcista, si bien no se sobrepasaba el máximo histórico de 1919. Siguieron unos años en los que se mantuvieron los altos volúmenes de empresas en contratación, con una acusada tendencia hacia el alza, no en la forma de un súbito desarrollo, sino con un paulatino y firme desarrollo. En 1929, con 112, se alcanzaba el máximo del periodo, pero desde el 24 se superaban las 90 empresas y entre 1927 y 1930 las

100. La coyuntura alcista duró lo que la Dictadura de Primo de Rivera; o mejor, hasta la llegada a España de la recesión internacional iniciada en 1929. El retroceso de 1930 indicaba que se había terminado ya el impulso empresarial, si bien todavía se sostenía un elevado número de empresas en las contrataciones de la Bolsa de Bilbao.

5. El impacto de la crisis del 29 y de las convulsiones políticas que siguieron a la proclamación de la II República se reflejó inmediatamente en la caída del número de empresas en cotización. El descenso no fue brusco, como sucediera en 1921, sino paulatino. Se inició ya en 1930 y alcanzó su punto más bajo en 1932, cuando fueron objeto de compraventa las acciones de 85 compañías. En 1935, sin embargo, se había iniciado ya la recuperación bursátil, hasta que el estallido de la Guerra Civil provocó la caída que cierra este periodo. Caber señalar, sin embargo, que las 81 sociedades que cotizaron entre enero y julio de 1936 constituía un amplio elenco, habida cuenta de que, contra lo que sucede con los demás ejercicios, la cifra no corresponde a doce meses, sino a los seis meses y medio en que funcionó la Bolsa de 1936.

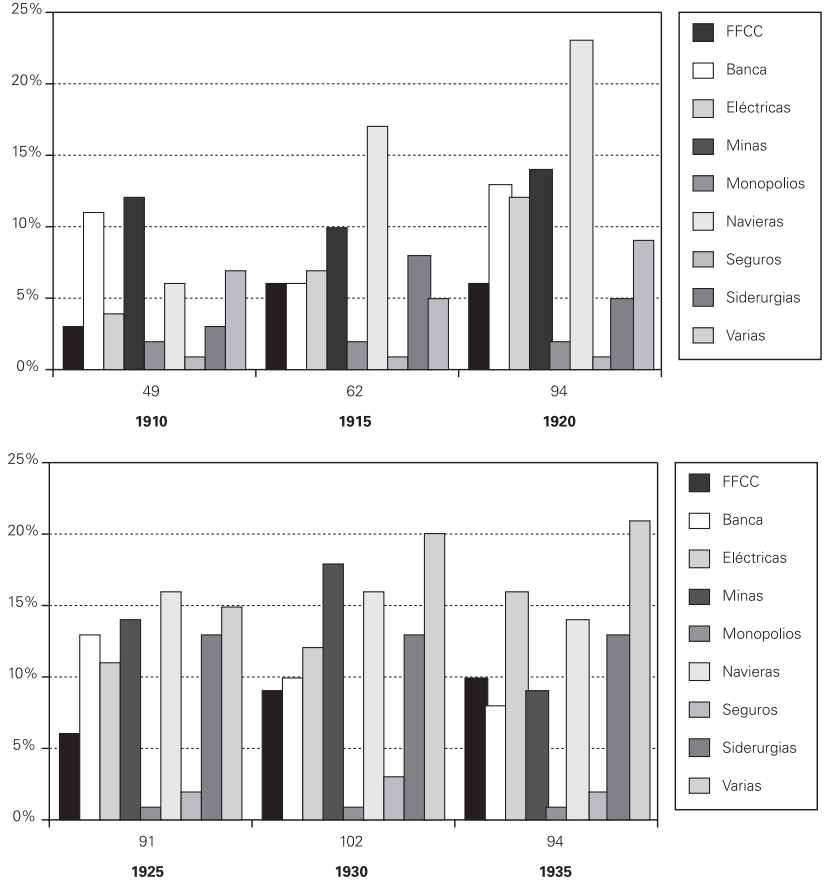
El impacto de las distintas coyunturas no provocó sólo el aumento del número de empresas. Significó, también, transformaciones profundas en la economía capitalista de Vizcaya. Permiten comprobarlo los dos siguientes gráficos, que recogen las empresas que cotizaban en cada sector cada cinco años. Tiene interés, en particular, el contraste entre 1910 y 1930, que representan respectiva y aproximadamente el punto de partida y el resultado final del desarrollo empresarial, cuando éste alcanzaba sus máximos, antes de los efectos de la crisis de los años treinta, que, por otra parte, no había provocado en 1935 cambios sustanciales respecto a la estructura de cinco años antes.

La comparación entre 1910 y 1935 confirma que los cambios no consistían sólo en que en este último año cotizasen muchas más empresas; es que, además, había cambiado la estructura de las inversiones de Vizcaya, a juzgar por la diversidad de ofertas que había en cada actividad. Con la excepción de los monopolios y de los seguros, todos los sectores habían crecido. Los bancos y la siderurgias reunían ya a varias empresas. Pero las transformaciones más significativas consistían en que el desarrollo se había concentrado en particular en las industrias varias, en las compañías navieras, en las mineras y en las eléctricas, esto es, los sectores nuevos que mejor representaban la orientación que tomó la economía vizcaína cuando se modernizó.

La banca, la siderurgia y los ferrocarriles no generaron abundantes fundaciones empresariales, manteniendo las estructuras básicas que tenían a comienzos de siglo.

Por contra, la actividad naviera se mostró capaz de acoger a un abundante número de compañías, cuya presencia en Bolsa se mantuvo después del *boom* de la I Guerra Mundial, de modo que este sector consolidó un lugar destacado entre las alternativas que tenían ante sí los inversores bilbaínos.

Evolución del número de empresas que cotizaban en la Bolsa de Bilbao entre 1910 y 1935 (distribución sectorial de las sociedades objeto de compraventas en 1910, 1915, 1920, 1925 y 1930)



Fuente: Elaboración propia a partir del análisis de las sociedades que cotizaron en la Bolsa de Bilbao según el BCO

Destaca también la envergadura que alcanzó la actividad minera, relacionada con la explotación de concesiones diseminadas por España; el fenómeno se inició en las postrimerías del XIX, pero las dificultades por las que estos negocios atravesaron a comienzos de siglo (muchos de ellos quebraron y pocos repartieron beneficios en la primera década) invitaba a pensar que el fenómeno había sido un ensayo sin capacidad de sostenerse a medio o largo plazo. Lo sucedido durante el primer tercio del XX desmiente los augurios que en este sentido se formulaban hacia 1910. Lo cierto es que el desarrollo bursátil de este corro fue notable y sostenido a partir de esta fecha, constitu-

yendo durante los años veinte uno de los corros que llegaban a mantener más ofertas de diferentes empresas.

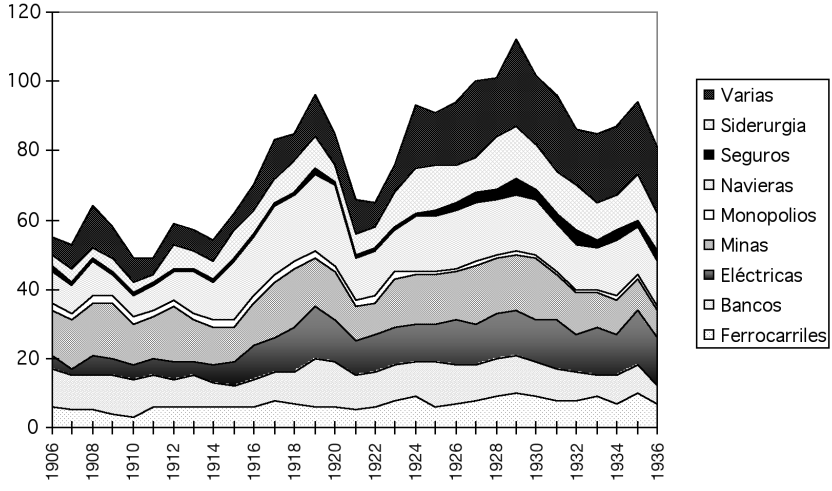
Lo mismo puede señalarse con respecto a otro negocio incorporado decisivamente a las expectativas del capital vizcaíno, el de la explotación y distribución de energía hidroeléctrica, la nueva fuente de energía que señalaba una inquietud tecnológica y que resultaba un componente fundamental de la segunda revolución industrial.

El desarrollo notable y constante de las «industrias varias», por último, era a su vez un síntoma de que la moderna economía vizcaína se ramificaba, invirtiéndose en dispersas ramas de actividad.

La diversificación de las inversiones, la búsqueda de nuevas fuentes productivas en o fuera de Vizcaya y la modernización de la estructura económica fueron así las características más relevantes que reflejan los cambios en la composición de la cartera de valores que cotizaba en la Bolsa de Bilbao. Al crecimiento en el número de compañías acompañaron cambios sustanciales de la economía industrial que se había creado a fines del siglo XIX.

Sin duda, el *boom* más espectacular que experimentó la Bolsa de Bilbao fue el provocado por la I Guerra Mundial. Se saldó con un crecimiento súbito en el número de empresas. Ahora bien: según los datos del BCO representados en los gráficos anteriores la mayoría de los sectores crecieron paulatinamente —aunque su desarrollo se aceleró en la coyuntura mencionada—, sin presentar altibajos. La única excepción, pero notable, fue la de las compañías navieras, que aportaron la mayor parte de las nuevas compañías que engrosaron la Bolsa en 1915 y 1920. Siguió un importante retroceso en este sector, que fue compensado durante la siguiente década por el desarrollo de los demás.

Representación sectorial del desarrollo de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936



Es el desarrollo que refleja el gráfico precedente. Aunque también los bancos y las eléctricas contribuyeron a la punta alcanzada en 1919, puede observarse que las navieras aportaron la mayor parte de las empresas que se incorporaron a la Bolsa durante los años de la I Guerra Mundial. Fue también el sector que provocó la grave recesión de 1921-22. Su recuperación y el desarrollo sostenido de los demás sectores explica el crecimiento de los años veinte, si bien hubo dos *corros* que experimentaron el mayor desarrollo y resultaron decisivos en la máxima cota de 1929: la consolidación del grupo de valores siderúrgicos y, sobre todo, el amplio crecimiento de las «industrias varias». Si la curva representativa prescindiese de estos dos sectores el crecimiento hubiese sido mucho más moderado, y ni siquiera se hubiese alcanzado la cota de 1919, pese a que la caída de las navieras fue compensada por las otras actividades. En último término, los altos baremos alcanzados a finales de los años veinte se consiguieron sobre todo por el crecimiento de las industrias varias.

A título informativo, recogemos a continuación la serie representativa del número de sociedades que cotizó cada año en cada sector. En ella hemos basado gran parte del análisis precedente. Utilizaremos más adelante estos datos, que constituyen una valiosísima información del desarrollo de las expectativas inversoras bilbaínas y de los cambios en las estructuras capitalistas.

Número de empresas que cotizó anualmente en cada sector de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936

	FFCC.	Bancos	Eléctr.	Minas	Monop.	Navier.	Segurs.	Sidgia.	Varias
1906	6	11	4	13	2	9	2	3	5
1907	5	10	2	14	2	8	1	4	7
1908	5	10	6	15	2	10	1	3	12
1909	4	11	5	16	2	6	1	4	9
1910	3	11	4	12	2	6	1	3	7
1911	6	9	5	12	2	7	1	2	5
1912	6	8	5	16	2	8	1	7	6
1913	6	9	4	12	2	12	1	5	6
1914	6	7	5	11	2	11	1	5	6
1915	6	6	7	10	2	17	1	8	5
1916	6	8	10	12	2	17	1	7	7
1917	8	8	10	16	2	20	1	7	11
1918	7	9	13	17	2	19	1	9	8
1919	6	14	15	14	2	22	2	9	12
1920	6	13	12	14	2	23	1	5	9
1921	5	10	10	10	2	12	1	6	10
1922	6	10	11	9	2	13	1	6	7
1923	8	10	11	14	2	12	1	10	8
1924	9	10	11	14	1	16	1	13	18

	FFCC.	Bancos	Eléctr.	Minas	Monop.	Navier.	Segurs.	Sidgia.	Varias
1925	6	13	11	14	1	16	2	13	15
1926	7	11	13	14	1	17	2	11	18
1927	8	10	12	17	1	17	3	10	22
1928	9	11	13	16	1	16	3	15	17
1929	10	11	13	16	1	16	5	15	25
1930	9	10	12	18	1	16	3	13	20
1931	8	9	14	13	1	14	3	12	22
1932	8	8	11	12	1	13	4	13	16
1933	9	6	14	10	1	12	2	11	20
1934	7	8	12	10	1	16	3	10	20
1935	10	8	16	9	1	14	2	13	21
1936	7	5	14	8	1	13	3	11	19

2

Los ciclos económicos entre 1891 y 1936

Entre 1906 y 1935 cotizaron en la Bolsa de Bilbao 235 sociedades anónimas. En conjunto representan la evolución de la estructura empresarial creada por el capital bilbaíno, o en la que éste tenía una participación decisiva, en el ámbito formado por las compañías de responsabilidad limitada que recurrieron a la emisión de acciones y a su difusión en el mercado.

Muchas de estas empresas sólo figuraron esporádicamente en las contrataciones de la Bolsa bilbaína. Con los criterios metodológicos que hemos expuesto, hemos seleccionado una muestra de compañías locales, cuyas acciones se vendieron con la asiduidad suficiente como para establecer series continuas de sus cotizaciones. Constituye una muestra que creemos representativa. La componen 77 sociedades anónimas diferentes, aproximadamente la cuarta parte de las que en un momento u otro llegaron a cotizar en la Bolsa bilbaína. Son, desde luego, las que componían (junto a la Deuda Pública, las obligaciones y algunas compañías nacionales) la base de la cartera de valores bilbaína. La propia frecuencia con la que aparecen en las compraventas que se efectuaban en la Bolsa constituye un síntoma inequívoco de su relativamente amplia difusión.

Las 77 compañías mencionadas pertenecen a los ocho sectores que hemos distinguido, siguiendo los criterios con los que se encuadraron en el Boletín de Cotización oficial de la Bolsa de Bilbao. Agrupados por sectores presentan la siguiente estructura:

Bancos	6
Eléctricas	6
Ferrocarriles	6
Minas	17
Navieras	20
Seguros	2
Siderurgia	9
Varios	11
Total	**77**

La muestra presenta la estructura característica de la plataforma empresarial de Vizcaya, con la peculiar diversidad de compañías en tres actividades (mineras, navieras y varias) y mayor concentración en los demás. Así, puede considerarse que refleja adecuadamente la heterogeneidad de la economía vizcaína y la conformación interna de cada sector.

La representatividad del índice de la Bolsa de Bilbao

La representatividad de la muestra a partir de la cual hemos elaborado el índice de la Bolsa de Bilbao resulta también alta desde otros puntos de vista, mayor incluso de lo que sugiere la constatación de que la forman 77 de las 235 compañías que cotizan en la Bolsa de Bilbao, con ser ésta una proporción no desdeñable. Muchas de las empresas que se han excluido lo han sido por no tratarse de compañías netamente locales y resultar imposible integrarlas en un índice homogéneo, al desconocer la parte de su capital que corresponde a las inversiones bilbaínas y al no constituir la Bolsa de Bilbao su mercado regulador.

La representatividad de los índices que hemos elaborado la podemos definir en los siguientes términos.

En el sector bancario figuran en la muestra todos los bancos bilbaínos, cuyas acciones estaban así bien difundidas entre los bolsistas. Se han excluido los pequeños bancos locales no vizcaínos y los grandes bancos nacionales. Para este *corro*, pues, el índice es plenamente representativo, en los términos propuestos.

La representatividad de la muestra del sector hidroeléctrico es menos exhaustiva que la de los bancos, pero sí puede considerarse que, pese a formar parte del índice sólo 6 de las 30 compañías eléctricas que cotizaron en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936, refleja adecuadamente la participación bilbaína en este sector. En realidad, de las empresas hidroeléctricas cuyo mercado regulador era la Bolsa bilbaína y que estaban compuestas fundamentalmente por capital local, sólo una, la Eléctrica Industrial Española[2], no cotizó con asiduidad suficiente como para formar parte del índice.

En esta actividad los capitales bilbaínos impulsaron decididamente compañías en toda la geografía española. Así, resultaba habitual que acciones de empresas con sedes sociales en Madrid, Zaragoza, Valencia, etc., tuviesen entre su accionariado una presencia significativa de capitalistas

---

[2] La *Electra Industrial Española*, fundada en 1899, explotaba saltos de agua en Valdepeñas (Jaén) y Rute (Córdoba), pero la formaron fundamentalmente capitales bilbaínos, que se hicieron con la *Electra de Martos Valdepeñas*. En su dirección los capitalistas vizcaínos tenían una acusada presencia. Formaban parte de su Consejo de Administración Manuel Taramona, Pedro Icaza o José A. de Ybarra. Cf. Colegio de Agentes de cambio y Bolsa de Bilbao: *Anuario de los valores admitidos a la contratación pública y cotización oficial de la Bolsa de Comercio de Bilbao*, Bilbao 1915, pp. 178 y 179.

vizcaínos. Sus títulos estaban admitidos a la contratación oficial de la Bolsa de Bilbao y se registraban compraventas, en algunos casos sólo esporádicamente y en otros con gran frecuencia. En esta última circunstancia estaba la Hidroeléctrica Española —una gran compañía nacional en la que el capital bilbaíno tenía tan sólo una participación, por mucho que ésta fuera importante[3]—, pero no la incluimos en nuestro índice, al resultar imposible obtener un coeficiente de ponderación homologable al de las otras empresas del grupo.

Así, la muestra la forman las dos principales compañías netamente vizcaínas, que abastecían de energía eléctrica a Bilbao (Hidroeléctrica Ibérica y Unión Eléctrica Vizcaína); dos inversiones en compañías que trabajaban fuera de Vizcaya (Hidráulica del Fresser y Electra de Viesgo), pues su historia fundacional y sus Consejos de Administración señalan inequívocamente que en ellas la participación del capital vizcaíno era decisiva. Hemos incluido también a dos pequeñas sociedades de importancia local (Unión Eléctrica de Cartagena y Mengemor); pese a que la participación bilbaína en ellas no alcanzaba el grado de las anteriores, la asiduidad con que sus acciones aparecieron en la Bolsa de Bilbao indica sin lugar a dudas que la difusión de estos títulos entre los bolsistas bilbaínos distaba de ser marginal. Pese a que sus capitales eran reducidos, sus acciones formaban parte habitual de los estadillos del BCO; además, disponemos así de un reflejo de la participación bilbaína en diversas compañías nacionales, sin que la envergadura de su capitales distorsione la confección del índice sectorial. Hemos prescindido de las demás compañías foráneas, así como de algunas compañías vizcaínas que desaparecieron en 1908 al fusionarse en la Unión Eléctrica Vizcaína o que sólo excepcionalmente aparecieron en el BCO.

Mucho mayor que la de las eléctricas resulta la representatividad de la muestra de compañías ferroviarias. Figuran en ella 6 de los 17 ferrocarriles que llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936, pero en realidad están todas las sociedades anónimas que explotaban los ferrocarriles construidos desde Vizcaya, con la única excepción del Ferrocarril Amorebieta-Guernica (una compañía para la que no conocemos ninguna compraventa de acciones entre 1891 y 1936, por lo que hay que pensar que estos títulos no salieron del grupo promotor)[4]. Las empresas que hemos excluido son todas ellas foráneas, en las que, como en el Ferrocarril Norte de España o Madrid Zaragoza Alicante, el capital bilbaíno sólo tendría una reducida participación. La red ferroviaria creada a fines del XIX, que incluía las vías de ambas

---

[3] La base del negocio *Hidroeléctrica Española* era, al principio, los saltos del Júcar cuya concesión hacía adquirido la bilbaína *Hidroeléctrica Ibérica*: Sobre los objetivos y composición de la empresa, vid. Cooperativa Electra Madrid: *Historia de su constitución y descripción de sus instalaciones*, Madrid 1916.

[4] Vid. Ormaechea, A. M.: *Ferrocarriles en Euskadi, 1855-1936*, Bilbao 1989, p. 541 y ss. y Macías Muñoz, O.: *Ferrocarriles y desarrollo económico en el País Vasco (1914-1936)*; Servicio Editorial UPV, Leioa, 1994, Colección Tesis Doctorales, p. 82 y ss.

márgenes de la ría[5] y la unión vizcaína con León, Santander y San Sebastián, además de un ferrocarril minero —el único explotado por una sociedad anónima local— forman parte de nuestra muestra, que en este sentido se puede considerar exhaustiva y que representa adecuadamente las inversiones ferroviarias promovidas por el capital local.

También resulta alta la representatividad del índice del sector minero. Figura en la muestra aproximadamente la mitad (17) de las compañías del sector que cotizaron en la Bolsa de Bilbao (36) entre 1906 y 1936. Es un número que puede considerarse alto, pues, contra lo que sucedía en los bancos, abundaban en esta actividad (la explotación de minas fuera de Vizcaya) las compañías de dimensiones modestas, cuyos capitales no tenían una envergadura que permitiese suponer por sí misma tal asiduidad en la contratación bursátil.

En conjunto, la muestra minera resulta representativa. Forman parte del índice las tres compañías vizcaínas que trabajaban minas en Castro Urdiales[6]; menos acusada era la presencia bursátil de las hulleras, pero se integran en el índice dos de las principales empresas dedicadas a esta actividad (las que trabajaban en Sabero); están bien representadas las sociedades bilbaínas que extraían diversos productos (hierro, cobre, plomo…) lejos de Vizcaya, e incluso una compañía vizcaína (Setolazar) cuyas minas radicaban en Marruecos. Se han excluido algunas compañías cuya sede social no estaba en Bilbao (Coto del Hellín, Heras, Carreño) y las pequeñas sociedades que sólo cotizaron esporádicamente. Pero, en conjunto, el índice minero refleja adecuadamente la evolución de estas inversiones características del capital bilbaíno, en su primera expansión fuera de Vizcaya, pues lo componen las principales compañías, tanto por el volumen de sus capitales como por la importancia de los trabajos que emprendieron. Tan sólo está ausente una empresa minera de envergadura, Sierra Menera[7], cuyas cotizaciones, tardías y esporádicas, no permiten establecer una serie continua.

En nuestra muestra las compañías navieras son las más numerosas, con 20 sociedades diferentes. Era también el grupo específico (si se prescinde del heterogéneo «industrias varias») más importante de la Bolsa de Bilbao: en total, entre 1906 y 1936 llegaron a cotizar 46 navieras. Pese a que la muestra no al-

---

[5] A finales de 1899 la Compañía del Ferrocarril Bilbao-Santander decidió la compra del Bilbao-Las Arenas, que recorría la margen derecha de la ría; por la otra orilla circulaba el Bilbao-Portugalete.

[6] Las compañías vizcaínas que explotaban hierro en Castro Urdiales era, por orden de constitución, *Minera de Setares*, *Compañía propietaria de la mina Ceferina* y *Compañía Minera Dícido*. Para su constitución, vid. Montero, M.: *La California del Hierro*, Bilbao 1995.

[7] El origen de Sierra Menera estuvo en la compra de minas en Teruel, realizada en 1900 por Aznar, pero los problemas que se derivaron del *crack* de 1901 hicieron que aunque ese año se constituyera la sociedad *Compañía Minera de Sierra Menera* se recogiera la inicialmente amplia emisión de capitales. Era una gran sociedad, en 1920 con un capital de 32 millones de pesetas. La ausencia de contrataciones sobre estos títulos sugiere que, en lo fundamental, permaneciera después en manos del grupo promotor de la empresa, dirigida por Sota y Aznar.

canza la mitad del total, su representatividad puede considerarse alta, debido a algunas peculiaridades del sector. Le caracterizó la aparición de numerosas compañías, en una actividad muy fragmentada empresarialmente. Ahora bien, buena parte de estas compañías se crearon en momentos de euforia (1898-1900 y 1915-1918) y no sobrevivieron al desaparecer las circunstancias excepcionales que habían propiciado su fundación. Así, las empresas que componen la muestra representan a los negocios navieros más importantes y de más capital, aquellos que lograron superar los momentos críticos. En este sentido, su comportamiento bursátil reproduce adecuadamente la evolución de todo el sector.

Debe señalarse, no obstante, que la serie resultante atenúa las oscilaciones coyunturales con respecto a la que en conjunto sufrió el sector, pese a que, como veremos, el índice naviero presenta espectaculares altibajos. Al fin y al cabo, el mismo criterio por el que se incluyen en la muestra —asidua y duradera presencia en Bolsa— implicaba una mayor estabilidad relativa. Desde luego, superior a la de las empresas navieras creadas en los auges especulativos, que también fueron duramente castigadas en los momentos recesivos, en los que dejaron de cotizarse sus acciones y algunas hasta desaparecieron o fueron absorbidas por otras sociedades. Con esta salvedad, el índice naviero reproduce adecuadamente el sentido y hasta la intensidad de las coyunturas del sector, bien que moderando los precios máximos y mínimos.

El sector de los seguros bilbaínos nació en 1899-1900 íntimamente ligado a la actividad bursátil[8]. Aún así, la representatividad del índice que hemos podido elaborar es limitada. No formaban el sector muchas compañías (entre 1906 y 1936 sólo llegaron a cotizar cinco sociedades de seguros en la Bolsa de Bilbao), y únicamente dos llegaron a reunir las condiciones necesarias para formar parte de nuestro índice: Seguros Aurora, que forma parte de la muestra todos los años estudiados, y la Garantía, que figura desde los años veinte, algo después de que la sociedad se fundara en 1918. Resulta sorprendente, en particular, que la Compañía de Seguros La Polar —que nació como un negocio estrictamente vinculado a la negociación de efectos mobiliarios[9]— apenas registre compraventas en los estadillos del BCO.

A nuestro entender, la circunstancia mencionada refleja el escaso desarrollo empresarial que durante el periodo tuvieron los seguros bilbaínos, cuya capacidad de expansión quedaba coartada por las reducidas dimensiones de sus capitales (un elemento decisivo en esta actividad, pues la confianza de los eventuales clientes exigía amplios respaldos financieros), el fracaso que

---

[8] Vid. Montero, M.: *La creación de las modernas compañías de seguros vizcaínas y la especulación bursátil*, Rev. «Ernaroa», nº 6, pp. 171-208.

[9] Creada durante el desenvolvimiento de la especulación bursátil de fin de siglo, su capital lo componían «adhesiones» o participaciones que no exigían desembolso de capital, sino que quedaban garantizadas con títulos mobiliarios. Cf.: *Registro Mercanti*l, libro 16, fols. 152-153, así como Colegio de Agentes de cambio y Bolsa de Bilbao: *Relación de las gestiones realizadas por la Junta Sindical para la reforma del reglamento de contratación en su capítulo 2º, artículo 19 y en el nº 4 de su arancel*, Bilbao 1902.

obtuvieron al de poco de crearse (que se saldaron incluso con incumplimientos parciales de sus compromisos de aseguramiento) y el que su principal negocio potencial (el seguro a las navieras) se encaminara sobre todo al aseguramiento en las principales compañías extranjeras, sobre todo británicas.

Sea como fuere, el índice de seguros que hemos podido elaborar apenas reproduce la coyuntura del sector. Formado fundamentalmente por una única compañía, Seguros Aurora, el índice recoge con mayor intensidad que en otros sectores el impacto de concretos problemas empresariales, no siempre debidos al general entorno económico. En cierta medida, esta circunstancia reproducía una de las características del sector por lo que el índice refleja uno de sus componentes específicos, la precariedad empresarial. Pero por lo demás sólo permite apreciar el impacto de las distintas coyunturas en una única empresa, sin que por esto mismo pueda considerársele plenamente indicativo de las expectativas que generaba todo este ramo productivo.

La siderometalurgia era, desde luego, la principal actividad industrial de Vizcaya. Está bien representada en nuestro índice, si bien no de forma exhaustiva. Algunas circunstancias de este *corro* bursátil y de las empresas del sector lo explican. El BCO incluía bajo el epígrafe «siderurgia y valores metalúrgicos» indistintamente empresas de distinta naturaleza. Por nuestra parte, hemos respetado tales criterios, aunque resultan discutibles. Llevar a cabo otra clasificación hubiese dificultado la confección de grupos homogéneos y consolidados, al tratarse de un reducido número de empresas.

Se agrupaban en el mismo sector sociedades netamente siderúrgicas, astilleros y compañías dedicadas a las construcciones metálicas o a la producción de maquinaria. En total, figuran en el BCO compraventas de 18 empresas diferentes, pero en nuestra muestra sólo están presentes 9, la mitad. Tres (Unión Cerrajera de Mondragón, Duro Felguera y Nueva Montaña) se han excluido por radicar fuera de Vizcaya, sin que fueran promovidas por el capital bilbaíno. Una (Sociedad Española de Construcción Naval[10]), porque la presencia local en su accionariado era sólo limitada. Las demás que no figuran en el índice, por la escasa frecuencia con la que cotizaron en la Bolsa de Bilbao: eran pequeñas o medianas compañías, con acciones poco difundidas en el mercado. Y es que es ésta una de las características del sector siderometalúrgico vizcaíno: la hegemonía de una gran empresa, Altos Hornos de Vizcaya, objeto habitual de contratación en Bolsa, y la presencia de compañías de dimensiones más modestas, cuyos capitales pertenecían fundamentalmente a su grupo promotor, que sólo ocasionalmente ponían acciones en el mercado.

Así, el índice del sector siderometalúrgico puede considerarse representativo de la evolución de esta actividad, pero teniendo en cuenta las siguientes precisiones: refleja la evolución de la principal empresa vizcaína, Altos

---

[10] Constituida en 1908, en la Sociedad Española de Construcción Naval participaron aproximadamente 20 razones sociales, entre las que se contaban Altos Hornos de Vizcaya, Construcciones Metálicas, Banco de Vizcaya, Banco de Bilbao y Crédito de la Unión Minera

Hornos de Vizcaya, de algunas (no todas) medianas y pequeñas compañías metalúrgicas, así como algunos de los principales negocios creados desde comienzos de siglo (Euzkalduna, Babcock Wilcox y Siderúrgica del Mediterráneo).

El sector «industrias varias» resulta sin duda el peor representado en nuestra muestra. Si se prescinde de las grandes compañías nacionales que formaban parte de él, como Unión Resinera Española y La Papelera Española (que, según los criterios que hemos empleado, no pueden integrar el índice de compañías locales, aunque alguna tuvo un cierto protagonismo en la Bolsa de Bilbao; es el caso de la Unión Española de Explosivos) fueron muy pocas las que cotizaron con asiduidad en la Bolsa de Bilbao. Sólo Bodegas Bilbaínos creó un *corro* consolidado, presente en todos los años que estudiamos.

No hemos renunciado, sin embargo, a elaborar un índice del sector, pues el desarrollo de las «industrias varias» fue un componente fundamental del proceso de modernización que vivió Vizcaya durante el primer tercio del siglo. Por ello, tiene interés su contribución al diseño retrospectivo de las distintas coyunturas por las que atravesó la economía capitalista de Bilbao.

Ahora bien: la propia heterogeneidad de la muestra de «industrias varias (que incluye desde una compañía vinícola hasta sociedades inmobiliarias, editoriales, mercantiles y de espectáculos) resta importancia a los resultados obtenidos. La tienen, en la medida que se integran en la cartera de valores que componen nuestro índice global. Pero, obviamente, la serie sectorial resultante no refleja en sentido estricto coyunturas homogéneas. Además, las contrataciones del grupo resultaron por lo común esporádicas, por lo que sólo excepcionalmente ha sido posible elaborar series continuas.

En realidad, el interés del grupo «industrias varias» reside, más que en los precios que alcanzaron sus acciones en compraventas diseminadas, en la propia proliferación de empresas del sector y en los momentos que se lanzaron al mercado, sin crear corros estables y sin que por lo común éstos durasen más de dos o tres años.

Con todo, y con las limitaciones expuestas que presenta su interpretación, hemos elaborado un índice de «industrias varias», con la finalidad de apreciar la contribución a la definición de los distintos ciclos económicos por parte de las *empresas varias* cuyos títulos se cotizaban con mayor frecuencia en la Bolsa de Bilbao. Lo componen sólo 11 de las 60 sociedades que llegaron a formar este sector bursátil. Son las únicas del grupo para las que ha sido posible elaborar series continuas de cotizaciones.

Queda así definida la representatividad del índice global de la Bolsa de Bilbao. A modo de resumen, podemos considerar que refleja la heterogeneidad de la economía vizcaína, sin que sus comportamientos estén decididamente determinados por los de un único sector. En este sentido, representa la evolución genérica de las expectativas empresariales que tenía el capital vizcaíno. Por lo demás, globalmente el grado de representatividad puede considerarse alto, con las excepciones sectoriales de los seguros e industrias va-

rias, para las que el índice resulta sólo significativo. Es exhaustivo en lo que se refiere a los bancos y compañías ferroviarias locales, incluye a las más importantes compañías navieras y mineras y a casi todas las inversiones hidroeléctricas en las que el capital vizcaíno tenía la mayor parte del capital; y en el sector siderometalúrgico el índice incluye a la principal empresa, a las mayores inversiones realizadas desde comienzos de siglo y a una representación de las pequeñas y medianas sociedades.

Con estos límites, puede considerarse que el índice de la Bolsa de Bilbao 1906-36 que hemos elaborado refleja adecuadamente la evolución del aparato productivo creado por el capital vizcaíno, con un grado de representatividad que, en conjunto, puede calificarse de alto.

Cartera de valores a partir de la cual se ha elaborado el índice de la Bolsa de Bilbao

Como es obvio, en ninguno de los periodos cotizaron simultáneamente las 77 compañías que componen la muestra a partir de la cual elaboramos el índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1936. Componen éste tres periodos, 1906-1914, 1914-1923 y 1923-1936. Para elaborar una serie continua, los índices correspondientes a 1914 y 1923 están establecidos con la muestra del periodo que culminan, y esta media constituye el punto de partida de la siguiente, elaborada ya a partir de la nueva muestra.

El cuadro siguiente recoge la composición sectorial de la muestra con la que hemos confeccionado el índice de cada fase. Se especifica el número de empresas y el volumen de capitales de cada sector, que proporciona el baremo a partir del cual establecer su respectivo peso en el conjunto.

Composición sectorial de la cartera de valores que forma el índice de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936

	1906-1914		1914-1923		1923-1936	
	Empresas	**Capitales**	**Empresas**	**Capitales**	**Empresas**	**Capitales**
Bancos	3	29.500	5	167.000	4	132.860
Eléctricas	3	39.300	5	120.200	5	171.000
Ferrocarriles	6	66.150	4	61.600	4	78.250
Mineras	10	44.775	11	72.037	13	80.775
Navieras	7	36.380	12	114.680	16	124.480
Seguros	1	3.000	1	4.500	2	6.400
Siderurgias	3	35.060	6	119.600	7	242.000
«Ind.Varias»	1	6.000	3	11.800	10	48.200
Total	34	260.165	47	671.417	61	883.965

Como es lógico, el número de empresas aumenta según avanza el periodo, a medida que un mayor número de sociedades cotiza en la Bolsa de Bilbao y lo hace con mayor frecuencia. En todo caso, incluso en el punto de partida (1906-1914) las 34 compañías que lo forman componen una muestra amplia, con una presencia suficiente de todos los sectores, que reúne ya la representatividad que hemos descrito, con los límites y características consignados. Cabe destacar, también, el rápido aumento del número de empresas y del volumen de capitales que reflejan los dos periodos siguientes, en los que el índice pasan a formarlo sucesivamente 47 y 61 sociedades anónimas y se acercan a un capital nominal de 900 millones de pesetas.

En los tres periodos, la muestra presenta una adecuada diversificación sectorial, de modo que el comportamiento del índice no se ve decisivamente determinado por ninguna actividad.

En 1906-1914 el más importante es el corro ferroviario, que aporta el 25% de los capitales. Pero, en conjunto, la muestra resulta equilibrada, pues para llegar a la mitad de los capitales (y, por tanto, a un peso decisivo en la formación del índice) se requieren tres de los ocho sectores (ferrocarriles, minas y eléctricas), con estructura y condicionamientos bien diferentes.

En 1914-1923 el mayor sector es el bancario, que en este periodo tiene el 25% de los capitales. También ahora sólo se llega a la mitad del total con tres de los cinco sectores, que en este caso son los bancos, eléctricas y la siderurgia, igualmente heterogéneos.

En la fase 1923-1936 el ramo más importante es el siderúrgico, que aporta un 27% de los capitales totales. Los tres sectores que suponen la mitad de la muestra son, como en la fase anterior, la siderurgia, la banca y las eléctricas.

De esta manera, en los tres periodos consignados la muestra representa el comportamiento global del conjunto de la estructura productiva que refleja la Bolsa de Bilbao, sin que en principio ningún sector tenga un peso específico capaz de contrarrestar los comportamientos de los demás.

Globalmente considerados, los capitales que forman la muestra están fragmentados en sectores relativamente homogéneos en cuanto a su volumen y su peso en la formación del índice. Sólo dos (seguros e industrias varias) tienen un pese reducido (entre el 1 y el 1,5%).

Bancos, eléctricas, minas y siderurgia reúnen en 1906-1914 un porcentaje equiparable, entre el 11 y el 17%, mientras los ferrocarriles llegan al mencionado 25%.

Cambian los porcentajes en el periodo siguiente, pero no el relativo equilibrio sectorial. La banca llega al 25%, pero eléctricas, minería, navieras y siderurgia están entre el 11 y 1l 18%, al tiempo que se reduce el peso de los ferrocarriles al 9%.

En 1923-1936 la concentración sectorial es algo mayor, pues la siderurgia alcanza el 27% y, además de los ferrocarriles, también las mineras (como consecuencia de que no hubo nuevas inversiones en el sector) aportan el 9%.

Bancas y eléctricas tienen un porcentaje entre el 15 y el 19% del total, y además aumenta el peso de «industrias varias», que ahora llegan al 5%.

En conjunto, pues, además de considerar que el índice que hemos confeccionado resulta representativo, presenta otra característica a resaltar: con los pesos relativos descritos, resume los comportamientos globales de la economía empresarial de Vizcaya, sin que predomine decisivamente ningún sector.

Recogemos por último la relación completa de las 77 compañías a partir de las cuales hemos elaborado el índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1936, consignándose los capitales con los que contribuyen a formar las series sectoriales y global. Los capitales son los que tenía desembolsados cada empresa en 1914, 1923 y 1936.

Composición de la cartera de valores que forma el índice de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936
(Valores en miles de pesetas nominales)

	1906-1914	1914-1923	1923-1936
Bancos			
Banco de Bilbao	15.000	60.000	60.000
Banco de Vizcaya	8.500	22.000	60.000
Crédito de la Unión Minera	6.000	60.000	—
Banco Vasco	—	15.000	—
Banco Urquijo Vascongado	—	10.000	10.000
Banco Agrícola Comercial	—	—	2.860
Total Bancos	**29.500**	**167.000**	**132.860**
Hidroeléctricas			
Hidroeléctrica Ibérica	19.300	48.200	83.000
Hidráulica del Fresser	1.500	—	—
Unión Eléctrica Vizcaína	18.500	18.000	18.000
Electra de Viesgo	—	35.000	50.000
Unión Eléctrica de Cartagena	—	4.000	5.000
Mengemor	—	15.000	15.000
Total eléctricas	**39.300**	**120.200**	**171.000**
Ferrocarriles			
Ferrocarril Bilbao Portugalete	5.000	5.000	—
Ferrocarril Santander Bilbao	17.000	16.600	23.600
Ferrocarril de la Robla	20.000	20.000	32.500
Ferrocarriles Vascongados	20.000	20.000	20.000
Tranvía Durango Arratia	2.150	—	2.150
Ferrocarril Castro Alén	2.000	—	—
Total Ferrocarriles	**66.150**	**61.600**	**78.250**

	1906-1914	1914-1923	1923-1936
Mineras			
Argentífera de Córdoba	2.000	6.000	6.000
Collado del Lobo	2.250	—	—
Compañía prop. mina Ceferina	750	750	450
Hullera de Sabero y Anexas	8.750	15.000	15.000
Minas de Cala	15.000	15.000	15.000
Minas de Irún y Lesaca	3.500	3.500	3.000
Minera de Setares	875	587	587
Minera Peñaflor	4.500	—	—
Sierra Alhamilla	3.150	3.200	2.488
Sociedad Minera Villaodrid	4.000	8.000	
Sociedad Alcaracejos	—	3.000	3.000
Compañía Minera Dícido	—	11.000	11.000
Carbones Asturianos	—	6.000	—
Hullera Vasco Leonesa	—	—	6.000
Oeste Sabero Veneras	—	—	4.500
Minera Setolazar	—	—	10.000
Minas de Teverga	—	—	3.750
Total Mineras	**44.77 5**	**72.037**	**80.775**
Navieras			
Compañía Bilbaína de Navegación	2.100	—	—
Compañía Naviera Vascongada	2.500	7.500	7.300
Marítima Actividad	1.180	—	—
Marítima Unión	9.000	18.000	18.000
Naviera Nervión	2.000	5.000	5.000
Naviera Olázarri	7.100	—	—
Naviera Sota Aznar	12.500	34.500	34.500
Bachi	—	14.400	5.000
Vasco Andaluza	—	4.900	4.900
Cantábrica Navegación	—	2.100	1.300
Marítima Bilbao	—	4.200	3.100
Naviera Mundaca	—	14.400	14.400
General de Navegación	—	4.100	—
Naviera Vizcaya	—	5.000	1.300
Remolcadores Ibaizábal	—	580	580
Guipuzcoana	—	—	3.900
Vasco Cantábrica	—	—	6.800
Naviera Amaya	—	—	5.000
Naviera Euzkera	—	—	8.600
Auxiliar Marítima	—	—	4.800
Total Navieras	**36.380**	**114.680**	**124.480**

	1906-1914	1914-1923	1923-1936
Seguros			
Compañía de Seguros Aurora	3.000	4.500	5.400
Garantía	—	—	1.000
Total Seguros	**3.000**	**4.500**	**6.400**
Siderurgia			
Altos Hornos de Vizcaya	32.750	100.000	125.000
Compañía Aurrerá	1.310	1.500	2.000
Sociedad de Talleres de Deusto	1.000	2.000	—
Basconia	—	9.500	12.000
Tubos Forjados	—	600	—
Euskalduna	—	6.000	8.000
Babcock Wilcox	—	—	20.000
Siderúrgica Mediterráneo	—	—	65.000
Echevarría	—	—	10.000
Total siderurgias	**35.060**	**119.600**	**242.000**
Industrias Varias			
Bodegas Bilbaínas	6.000	4.800	5.800
Inmobiliaria Iralabarri	—	2.000	—
Compañía de Alcoholes	—	5.000	—
Española de Pinturas Internacional	—	—	750
Obras y Construcciones Ormaechea	—	—	1.250
Nuevo Teatro de Bilbao	—	—	1.000
Fosfatos Logrosán	—	—	4.400
Deportes y Espectáculos	—	—	6.500
Azucarera Leopoldo	—	—	8.000
Espasa Calpe	—	—	16.000
Sdad. de Productos Cerámicos	—	—	4.500
Total «industrias varias»	**6.000**	**11.800**	**48.200**
Total índice	**260.215**	**690.617**	**883.965**

Hubo 21 empresas que compusieron durante todo el periodo la base de la cartera bilbaína de valores locales. Figuran todos los años en las series del Boletín de Cotización Oficial y forman parte de las tres series consecutivas. Constituyen una muestra muy variada, que tiene interés. Predominan las compañías mineras, una actividad muy fragmentada empresarialmente, pero con acciones bien difundidas en Bilbao. Eran las siguientes: Argentífera de Córdoba, Compañía propietaria de la mina Ceferina, Hulleras de Sabero y Anexas, Minas de Cala, Minas Irún Lesaca, Minera de Setares y Sierra Alha-

milla. Las convulsiones que a lo largo del periodo experimentaron las navieras explican que sólo cuatro sociedades del sector cotizasen durante las tres fases, la Naviera Vascongada, la Marítima Unión, la Marítima del Nervión y la Naviera Sota Aznar. La crisis bancaria de 1924 eliminó algunos de los bancos locales, de modo que sólo dos, el Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya, cotizaron durante todo el periodo. Lo hicieron también tres compañías ferroviarias, el Santander-Bilbao, el Ferrocarril de la Robla y los Ferrocarriles Vascongados. En el sector siderúrgico sólo dos empresas figuraron en las cotizaciones habituales durante los tres periodos, Altos Hornos de Vizcaya y la sociedad Aurrerá. Pese a la reducida envergadura de sus correspondientes sectores, cabe destacar, también, la notable asiduidad con la que cotizaban Seguros Aurora y Bodegas Bilbaínas, que formaban corros estables a lo largo del tiempo.

Dos últimas cuestiones deben resaltarse:

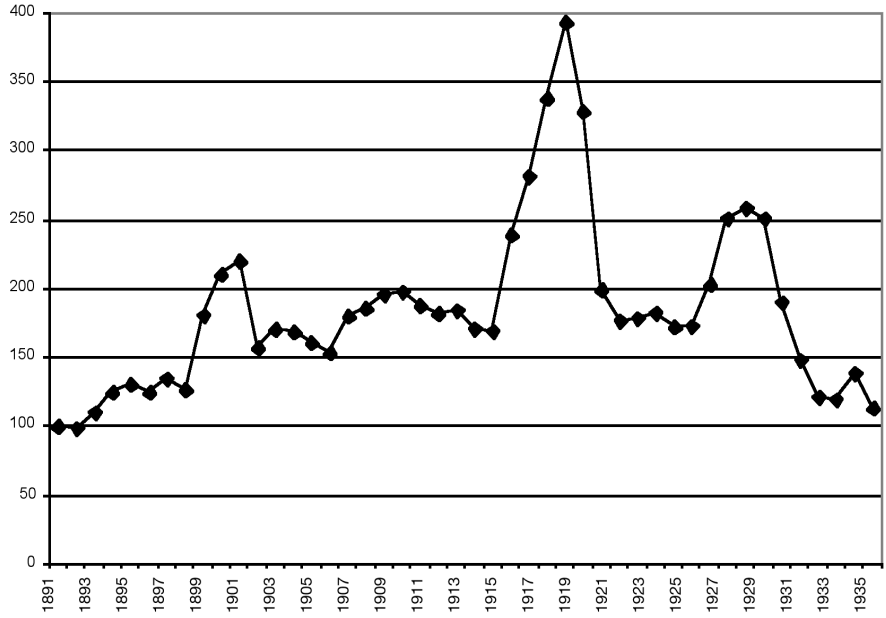
a) En casi todos los sectores los aumentos globales de capital se deben a la incorporación de nuevas compañías, esto es, a la creación de nuevos negocios. Hay algunas excepciones significativas. Sólo Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya, Hidroeléctrica Ibérica, Ferrocarril Santander Bilbao, Marítima Unión, Naviera Sota Aznar, Compañía Basconia y Altos Hornos de Vizcaya incrementaron sustancialmente sus capitales. Todas ellas estaban entre las principales inversiones vizcaína, y, si se exceptúa el caso del ferrocarril, el desarrollo de sus capitales traducía cómo se afianzaban en su ramo productivo sus respectivos grupos promotores, que, por otra parte, estaban interrelacionados e integraban la cúpula de la oligarquía vizcaína.
b) La principal empresa de la muestra fue en todo momento Altos Hornos de Vizcaya. Tenía el mayor peso en el índice, pero sin condicionarlo de forma decisiva. Su aportación fue, sucesivamente, el 12,6%, 14,5% y 14,1%.

Evolución de las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936

En esta investigación nos hemos centrado en la elaboración del índice de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1936, pero a la hora de exponer el resultado final incluimos también el periodo 1891-1905, confeccionado con los criterios que avanzamos en el libro *La burguesía impaciente. Especulaciones e inversiones en el desarrollo empresarial de Vizcaya*, que son homologables (aunque de elaboración menos compleja) a los que hemos utilizado aquí.

Conforme a nuestros cálculos, la gráfica representativa del índice de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936 es la siguiente:

Índice de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936[11]



El índice presenta nítidos movimientos. Quizás lo más llamativo es que destacan tres coyunturas concretas, con profundas implicaciones en el desarrollo empresarial de Vizcaya. Son las tres siguientes:

1. *Boom* bursátil entre 1898 y 18901. En sólo tres años las cotizaciones medias de las acciones bilbaínas subieron un 74%. En nuestro índice global pasaron de 135,4 a 219,8. En 1900 por vez primera el valor medio de las acciones era el doble del punto de partida, al rebasar el índice del 200.
2. Espectacular desarrollo bursátil entre 1915 y 1919, este año con los mejores precios alcanzados a lo largo de todo el periodo. El índice se acercó en 1919 a los 400, con la mayor cota a la que se llegó entre 1891 y 1936. En sólo cuatro años los precios medios de las acciones

[11] Elaboración propia a partir de las últimas cotizaciones mensuales según el *Boletín de Cotización Oficial*. La gráfica se ha elaborado a partir de las medias de las cotizaciones trimestrales de las compañías que figuran en la muestra, corregidas en su caso (y adaptadas a los baremos anteriores del índice) para evitar distorsiones por la incorporación paulatina de títulos.

se multiplicaron por 2,28, al pasar en nuestra serie de los 172,9 a los 397,3.

3. El último *boom* bursátil se produjo entre 1926 y 1929, en las postrimerías de la Dictadura de Primo de Rivera. No fue tan vigoroso como el precedente, ni se alcanzaron los altos precios medios de 1919, pero en conjunto las acciones bilbaínas se apreciaron en tres años un 49,5%. El baremo 173,3 de 1926 se convirtió en 259 tres años después.

De esta forma, caracteriza a la evolución económica vizcaína el impacto decisivo de tres esporádicas, sucesivas y breves fases de súbitos ascensos de los precios bursátiles, que traducen a su vez la incidencia de la especulación y de mejorías bruscas de las expectativas empresariales. Tiene interés este *comportamiento compulsivo*, pues informa sobre una de las características básicas del desarrollo capitalista de Vizcaya. En esos momentos se concentraron las principales inversiones empresariales. De esta forma, la plataforma económica formada por el capitalismo bilbaíno se creó, en lo fundamental, en momentos excepcionales, caracterizados por la gran abundancia de disponibilidades, la especulación y la incidencia de factores transitorios que mejoraban súbitamente y a veces inesperadamente —en todo caso, sin que en su gestación tuviese especial incidencia la política empresarial desarrollada desde Bilbao— las expectativas capitalistas. De este desarrollo compulsivo, a saltos, se derivaron algunas circunstancias que son, también, decisivas: a los *booms* empresariales siguieron crisis profundas, en las que se liquidó parte de la estructura empresarial, especulativa, recién creada.

En otras palabras, el desarrollo de las inversiones no fue fruto de un crecimiento sostenido, sino consecuencia de sucesivas circunstancias excepcionales. De ahí que, con frecuencia, las inversiones se realizaran ateniéndose a evaluaciones precarias, que no partían del análisis de la viabilidad a largo plazo de la empresa, sino que, o bien buscaban altas rentabilidades inmediatas, o bien se ajustaban en gran medida a las condiciones extraordinarias que existían en los momentos en que se produjeron los *booms* bursátiles. La consecuencia histórica de esta circunstancia —que no es marginal en el proceso de inversiones, sino una de sus características básicas— fue que las sucesivas estructuras empresariales quedaban condenadas a atravesar por largas etapas depresivas o, eventualmente, a buscar fórmulas por las que subsistieran situaciones excepcionales, con frecuencia de tipo proteccionista o que conllevaran el apoyo del Estado.

El gran impacto de tres netos momentos alcistas constituye la característica más llamativa de la evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936, pero al mismo tiempo el índice describe sucesivas coyunturas, que permiten distinguir cuatro etapas en la evolución empresarial del capitalismo vizcaíno, que son las siguientes:

a) 1891-1905
b) 1906-1914
c) 1914-1923
d) 1923-1936

Es la evolución que resumen las medias siguientes, a partir de 1891, y que analizaremos después en sus rasgos generales.

Índice de la Bolsa de Bilbao, 1891-1936
(Base = 100, 1891. Medias anuales)

1891	100,0	1901	219,8	1911	187,4
1892	98,9	1902	157,3	1912	182,2
1893	110,8	1903	170,4	1913	184,8
1894	124,5	1904	168,5	1914	171,9
1895	130,2	1905	161,0	1915	169,8
1896	125,1	1906	153,3	1916	239,4
1897	135,4	1907	179,7	1917	281,7
1898	126,3	1908	186,1	1918	338,5
1899	180,5	1909	196,5	1919	392,9
1900	210,3	1910	198,5	1920	328,7
1921	199,4	1931	190,9		
1922	177,2	1932	148,6		
1923	179,4	1933	122,3		
1924	183,2	1934	120,0		
1925	172,5	1935	139,0		
1926	173,3	1936	113,2		
1927	202,6				
1928	251,5				
1929	259,0				
1930	251,5				

La coyuntura bursátil y empresarial 1891-1905: la brusca modernización de la economía vizcaína

Este periodo fundacional de la Bolsa de Bilbao quedó analizado en nuestro libro *La burguesía impaciente. Especulaciones e inversiones en le desarrollo empresarial de Vizcaya*. Como apreciamos allí, lo más importante de esta fase fue la rápida modernización estructural de la Bolsa bilbaína. A partir de 1898 —coincidiendo con el *boom* bursátil a que antes nos hemos refe-

rido— el mercado se modernizó. Comenzaron a contratarse con preferencia los valores de renta variable. Esta preeminencia de las acciones en la Bolsa bilbaína —era la primera de España en la que esto sucedía[12]— sería ya definitiva.

En este periodo pueden distinguirse tres momentos claramente definidos.

En primer lugar, entre 1891 y 1898 el índice muestra una mejora efectiva de las cotizaciones medias. Sin embargo, el baremo no puede considerarse en este caso un reflejo adecuado de la marcha de las expectativas económicas: el reducido número de valores que componen la muestra a partir de la cual se elabora el índice en esta fase hace que tenga un peso decisivo el comportamiento de una única empresa (la Compañía Arrendataria de Tabacos, incluida en este periodo porque conocemos aproximadamente el porcentaje de captación bilbaína de sus acciones). En realidad, el conjunto de la estructura productiva bilbaína vivió una fase de atonía y hasta de retracción, en la que no faltaron serios apuros para algún sector, como el ferroviario.

La crisis minera iniciada en 1891, la paralización de las inversiones desde el comienzo de la sublevación cubana en 1895, la caída de la peseta y los problemas de la Hacienda imprimieron su carácter a estos años, que culmina-

---

[12] La Bolsa de Madrid, junto a la de Bilbao la única de carácter oficial, estaba volcada en los valores públicos, aunque también eran objeto de compraventas algunas grandes compañías, por lo común arrendatarias de monopolios del Estado. Por ejemplo, el primer semestre de 1912 la contratación fue la siguiente (*El Economista*, 11 de enero de 1913):

Deuda Interior	231.030
Amortizable 5%	48.336
Amortizable 4%	6.602
Obligaciones del Tesoro	2.469
Empréstito de Marruecos	343
Cédulas hipotecarias	11.202
Valores municipales y provinciales	2.205
Banco de España	2.024
Otras bancos	5.057
Cía. Arrendataria de Tabacos	1.589
Unión Española de Explosivos	1.372
Sociedad General Azucarera	34.001
Altos Hornos de Vizcaya	108
Compañías eléctricas	579
Compañías ferroviarias	2.198
Otros valores	26.465
Total	375.580

(en miles de pesetas)

Por contra, desde 1899 en la Bolsa de Bilbao la contratación en acciones superó siempre a la de Deuda Pública y a los demás valores de renta fija, y alcanzó, cuando menos, en torno al 60%. Cf. Montero, M., *La burguesía*…. p. 50 y ss.

ron con la breve pero intensa depresión bursátil de comienzos de 1898, cuando estalló la guerra con Estados Unidos[13]. Queda este momento crítico atenuado en nuestra serie, al formarla cifras anuales medias y, por tanto, reunir en 1898 los datos de los meses depresivos con los de la súbita recuperación que se inició a mediados de año.

En efecto: tras el final de la Guerra de Cuba comenzó una rápida mejoría de las expectativas empresariales vizcaínas. Contribuyeron diversos factores, entre los que pueden citarse los siguientes:

1. La abundancia de disponibilidades generadas por el auge minero iniciado en 1895, que alcanzó su máximo ritmo en 1898 y 1899 (a las mayores ventas históricas de mineral acompañaron los mejores precios, que multiplicaron los beneficios en parte gracias a la depreciación de la peseta)[14]: se venían acumulando en los bancos durante los años de incertidumbres y se invirtieron masivamente al terminarse éstas, con la llegada de la paz.
2. La general recuperación de la economía española que siguió al final de la guerra y que fue propiciada, a su vez, por la repatriación de capitales coloniales y por los proyectos de saneamiento de la Hacienda de Fernández Villaverde.
3. El súbito alza de los fletes navieros, incrementada en sus efectos locales por la caída de la peseta y provocada, además de por los aumentos de la demanda británica de mineral —que en este sector quería decir la exigencia de mayor tonelaje para el transporte de hierro—, por la guerra del Transvaal, que ocupó a parte de la flota británica.
4. El acuerdo entre los fabricantes de hierro españoles, que en 1897 formaron el Sindicato Siderúrgico[15]. El acuerdo monopolístico permitía rentabilizar al máximo el avance proteccionista, consumado el año anterior al extenderse los aranceles de 1891 a la importación de material ferroviario. Las siderurgias vizcaínas, que hasta entonces sólo habían llegado a repartir de dividendos del 5% (Sociedad Vizcaya) ó 7,5% (Altos Hornos de Bilbao) pasaron en dos años al 20%. Era un

---

[13] Según el director de la sucursal del Banco de España en Bilbao, la crisis se profundizaba en 1893 por las siguientes razones: «*las malas cosechas por una parte, la disminución del trabajo en las fábricas que consumen los productos de las industrias extractivas, la subida de los cambios sobre el extranjero, y el rápido descenso de los fondos públicos, han sido las causas principales a que ha obedecido este retroceso en la vida comercial de la plaza*», en «Memoria leída en la Junta General de Accionistas de la Sucursal del Banco de España en Bilbao el día 5 de febrero de 1893».

[14] Vid. González Portilla, M.: *La construcción de la sociedad capitalista en el País Vasco, (1876-1913)* San Sebastián 1981, así como Montero, M.: *Mineros, banqueros y navieros*, Bilbao 1990.

[15] Vid. González Portilla, M.: *Las nuevas siderurgias vascas y los primeros sindicatos (cárteles) siderúrgicos (1886-1896)*, en VV.AA. «La España de la Restauración. Política, economía, legislación y cultura», Madrid 1985, pp. 153-169.

cambio casi revolucionario. Tales dígitos, hasta la fecha, estaban reservados a compañías con una fuerte relación con el Estado, como el Banco de España, y eran totalmente inusuales en otro tipo de sociedades anónimas. Desconocidas, desde luego, en la siderurgia española.

La concurrencia de diversos factores provocó la convulsión de la Bolsa de Bilbao. Desde fines de 1898 la especulación se adueñó del mercado. Las inversiones en nuevas empresas se convirtieron en sistemáticas[16]. En la Bolsa el máximo llegó a mediados de 1901. Siderurgia, navieras, bancos, hidroeléctricas, seguros, compañías mineras con cotos en toda España… se convirtieron en la representación de una economía que se modernizaba en un plazo sorprendentemente breve. En la expansión económica la Bolsa jugó un papel de primer orden.

En julio de 1901 se produjo el primer *crack* de la Bolsa de Bilbao. Las euforias habían sobrevalorado las posibilidades del capital local. Se había lanzado al mercado un volumen de acciones muy por encima de sus capacidades. Y lo cierto es que, al mismo tiempo, se eliminaron o atenuaron los factores que habían propiciado la euforia. La rápida mejora de la cotización de la peseta eliminó los altos beneficios mineros, al tiempo que desde 1900 el volumen de hierro exportado comenzaba a decaer y se deprimían sus precios. Por la misma razón, no se sostenían los altos precios de los fletes. Y la especulación había hinchado en exceso las cotizaciones de unas empresas que, de momento, eran sólo proyectos de incierta y en todo caso lejano rentabilidad (era el caso de los seguros, de las nuevas compañías mineras, de los negocios hidroeléctricos, de muchos bancos, en los que no faltaban componentes especulativos…).

El resultado fue una grave crisis bursátil, con varias quiebras y una general retracción. Siguió, entre 1902 y 1905, la inevitable reestructuración de la plataforma empresarial recién creada, que había surgido de improviso, con frecuencia sin estudios que sopesasen la viabilidad real de las iniciativas. Muchas empresas quebraron y desaparecieron; otras fueron absorbidas. Y no faltaron sectores, como el minero o el naviero, que en Bolsa deprimieron sus precios incluso por debajo de lo que sugerían sus posibilidades y resultados

---

[16] Puede apreciarse la entidad del movimiento de creación de empresas de estos años contrapo niendo las sociedades anónimas que se crean en este periodo a las de años anteriores.

Número de sociedades anónimas fundadas.					
1891	14	1894	23	1897	20
1892	16	1895	9	1898	20
1893	14	1896	17	1899	43

Fuente: Círculo Minero de Bilbao: *Las minas de hierro de la provincia de Vizcaya*, Bilbao 1900, pp. 108-109

Los datos de esta obra no alcanzan, lógicamente, más que hasta 1899. En 1900 y primer semestre de 1901, según la *Revista de Economía y Hacienda*, serían 73.

empresariales. Era la inevitable reacción, en un sentido opuesto, a las euforias de los años anteriores.

1902-1905: estos años las crónicas bursátiles están llenas de notas negativas, que hablan en Bilbao de paralización económica y de dificultades empresariales[17]. La Bolsa reflejaba, a este respecto, la real situación de la plaza bilbaína. La depresión local se imponía sobre la general mejoría que experimentaba la economía española. Las inversiones se paralizaron, hasta puede hablarse de desinversión, en la medida que desaparecieron algunas de las empresas y otras redujeron sus capitales, para adecuarlas a las posibilidades reales de los negocios.

Algunas circunstancias, en parte efecto de la reestructuración, agravaron la crisis de 1902-1905, que en cierto modo puede considerarse una *crisis de crecimiento*, que siguió al primer despegue de la economía moderna de Vizcaya:

a) El rompimiento en 1904, por Altos Hornos de Vizcaya, del Sindicato Siderúrgico. La empresa nacida dos años antes, que agrupaba a las principales fábricas de la margen izquierda, optó por la lucha de precios, buscando consolidar sus posiciones hegemónicas en el sector siderúrgico español. A corto plazo, la competencia entre las siderurgias españolas redujo los precios y, con ellos, los dividendos, incrementando los desconciertos de los capitalistas vizcaínos.

b) Los graves problemas por los que atravesó el sector ferroviario, con los difíciles arreglos de la enorme deuda del Ferrocarril de la Robla y la no menos ardua fusión de las compañías que habían construido la vía ferroviaria entre Bilbao y San Sebastián. Las tensiones entre sus grupos promotores condicionaron desde 1901 las expectativas de unas inversiones que se contaban entre las más importantes realizadas en Vizcaya[18].

c) La recomposición del sector financiero, tras la súbita aparición de una nueva estructura bancaria basada en tres instituciones de crédito, el Banco de Bilbao, el Banco de Vizcaya y el Crédito de la Unión Minera. A partir de 1902 hubieron de definir sus políticas y buscar posiciones en el mercado. La nueva competencia, con unos niveles hasta entonces desconocidos, contribuyeron a incrementar las incertidumbres, máxime cuando Banco de Vizcaya y Crédito de la Unión Minera comenzaron su historia financiera en unos años de general retracción.

---

[17] Según *El Economista*, 13 de diciembre de 1902, la contratación en la Bolsa de Bilbao fue en 1901 de 235 millones de pesetas nominales a 39,5.

[18] Un buen exponente del grado de tensión que provocaron los sucesivos proyectos de fusión lo constituye el siguiente fragmento, en términos inusuales en la literatura empresarial: «*Dícenme que el Banco de Vds. y algunos de Vds. mismos buscaban algo…, que ese algo es el KOIROS de los griegos, PORCUS de los latinos, GORRINO de los castellanos y el CHARRICHU de los vascongados; nombres que, aplicados a los negocios, simbolizan el afán de ganar mucho, á poco coste, sin riesgo y por arte de birlibirloque*». En estos duros términos se dirigía en 1905 el marqués de Acillona, presidente del Ferrocarril Bilbao-Durango, a los directivos del Banco de Vizcaya. Carta. Archivo Banco de Bilbao. Expediente «Ferrocarriles Vascongados».

d) Los conflictos empresariales producidos en el recién creado sector hidroeléctrico dificultaron la puesta en marcha de una actividad que había conllevado cuantiosas inversiones, y que, además, exigía una laboriosa fase de instalaciones para consolidar un negocio cuyo mercado sólo podía crecer paulatinamente.

1906-1914: el funcionamiento normal de la Bolsa de Bilbao

La atonía bursátil caracteriza en principio a este periodo que sigue a la crisis 1902-1905 y precede a las convulsiones provocadas por la I Guerra Mundial. Tiene, sin embargo, algunas características singulares dentro de la historia de la Bolsa de Bilbao y de la economía capitalista de Vizcaya. Pese a su brevedad, tan sólo nueve años, constituye el periodo más prolongado de funcionamiento *normal* del mercado de capitales. En otras palabras, es el periodo más largo que transcurre sin el impacto de los factores excepcionales que parecen caracterizar por lo común el comportamiento capitalista de Bilbao. No hubo mejoras espectaculares de su entorno económico, ni súbitas oportunidades excepcionales para los negocios bilbaínos, pero tampoco sobrevinieron graves circunstancias depresivas. Esta fase la explica el desenvolvimiento de la estructura empresarial en un panorama ni convulso ni condicionado por factores anómalos.

En 1906 pudo darse por concluida, con razón, la fase depresiva iniciada con el *crack* de 1901. Para entonces se habían consumado la reestructuración empresarial y solventados los principales problemas que siguieron a 1902:

a) En 1906 se formaban los Ferrocarriles Vascongados, por fusión de las tres compañías que se habían enfrentado los años anteriores.
b) El mismo año terminaba la lucha siderúrgica y se formaba un nuevo Sindicato, al tiempo que la Ley de Bases Arancelarias confirmaba el sistema que permitía el desenvolvimiento del acuerdo monopolístico[19].
c) Hidroeléctrica Ibérica, la principal empresa bilbaína del sector eléctrico, terminaba con sus problemas internos y concluía su primera fase de construcción de saltos de agua, con una racional política de inversiones, que le permitía consolidarse como la base del más importante grupo empresarial en el sector hidroeléctrico español.
d) Se normalizaba el funcionamiento del nuevo sector bancario bilbaíno, y la competencia empresarial entre las tres instituciones de crédito locales empezaban a producir notables efectos en términos de rentabilidad.

---

[19] Vid. *Revista Metalúrgica, Minera y de Industria*, 18 de abril de 1906.

Ciertamente, persistieron algunos factores de incertidumbres. No fueron los menores los bajos precios que, en conjunto, tuvieron los minerales y los fletes navieros —sólo conocieron breves momentos de recuperación—, que sugerían que, después de todo, las inversiones de 1901 habían sido desmesuradas. Pero, en conjunto, a la altura de 1906 quedaba ya asumida por la economía vizcaína esta circunstancia, sin que se produjeran nuevas alteraciones bruscas en su entorno empresarial.

No hubo grandes movimientos bursátiles entre 1906 y 1914, ni grandes inversiones en nuevos negocios. La estructura empresarial de 1914 era, en lo fundamental, la salida del *boom* de 1898-1901, bien que eliminadas las distorsiones creadas por la inicial sobreabundancia de papel.

En todo caso, genéricamente la economía capitalista de Vizcaya siguió en estos años la tendencia marcada por los comportamientos generales de la economía española. Sin decisivos factores locales específicos que la contravinieran, solventados los problemas creados en 1901 y sin reseñables tensiones internas, sus valores siguieron los ritmos que marcaba la Deuda del estado, con leves desfases.

Pueden distinguirse así dos momentos:

Hasta 1909 se produjo la mejoría de los precios bursátiles, coincidiendo con el saneamiento de la Hacienda, los nuevos proyectos como el de la construcción de la escuadra y las mejores cotizaciones de la peseta. Los ascensos de la Bolsa bilbaína entre 1906 y 1909 fueron nítidos y sostenidos, bien que sin saltos espectaculares.

El crítico años de 1909 dio al traste con esta situación de bonanza económica. El comienzo de la guerra de Marruecos, y, sobre todo, las complicaciones internas que provocó, cuya principal secuela fue la Semana Trágica de Barcelona, señaló la inflexión de la tendencia. Desde entonces las cotizaciones bursátiles medias de Bilbao se inclinaron a la baja, en la misma dirección que marcaban los signos de crédito del Estado. Ni siquiera pudo invertir la influencia depresiva el mantenimiento en Vizcaya de los niveles de beneficios empresariales que se venían consiguiendo.

Hubo algunas circunstancias locales que apoyaron esta evolución marcada por las circunstancias generales españolas. El primer fenómeno no se consolidó, pero señaló en la Bolsa que llegaba una nueva coyuntura y que se superaba la postración de 1902-1905: el breve ascenso de las cotizaciones de los minerales que se produjo en 1906 y 1907. Las compañías mineras lo tradujeron rápidamente en mejores cotizaciones. No se consolidaron después los precios del hierro, plomo y cobre, pero al menos las acciones de las sociedades mineras abandonaron las extremadamente bajas cotizaciones de los años anteriores, por debajo del valor real de las empresas.

Otros factores netamente locales contribuyeron desde 1906 al alza y consolidaron hasta 1909 la tendencia positiva. Las mejores expectativas siderúrgicas tras el nuevo convenio monopolístico auguraban incrementos en los beneficios del sector y, en consecuencia, rápidos aumentos en los dividendos.

La nueva situación presionó al alza, a lo que contribuyeron las esperanzas que suscitó el contrato para la construcción de la escuadra. Tuvieron también resultados positivos desde el punto de vista bursátil los primeros beneficios obtenidos por la Hidroeléctrica Ibérica, que demostraban las posibilidades del nuevo ramo productivo, así como el afianzamiento de su grupo promotor dentro del conjunto español al promover en estos años la Hidroeléctrica Española, la Unión Eléctrica Vizcaína o la Electra de Viesgo.

Pero, en todo caso, la circunstancia local más importante del periodo, que dio lugar al movimiento bursátil más significativo de estos años, fue la que afectó a los bancos. Entre 1906 y 1909 sus cotizaciones experimentaron un notable ascenso, en términos relativos incluso mayor que el de la siderurgia. El fenómeno requiere una explicación, pues parece en principio un contrasentido: tal alza se producía en un sector que, por definición, dependía del conjunto de la economía, tanto desde el punto de vista de la captación de recursos como en lo que se refiere a sus inversiones. Y, por lo que venimos viendo —y confirma el comportamiento bursátil del conjunto económico de Vizcaya—, pese a que se eliminaron las circunstancias críticas de los años precedentes, no hubo en esta fase una mejoría del aparato productivo vizcaíno que por sí misma justificase la nítida alza bancaria. ¿A qué se debió esta aparente contradicción?

A nuestro entender —y tras el estudio de la evolución de las cuentas bancarias de las tres instituciones de crédito locales— el fenómeno en cuestión tuvo bases reales. Esto es, no fue efecto de algún comportamiento anómalo del mercado de valores al margen del desarrollo empresarial. Es más: todo indica que fue la transformación más importante que se produjo en el ámbito capitalista de Vizcaya entre 1906 y 1914. Tuvo grandes efectos a largo plazo, en un proceso que puede caracterizarse como rápida modernización de la estructura financiera de Bilbao.

Lo que sucedió con la situación global del sector bancario fue consecuencia de la aguda competencia que venían desarrollando desde 1902 Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya y Crédito de la Unión Minera, en particular tras las agresivas iniciativas que desarrolló este último. El proceso lo podemos definir en los siguientes términos: la competencia por hacerse con el mercado financiero tuvo un doble efecto; de un lado, la proliferación de agencias y sucursales locales, la activa propaganda y la oferta de mayores intereses hizo que se extendiera notablemente el uso de las cuentas bancarias, incorporando a cuentas corrientes, y sobre todo a las cuentas de ahorro, a grupos sociales hasta entonces al margen de esta práctica; y, en segundo lugar, se generalizó una nueva política inversora, con la activa presencia de los bancos en la promoción de empresas, bien por la vía de la participación en el capital, bien mediante préstamos hipotecarias (sin desdeñar, en el caso del Crédito de la Unión Minera, arriesgadas inversiones en títulos extranjeros de alta rentabilidad, incluyendo compras masivas de deuda rusa o china).

Desde 1909 cambiaron los términos en que influían los factores locales en la evolución de la Bolsa, y contribuyeron a que en Bilbao siguiera también la general tendencia que marcaba la Deuda del Estado, ahora en un sentido depresivo. Pero de entrada hay que precisar que la crisis bursátil llegó a Bilbao con un semestre de retraso respecto al resto de España. La Semana Trágica —el acontecimiento que marcó el cambio de tendencia en la Bolsa española— se saldó en Bilbao sólo con un estancamiento en las cotizaciones. En Bilbao la inflexión se produjo a comienzos de 1910. La propiciaron circunstancias locales, que justificaron la influencia de la tendencia general. En primer lugar, influyó decisivamente la incertidumbre provocada por las alteraciones sociales; desde la primavera de 1910 abundaron las amenazas de conflictos laborales; llegó después la huelga general; y, en 1911, la oleada de huelgas parciales[20]. La situación afectó negativamente al conjunto de las empresas vizcaínas, pero tuvo especiales efectos en la siderurgia, que además no cotizaba ya las expectativas que hasta el año anterior había generado el contrato para la construcción de la escuadra. Lo cierto es que sus precios se estancaron, con sólo leve tendencia al alza, pese a que en los años siguientes se elevó sustancialmente la rentabilidad de estas acciones, por los mejores dividendos.

Por contra, fue grave la crisis bancaria, que se debía, primero, a la incertidumbre que provocó la instalación en Bilbao de una sucursal del Banco Español del Río de la Plata[21], que se temía detrajese recursos locales. Además, las sucesivas crisis internacionales, que se agudizaron con las guerras balcánicas —que contribuían al general retraimiento bursátil—, pusieron en cuestión al sector, en el que un banco, el Crédito de la Unión Minera, dependía sustancialmente del comportamiento de las Bolsas exteriores.

Así, la Bolsa de Bilbao entre 1910 y 1914 siguió la tendencia depresiva que marcaba el contexto general. Los pesimismos abundaron, e impidieron incluso que la mejoría de los fletes navieros en 1912-1913 produjera efectos sustanciales en la Bolsa. Por fin, el estallido de la Guerra Europea —cuya primera secuela fue la suspensión de pagos del Crédito de la Unión Minera en agosto de 1914, confirmando los temores de los años precedentes— ahondó la retracción, en precios poco superiores a los de 1906.

1914-1923. Boom y crack de la Bolsa bilbaína

La Bolsa de Bilbao recorrió entre 1914 y 1923 un camino de ida y vuelta. En 1922-23 las cotizaciones medias de las acciones eran como media sólo

---

[20] *El Economista*, marzo de 1911.

[21] Vid. Archivo Cámara de Comercio. Expediente nº 1.792, concepto «Bancos Exteriores», incoado el 20 de septiembre de 1912, terminado el 17 de mayo de 1913.

un 3-4% superiores a las del punto de partida. Prácticamente no había variaciones, si se comparan con los precios que se cotizaban a comienzos de la Gran Guerra. En medio, sin embargo, se había producido el proceso más espectacular de la historia bursátil de Bilbao: el *boom* de las cotizaciones entre 1916 y 1919, seguido, también, de su *crack* más rápido y profundo. El valor medio de las acciones que componen nuestra muestra se multiplicó entre 1915 y 1919 por 2,30, para iniciar después el también súbito retorno al punto de partida.

El fenómeno no consistió sólo en el cambio que describen las cotizaciones bursátiles. Supuso también un rápido proceso de acumulación de capitales y de inversiones, que amplió la plataforma empresarial de Vizcaya. Además, la misma evolución de la Bolsa proporcionó espléndidas oportunidades para rápidos enriquecimientos. Incluso las cifras medias —que por su propio carácter de medias esconden las oscilaciones más sobresalientes— señalan que un bolsista tuvo cuando menos capacidad de duplicar sus capitales en sólo tres años, una circunstancia a la que colaboró la especulación.

El *boom* alcista se produjo sobre todo en el sector naviero. Entre 1914 y 1918 las acciones navieras multiplicaron sus precios casi por seis, de modo que las compraventas de estos valores aportaron por sí mismas espléndidas ocasiones para engrosar los capitales. Fue la consecuencia inmediata de los altos fletes que se pagaron durante la Guerra Europea. El sector naviero fue, también, el primero que notó la nueva coyuntura alcista. Las cotizaciones medias de las navieras se habían multiplicado ya en 1915 por 2,48, mientras los demás actividades apenas habían crecido, o incluso habían interpretado negativamente las alteraciones económicas que traía la I Guerra Mundial. Después, su mejoría continuó, multiplicando sucesivamente las cotizaciones. Se estancó (pero en precios excelentes) en 1919, cuando la guerra había terminado (otras actividades económicas conocieron este año sus mejores precios).

No ha de extrañar el excepcional comportamiento bursátil de las navieras, si bien la especulación exageró las alzas. Lo cierto es que los riesgos marítimos de los años bélicos se saldaron con beneficios espectaculares. Valga de ejemplo lo sucedido en algunas de estas compañías.

La Compañía Naviera Vascongada obtuvo en 1914 un beneficio de 484.000 ptas. y repartió un dividendo del 15%. Pues bien: entre 1915 y 1919 sus dividendos fueron sucesivamente del 100%, 80%, 90%, 105% y 105%. Eran dígitos nunca conocidos, que superaban varias veces al capital invertido en la empresa. En 1918 llegaba a obtener beneficios líquidos de 23 millones, dos veces y media más que su capital, casi 50 veces superior al conseguido en 1914, que no fue un mal año para esta compañía[22].

---

[22] Cf. Memorias anuales de la Compañía Naviera Vascongada, 1914 a 1919.

Los beneficios de la Naviera Sota Aznar habían sido en 1914 de 2,5 millones de pesetas. Los años siguientes obtuvo sucesivamente 10,5, 20,2, 24,3, 35,1 y 26 millones, de modo que pudo duplicar su capital, repartiendo gratis acciones entre sus socios, y aún así repartir dividendos del 80 y 90%[23]. Algo insólito desde cualquier expectativa capitalista conocida por los bilbaínos hasta la fecha.

Los ejemplos de beneficios espectaculares se multiplican. La Marítima Unión llevaba en 1911 varios años sin repartir dividendos. En 1914 lo fijó en el 2%. Después llegó *el gran dinero*. En 1915 sólo repartía el 6%, pero al año siguiente devenga el 200%, en 1917 el 260%. Después, la rentabilidad se *moderó*, pero aún así pudo repartir dividendos del 60 y del 70%. La Marítima del Nervión llegó a repartir en 1918 el 520% (sic) del capital desembolsado, y los años anteriores y posteriores superó cómodamente el 100%. La magnitud del fenómeno dificulta un análisis global. Baste señalar aquí que los beneficios fueron desmesurados, sin parangón en ningún otro sector ni en ningún otro momento de la historia de la Bolsa bilbaína.

Cabe comprender, pues, la euforia especulativa que se adueñó del *corro naviero*, que concitó la atención preferente de la Bolsa de Bilbao. Se compraron nuevos barcos, se fundaron nuevas sociedades… Las especulaciones, las compraventas a plazo se convirtieron en habituales, y constituyeron oportunidades únicas para el enriquecimiento de los grupos de bolsistas que se acercaron a la Bolsa, incluso —por la propia naturaleza de este mercado— sin que las operaciones exigieran grandes desembolsos previos de capital, pues eran posibles las arriesgadísimas, pero eventualmente rentables, operaciones a plazo.

Nótese, además, que los beneficios navieros constituyeron por sí mismos un nuevo y rápido proceso de acumulación de capitales, de dimensiones sólo comprables al que propició a fines del XIX la explotación del hierro. No analizaremos aquí la envergadura global que tuvo este fenómeno, pero sí

---

[23] Cf. Memorias anuales de Naviera Sota Aznar, años 1914 a 1918. Los dividendos fueron sucesivamente los siguientes

1913	16%
1914	15%
1914	70%
1915	80%
1916	80% a las acciones antiguas convertidas en tres nuevas 32% a las acciones nuevas
1917	64%
1918	95%
1919	72%
1920	52%
1921	24%

cabe señalar un dato significativo. Juntas, la Naviera Sota Aznar, la Marítima Unión y la Naviera Vascongada tenían un capital de 18,5 millones de pesetas. Pues bien: entre sólo estas tres sociedades consiguieron de 1915 a 1919 unos beneficios líquidos de 240 millones de pesetas[24]. Las implicaciones de estas cifras hablan por sí solas. Este aporte de capitales (reproducido por el conjunto de las compañías del sector) tenía capacidad de convulsionar al mundo empresarial de Vizcaya. Téngase en cuenta que, aunque nos referimos a sólo tres compañías, estos beneficios equivalían casi a un volumen de capitales similar al que, en total, tenían las 34 empresas que figuran en la muestra a partir de la cual elaboramos el índice de 1914, que en conjunto ascendían a 260 millones. Otro dato significativo revela la envergadura de este proceso de acumulación de capitales: los beneficios conjuntos que obtuvieron estas tres navieras en 1918 llegaron a 72,9 millones de pesetas; duplicaban al capital desembolsado a la altura de 1914 por Altos Hornos de Vizcaya, con diferencia la principal empresa vizcaína.

Sólo por lo sucedido en las navieras los años de la I Guerra Mundial se anotaban como decisivos en el desarrollo empresarial de Vizcaya. La Bolsa de Bilbao reproduce en esto fielmente el más rápido proceso de acumulación de capitales.

Sucedió, además, que, una vez superadas las primeras incertidumbres, otros sectores de la economía capitalista de Vizcaya se vieron beneficiosamente afectados por la I Guerra Mundial. Los altos precios de las mineras, de los productos siderúrgicos, etc., tuvieron su inevitable traducción en los beneficios empresariales y, por ende, en las cotizaciones bursátiles de los distintos sectores. No es éste el lugar para un análisis global de cómo cada actividad se vio afectada por la excepcional coyuntura, pero sí merece un comentario la evolución bancaria.

Los bancos bilbaínos iniciaron los años de la Guerra Europea con una profunda caída de sus cotizaciones. Era consecuencia de la suspensión de pagos del Crédito de la Unión Minera, que por razones obvias repercutió en todo el sector[25]. Desde fines de 1915, sin embargo, se vieron beneficiados por la abundancia de disponibilidades y las nuevas oportunidades inversores, una vez que, además, el mercado español se liberaba de momento de la com-

[24]

	Sota Aznar	Unión	Vascongada	Total
1914	2.551	260	484	3.295
1915	10.479	4.738	3.018	18.235
1916	20.240	9.620	6.524	36.384
1917	24.281	11.756	8.002	44.039
1918	35.120	14.773	21.153	71.046
1919	26.015	11.277	10.878	48.170

[25] Para la suspensión de pagos del Crédito de la Unión Minera, vid. Torrente Fortuño, J. A.: *Historia de la Bolsa de Bilbao*, Bilbao 1966, p. 392 y ss.

petencia extranjera. Fueron los años en que los bancos bilbaínos comenzaron a crear sucursales y agencias en los principales centros mercantiles de España, iniciando el proceso que les convertiría en bancos nacionales. La coyuntura bélica se saldó, además, con aumentos de capital, autofinanciados, y con elevados dividendos.

El Banco de Vizcaya podía aumentar sus capitales, cuyo desembolso pasó entre 1914 y 1920 de 8,5 a 20 millones, mediante la inversión de beneficios: en 1915 obtenía ya 1,5 millones de beneficios líquidos, pero en 1919 llegaba a 5,7. El Banco de Bilbao repartió dividendos del 20-24% —hasta 1914 venía devengando el 12-14%—, y además duplicó su capital, que pasó de 15 a 30 millones entre 1914 y 1920. Incluso el Crédito de la Unión Minera consiguió sanear sus cuentas, una vez que en 1915 reinició sus actividades con un capital de 20 millones: a fines de 1919 llegaba a los 50 millones.

Los años de la I Guerra Mundial se saldaron, pues, con un notable afianzamiento de la banca bilbaína, que extendió el marco geográfico en el que trabajaba y que, además, pudo canalizar hacia un mercado sin competencia exterior las disponibilidades que le aportaba la nueva coyuntura económica.

Por unas y otras vías todos los sectores representados en la Bolsa bilbaína se vieron positivamente afectados por los altos precios del periodo y la abundancia de recursos. El siguiente cuadro, que recoge la evolución de las cotizaciones anuales medias de cada sector, nos ahorra detallar las mejorías que experimentaron las distintas actividades. Puede apreciarse que las navieras, los seguros (una actividad en estos años íntimamente ligada a los negocios navieros), la siderurgia y la banca fueron, por este orden, las actividades más beneficiadas por el *boom* de la Bolsa de Bilbao, pero todas notaron, con mayor o menor intensidad, los efectos de los grandes negocios de la guerra.

Evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1914 y 1923
(Base = 100, cotizaciones medias en 1914. En negrita, las cotas máximas)

	Global	Banca	Eléctricas
1914	100	100	100
1915	99	59	92
1916	139	75	121
1917	164	102	175
1918	197	112	202
1919	**229**	**178**	**203**
1920	191	128	187
1921	116	87	149
1922	103	87	134
1923	104	89	126

	Ferrocles.	Mineras	Navieras
1914	100	100	100
1915	98	103	248
1916	110	119	491
1917	113	132	530
1918	**123**	**158**	**568**
1919	123	134	554
1920	114	128	432
1921	99	112	163
1922	99	88	142
1923	111	85	129
	Seguros	**Siderurgia**	**Varias**
1914	100	100	100
1915	105	105	99
1916	153	122	139
1917	205	133	158
1918	393	210	159
1919	**467**	**236**	**163**
1920	383	230	189
1921	366	132	150
1922	342	103	150
1923	364	112	161

Durante estos años se produjo un amplio movimiento inversor. No lo detallaremos aquí, pero sí pueden señalarse algunas de las novedades más importantes. Además de la formación de nuevas compañías navieras y de la compra de buques, han de citarse las inversiones bancarias ya reseñadas (ampliaciones de capital), la aparición de nuevos bancos (Banco Vasco, Banco Agrícola Comercial, Banco Urquijo Vascongado)[26], así como la formación de grandes negocios siderúrgicos, como la Babcock Wilcox y la Siderúrgica del Mediterráneo[27], y el nacimiento de numerosas compañías dentro del sector calificado por BCO como «industrias varias».

---

[26] El Banco Vasco se constituyó en junio de 1918. Lo promovían Julio Irezábal Goti y Angel Maíz Nordhausen. *Registro mercantil,* hoja n.º 2.298, libro 52 fol. 82. El Banco Agrícola Comercial se constituyó en febrero de 1919. Lo promovían el sacerdote Tomás Gillin Aguirre, Pedro José Galíndez Vallejo, José Horn Areilza, José M.ª Garteiz Aldamiz Echevarría (marino), Juan Eguidazu Irusta (Ingeniero Jefe de Obras Públicas de la demarcación de Alava y Vizcaya), José Joaquín Santu Cortina, Martín Asúa Mendia, Ricardo Landa Larrínaga Ugarte y Jenaro Enderica Hormaeche: Tenía el objetivo de buscar «el mayor desarrollo y fomento de la agricultura en todas sus manifestaciones», de acuerdo con la Confederación Nacional Católico-Agraria. Vid. *Registro Mercantil,* hoja nº 2.423.

[27] La Sociedad Española de Construcciones Babcok & Wilcox se constituyó el 1 de marzo de 1918, con el objeto de «construir con arreglo a las patentes, estudios y demás elementos técnicos que la casas Babcock & Wilcox Limited, de Londres, emplee para sus construcciones análogas y para su aplicación dentro de la Península Ibérica». La Siderúrgica del Mediterráneo se constituyó en 1917, siendo sus fundadores Sota y Aznar, para levantar la fábrica de Sagunto. Vid. *Anuario financiero y de sociedades anónimas de España*. Dir.: Daniel Riu Periquet, 1923.

En 1919 se alcanzaron los mejores precios medios, pero ya el año anterior, el último de la guerra, algunos sectores habían detenido su progreso. Y en 1920 comenzó un *crack* grave, de rapidez y envergadura similar al alza que había provocado la expansión. La vuelta a la normalidad resultó fatal para el conglomerado empresarial recién creado. Todos los sectores se vieron afectados, si bien la quiebra más profunda correspondió a las navieras. Con todo, casi todos los sectores tenían en 1923 precios superiores a los de 1914. Pero llegaban los años de las reconversiones, de la liquidación de varias navieras y de serios apuros para algunos bancos, cuya cotización bursátil se vio perjudicada por los generales apuros financieros que tuvieron en la quiebra del Banco de Barcelona una de sus mejores expresiones.

Tiene interés la interpretación de la crisis que realizaba *El Economista*, sin duda recogiendo el sentir de los empresarios. Las dificultades provenían, desde su punto de vista, de las deficientes condiciones en que se habían realizado las inversiones, pero ponía el acento en que se habían efectuado con excesivas cesiones a la mano de obra, cuyos costos eran el principal factor que amenazaba la viabilidad de las empresas.

En realidad, no parece discutible el panorama general que la revista trazaba. Acertaba al apreciar el desfase entre la plataforma empresarial creada los años anteriores y sus posibilidades reales cuando se reducían los precios y dejaban de ser los excepcionales que rigieran durante la Guerra. Lo llamativo del diagnóstico es que, al final, el problema central no eran, desde su punto de vista, las deficiencias técnicas ni los elevados gastos que habían supuesto algunas instalaciones, ni siquiera los desajustes de la nueva oferta, adecuada a tiempos de guerra, con la previsible demanda en tiempos de paz, sino los altos salarios que habían conseguido los obreros. Da la impresión de que, genéricamente, los empresarios estimaban que, de reducirse sueldos y salarios, automática e inmediatamente la nueva estructura productiva, nacida al calor de los años bélicos, sería viable. Quizás pensaban también que se mantendrían altos consumos y altos precios, similares a los demandados años atrás por las potencias beligerantes, con un mercado nacional sujeto a menores ingresos en concepto de sueldos y salarios…

Era una crisis de sobreproducción la que había llegado en 1920: tal era el diagnóstico, sólo cuestionable en parte, que se realizaba a comienzos de 1921: «*No se compra; el público se abstiene de satisfacer hasta las necesidades apremiantes, precisamente porque los elevados precios lo impiden y esa abstención del consumo […] es forzosa*». A grandes malos, remedios sencillos, debían de pensar los industriales. «*La solución tiene que venir mediante la baja de precios […] A ello se opone el gran recargo que en el costo de producción representa el muy elevado en la mano de obra y la resistencia de los industriales a vender con pérdida sus productos. Pero la realidad obligará, ya está obligando, a bajar los jornales*»[28].

[28] «La crisis industrial y los precios», *El Economista*, 1921, p. 47 y ss.

Pero, por lo demás, estaban claros los orígenes de la crisis. En 1919 se habían reducido los fletes navieros, al desaparecer los peligros de hundimientos por acciones militares, pero hasta comienzos de 1920 aún se confiaba en que los precios altos se mantendrían por las necesidades de la reconstrucción de Europa y el relanzamiento del consumo que seguiría a la guerra. De ahí que, en conjunto, en 1919 la Bolsa sostuviera los altos precios. Un año después los economistas avisaban, bien que a posteriori que, al final «*cualquiera que fuese el retraso de los Gobiernos beligerantes en abandonar su actividad industrial y comercial, más pronto o más tarde tenían que reducir sus encargos*»[29]. En efecto: en la primavera de 1920 habían bajado ya los precios de los minerales; después, desde mayo, se resintió el crédito; por fin, a fines de año, también los productos siderúrgicos descendieron. La crisis era ya general y la Bolsa se derrumbó. «*La carestía del dinero, la crisis industrial y financiera y la lucha social han predispuesto a la baja de todos los valores; pero en Bilbao, donde por la especial idiosincrasia de aquella Bolsa, se había determinado una especulación alcista de un tan exagerado optimismo, la reacción tenía que ser violentísima e intensísima*»[30]. Las cosas quedaban al final claras.

Eran, pues, problemas específicos de la Bolsa de Bilbao los que ocasionaban su particular *crak*. En primer lugar, ahondaba la crisis la importancia que en los años anteriores había adquirido la especulación en los años precedentes. También la agravaban los altos precios a que se habían adquirido barcos viejos, de escaso o nulo rendimiento en cuando descendieran los precios[31]. Y, por último, se apreciaba que «*la misma imprevisión que tuvieron los navieros en la compra de barcos han tenido los industriales al aceptar tipos de salarios y coeficientes de gastos de producción absurdamente elevados, que no habían de poder nivelarse. Por esta razón, los industriales siderúrgicos, papeleros y resineros se ven hoy imposibilitados de luchar en la competencia extranjera, sin una protección arancelaria que la opinión pública se resiste a conceder*»[32]. Por último, también los bancos se resintieron gravemente, por las pérdidas en sus carteras de valores, por la difícil liquidación de las cuentas garantizadas con títulos mobiliarios (uno de los componentes fundamentales de la especulación e inversión de los años anteriores fue el recurso al crédito) y por la general retracción de las disponibilidades financieras.

---

[29] «¿Qué pasará en 1922?, *El Economista*, 1922, p. 7.

[30] «Balance bursátil» *El Economista*, 1921, p. 167.

[31] Con todo, a comienzos de 1922 se pronosticaba, sin acierto, que la crisis naviera tocaba a su fin. Tiene interés la descripción de la crítica situación naviera: «*En toda la historia de la industria naviera no se recuerda un año tan desastroso como el que acaba de terminar. En él se ha presenciado el derrumbamiento de precios más grande que ha visto jamás una industria, tanto en lo que se refiere a los barcos como a los fletes. Como es lógico, ese derrumbamiento trajo una perturbación grande en la explotación del negocio, puesto que todo él estaba basado en enormes gastos de explotación que se habían establecido en la época de los espléndidos fletes y de las ganancias fabulosas*» «Boletín Naviero», *Revista de Economía y Hacienda,* 7 de febrero de 1922.

[32] «La crisis industrial y los precios», *El Economista*, 1921, p. 49.

La crisis fue profunda. Pero ya se apuntaba la solución: el reforzamiento de la política proteccionista, que, si bien aislaría al mercado español, permitiría el futuro desenvolvimiento de los principales negocios (no evitaría, sin embargo, la desaparición de pequeñas y medianas compañías, en particular en el sector naviero).

1923-1936: el crecimiento económico durante la Dictadura de Primo de Rivera y la crisis empresarial de la II República

El último periodo que describen las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao se inicia con los primeros síntomas de superación de la crisis postbélica y termina con el estallido de la Guerra Civil. La serie presenta también en esta coyuntura nítidos comportamientos, con dos fases sucesivas, de tendencias claras, bien marcadas y contrapuestas. De 1924 a 1929 puede hablarse de ambiente alcista, pues la subida de las cotizaciones se inició en algunos sectores tan significativos como el siderúrgico y el eléctrico ya en 1924. La mejoría fue general y rápida a partir de 1926. Tres años después tocó techo esta fase expansiva. La crisis del 29, iniciada en octubre de este año en la Bolsa de Nueva York y pronto presente en los mercados europeos, detuvo la expansión. Esto no obstante, en 1930 subsistían aún altos precios bursátiles.

Así, el aislamiento económico español retrasó el impacto de la crisis internacional. No pudo, sin embargo, impedirlo. También acabaron quebrando las Bolsas nacionales. Lo hicieron en 1931, cuando a las difíciles circunstancias nacionales se añadieron factores internos negativamente interpretados por la Bolsa española. La proclamación de la II República precipitó la crisis. Las convulsiones políticas y sociales que siguieron, decididamente mal acogidas por los empresarios, ocasionaron un prolongado quebranto bursátil. El deterioro de las expectativas empresariales a partir de 1931 era, en último término, la manifestación local de la crisis del 29, entremezclada con los factores nacionales de origen político y social.

Así, desde 1931 los sucesivos ejercicios se saldaron con pérdidas netas en las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao, cuyos precios medios eran en 1934 un 67% de los de 1923, un momento en el que aún no se habían superado los perniciosos efectos de la crisis que siguió a la Guerra Mundial. Desde 1930 las cotizaciones medias se habían devaluado un 52%. Por fin, en 1935 se sintieron algunos serios síntomas de recuperación. Los precios medios de las acciones bilbaínas mejoraron en un sólo año un 15%. Las convulsiones de 1936 interrumpieron, claro está, esta breve alza. Cuando estalló la Guerra Civil y la Bolsa cerró, las cotizaciones medias habían caído en solo seis meses un 18,2%, pese a que el punto de partida presentaba ya muy bajas cotizaciones.

Prosperidad económica durante la Dictadura de Primo de Rivera, deterioro general en la II República: tal sería en último término la escueta interpre-

tación de la Bolsa —y de los empresarios— sobre lo sucedido entre 1923 y 1936. Esta lectura, que ceñía la explicación fundamentalmente a la existencia de dos distintos regímenes políticos, y tendía a prescindir de otros factores decisivos, como el impacto de la general retracción económica iniciada en 1929, consagraría, en último término, toda una actitud y visión política, que habría de pesar en los años treinta y en el futuro que siguió a la Guerra Civil.

El desarrollo bursátil que caracterizaría a los años de la Dictadura de Primo de Rivera se inició, ya queda dicho, con las primeras alzas que experimentaron en 1924 la siderurgia y la industria eléctrica. El ascenso llegó a ser general, y entre 1926 y 1929 formó la tercera *punta* (el tercer momento decididamente alcista) en la historia de la Bolsa de Bilbao. Tuvo un carácter diferente a los *booms* bursátiles precedentes, de 1898-1901 y 1915-1919. No faltó la especulación (la hubo en los valores más destacados, así como en algunos títulos mineros y navieros, coincidiendo con la caída de la peseta a partir de 1928, que sobrevaloró los precios de los minerales y de los fletes: alcanzó especial intensidad, por ejemplo, la especulación sobre los valores de la Compañía Minera Setolazar, que explotaba yacimientos en Marruecos).

Pero en conjunto fue un alza con bases más sólidas y generales, sólo en algunos momentos exagerada por la especulación. El movimiento resultó, desde luego, más moderado y el alza más modesta que en las otras dos coyunturas con las que la comparación resulta inevitable. Además, afectó en porcentajes equiparables a todos los sectores específicos de la Bolsa bilbaína. Entre 1923 y 1929 los precios medios de las acciones crecieron un 44%, y sobrepasaron tal baremo la siderurgia, las eléctricas y los seguros, pero ningún sector creció desmesuradamente, muy por encima de los demás, como había sucedido con los seguros y las minas entre 1899 y 1901 y con las navieras durante la I Guerra Mundial. Las compañías siderúrgicas y eléctricas llegaron a crecer alrededor del 75%, pero, en todo caso, nos encontramos ante un desarrollo bursátil mucho más equilibrado que el de las otras dos fases alcistas. La distinta intensidad que en cada sector tuvo el *boom* bursátil queda representada en el siguiente cuadro.

Subida porcentual en la Bolsa de Bilbao entre 1923 y 1929 de las cotizaciones medias

	1923	1929
Seguros	100	173
Siderurgia	100	172
Eléctricas	100	159
Ferrocarriles	100	155
Global	100	144
Bancos	100	136
Minas	100	136
Navieras	100	125

En conjunto, pues, puede hablarse con referencia a los años de la Dictadura de Primo de Rivera de crecimiento sostenido del conjunto de la plataforma empresarial creada por el capital bilbaíno. Ahora bien, pese a que contribuyeron a las altas cotas de 1929 (que se consiguieron precisamente por su rápido desarrollo los dos últimos años de la serie, cuando repercutió sobre ellos la caída de la peseta) dos sectores apenas salieron de la postración a que habían caído hacia 1921-23, al menos en la imagen de los inversores bilbaínos. Nos referimos a los *corros* minero y naviero. Sus desarrollos bursátiles fueron más modestos que los de los demás sectores, máxime cuando sus precios de 1929 fueron del todo excepcionales, y justificados por los positivos efectos que para ambas actividades tenía la baja de la peseta. Además, partían de precios extremadamente bajos.

En realidad, el *boom* minero de comienzos de siglo había creado una estructura empresarial que, globalmente considerada, tenía resultados poco boyantes, a no ser en los años en que se combinaban la elevación internacional de los precios del mineral con la caída de la peseta. No otra cosa podríamos decir de las navieras formadas a fines del XIX y en la coyuntura de 1915-1919 (con la salvedad, como sucedía en el sector minero, de algunas escasas compañías). Sin duda, su rentabilidad excepcional durante la coyuntura bélica había justificado desde el punto de vista de sus promotores esta inversión, pero lo cierto es que entre estas compañías abundaron las que no llegaron a alcanzar la par, incluso con los mejores precios de 1928-29. No es el caso, desde luego, de la Naviera Sota Aznar o de la Compañía Naviera Vascongada, grandes empresas que deben considerarse particularmente saneadas. Pero, para la mayoría, las peculiares condiciones en que se habían creado (con estructuras adecuadas a desmesurados precios de los fletes) imposibilitaron un funcionamiento que pudiera considerarse *normal* en los años en que se terminaron tan halagüeñas pero irrepetibles circunstancias.

Otra característica general del periodo debe destacarse: los sectores básicos de la economía vizcaína apenas conocieron nuevas fundaciones empresariales. Ciertamente, hubo inversiones, pero éstas no se canalizaron hacia la formación de nuevos negocios, sino a incrementar los capitales de las sociedades que existían ya en 1923, que en realidad estaban ya creadas a la altura de 1918. Se diría que, en lo que se refiere a los sectores fundamentales de la economía vizcaína, la fragmentación empresarial (o la concentración) que existía para estas fechas se ajustaba ya a las posibilidades de los negocios bilbaínos y a la propia fragmentación (o concentración) en distintos grupos capitalistas. El desarrollo de la siderurgia, banca, eléctricas, minas, seguros o ferrocarriles, en la medida que los hubo, se produjo dentro de los cauces empresariales previamente creados, y bajo su control. Esto es, mediante ampliaciones de capital. Si se emprendieron nuevos negocios, los promovieron las propias sociedades preexistentes.

Pero sí hubo iniciativas empresariales novedosas durante el periodo, y tienen marcado interés. Eran las inversiones en lo que el *Boletín de Cotización oficial* designaba «industrias varias», que abarcaron una variada gama

de actividades, desde industrias químicas y hasta empresas de espectáculos, pasando por las inmobiliarias, alimenticias o balnearios… Fue, por lo común, el ámbito de iniciativas que correspondió a los nuevos pequeños y medianos capitalistas. Tuvieron su importancia histórica, bien que no produjeron netos movimientos bursátiles. Reflejaban la diversificación de la economía capitalista de Vizcaya en una muy variada gama de actividades. El proceso ha de calificarse, sin duda, de modernización de la plataforma productiva de Vizcaya, que se aceleró durante los años veinte, cuando se lanzaban al mercado series de acciones que no tenían relación con los sectores históricos.

El origen de la prosperidad que se auguraba ya en 1924 no resulta de difícil localización. Lo había apuntado *El Economista* cuando se inició la crisis postbélica: la decidida política proteccionista, que durante el periodo fue acompañada de las medidas que querían *nacionalizar* la economía española y las que, en último término, implicaban la intervención decidida del estado en el aparato productivo, por la vía de exenciones fiscales, subvenciones a las «industrias nacionales» o la reserva expresa de los contratos públicos a la industria nacional.

Las bases de la nueva política se venían poniendo ya desde 1917-1918, con la legislación protectora de lo que se llamó la *industria nacional*. La corroboró, cuando llegó la crisis de 1919-1923, la nueva legislación bancaria, que eliminaba la competencia extranjera, creaba el Consejo Superior Bancario y en la práctica mantenía indefinidamente el *statu quo* financiero, de modo que los principales bancos que funcionaban a la altura de 1921 se reservaban el control del mercado financiero y vigilaban su desarrollo. El arancel Cambó, por su parte, estableció una legislación ultraproteccionista, que permitió a la industria nacional mantener altos precios que aseguraran su subsistencia y rentabilidad tras la crisis postbélica, bien que al coste del aislamiento económico español. Por fin, la política económica de la Dictadura, con el fomento de las obras públicas, consolidó este proceso. Esto, y la eliminación de las alteraciones sociales características de los años anteriores al golpe de Estado militar, se cotizó al alza por los bolsistas.

Contra lo que sucedía entre 1915 y 1919, y en un proceso similar al de 1906-1914, el comportamiento de las acciones bilbaínas siguió la tendencia que marcaban los Fondos del Estado. Los precios de la Deuda Pública se estabilizaron y comenzaron a mejorar a partir de fines de 1923. Se consideró un síntoma inequívoco de que mejoraban las expectativas económicas españolas y constituyó el punto de arranque de la recuperación de las acciones. «*El año ofreció buenas perspectivas, y sin que pueda considerarse ese año como etapa de beneficios, no cabe duda de que pueden recogerse en fechas no muy lejanas*»[33], vaticinaba la Cámara de Comercio de Bilbao en 1925. Y

[33] Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Bilbao: *Informe correspondiente al año 1924*, Bilbao 1925, p. 28.

explicaba la principal razón de que se auguraran mejores expectativas locales: el avance de la siderurgia, la actividad que con mayor intensidad notó los efectos de la nueva política económica proteccionista e intervencionista. «*En baja muy sensible minerales y fletes, puntales básicos y seculares en que descansaba la economía vizcaína, es hoy la industria siderúrgica su principal riqueza y la que […] proporciona con toda intensidad el trabajo tan debilitado en otras industrias*». De hecho, incluso los astilleros Sociedad Española de Construcción Naval y Euzkalduna abandonaban las construcciones navales y se orientaban a la producción de material ferroviario. En 1926 se hablaba ya de que el plan general de ferrocarriles y las primas a la navegación y a la construcción naval, ambos con el apoyo del Estado, aseguraban un futuro próspero para la siderurgia. Las expectativas, debidamente cotizadas por la Bolsa, se confirmaron los años siguientes.

Hubo, sin embargo, un sector básico que pasó por serios apuros en los comienzos de la Dictadura, pese a la legislación que lo protegía. Nos referimos a la actividad bancaria de Bilbao. Sin duda, tenían razón quienes sostenían que era uno de los ramos más sólidos de la economía vizcaína, pero lo cierto es que atravesó por graves dificultades. Eran, en cierto modo, las últimas secuelas del irregular *boom* financiero de los años de la I Guerra Mundial. Se saldaron con la quiebra del Crédito de la Unión Minera, que desapareció y que provocó indirectamente la liquidación del Banco Vasco y del Banco Agrícola Comercial (más tarde sustituido por otra entidad del mismo nombre).

Particular importancia tuvo la quiebra del Crédito de la Unión Minera, desde comienzos de siglo uno de los tres puntales de las finanzas vizcaínas. Fue asunto grave, pues constituyó una quiebra fraudulenta, que llevó por unos meses a la cárcel a parte de su Consejo de Administración y que durante casi un año provocó la incertidumbre sobre si imponentes, ahorradores y hasta depositarios de valores recuperarían sus fondos[34].

Al parecer, desde 1919 varios de los consejeros del Crédito de la Unión Minera —en colaboración con la casa Aldama, de Madrid— se habían organizado como un grupo especulativo, en las postrimerías de las euforias bursátiles. Según hemos podido reconstruir y hemos expuesto en otro lugar, en sus muy peculiares negocios llegaron a utilizar los recursos ajenos que tenía el banco que dirigían. Y, en la depresión bursátil que se inició en 1920, llegaron a realizar peligrosísimas prácticas fraudulentas, buscando recuperarse de las primeras pérdidas. Utilizaron para sus compraventas bursátiles los valores de los clientes que tenía el Crédito en depósito. El agujero financiero fue creciendo, hasta que a comienzos de 1925 no pudo ocultarse. La suspensión de pagos, primero, la intervención judi-

---

[34] Para la quiebra del Crédito de la Unión Minera, Montero, M.: *La Cámara de Comercio de Bilbao y la banca*, en Cámara de Comercio: «1886-1986», pp. 431-466.

cial después, la declaración de quiebra, el encarcelamiento de directivos del Crédito y el suicidio del Agente de cambio y Bolsa Aranaz Castellanos convulsionaron a la economía vizcaína, que asistió asombrada al peor incidente de su historia.

Al final, el apoyo del Gobierno —en la renovación del Concierto Económico se incluyó en 1925 el arreglo de la deuda del Crédito de la Unión Minera— evitó los más graves efectos de la quiebra, pero todos los bancos se resintieron de la pérdida de confianza. «*Algunos mal intencionados y enemigos de la plaza* —denunciaba la Cámara de Comercio bilbaína el año siguiente— *iniciaron una campaña contra nuestra Banca local y el buen nombre bilbaíno, haciendo circular rumores y alarmas tendenciosas nacidas de gentes escondidas en el anónimo y desprovistas de todo sentido moral*»[35]. De ahí que las cotizaciones bancarias no comenzaran a recuperarse hasta 1927. Para entonces, la imagen que ofrecía la economía vizcaína era ya de prosperidad. Los bancos locales participaban en la formación de la CAMPSA, en las operaciones financieras del Estado, en la garantía de numerosas emisiones de acciones; y abrían sucursales por toda la geografía española, no solo en los principales enclaves mercantiles. Sus capitales llegaban a los 112 millones de pesetas y repartían sólidos dividendos, del 20% el Banco de Bilbao, del 15% el Vizcaya y del 6% el Banco Urquijo Vascongado.

También los demás sectores conocían por entonces espléndidos resultados, destacando los de las eléctricas (conforme se generalizaba el uso de esta energía) y los de las siderurgias. Astilleros Euzkalduna, favorecida por el auge siderúrgico, incrementaba sus beneficios entre 1925 y 1927 de 532.000 a 1.456.000 ptas., Altos Hornos de Vizcaya obtenía de forma estable beneficios que rondaban los 12 millones de pesetas. Hidroeléctrica obtenía en 1925 un beneficio líquido de 6,5 millones de pesetas y en 1929 llegaba ya a 10. Incluso las principales navieras, coincidiendo con la mejora de los fletes a partir de 1928, incrementaron sustancialmente sus productos netos; la Naviera Vascongada, por ejemplo, cuadriplicaba en 1929 sus beneficios de 1925. Debe anotarse, además, que durante los años veinte se consolidaron los seguros, sobre todo en lo que a la Compañía de Seguros Aurora se refiere. Sustituyó su tradicional dependencia de las navieras por negocios más diversificados, con intervención en diversos ramos del seguro y una mayor relación con la evolución del conjunto económico.

El ascenso bursátil, el último del periodo 1891-1936, llegó a su cenit en 1929. Al año siguiente la economía vizcaína aún resistía el impacto de la crisis internacional, pero cotizaba a la baja las restricciones del crédito y las caídas de los precios mineros, siderúrgicos y navieros. Los problemas se pre-

---

[35] Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Bilbao: *Informe correspondiente al año 1925*, Bilbao 1925, p. 35

cipitaron al año siguiente. La Bolsa —que evaluaba las expectativas empresariales— cotizó a la baja la proclamación de la II República. Las cotizaciones medias del segundo trimestre de 1931 fueron un 21,7% inferiores a las de finales de 1930. Entre enero-marzo y abril-junio de 1931 bajaron el 12,2%. Después, la crisis fue ahondándose. Todos los trimestres hasta fines de 1933 se saldaron con nítidas pérdidas.

El capital interpretó que la crisis económica la provocaban los cambios políticos. Y, sin duda, desde el primer momento marcó distancias con respecto al régimen republicano. Bien claro lo dejaba la Cámara de Comercio bilbaína, al explicar lo sucedido en 1931. Tiene interés la cita. Recogemos íntegras algunas de sus apreciaciones, pues, pese a su extensión, explican mejor que cualquier otro comentario cómo entendían los empresarios la crisis económica que se precipitó a partir de 1931.

> «*Aparte del relativo aislamiento financiero en que se desenvuelve nuestra nación y del escaso volumen de su normal comercio exportador, que le salvaron de mayores desastres y de participar más intensamente en la crisis mundial, es lo cierto que la renuncia a seguir con ritmo acelerado el plan de obras públicas confeccionado por la Dictadura, contrajo no poco la marcha general de las industrias, especialmente de todas aquellas que destinaban sus productos a obras públicas, contracción que con el tiempo produjo un verdadero colapso en estas actividades antes tan florecientes, obligadas, como lo fueron por el imperio de las circunstancias a pasar de una máxima producción, a un ritmo menor de trabajo, sin el procedente reajuste de sus labores, ocasionando así las primeras consecuencias del paro forzoso, que se vio enormemente incrementado cuando provocada una grave crisis de confianza exacerbada por acontecimientos políticos, económicos y sociales que revelaban una inseguridad notoria del capital y una confusa desorientación del ahorro hacia las actividades comerciales e industriales, atemorizados por sucesos de índole revolucionaria que no merecieron del Gobierno y del Poder público una mayor reprobación y castigo.*
>
> *La crisis que España padeció, y aún padece, está forjada más por factores interiores que por exteriores, y obedeció a consideraciones políticas y psicológicas, más que a causas económico-financieras […].*
>
> *[…] Los sucesos revolucionarios, más las continuas huelgas y el temor al alcance de las reformas que se implantasen en las leyes institucionales de la República y en las que se dictasen al desenvolverse el nuevo régimen, mantuvieron a los capitalistas al margen de todo negocio o de toda inversión, dando lugar a un periodo que llamaremos de «crisis de confianza», que es la peor de todas las crisis, porque es la de más difícil remedio, y que vino a actuar como agravante en grado intenso de la crisis económica e industrial que padecía España […].*

El pánico producido ante repetidos acontecimientos de índole social y por el posible alcance que tuvieran las reformas legislativas, respecto sobre todo a la propiedad individual, al orden económico y al tributario, produjo la escondida del dinero, el atesoramiento de billetes y la exportación de capitales al extranjero […]»[36].

El análisis empresarial tendía a olvidar que también repercutía sobre España la crisis internacional. Algunos datos confirman que no sólo era una «crisis de confianza» (que explicaría la retracción bursátil, pero no totalmente los malos resultados empresariales). Euzkalduna llegaba a saldar con pérdidas el ejercicio de 1932; la Compañía Naviera Vascongada (las navieras dependían fundamentalmente del sector exterior) redujo sus beneficios líquidos entre 1930 y 1931 desde 1,6 millones a 340.000 ptas. Altos Hornos de Vizcaya los reducía a menos de la mitad, de 11,2 a 4,5 millones.

En todo caso, ningún sector pudo librarse de la crisis que para la economía empresarial de Vizcaya significaron los años treinta. Es la evolución que muestra el cuadro siguiente, que recoge también la prosperidad capitalista de la Dictadura de Primo de Rivera.

Evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1923 y 1936
(Base = 100, cotizaciones medias en 1923)

	Global	Bancos	Eléctricas
1923	100	100	100
1924	102	98	104
1925	96	89	105
1926	97	91	109
1927	113	111	129
1928	140	141	164
1929	144	136	159
1930	140	130	175
1931	106	93	157
1932	83	70	133
1933	68	60	111
1934	67	69	104
1935	77	76	127
1936	63	58	99

[36] Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Bilbao: *Informe correspondiente al año 1931*, Bilbao 1925, p. 6 y ss.

	FF.CC.	Minas	Navieras
1923	100	100	100
1924	103	95	95
1925	106	86	74
1926	109	81	74
1927	113	80	85
1928	145	114	105
1929	155	136	125
1930	152	117	117
1931	113	96	98
1932	96	67	71
1933	63	47	50
1934	55	39	42
1935	51	46	49
1936	41	44	47
	Siderurgia	**Seguros**	**Varias**
1923	100	100	100
1924	115	99	102
1925	116	95	102
1926	114	109	96
1927	140	137	94
1928	165	160	97
1929	172	173	97
1930	161	172	104
1931	96	162	100
1932	71	147	88
1933	63	145	81
1934	58	148	81
1935	76	156	83
1936	60	155	82

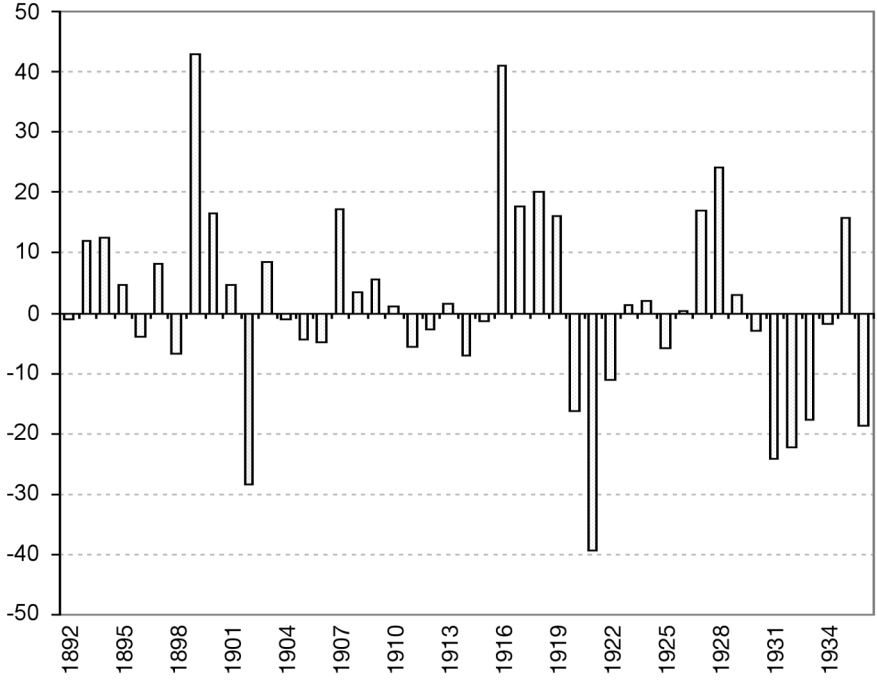
Algunas características generales del funcionamiento de la Bolsa entre 1891 y 1936

Antes de recoger las series representativas de distintos aspectos de la evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936 incluimos algunas gráficas que representan circunstancias características del funcionamiento bursátil durante el periodo.

En primer lugar, recogemos la secuencia de los cambios porcentuales de cada año sobre el anterior. Permite comprobar la importancia de los *booms* bursátiles de 1899-1901 y 1915-1918. En términos relativos, los años 1916 y 1899 fueron los más espectaculares de la Bolsa de Bilbao. Destacan, también, las quiebras de 1921 y 1902, así como la continuidad que tuvieron las

sucesivas pérdidas de los años treinta, de intensidad superior a los auges precedentes. El gráfico confirma que la historia bursátil de Bilbao fue particularmente convulsa, que hubo muy pocos momentos de crecimientos sostenidos y que el desarrollo empresarial se concentró en breves momento de súbitas alzas en las cotizaciones.

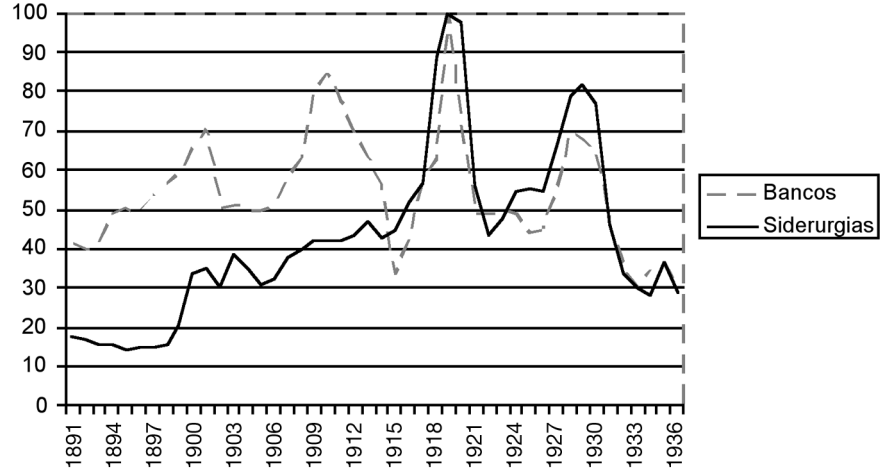
Variaciones porcentuales de las cotizaciones medias de la Bolsa de Bilbao entre 1892 y 1936
(Porcentaje de las cotizaciones medias de un año sobre el anterior)

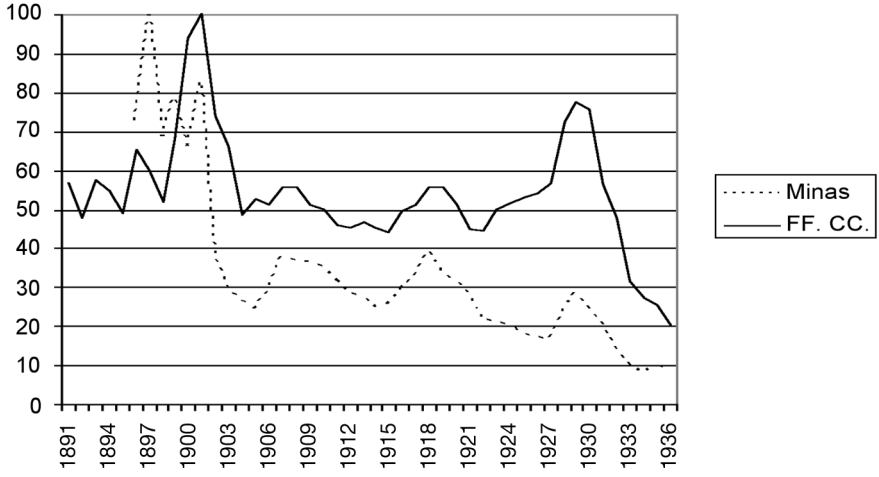


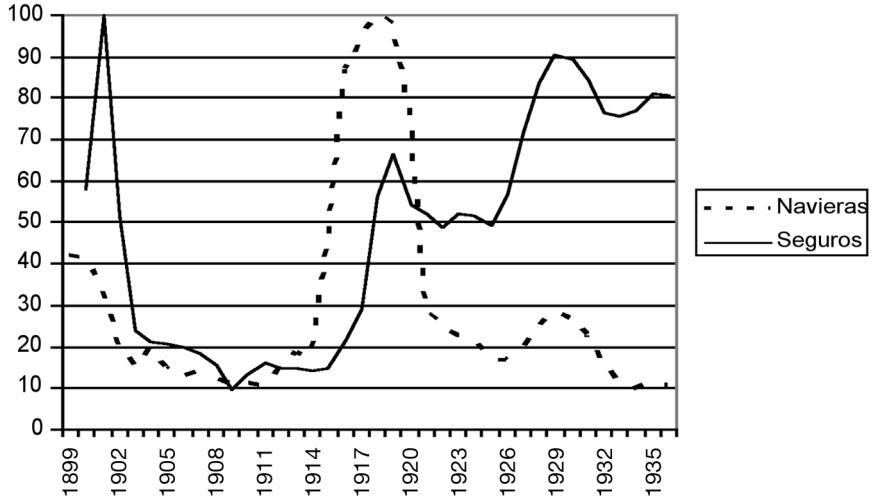
Una última cuestión tiene interés. Pese a la heterogeneidad de la estructura empresarial de Vizcaya, lo cierto es que los ciclos de los distintos sectores tienen un comportamiento similar, aunque varía la intensidad con que interpretaban las distintas coyunturas. Lo describen los gráficos siguientes, que reconstruyen el comportamiento bursátil de cada actividad, eliminando las diferencias en los niveles de sus cotizaciones (los ciclos se han calculado equiparando al 100% la cotización máxima de cada valor). En realidad, sólo hay una discrepancia reseñable, el auge bancario entre 1906 y 1909, que contradice el comportamiento de los demás sectores, y cuyas razones ya hemos

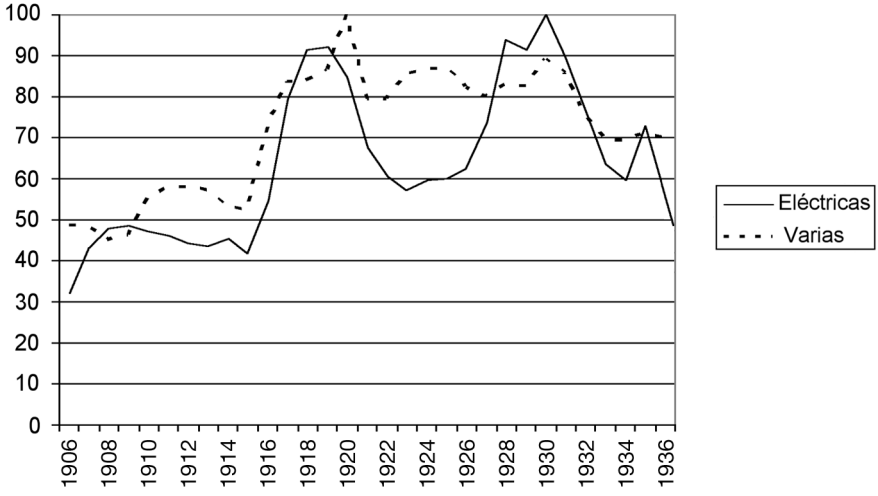
explicado arriba. Por lo demás, debe resaltarse también que las minas vivieron sus mejores momentos en su momento fundacional, en trono a 1900-1901, sin que posteriormente se confirmasen las excelentes expectativas que habían despertado. Siguió una notable depresión que, eso sí, como lo hacían todos los sectores, reproduce en cada ciclo la tendencia que siguen las distintas coyunturas.

Los ciclos bursátiles en los distintos sectores
(Se ha calculado el porcentaje de cada año equiparando al 100% la cotización máxima de cada sector entre 1891 y 1906)






100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
1899
1902
1905
1908
1911
1914
1917
1920
1923
1926
1929
1932
1935
Navieras
Seguros


100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
1906
1908
1910
1912
1914
1916
1918
1920
1922
1924
1926
1928
1930
1932
1934
1936
Eléctricas
Varias

Evolución de los sectores de la Bolsa de Bilbao entre 1891 y 1936 según medias anuales

(Base = 100, año en el que el sector se incorpora a la Bolsa de Bilbao)

	Bancos	Ferrocarriles	Siderurgias	Minas
1891	100,0	100,0	100,0	
1892	95,5	84,5	96,1	
1893	99,3	101,3	87,4	
1894	117,4	96,9	89,3	
1895	120,7	86,4	80,5	
1896	118,3	114,8	84,5	100,0
1897	128,3	105,1	82,2	137,5
1898	136,6	91,4	88,8	94,4
1899	142,8	119,5	114,2	108,6
1900	158,3	165,0	190,0	89,9
1901	170,0	176,0	199,3	113,8
1902	122,1	130,0	169,5	51,5
1903	123,6	116,3	218,0	40,9
1904	121,1	85,7	199,4	36,2
1905	119,1	92,6	173,9	33,6
1906	122,3	90,2	181,2	40,5
1907	138,8	98,2	214,0	51,9
1908	152,2	98,0	227,6	50,4
1909	191,3	90,2	237,7	50,2
1910	204,4	88,1	237,4	48,6
1911	186,2	81,0	237,8	43,4
1912	165,8	79,9	244,8	38,7
1913	152,5	82,0	263,4	37,9
1914	135,2	79,5	240,2	34,2
1915	80,3	77,6	253,4	35,2
1916	101,4	87,2	293,8	40,8
1917	137,3	89,9	319,6	45,1
1918	151,1	98,1	503,9	54,2
1919	241,2	97,9	566,1	45,8
1920	173,4	90,2	551,6	43,7
1921	117,9	79,0	317,3	38,2
1922	118,0	78,5	246,2	29,9
1923	119,7	87,9	269,8	28,9
1924	117,5	90,7	309,7	27,4
1925	106,2	93,1	312,4	24,8
1926	108,8	95,4	306,8	23,5
1927	133,0	99,7	377,4	23,2
1928	168,3	127,2	445,8	33,0
1929	163,0	136,1	463,4	39,3
1930	155,4	133,4	435,4	33,7
1931	111,7	99,4	259,6	27,7
1932	84,0	84,1	190,8	19,4
1933	72,2	55,7	169,5	13,5
1934	82,9	48,0	157,4	11,3
1935	91,1	45,1	205,2	13,2
1936	69,5	35,7	161,6	12,6

	Navieras	Eléctricas	Seguros	Varias
1899	100,0			
1900	97,7		100,0	
1901	81,5		172,6	
1902	48,9		89,1	
1903	35,5		41,5	
1904	46,2		36,3	
1905	35,1		36,0	
1906	30,5	100,0	34,0	100,0
1907	32,8	134,0	31,5	98,8
1908	29,5	148,3	27,2	92,3
1909	26,8	151,0	16,6	94,7
1910	26,3	146,6	22,8	112,7
1911	25,4	143,0	28,1	118,6
1912	35,5	137,5	25,7	119,1
1913	44,1	135,5	25,6	117,3
1914	42,2	140,6	24,6	108,7
1915	104,5	129,9	25,8	107,7
1916	207,4	169,4	37,5	150,8
1917	223,7	246,1	50,5	171,7
1918	239,5	284,0	96,7	172,6
1919	233,7	285,6	114,9	177,6
1920	182,3	262,2	94,2	205,5
1921	68,8	209,7	90,1	162,8
1922	60,0	188,4	84,2	162,7
1923	54,5	177,4	89,7	175,4
1924	51,7	185,1	89,1	178,7
1925	40,6	186,2	85,3	178,4
1926	40,1	194,3	97,5	168,5
1927	46,4	228,2	123,1	164,5
1928	57,5	291,0	143,9	170,5
1929	68,1	283,0	155,5	169,6
1930	63,8	310,1	154,2	182,5
1931	53,6	277,9	145,7	175,8
1932	38,8	236,1	131,8	154,2
1933	27,4	197,3	130,1	142,5
1934	22,8	184,7	133,0	142,6
1935	26,6	225,9	139,9	146,4
1936	25,4	174,9	139,2	144,2

3

Estructura económica y funcionamiento empresarial del capitalismo vizcaíno tras la primera fase expansiva

Las cotizaciones bursátiles suministran un punto de referencia para abordar el funcionamiento del aparato productivo, el impacto de las distintas coyunturas y el desarrollo empresarial. Analizaremos aquí el periodo comprendido entre 1906 y 1914, que hemos calificado ya como el más largo en el que el mercado de capitales bilbaíno tuvo un funcionamiento normalizado, si como tal se tiene la ausencia de graves convulsiones, sea en el sentido de alzas especulativas, sea en el impacto de graves cracks, circunstancias que, como hemos visto, caracterizan la marcha de la economía vizcaína durante el periodo comprendido entre 1891 y 1936. Tales circunstancias, pese a la carencia de la espectacularidad de las fases anteriores o posteriores —o precisamente gracias a ella— proporcionan a estos años un particular interés, siquiera sea desde el punto de vista del estudio, en la medida que permiten acercarse al modelo económico que estaba gestando el capitalismo bilbaíno, superadas ya las fases que propiamente podrían identificarse con la industrialización. Para entonces, se habían tomado ya las decisiones básicas del proceso industrial y, también, de la primera modernización empresarial, cuando se inició la diversificación capitalista en distintas actividades.

Resulta posible, así, evaluar los resultados del primer *boom* empresarial, el producido entre 1898 y 1901. Para 1906 se habían eliminado las distorsiones provocadas por el *crack* bursátil de este último año. De otro lado, constituye el punto de partida del espectacular desarrollo de los años de la I Guerra Mundial. Gracias a que no hubo graves sobresaltos económicos, es una fase que permite conocer y valorar las capacidades de la estructura productiva de Vizcaya y su configuración interna, en unos años en los que éstas no estuvieron no sujetas a circunstancias excepcionales y potencialmente distorsionadoras del modelo económico que se estaba gestando.

Analizaremos en primer lugar la composición empresarial de la estructura económica gestada por el capital bilbaíno, a partir de las compañías que presentan

compraventas en el *Boletín de Cotización oficial de la Bolsa de Comercio de Bilbao*. Después, estudiaremos el desenvolvimiento de la coyuntura económica y su impacto en los distintos sectores, conforme lo diseñan las cotizaciones bursátiles.

3.1. **La estructura del mercado bursátil**

Como queda dicho, entre 1906 y1914 no se produjeron grandes convulsiones bursátiles, ni hubo fenómenos extraordinarios desde el punto de vista de las transformaciones empresariales. Al contrario: la atonía presidió los comportamientos del mercado, al menos desde el punto de vista de los cambios en su composición. Leves oscilaciones en el número de empresas que cotizaban en la Bolsa de Bilbao, ninguna tendencia definida: fue una etapa de paralización empresarial, de letargo, tras las convulsiones de comienzos de siglo. Casi todas las empresas que cotizaron durante al periodo existían ya en 1902. Hubo algunas novedades (*Ferrocarriles Vascongados*, *Naviera Sota Aznar*, *Unión Eléctrica Vizcaína*), pero casi todas eran fusiones de compañías creadas anteriormente (la formación de la *Compañía Minera Dícido* fue la novedad más significativa).

La reestructuración del conglomerado empresarial creado de forma convulsa entre 1898 y 1910 se había producido antes de 1906. Así, entre este año y 1914 se produjeron sólo algunas leves rectificaciones. De este modo, fue en este periodo en el que se comprobó cómo funcionaba la estructura empresarial creada durante los años de las euforias inversoras. Lo hizo, además, sin que repercutieran en la economía vizcaína fenómenos de gran envergadura: ni espectaculares cambios en las cotizaciones de hierro, ni bruscos aumentos o caídas de los fletes, ni alteraciones profundas en los aranceles.

El dato tiene su interés, e incluso resulta excepcional, habida cuenta de que el desarrollo vizcaíno desde los años noventa del siglo XIX hasta los treinta de éste parece girar en torno a la repercusión de coyunturas netamente definidas, con bruscas alteraciones de los parámetros que definían las expectativas empresariales. Nada de esto sucedió entre 1902 y 1914: no volveremos a encontrar una fase tan larga en la que la *tranquilidad* empresarial durase tanto, al menos en el periodo a que nos referimos en este estudio. La economía vizcaína quedó a merced de sus impulsos internos, a merced del desarrollo autónomo de las capacidades de la estructura gestada en un periodo convulso… y a la espera del siguiente. La atonía (entendiendo como tal la ausencia de sobresalientes factores netamente alcistas o depresivos) singulariza al periodo. De rechazo, esta singularidad imprime su carácter a la particular dinámica que a largo plazo tuvo el desarrollo empresarial vizcaíno.

De ahí el interés del periodo 1906-14. Radica, precisamente, en que estamos ante una fase de funcionamiento *normal* de la estructura económica, en la que se comprueban sus virtualidades y la eficacia que tenía de no mediar factores extraordinarios. Permite comprobar, también, qué tendencias se apuntaban en la inversión empresarial, en una fase en la que los capitalistas

no estuvieron condicionados por el señuelo de expectativas de rápidos enriquecimientos ni por el temor de ruinas inminentes. La economía salió de las páginas de la prensa diaria, contra lo que había sucedido hasta 1902-1903, contra lo que sobrevendría, ininterrumpidamente, entre 1914 y 1936: ésta constituye la principal noticia que proporciona la fase 1906-1914.

El análisis del periodo tiene otro objetivo: entender el punto de partida del desarrollo empresarial vizcaíno durante el primer tercio del siglo. Nos centraremos aquí, por tanto, en la estructura del mercado bursátil desde el punto de vista del número de empresas que en él cotizaban. Al caracterizar su funcionamiento podremos comprobar, también, la dinámica que vivía la economía capitalista en esta fase de atonía.

Composición de la cartera de valores bilbaína entre 1906 y 1914

Entre 1906 y 1914 se vendieron en la Bolsa de Bilbao las acciones de 96 compañías diferentes. Así, menos de la mitad de las compañías que llegaron a cotizar entre 1906 y 1936 lo hicieron en este periodo de tranquilidad. Estas 96 empresas son el punto de arrranque del amplio desarrollo empresarial que se daría cuando la I Guerra Mundial, y que llegaría a multiplicar por 2,5 el número de sociedades presentes en la Bolsa de Bilbao.

Caracteriza a la cartera de valores que componían el mercado bursátil bilbaíno entre 1906 y 1914 la hegemonía de las compañías mineras, con 22 ofertas diferentes y casi la cuarta parte del total, así como la diversificación del mercado en otros cuatro sectores de peso equiparable entre sí: los bancos, los ferrocarriles, las compañías eléctricas y las navieras. Mientras, como cabía esperar habida cuenta de su escaso desarrollo empresarial, los seguros y los monopolios constituían una oferta reducida desde el punto de vista del número de empresas representadas.

Empresas que cotizaron en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914

	Número de empresas	Porcentaje sobre el total
Bancos	13	14%
FFCC.	10	10%
Eléctricas	10	10%
Minas	22	23%
Monopolios	2	2%
Navieras	15	16%
Seguros	2	2%
Siderurgia	9	9%
Varias	13	14%
Total	96	100%

Tiene interés esta distribución, pese a que prescinde del volumen de capitales que tenía cada grupo y su peso relativo en la comercialización bursátil. Se-

ñala que, en lo que a la variedad de ofertas de títulos mobiliarios se refiere, las empresas que habían adquirido minas fuera de Vizcaya concitaban una notable atención y constituían el *corro* más amplio y diverso. Podría estimarse, pues, que la novedad que estas empresas implicaron en los últimos años del XIX las había consolidado en un lugar de privilegio entre las expectativas inversoras del capital bilbaíno. Por lo demás, el resto del mercado conjugaba en volúmenes de dimensiones equiparables a los sectores nuevos (eléctricas, industrias varias y navieras) y a los tradicionales (bancos, siderurgia, ferrocarriles). Negocios de raigambre histórica, empresas que buscaban nuevas fuentes productivas y marcado peso de las compañías que incorporaban a las inversiones bilbaínas la explotación de minas fuera de Vizcaya: tal fue, en último término, la composición que puede considerarse *armónica* de la Bolsa de Bilbao que emergió de las convulsiones financieras de comienzos de siglo y se consolidó durante la primera década del XX.

Presencia relativa en Bolsa de los distintos sectores económicos

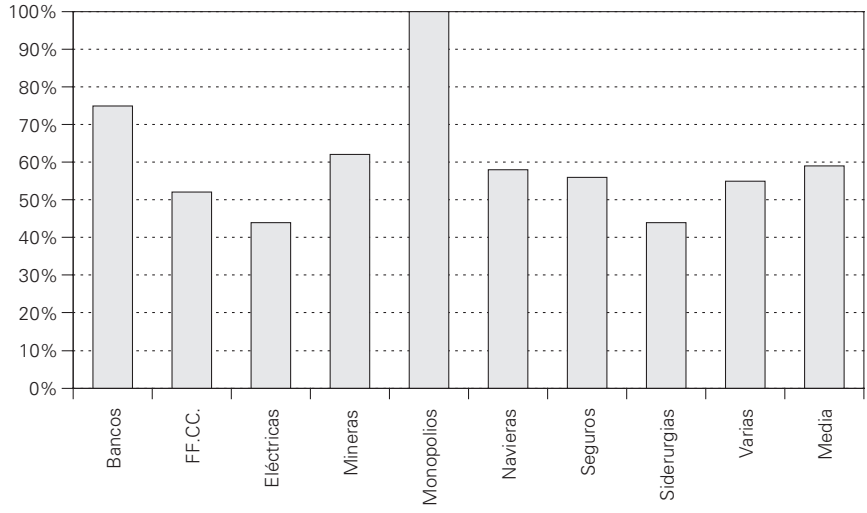
Esta fue la conformación de las ofertas que salieron al mercado entre 1906 y 1914, pero la importancia bursátil de cada sector no fue la misma, porque la Bolsa no jugaba el mismo papel para todos ellos. La media anual de empresas que cotizó en cada rama de actividad nos aproxima a este baremo, y muestra algunas diferencias significativas con respecto al cuadro anterior. No en lo que se refiere a las minas: su peso relativo en la frecuencia con la que cada sector aparece en la Bolsa es incluso superior al consignado arriba, confirmando que en este periodo era una oferta empresarial consolidada. Las diferencias las encontramos en el mayor peso de la banca y las navieras, de modo que en estas actividades eran relativamente numerosas las empresas de ambos grupos cuyas acciones solían difundirse en el mercado. En cambio, se constata una presencia relativa menos acusada de siderurgia y de eléctricas, bien porque sólo utilizaban la Bolsa en operaciones aisladas de colocación de acciones, bien porque componían ambos grupos compañías que no formaban parte habitualmente de las carteras de valores que tenían los inversores.

Media anual de las empresas que cotizaron en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914

	Número de empresas	Porcentaje sobre el total
Bancos	9,7	18%
FFCC.	5,2	9%
Eléctricas	4,4	8%
Minas	13,4	24%
Monopolios	2	4%
Navieras	8,6	16%
Seguros	1,1	2%
Siderurgia	4	7%
Varias	7	13%
Total	55,4	100%

La distinta relación de cada sector con el mercado viene medida por lo que antes hemos denominado intensidad con la que las empresas de cada grupo están presentes en el mercado bursátil. Para comprobar la tasa de intensidad durante esta fase hemos tenido en cuenta ahora no la agrupaciones quinquenales, sino todo el periodo 1906-1914, y los resultados se resumen en el gráfico siguiente:

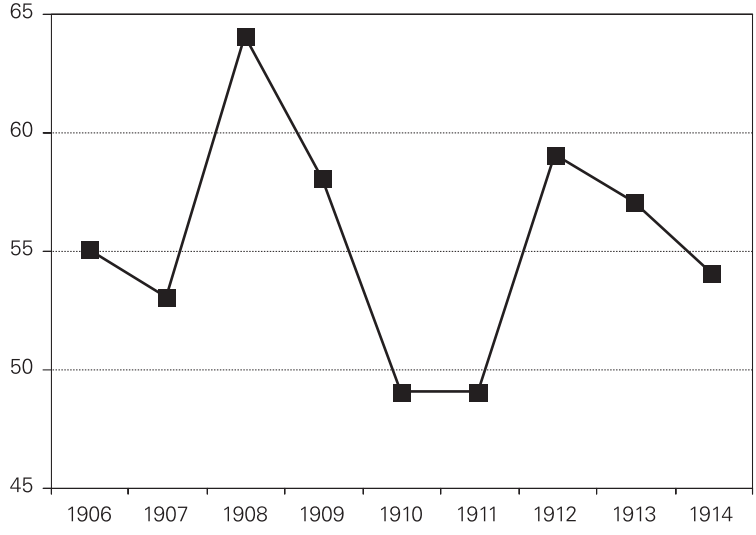
Frecuencia relativa de las contrataciones bursátiles



Además de la reducida importancia relativa que el mercado bursátil tenía para la siderurgia y las eléctricas, llama la atención que durante este periodo las «industrias varias» —contra lo que sucede en los análisis globales de los años 1906-1936— presentan una tasa del 54%, menor a la media pero de dimensiones equiparables. Puede afirmarse que en el punto de partida que significó el periodo 1906-1914 era éste un sector consolidado en términos relativos, con una presencia relativa en Bolsa comparable a la de los demás *corros*. Contradictoriamente, se debe a que, de momento, las «industrias varias» tenían escaso desarrollo. Componían este «sector» heterogéneo grandes compañías nacionales y algunas sociedades locales bien arraigadas entre los capitalistas bilbaínas. En realidad, en este ramo no se había producido aún el gran avance, el despegue que se experimentaría a partir de 1914, cuando se lanzaron al mercado varias series de acciones que sólo ocasionalmente se vendían en el mercado. En otras palabras, las «industrias varias» aún no habían adquirido la fisonomía característica que alcanzarían cuando empresas de este tipo se fundaron de forma sistemática.

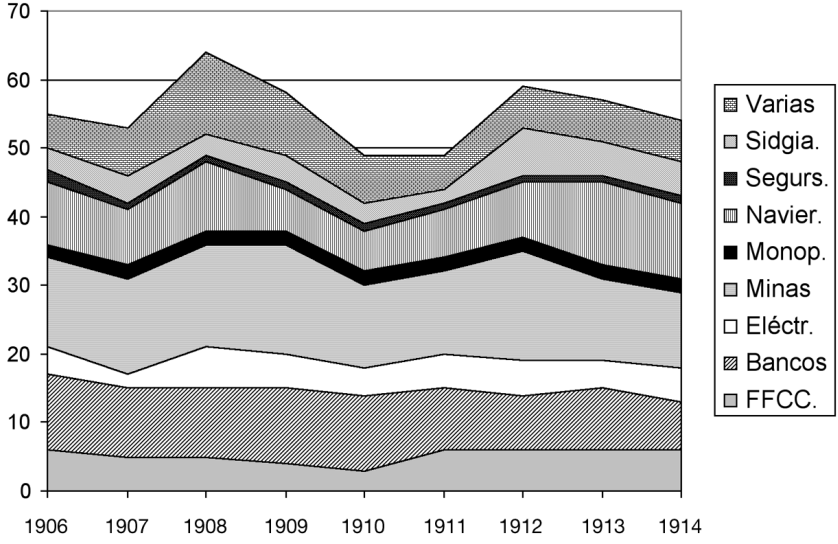
No presenta el periodo una tendencia definida. El número de empresas que cotizó en la Bolsa osciló en torno a las 55 que lo hicieron en 1906, con escasas variaciones. En la medida en que éste baremos nos aproxima a la coyuntura económica, podría afirmarse que en 1908 hubo síntomas de recuperación, con la cotización de un mayor número de empresas, pero que ésta no se confirmó, y hasta quedó colapsada con la caída de 1910-11. Retornaron después las señales de expansión, que no llegaron a confirmarse. Debe remarcarse que el crítico año de 1914, el del comienzo de la I Guerra Mundial que tan espectaculares efectos tendría en las contrataciones bursátiles, se acogió con recelos y hasta se saldó con un retroceso en el número de empresas que se contrataron.

Número de empresas que se contrataron anualmente entre 1906 y 1914



No hubo, además, cambios sustanciales en la estructura del mercado, que mantuvo durante todo el periodo una composición similar, sin que tampoco desde este punto de vista se aprecien tendencias definidas. Da la impresión de que el funcionamiento del aparato empresarial gestado a comienzos de siglo no primaba, de momento, a ningún sector, a no ser, en todo caso, la mayor importancia que, siquiera levemente, adquirieron las navieras desde 1912, a medida que mejoraban los precios de los fletes. Pero ni éstos fueron cambios espectaculares ni por lo demás se produjeron transformaciones significativas de la composición del mercado a lo largo de los años considerados.

Composición del mercado bursátil entre 1906 y 1914



El distinto recurso a la Bolsa de las empresas que cotizan entre 1906 y 1914

Entre las 95 compañías que cotizaron en la Bolsa bilbaína en estos años había un grupo numeroso que formaba la base del mercado. Nos referimos a las empresas que cotizaban habitualmente, y que están presentes en nuestra muestra los nueve años comprendidos entre 1906 y 1914. Eran 30 compañías. Además, un grupo de sociedades cotizaban con frecuencia, más de la mitad de los años, y aparecen entre 5 y 8 ejercicios: éstas era, en total, 23 sociedades.

Así, pues, a 53 —más de la mitad del total— asciende el grupo de sociedades que aparecen habitual o constantemente en las listas del BCO. Constituía la base estable de la Bolsa bilbaína, formando *corros* consolidados y un comercio sin interrupciones dignas de mención. Formaban parte fundamental de las carteras de valores de los bolsistas bilbaínos. La existencia de intercambios frecuentes permitía a sus tenedores venderlos cuando lo desearan, sin más problemas que los derivados del juego de cotizaciones. Por eso mismo su adquisición tenía el atractivo de un valor de fácil realización.

En el extremo opuesto estaban las 20 sociedades que aparecen sólo en un año de la serie. En algunos casos (acciones del *Ferrocarril Bilbao-Durango* y *Durango-Zumárraga,* de *Electra Nervión* y *Electra de Bedia*) esto se debió a que durante estos años desaparecieron como sociedades independientes, y en otros (sucede así con la *Marítima Rodas*, que acabaría liquidando) al im-

pacto de serios problemas empresariales; pero en la mayoría del grupo nos encontramos ante sociedades de escasa y restringida difusión de acciones en el mercado, que, no obstante, permitía eventualmente realizar paquetes, en contadas operaciones. Su aparición en Bolsa señala que se contaban entre las posibles ofertas a los inversores bilbaínos, pero la escasa envergadura de su presencia en las listas del BCO evidencia que el papel que para ellas jugaba el mercado era aún muy limitado.

No muy diferente era la relación con la Bolsa de las 21 compañías que salían esporádicamente a las compraventas y figuran entre 2 y 4 años de nuestra muestra. Con algunas excepciones (las de las empresas que, tras su tardía aparición en Bolsa, formaban *corros* con continuidad, como sucede con los *Ferrocarriles Vascongados*, la *Compañía Anónima Basconia* y los astilleros *Euzkalduna*), la mayoría de estas sociedades presentan contrataciones aisladas, a veces muy separadas en el tiempo. La discontinua presencia en Bolsa de estas sociedades no permite suponer que la ocasión de engrosar con ellas las carteras formaran parte de las expectativas habituales de los capitalistas.

No es el caso, desde luego, de las 30 empresas que cotizaron los nueve años consecutivos y las 4 que lo hicieron 8 de los nueve años estudiados. Formaban la base del mercado de valores, y, también, constituían las inversiones de mayor envergadura del capital bilbaíno. Encontramos entre ellas representantes de todos los sectores:

Estaban 6 de los 13 bancos que llegaron a cotizar a lo largo del periodo. Eran los siguientes: Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya, Crédito de la Unión Minera, Banco de España, Banco Hispano Americano y Banco Español del Río de la Plata.

Formaban parte de esta base del mercado bursátil 3 de las 10 compañías ferroviarias, a saber: Ferrocarril Santander Bilbao, Ferrocarril de la Robla y Ferrocarril Castro Alén.

Tan sólo una de las 10 compañías eléctricas, la Hidroeléctrica Ibérica, tenía la continuidad de al menos una presencia anual en las contrataciones bursátiles.

Más numerosa, pero no comparable a la de los bancos, era la presencia de las sociedades mineras. En total, 8 de las 22 compañías del sector cotizaron todos los años. Eran la Hullera del Sabero y Anexas, Collado del Lobo, Minas Irún y Lesaca y Ferrocarril del Bidasoa, Compañía propietaria de la Mina Ceferina, Sociedad Minera Villaodrid, Minas de Cala, Minera de Setares y Sierra Alhamilla.

También eran 5 las sociedades navieras (la tercera parte de las 15 que llegaron a componer el sector bursátil durante el periodo) que figuraron en las compraventas de todos los ejercicios. Eran las siguientes: Naviera Sota Aznar, Naviera Vascongada, Marítima Actividad, Marítima Unión y Naviera Olázarri.

Pese a la importancia de esta actividad, sólo 2 de las 9 compañías siderometalúrgicas llegaron a cotizar todos los años. Estaba, lógicamente, Altos

Hornos de Vizcaya, la mayor empresa del grupo y la principal compañía industrial, y le acompañaba en esta continuidad la sociedad Aurrerá.

De las 2 compañías de seguros, sólo la Aurora formó parte habitual del mercado bilbaíno.

En cuanto a las «industrias varias», de las 13 que en total formaron parte de las contrataciones de la Bolsa durante estos, 4 lo hicieron todos los años: La Papelera Española, Unión Resinera Española, la Sociedad General Azucarera, la Sociedad General de Industria y Comercio y Bodegas Bilbaínas.

Tiene interés este grupo de 34 series de acciones, sin duda la base de las inversiones bilbaínas. Destaca, en primer lugar, el elevado peso que tenían los bancos y las minas, los grupos que aportaban un mayor número de compañías. Por lo demás, encontramos en la serie a características inversiones del capitalismo bilbaíno, predominando negocios netamente locales. Sólo el Banco de España, el Banco Hispano Americano, el Banco Español del Río de la Plata, las cuatro compañías nacionales que figuran en «industrias varias» y los dos monopolios, en total 9 de las 34 sociedades, no constituían inversiones fundamentalmente locales. El localismo no estaba reñido con la existencia de negocios cuyo ámbito geográfico de actuación desbordaba a Vizcaya, como es el caso de Hidroeléctrica Ibérica, las compañías navieras e incluso las Bodegas Bilbaínas, cuya producción, obviamente, estaba en la Rioja.

En conjunto, las 25 sociedades de composición netamente local conforman inversiones características, por no decir emblemáticas, del capital vizcaíno. Los tres principales bancos locales, los ferrocarriles más significativos, las grandes empresas navieras, la más importante inversión hidroeléctrica realizada hasta entonces, los más rentables negocios mineros, la mayor siderurgia y la empresa de seguros por antonomasia de las creadas en Bilbao resumían en sí la historia de las inversiones del capitalismo vizcaíno. Pero hay ausencias significativas. Resulta llamativa la escasa difusión que de momento tenía la mayoría de las medianas empresas metalúrgicas. Por contra, en la serie están presente algunas pequeñas compañías, como Bodegas Bilbaínas o la del Ferrocarril Castro Alén, de modo que el acceso estable al mercado era posible para empresas de diversas dimensiones.

Pese a que en principio cabría pensar que no serían muy acusadas las diferencias entre el primer y segundo grupo (las empresas que cotizan ocho y nueve años y las que lo hacen entre dos y siete), la fisonomía de este último sí tiene algunas características diferentes. Puede observarse, particularmente, en el sector bancario: son bancos locales no vizcaínos (Banco de Vitoria, de Burgos, Guipuzcoano, de Gijón, de Cartagena) en los que la inversión bilbaína, aún siendo importante, no generaba compraventas con continuidad. Abundan también en el grupo pequeñas y medianas compañías siderometalúrgicas, y encontramos a diversas «industrias varias» con escasa presencia en Bolsa, no mayor de dos años. Sólo en las compañías mineras y navieras no se encuentran en principio diferencias sustanciales con respecto al primer grupo.

Sociedades que durante el periodo 1906-1914 cotizan entre dos y siete años

Compañía	Número de años que cotiza
Banco de Vitoria	7
Banco de Burgos	7
Hidráulica del Fresser	7
Electra Tranvía Eléctrico Bilbao-Durango	7
Argentífera de Córdoba	7
Minas de Peñaflor	7
Argentífera Almagrera	7
Bilbaína de Navegación	7
Marítima del Nervión	7
Sociedad Talleres de Deusto	7
Banco Guipuzcoano	6
Banco de Gijón	6
Unión Eléctrica Vizcaína	6
Banco de Cartagena	5
Anglo Vasca de las Minas de Córdoba	5
Minas La Atilana	5
Minas de Hierro y Ferrocarril del Carreño	5
Naviera Bat	5
Naviera La Estrella	5
Compañía Peninsular de Teléfonos	5
Minas Alcaracejos	4
Ferrocarriles Vascongados	4
Eléctrica Valenciana	3
Hidráulica Española	3
Hullera Vasco Leonesa	3
Compañía Anónima Basconia	3
Ferrocarril Norte de España	3
Bodegas Franco Españolas	3
Eléctrica Industrial Española	2
Hulleras del Turón	2
Española de Minas	2
Minera Dícido	2
Navegación Internacional	2
Alambres del Cadagua	2
Tubos Forjados	2
Euskalduna	2
Ferrocarriles Económicos de Asturias	2
Ahlemeyer Construcciones Electro Mecánicas	2
Casta Dotésio	2
Sociedad de Cementos de Sestao	2
Bilbaína de Artes Gráficas	2

A 20 asciende el número de sociedades que aparecieron un solo año en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914. Son pequeñas compañías eléctricas; algunas sociedades guipuzcoanas para las que, aun teniendo admitidos sus títu-

los a la contratación oficial, apenas se comercializan sus títulos; navieras en apuros durante la primera década del siglo, por la caída de los fletes; compañías mineras en fase de instalación y bancos no bilbaínos en los que la participación local debía ser exigua; además de dos compañías ferroviarias que desaparecieron en 1906.

Compañías que entre 1906 y 1914 cotizan un solo año

Banco Hipotecario Español
Crédito Industrial Gijonés
Eléctrica del Nervión
Electra de Bedia
Construcciones Electro Mecánicas
Azufrera Coto del Hellín
Minas Heras
Minas de Prezello
Marítima Vizcaya
Compañía Anónima de Navegación
Marítima Rodas
Navegación Uriarte
Compañía de Seguros La Polar
Construcciones Metálicas
Unión Cerrajera de Mondragón
Ferrocarril Bilbao-Durango
Ferrocarril Durango-Zumárraga
Tranvía Bilbao-Durango
Compañía Vinícola del Norte de España
Algodonera Guipuzcoana

El análisis de los sectores económicos

En esta investigación esbozaremos el funcionamiento de los distintos sectores económicos que formaban parte de la estructura productiva creada por el capital bilbaíno. Toda vez que no pretende ser exhaustiva, aquí nos aproximaremos exclusivamente al estudio de cuatro actividades que, eso sí, señalan algunas características de la economía vizcaína.

Analizaremos, así, la composición del sector bancario, toda vez que fue el que experimentó cambios más significativos durante el periodo, pese a que no sufrió modificaciones en su estructura empresarial. La actividad minera será también objeto de esta aproximación, por la envergadura que a comienzos de siglo alcanzaban estas inversiones. Hemos seleccionado también a las navieras, que habían concitado la atención bursátil hacia 1900 y que vivían una fase de postración durante los años que nos ocupan. Por último, nos referiremos a las compañías hidroeléctricas, un sector creado hacia 1900-1901, cuyo desarrollo durante los primeros quince años del siglo fue notable.

Para los demás sectores, nos limitaremos a recoger a continuación la cronología que siguió su presencia en Bolsa.

Monopolios que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Cía. Arrendataria de Tabacos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Unión Española de Explosivos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Compañías de seguros que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Cía. Seguros Aurora	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Cía. Seguros La Polar	X									1
	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1,1

Compañías siderometalúrgicas que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Altos Hornos Vizcaya	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Aurrerá	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Sdad. Talleres Deusto	X	X	X	X			X	X	X	7
Compañía Anónima Basconia							X	X	X	3
Alambres del Cadagua		X			X					2
Tubos Forjados				X			X			2
Euskalduna								X	X	2
Construcciones Metálicas							X			1
Unión Cerrajera de Mondragón							X			1
	3	4	3	4	3	2	7	5	5	4

Compañías ferroviarias que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Fc. Castro Alén	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Fc. Santander Bilbao	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Fc. de la Robla	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Fc. Bilb.-Portugalete	X	X	X	X		X	X	X	X	8
Ffcc. Vascongados						X	X	X	X	4
FcFc. Norte de España			X					X	X	3
FfFFcc. Económicos de Asturias						X	X			2
Fc. Bilbao-Durango	X									1
Fc. Dur.-Zumárraga	X									1
Tr Tranvía Bilbao-Durango		X								1
	6	5	5	4	3	6	6	6	6	5,2

«Industrias varias» que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Bodegas Bilbaínas	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
La Papelera Española	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Unión Resinera Eola.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Sdad. Gral. Azucarera	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Sdad. Gral. Industria y Comercio	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Cía. Peninsular de Teléfonos			X	X	X			X	X	5
Bodegas Franco Españolas			X		X		X			3
Ahlemeyer		X	X							2
Casta Dotésio			X	X						2
Sociedad de Cementos de Sestao			X	X						2
Bilbaína de Artes Gráficas			X	X						2
Cía. Vinícola del Norte España		X								1
Algodonera Guipuzcoana			X							1
	5	7	12	9	7	5	6	6	6	7

Los tres bancos bilbaínos y los grupos financieros locales

Las compañías bancarias compusieron uno de los principales corros bursátiles durante el periodo 1906-1914. Como tendremos ocasión de comprobar, fue la actividad cuyos comportamientos experimentaron cambios más intensos durante estos años de atonía.

La banca local la formaban, en lo fundamental y prescindiendo de momento de la presencia en Bilbao de sucursales de entidades de crédito foráneas, las tres compañías en que se había recompuesto el sector en 1901.

El *Banco de Bilbao* databa de 1857, pero en 1901 se había fusionado con el Banco del Comercio, su principal competidor desde diez años antes. Con un capital de 30 millones de pesetas nominales y 15 desembolsados y con el mayor volumen de negocios, era en 1914 el principal banco local. Seguía vinculado a los grupos empresariales tradicionales, el ámbito de la gran burguesía vizcaína que congregaba a descendientes de la economía mercantil que había creado el banco a mediados del siglo XIX y los nuevos capitalistas de origen minero que habían invertido en la siderurgia y en otras de las actividades punteras. Así, junto a los García Ogara, José Joaquín Ampuero, Oscar Rochelt o Manuel Lezama Leguizamón, apellidos de raigambre entre los capitalistas bilbaínos de mediados del siglo anterior[37], encontramos a los Chávarri, Martínez Rivas, Echevarrieta, Sota, Zubiría o Taramona que habían protagonizado el desarrollo empresarial de fines del XIX. Resulta significativo que su Consejo de Administración estuviesen representantes de los tres grupos que 30 años antes formaran las tres principales siderurgias[38], y que junto a ellos estuviesen grandes mineros

---

[37] Por ejemplo, los Ogara habían formado parte de la fundación de la Santa Ana de Bolueta ya en 1841 (vid. González Portilla, M.: *Los orígenes de la sociedad capitalista en el País Vasco. transformaciones económicas y sociales en Vizcaya*. «Saioak. revista de estudios Vascos», I, 1977, pp. 67-127)), y participaron en la dirección de la sociedad durante el siglo XIX. Intervinieron también la explotación del hierro y en la fundación del Ferrocarril Bilbao-Durango (vid. Ormaechea, A.M.: *Ferrocarriles en Euskadi*, op. cit.). Los Rochelt fueron unos de los principales comerciantes de hierro (Vid.: Montero, M,: *La California …*, op. cit.) y en los años ochenta tomaron parte en negocios tan diversos como la Compañía Vinícola del Norte de España o la compañía naviera La Flecha (Cf. Galarza, A.: *Los orígenes del empresariado vasco. Creación de sociedades e inversión de capital, Bilbao (1850-1882),* Bilbao 1996. Los Lezama Leguizamón o los Ampuero eran familias bilbaínas con propiedades agrarias e inmobiliarias, y los primeros participaron también en la explotación del hierro, pues eran propietarios de varias minas dispersas en los distintos distritos mineros de Vizcaya (Cf. Montero, M.: *Mineros…*, op. cit.)

[38] A la altura de 1901 se diluyeron ya las diferencias empresariales entre quienes habían promovido Altos Hornos de Bilbao (Ybarra Hermanos), Sociedad Vizcaya (entre otros, Chávarri y Gandarias) y la siderurgia San Francisco (familia Rivas). Probablemente, la fusión de las dos primeras en Altos Hornos de Vizcaya (unos meses después de la muerte de Víctor Chávarri) explica a su vez la fusión del Banco de Bilbao y del Banco del Comercio. También Martínez Rivas, cuyas malas relaciones con Víctor Chávarri fueron proverbiales, se integró en el nuevo banco.

como Sota o Echevarrieta[39]. La concentración burguesa producida en 1901 había diseñado un particular grupo rector, con los representantes de la nueva economía y quienes ostentaban posiciones de privilegio en las actividades mercantiles, siderúrgicas, inmobiliarias de mediados del XIX. Además, a la altura de 1914 estaban representados en la dirección del principal banco bilbaíno algunos capitalistas foráneos, madrileños o catalanes.

La nómina de consejeros era en 1914 la siguiente:

Consejeros del Banco de Bilbao en 1914

Amézola, José
Ampuero, José Joaquín
Ansuátegui, Laureano
Arispe, José Manuel
Arteche, Francisco A.
Arteche, Julio
Astigarraga, Juan
Carlevaris, Antonio
Casa Montalvo, Excmo. Sr. Conde de
Chávarri, Benigno
Chávarri, Víctor
Echevarría, Federico
Echevarrieta, Horacio
Escudero, José
García Ogara, Roque
Girault, Eulogio
Hernández Mendirichaga, Julio
Lezama Leguizamón, Manuel
Martínez Rivas, José María
Ocharan, Luis
Olavarrieta, Juan Manuel
Rochelt, Oscar
Rodríguez Acosta, Miguel
Sota, Ramón
Taramona, José
Uriarte, Juan A.
Velilla, Rufino
Zabalinchaurreta, Victoriano
Zárate, Enrique
Zubiría, Fernando
Villabaso, José Luis (Director General)

[39] Sota, a partir de sus explotaciones mineras de Saltacaballos, y Echevarrieta, por la envergadura de los negocios mineros de Echevarrieta y Larrínaga, se contaban a fines de siglo en la élite burguesa de Vizcaya. Cf. Montero, M.: *Mineros*, op. cit. Vid. también Torres Villanueva, E.: *Ramón de la Sota, 1857-1936. Un empresario vasco,* Madrid 1998

El *Banco de Vizcaya* era el otro banco de la oligarquía vizcaína. Se había fundado en 1901, en el marasmo financiero que siguió al anuncio de la fusión entre el Banco de Bilbao y el Banco del Comercio, según hemos estudiado en otro lugar. En 1903 había absorbido al *Banco Vascongado*, otro de los bancos creados dos años antes[40]. Como sucedía cuando se fundó, en 1901 su grupo rector presentaba las mismas características sociológicas que el del Banco de Bilbao. Las principales diferencias radicaban en el tipo de negocios que realizaban, por la mayor dedicación a operaciones de fomento industrial, en especial en las inversiones hidroeléctricas, y la mayor diversificación de sus negocios bancarios[41]. Puede establecer, con todo, alguna distinción en cuanto al carácter de sus directivos. Constituía un ámbito más reducido que el del Banco de Bilbao, sin la característica presencia de grupos empresariales nítidamente diferenciados que encontramos en aquel. Había, eso sí, un grupo bien representado, el vinculado a Ibarra Hermanos (los Ibarra y los Zubiría), junto a los que encontramos a capitalistas de las más variadas procedencias, desde algunos mineros (Olaso, Ustara) hasta el abogado Basterra, representante de la casa Ibarra durante varios años[42], pasando por caracterizados inversionistas de comienzos de siglo (Ugalde) o personalidades cuyos apellidos fueron señeros en la economía mercantil del XIX, como Mac Mahón o los Maíz, que figuraban con frecuencia en las listas de principales capitalistas-rentistas a mediados de siglo. La nómina completa era la siguiente:

Consejeros del Banco de Vizcaya en 1914

Amézola, Ladislao
Basterra, José M.ª
Borda, Enrique
Escauriaza, Dámaso
Ibarra, Fernando M.ª
Ibarra, Gabriel M.ª
Mac Mahón, Pedro
Maíz Arsuaga, Pedro
Olaso, Rodrigo
Orúe, Pedro
Santiago, Gregorio
Ugalde, Felipe
Urquijo, Tomás
Ustara, Alfredo
Zubiría, Conde de
Ocharan Enrique (Director Gerente)

[40] Vid. Banco de Vizcaya: *Memoria* correspondiente al ejercicio de 1903, así como Colegio de Agentes de cambio y Bolsa, op. cit., p. 26.

[41] Vid. Banco de Vizcaya: *Aportación del Banco de Vizcaya a la economía nacional*, Bilbao 1953.

[42] En 1892 Mario Basterra fue designado responsable de la gestión de *Ybarra Hermanos y Compañía en liquidación*, a título de «liquidador». Cf. *Registro mercantil*, hoja 60.

A la altura de 1914 el Banco de Vizcaya tenía un capital de 15 millones de pesetas nominales y 8.500.000 desembolsadas. Constituía, pues, un negocio que había experimentado un notable crecimiento, tanto más notable puesto que en gran medida se autofinanció canalizando beneficios, a partir del desembolso inicial de 4.250.000 ptas.

El *Crédito de la Unión Minera* constituía el tercer eje de la banca vizcaína. Desde su nacimiento se aprestó a competir con los dos anteriores, y en toda la literatura económica de la época se transmite que mantuvo su agresividad. Mientras Banco de Bilbao y Banco de Vizcaya tendían a acordar sus principales decisiones, el *Crédito* se singularizó por su independencia y por una política que tendía a arrebatar el mercado financiero a los bancos *de la oligarquía*[43]. En efecto, su grupo promotor tenía una característica propia: aunque había algunos miembros de las principales familias mineras (Chávarri y Salazar) eran en 1901 pequeños y medianos mineros cuyos negocios a la altura de 1901 no habían desbordado el ámbito de esta actividad, ni se habían involucrado empresarialmente con los grandes capitalistas; encontramos, también, a Acillona, el principal accionista de los *Ferrocarriles Vascongados*, y sin duda uno de los empresarios más agresivos de comienzos de siglo, como puede apreciarse en la política que desarrolló cuando se produjo la fusión en esta compañía, en la que abundaron conflictos con el Banco de Bilbao y Banco de Vizcaya[44]. Los Núñez, Larrea, Iza, San Martín, Santisteban, Barandiarán fueron explotadores de minas. La relación completa de sus administradores en 1914 era la siguiente:

Consejeros del Crédito de la Unión Minera en 1914

Acillona, José Pablo
Acha, Juan Antonio
Adrián, Florentino
Aguirre, Eleuterio
Arteche, Juan T.
Barandiarán, Manuel (Vicepresidente)
Chapa, Rafael
Chávarri, José M.ª
Iza, Agustín
Larrea, Víctor
Núñez, Juan

[43] La convicción de que el Crédito de la Unión Minera representaba una nueva concepción del negocio financiero, opuesta a la que caracterizaba a Banco de Bilbao y Banco de Vizcaya, la encontramos ya en 1903, apenas dos años después de su fundación. «*Por el afán de crecer y hacerse fuerte, de significarse en su generoso modo de operar, de atraerse clientela que para el desenvolvimiento de sus particulares negocios la apoyara* —declararían los propios directivos del Crédito— *llegó esta Sociedad á señalarse como al más valiente, como la más decidida y como la más guerrera*». «Petición del Crédito del a Unión Minera al Banco de Bilbao para su fusión», febrero de 1903, Archivo del Banco de Bilbao. Exp. *Crédito de la Unión Minera*.

[44] Vid. Ormaechea, A. M., *op. cit*., así como Archivo Banco de Bilbao: Exp. *Fusión ferrocarriles Vascongados*.

Núñez, Luis
Petrement, Carlos (Consejero-Delegado)
Salazar, Federico
San Martín, José M.ª (Presidente)
Santisteban, Juan

A comienzos de 1914 la agresividad del *Crédito* parecía haber sido eficaz. A partir de inversiones en negocios de naturaleza minera e industrial y en valores muy rentables, pero de alto riesgo, había conseguido consolidar su situación. Tenía por entonces un capital nominal de 20 millones de ptas. (buen síntoma de que el banco había nacido con notables aspiraciones), si bien el desembolsado era sólo de 4 millones.

La competencia financiera de otros bancos. El problema planteado por la sucursal bilbaína del Banco Español del Río de la Plata.

Los tres bancos arriba mencionados formaban la base de la banca vizcaína. Tuvieron que hacer frente, claro está, a las sucursales de bancos foráneos, cuyos títulos figuraban también en la Bolsa. En especial, antes de 1914 destacaban dos a este respecto: el Banco de España y el Banco Español del Río de la Plata. En ambos los accionistas bilbaínos tenían serios intereses.

En otro lugar hemos demostrado que históricamente la inversión bilbaína en el *Banco de España* era comparable a la que hasta fines del XIX se había canalizado hacia el Banco de Bilbao. La presencia de sus títulos en la Bolsa local tenía, pues, su razón de ser. De otro lado, la sucursal en Bilbao del Banco de España venía funcionando desde 1875, desde que tras la guerra carlista el Banco de Bilbao decidiera subsistir, pese a la pérdida del privilegio de emisión de moneda. El volumen de sus negocios era más que considerable, y se contaba, en realidad, entre los grandes bancos de la plaza. Baste señalar que en 1913 esta Sucursal obtenía unos beneficios líquidos de 2,3 millones de ptas., sólo superados por los algo más de 3 millones que obtenía el Banco de Bilbao. En 1914 el volumen de sus cuentas corrientes era desde luego comparable a las del principal banco bilbaíno: por este concepto figuraban en su pasivo 18.800.000 ptas., mientras que las cuentas corrientes del Banco de Bilbao eran de 20.758.000 ptas[45].

La competencia del Banco de España, firmemente asentado en la plaza, estaba desde luego asumida por los bancos locales, toda vez que el principal banco nacional tenía su sitio y sus funciones en la plaza desde cuarenta años antes. Una cuestión bien diferente fue la que planteó el *Banco Español del Río de la Plata*, que dio pie a otro tipo de tensiones bancarias. Según las acusaciones que recibiría, esta entidad tenía la función de recabar recursos locales para canalizarlos hacia la inversión en Argentina. Era, en efecto, un banco argentino fundado en 1886. Su presencia en la plaza bilbaína tuvo dos momentos:

[45] Crédito de la Unión Minera: *Memoria del ejercicio de 1913*.

1. Difusión de sus acciones en el mercado bursátil, que justifica que desde 1906 apareciese habitualmente en la Bolsa de Bilbao. Era de momento la única compañía extranjera que cumplía esta función, la de conseguir capitales locales para su inversión fuera de España.
2. Instalación de una sucursal en Bilbao. Tuvo lugar ésta a finales de 1913, y provocó la airada reacción de los bancos locales. Conforme a la escritura de constitución de la sucursal[46] se adjudicaba a la sucursal un capital de un millón de pesetas, y podría realizar toda clase de operaciones bancarias «*préstamos, depósitos, giros, cuentas corrientes, descuentos, redescuentos, empréstitos, compraventa de fondos públicos, títulos de renta, especies metálicas pudiendo recibir y dar todo género de garantías personales o reales*». Y, se añadía, «*podrá además para beneficiar sus propios negocios o intereses hacer fusiones, incorporar, constituir o formar bajo cualquier denominación otras sociedades, sean de crédito, de seguros, hipotecarias, inmobiliarias, de construcciones y obras públicas*». La amplitud de operaciones en que podría intervenir el *Banco Español del Río de la Plata* y las escasas cortapisas le convertía en un serio competidor en la captación de los recursos de la plaza. Máxime cuando, si bien «*los préstamos hipotecarios no se conceptúan operaciones ordinarias del Banco*», el Directorio podría aceptarlas cuando lo considerase conveniente.

La instalación del *Banco Español del Río de la Plata* causó seria alarma entre los bancos vizcaínos, y dio lugar a una respuesta que canalizó la Cámara de Comercio y que tiene interés, pues acerca a los mecanismos con los que funcionaba la banca local.

Tal y como se formuló la cuestión en la Cámara de Comercio no era admisible la aparición de nuevos competidores en la plaza en condiciones atípicas, que estaban llamados, decían, a alterar el normal funcionamiento de la banca local. El problema no era, desde la perspectiva de la Cámara, que se diversificase la oferta financiera. Residía en que, en su opinión, la presencia en la plaza de un banco extranjero se producía en condiciones que podía vulnerar la legalidad y que, en todo caso, situaban a tales bancos en condiciones de privilegio con respecto a las que estaban sometidos los bancos vizcaínos.

Cuatro vocales de la Junta Directiva, los señores Landeta, Abásolo, Azqueta y Gracia, llamaron la atención sobre las distorsiones que suponía para las finanzas bilbaínas la presencia de la sucursal antes mencionada. Su moción, presentada en la sesión del 20 de septiembre de 1912[47], fue estudiada en una reunión extraordinaria de la Junta, celebrada siete días más tarde. Dicha moción, que con algunas rectificaciones fue elevada al Go-

---

[46] *Registro Mercantil*, hoja 1.141, 23 de diciembre de 1913.

[47] *Libro de Actas de las Sesiones de la Junta Directiva de la Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Bilbao*. Sesión: 20 de septiembre de 1912.

bierno[48], incluía puntos sumamente esclarecedores sobre la dinámica bancaria bilbaína.

La moción describía los problemas que se estaban planteando en las finanzas bilbaínas. En principio, se apreciaba, la situación era grave. Y lo era, porque tras el establecimiento en Bilbao de un banco extranjero el dinero se estaba enrareciendo, al «*acaparar el ahorro de Vizcaya una Institución bancaria sudamericana*». Lo perjudicial, ante todo, era que dicho ahorro se destinaba, por el banco en cuestión, «*á fomentar intereses extranjeros, cuanto tanto hay que crear y mejorar en nuestra patria*». En suma, se definía la presencia en Bilbao (y, por extensión en España) de un banco sudamericano como la instalación de un *banco de exportación de capitales*. Así, pues, se temía que se plantease en Bilbao una grave crisis financiera de graves consecuencias.

Desde la perspectiva de los bancos locales vizcaínos, la amenaza a su gestión financiera provenía de los altos intereses que la sucursal del Banco Español del Río de la Plata ofrecía. Dicha sucursal se anunciaba en la prensa local ofertando colocación para los capitales «*con mayor rendimiento del que normalmente se obtiene en los mercados europeos*»: llegaba a pagar intereses de hasta el 6%, inusual en las prácticas financieras españolas. La Cámara recordaba antecedentes de inversiones en países sudamericanos, también con el señuelo de altos intereses, y que habían resultado un fracaso, de amargo recuerdo para muchos bilbaínos, que vieron desaparecer buena parte de sus inversiones. Era el caso de las quiebras de dos establecimientos bancarios, la *Baring Brothers* y la casa *Murrieta y Compañía*, que pocos años antes habían puesto en situación apurada a muchos capitalistas.

Ahora bien: la Cámara de Comercio evitó, en su informe, referirse en extenso a los peligros que en sí misma tenía la inversión en lo que denominaba países nuevos. Al fin y al cabo, tal era el riesgo que corría el ahorro que optase por buscar altos intereses. Difícilmente la Cámara de Comercio podría insistir en que ello era una irregularidad, por mucho que la situación no satisficiese a los banqueros bilbaínos: no era sino una consecuencia de la libertad de mercado, principio incuestionable desde la perspectiva bilbaína de 1912. Aceptando esta lógica, y advirtiendo los peligros que las inversiones en Sudamérica conllevaban, la Cámara defendía una especie de nacionalismo económico. No debía de aceptarse la creación de bancos extranjeros en España debido al grandísimo perjuicio que se infería a la economía nacional, «*privándole de elementos que, si no se expatriarían, habrían de servir para completar nuestras redes de ferrocarriles, para fomentar nuestra agricultura con la construcción de pantanos y canales de riego, para utilizar nuestras grandes fuerzas hidráulicas convirtiéndolas en energía eléctrica que proporcionaría fluido barato a nuestra industria, para ensanchar nuestra mermada mari-*

---

[48] *Petición al Gobierno sobre la legislación bancaria,* en Archivo Cámara de Comercio de Bilbao. Exp. nº 1.792, concepto: «Bancos exteriores», incoado el 29 de septiembre de 1912, terminado el 17 de mayo de 1913.

na mercante, y en fin, para acrecer nuestras fuentes de riqueza, dando vida a nuestro lánguido comercio y contribuyendo con la abundancia del trabajo á resolver la cuestión social y el problema de la emigración de las personas».

¿Cómo evitar la exportación de capitales vía bancos extranjeros implantados en el territorio nacional, supuesto que su simple prohibición atentaría contra la libertad de mercado base del sistema? En este sentido, la Cámara —transmitiendo sin duda los argumentos de los bancos vizcaínos— hacía ver que la concurrencia del Banco Español del Río de la Plata se llevaba a cabo en régimen de privilegio, por una peculiar utilización de la legalidad vigente. De no cambiar las cosas disfrutaría de ventajas excepcionales, con unas condiciones inusuales, mucho mejores que las que tenían los bancos locales.

Los bancos extranjeros, se afirmaba, incurrían en una grave irregularidad. Declaraban que destinaban a las operaciones en territorio nacional un capital pequeño, a veces insignificante, y sobre tal capital declarado pagaban sus impuestos. Pero en la práctica el capital con el que trabajaban era el total desembolsado por la Casa Matriz, no sólo con el representado por la sucursal en cuestión. En Vizcaya el Banco Español del Río de la Plata declaraba, para el pago de Derechos Reales un capital de un millón de pesetas; en realidad, operaba con 220 millones de pesetas oro, que era el capital suscrito por el banco en Argentina: tal era la garantía ofrecida a los depósitos que se llevasen a cabo en el banco. De hecho, en los mismos anuncios publicados por el Banco se resaltaba que el capital responsable era de 220 millones de pesetas-oro, prescindiendo del que legalmente representaba la sucursal bilbaína.

Así, la crítica de la Cámara de Comercio de Bilbao se dirigía, en último término, a la propia legislación española. Se afirmaba que la situación jurídica de la banca extranjera en España distaba mucho de la que regulaban legislaciones extranjeras. Se hacía ver que el Banco de Bilbao, que tenía ya una sucursal en París, pagaba en Francia sus impuestos sobre todo su capital nominal, y no sólo por el destinado a su sucursal. En el cálculo de sus impuestos franceses, por tanto, se tenían en cuenta sus 30 millones de pesetas nominales, y no los 500.000 francos de sus sucursal parisina. En suma, concluía la Cámara de Comercio, «*es tan manifiesta la desproporción e inferioridad de los bancos nacionales (desde el punto de vista legal) que si subsistiera el régimen actual, el español que proyectara establecer un Banco en España… debería fundarlo en Suiza, donde no se pagan derechos reales, y crear en España una sucursal con la vigésima parte del capital*».

En su última reflexión, los próceres de la economía vizcaína consideraban que el problema planteado no afectaba sólo a los bancos. La presencia de bancos sudamericanos en la plaza de Bilbao, en las condiciones expuestas, repercutía sobre todo el ámbito industrial y comercial, porque ponía en peligro los mecanismos de financiación de las diversas empresas. En efecto: el interés que ofrecían éstas en sus emisiones de obligaciones se movía en torno al 4%. En estas condiciones, los ferrocarriles habían conseguido fondos por una cuantía de 70 millones; las siderurgias hasta 20; los tranvías, 9;

el Ayuntamiento de Bilbao, hasta 36; la Junta de Obras del Puerto, cerca de 20: en conjunto, unos 170 millones se habían movilizado con el señuelo de un interés del 4%. Además, los bancos locales, entre préstamos, créditos y descuentos habían invertido más de 200, con un interés entre el 4,5 y el 5%. ¿Qué pasaría de permitirse al Banco Español del Río de la Plata mantener sus altos intereses, mucho mayores que los que podían pagarse por las empresas y bancos bilbaínos? Desde la perspectiva de la Cámara, hacerlo supondría acabar con los flujos financieros que permitían mantener las inversiones del ahorro en el sector público y en el privado. Sería tanto como «*resignarse á presenciar la muerte de nuestras industrias y el empobrecimiento de nuestro comercio*»[49]. Para evitarlo sólo había un medio legal, desde su punto de vista: evitar que la banca extranjera compitiera en España en condiciones de privilegio, obligándolas a declarar por el capital efectivo que en realidad constituía la garantía de los depósitos. Que se revisasen las liquidaciones utilizadas para el cobro de Derechos Reales, y que, en lo sucesivo, éstas se hicieran a partir del capital efectivo del banco en cuestión: tal era la alternativa que proponía la Cámara, transmitiendo los planteamientos de los bancos locales.

Pese a que la moción contó con la adhesión de un gran número de Cámaras de Comercio españolas, de momento, el Gobierno no concedió lo que se pedía; como tampoco la Diputación de Vizcaya logró revisar los baremos que existían para la tributación del Banco Español del Río de la Plata, pese a que interpuso un pleito que, resuelto el 17 de marzo de 1913, mantenía la vigente situación jurídica de los bancos extranjeros en España.

En Banco Español del Río de la Plata mantendría durante algunos años su sucursal de Bilbao, y la banca local hubo de hacer frente a su competencia. Pese a ello, no se produjo el colapso financiero que temía la Cámara. Los bancos bilbaínos contaban ya con una sólida implantación en la provincia. La sucursal del banco sudamericano era sólo un competidor más, no la amenaza a las propias estructuras financieras bilbaínas, por mucho que pudiera resultar atractivo a algunos ahorradores que vieron en él la posibilidad de obtener altos intereses.

Otros bancos no vizcaínos en la Bolsa de Bilbao

Algunos bancos locales no bilbaínos cotizaron con cierta asiduidad en la Bolsa de Bilbao. Los de Burgos, Vitoria, Guipuzcoano, Gijón y Cartagena lo hicieron cuando menos 5 de los 9 años que componen nuestra serie, señal inequívoca de que sus acciones estaban difundidas entre los capitalistas vizcaínos. Lo estaban desde 1900-1901, cuando se fundaron. Probablemente,

---

[49] Cámara de Comercio de Bilbao: *Memoria presentada por la Junta Directiva á la Asamblea General el día 15 de febrero de 1914*, p. 23.

la propia euforia inversora de estos años propició que se colocaran sus valores en Bilbao. De alguno de ellos, en especial del Guipuzcoano, sabemos que participó activamente en los negocios especulativos que hubo en 1901 en la plaza de Bilbao: lo hemos localizado interviniendo sistemáticamente en operaciones a plazo, de extraordinaria rentabilidad.

Los tres bancos de las provincias limítrofes a Vizcaya contaban con una cierta presencia del capital bilbaíno, bien que desconocemos en qué porcentaje. Sus consejos de administración de 1914 eran netamente locales, con sólo algún directivo vinculado a las finanzas vizcaínas (Rafael Picavea y Luis Echevarría Zuricalday eran vocales del *Banco de Burgos*; Cipriano del Valle, presidente del *Banco de Vitoria* había participado en el proceso especulativo producido en Vizcaya hacia 1900-01; Felipe Ugalde, vocal del Banco Guipuzcoano, era un caracterizado bolsista bilbaíno, además de directivo del *Banco de Vizcaya*). En todo caso, eran pequeñas compañías. Sólo el *Guipuzcoano* alcanzaba un capital desembolsado de 3 millones de pesetas. El de *Vitoria*, cuya base era la compañía regular colectiva *Valle y Compañía*, tenía desembolsado 1,5 millones, mientras el *Banco de Burgos* alcanzaba sólo las 600.000 ptas., por mucho que su nominal fuese de 3 millones.

Ninguno de los directivos del *Banco de Gijón* (una sociedad importante, con 5 millones de capital desembolsado en 1914) pertenecía a la elite de los empresarios vizcaínos. Con todo, la propia envergadura de esta compañía creada en 1899 justifica sobradamente que sus acciones se contasen en las carteras de los capitalistas bilbaínos. En cuanto al *Crédito Industrial de Gijón*, que había tenido un mercado significativo a comienzo de siglo, desapareció de la Bolsa de Bilbao a partir de 1906. La presencia del *Banco de Cartagena* en el mercado bilbaíno arranca de 1908. Corresponde sin duda a la colocación y difusión en el mercado de su segunda serie de acciones. De resultas de la participación bilbaína en este banco (fundado en 1900, tenía en 1914 un capital desembolsado de 10 millones), que presidía el Marqués de Villamejor y contaba entre sus vocales al Conde de Romanones, encontramos en su Consejo a un empresario vizcaíno tan caracterizado como Horacio Echevarrieta, directivo a su vez del Banco de Bilbao[50].

---

[50] Colegio…, op. cit., p. 43. El Consejo de Administración del Banco de Cartagena era el siguiente:
Marqués de Villamejor (Presidente)
Echevarrieta, Horacio
Maestre, José
Moya, Enrique (Director General)
Prieto, Victorino (Secretario del Banco)
Ranero, Juan (Secretario)
Romanones, conde de
Romeu, Serafín
Thiebaut, Alberto (Vicepresidente)

Hay que citar por último la presencia en la Bolsa bilbaína de dos bancos nacionales. Estaba el *Banco Hispano Americano*, con una cotización constante entre 1906 y 1914. No puede extrañar tan acusada atención bursátil a este valor, habida cuenta de que constituía una gran empresa, con 50 millones de pesetas desembolsadas en acciones, en las que participaría, lógicamente, la Bolsa bilbaína, por muchos que no encontremos entre sus directivos a capitalistas locales. Era una empresa nueva, fundada en 1901 y sus títulos participaron en el *boom* inversor de características modernas que tuvo lugar por entonces en toda España, y que tuvo su mejor expresión en Vizcaya. No sucedió lo mismo con el *Banco Hipotecario Español*, pese a que era también una empresa importante, en 1914 de un capital de 22.500.000 ptas. desembolsadas. Fundado en 1872 y definitivamente constituido en 1875, era una inversión que con probabilidad figuraría en algunas carteras de valores antiguas, pero sin el dinamismo de las empresas más recientes. De ahí que la Bolsa de Bilbao sólo contabilice alguna operación esporádica sobre sus títulos.

Compañías bancarias que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	**1907**	**1908**	**1909**	**1910**	**1911**	**1912**	**1913**	**1914**	
Banco de España	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Banco de Bilbao	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Banco de Vizcaya	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Banco Hispano Americano	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Crédito de la Unión Minera	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
B. Español del Río de la Plata	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Banco de Vitoria	X	X		X	X	X		X	X	7
Banco de Burgos	X	X	X	X	X		X	X		7
Banco Guipuzcoano	X	X	X	X	X	X				6
Banco de Gijón	X	X	X	X	X			X		6
Banco de Cartagena			X	X	X	X	X			5
Banco Hipotecario Español	X									1
Crédito Industrial Gijonés	X									1
	12	10	10	11	11	9	8	9	7	9,7

La expansión minera del capital bilbaíno

La compra de minas dispersas por España había sido uno de los principales negocios que emprendió la burguesía vizcaína en las postrimerías del siglo XIX. Y, a juzgar por la frecuencia con la que estas compañías aparecen en los estadillos de la Bolsa de Bilbao, fue una inversión que tuvo de momento cierto éxito, pues una década después seguían sus acciones concitando la

atención de los inversores bilbaínos. Entre 1906 y 1914 constituyó, con los bancos, uno de los *corros* bursátiles más consolidados, tanto por el elevado número de sociedades que en él figuraban como por la frecuencia con la que se cotizaban sus títulos. Eran negocios muy diversos, tanto por el producto que extraían como por su ubicación geográfica o por la situación de la explotación: algunas llevaban ya varios años de explotación rentable, si bien predominaban las sociedades que tenían en fase de preparación sus minas.

Las 22 compañías que componían el *corro* de mineras eran casi todas netamente vizcaínas. Sólo la *Azufrera del Coto del Hellín*, *Minas de Carreño* y *Minas de Heras* respondían a iniciativas foráneas, pese a que difundieron acciones en el mercado bilbaíno (sus sedes sociales estaban respectivamente en Madrid, Gijón y Santander).

Estas empresas vizcaínas componen un grupo muy heterogéneo, que conviene revisar detenidamente, pues constituían en los comienzos de siglo unos de los más característicos negocios bilbaínos en su búsqueda por nuevas fuentes de recursos. Supusieron, en conjunto, un enorme esfuerzo económico. En total, tenían en 1914 un capital desembolsado de casi 72 millones de ptas.; a lo que habría que añadir la inversión vía obligaciones o vía préstamos bancarios. En 1914 formaban el grupo las siguientes 17 compañías vizcaínas (de las que cotizaron en Bolsa durante el periodo no figuran las tres cuya sede no estaba en Bilbao ni dos que habían desaparecido, la *Anglo Vasca de las Minas de Córdoba*, absorbida por la *Argentífera de Córdoba*; y la *Española de Minas*, que se había fundado en 1901 y que había sido liquidada: no había sido en propiedad una compañía minera, sino financiera, pues su finalidad social había consistido en promover otras sociedades):

1886	Minera de Setares	Santander	Hierro	587.000
1890	Hulleras del Turón	Asturias	Carbón	4.000.000
1892	Hullera del Sabero y Anexas	León	Carbón	5.000.000
1893	Hullera Vasco Leonesa	León	Carbón	2.000.000
1893	Sierra Alhamilla	Almería	Hierro	3.150.000
1896	Argentífera de Córdoba	Córdoba	Plomo	3.000.000
1898	Minas Alcaracejos	Córdoba	Plomo	3.000.000
1900	Minas de Cala	Huelva	Hierro	15.000.000
1900	Propietaria Mina Ceferina	Santander	Hierro	750.000
1900	Sociedad Minera Villaodrid	Lugo	Hierro	4.000.000
1901	Collado del Lobo	Jaén	Plomo	2.250.000
1901	Minas Irún y Lesaca	Guipúzcoa	Hierro	3.500.000
1901	Minas de Peñaflor	Sevilla	Cobre	4.500.000
1901	Argentífera Almagrera	Almería	Plomo	6.000.000
1901	Minas La Atilana	Jaén	Plomo	4.000.000
1901	Minas de Prezello	Santander	Blenda	125.000
1911	Minera Dícido	Santander	Hierro	11.000.000
			Total	**71.862.000**

Dentro de la heterogeneidad de estas compañías, cabe distinguir tres grupos:

a) Las inversiones vizcaínas en las minas de hierro de Castro Urdiales. Las representa la *Minera de Setares*, la primera de la serie, que se fundó por Sota y Aznar en 1886 para explotar la mina Ceferina de Saltacaballos; en 1900 los mismos adquirían la concesión y la administraban por medio de la *Compañía propietaria de la mina Ceferina*; por fin, en 1911 se formó la *Dícido*, como colaboración del Banco de Bilbao, Crédito de la Unión Minera e importantes grupos empresariales.
b) Las inversiones en las minas de carbón, bien en Asturias, bien en León. En nuestra muestra son tres empresas creadas entre 1890 y 1893. Las promovieron miembros de la élite burguesa vinculada a la siderurgia o a los principales bancos. En 1914 formaban parte de sus consejos los Chávarri, Ibarra, Mac Mahón, Olábarri, Allende, Basterra, Epalza o Zabalinchaurreta.
c) Las inversiones en concesiones que no eran expansión natural de la minería vizcaína, como las que trabajaban en Castro Urdiales, ni venían a completar el aparato productivo de la provincia, como lo hacían las compañías hulleras. Eran, pues, negocios autónomos con respecto a la estructura económica de Vizcaya. Explotaban preferentemente plomo y hierro, aunque no falta una compañía dedicada al cobre y hasta una pequeña sociedad que extraía blenda.

El proceso se inició en 1893, con la compra por Aznar y Sota de minas de hierro en Almería[51] y lo continuó en 1896 y 1898 el grupo que explotaba plomo argentífero en Córdoba, en torno a la *Argentífera de Córdoba* y la *Alcaracejos*. También estas dos pertenecían a caracterizados empresarios bilbaínos, con intereses en la minería vizcaína, en las siderurgias y/o en los bancos (Gandarias, Etchats, Goitia, Epalza, Mac Mahón, Davies, Lequerica, Arellano, Costa, Sagarmínaga formaban parte en 1914 de sus consejos de administración, estando los cuatro primeros en las dos compañías).

Entre 1900 y 1901 cambio el carácter de estas inversiones y de las empresas que de ellas resultaron. Las iniciativas, dispersas y sin duda apresuradas, se dirigieron a minas muy diversas. En 1900, hacia las minas de hierro de Huelva y Lugo. En 1901, hacia minas de plomo en Jaén, Sevilla y Almería, y hierro en Guipúzcoa. En las sociedades creadas durante la euforia económica abundan promotores que no pertenecían a la élite burguesa de Vizca-

---

[51] La primera compra vizcaína de minas en Almería fue seguida al año siguiente por una iniciativa similar de Víctor Chávarri que, al parecer, fracasó. De ella dio cuenta la prensa local: «un *conocido nuestro, el señor Chávarri, ha comprado las minas que el cónsul inglés de Garrucha tenía en Bedar, por las cuales ha pagado una respetable cantidad*», *El Nervión*, 17 de abril de 1894.

ya. De hecho, en sus Consejos de 1914 sólo excepcionalmente encontramos los apellidos señeros de la economía vizcaína. No tienen vinculación con las grandes empresas siderúrgicas o financieras los consejos de la *Argentífera Almagrera*, de la *Villaodrid* ni de las *Minas de Irún y Lesaca*, compuestos en exclusiva por pequeños capitalistas. Estos son mayoría también en los consejos de *Collado del Lobo* y *La Atilana,* aunque en el primero Rufino Velilla era también consejero del Banco de Bilbao y en el segundo José M.ª Chávarri constituía la vinculación con el *Crédito de la Unión Minera*. Sólo en *Minas de Cala* (San Martín, Allende, Ibarra) y la *Minera Peñaflor* (San Martín, García Ogara, Salazar) encontramos una presencia acusada de elementos identificables con destacados grupos empresariales, bien que predominaban los pequeños capitalistas.

En conjunto, fueron inversiones de cierta envergadura, con capitales que se situaban entre 2 y 7 millones. La mayoría estaban bien difundidas en el mercado, de modo que la movilización de recursos vía emisión de acciones había sido decisiva en la formación de estas empresas. Con alguna excepción, cotizan frecuentemente en Bolsa, incluso en los años de crisis empresarial, en especial las sociedades creadas durante el *boom* de 1898-1901, que había propiciado ventas masivas de acciones que seguían saliendo al mercado.

En todo caso, durante el periodo no constituyeron negocios brillantes. Si se exceptúan las compañías que explotaban minas en Castro Urdiales y la *Argentífera de Córdoba*, todas estas empresas pasaron por serios apuros, en la etapa en que se estaban instalando. Pocas consiguen beneficios importantes en esta fase, y, además, sus dividendos presentan una gran irregularidad, con años en los que no se repartían.

1. Compañías mineras en Castro Urdiales

En otro lugar hemos analizado la formación de las empresas que compraron minas en Castro Urdiales[52]. Nos limitaremos aquí a mencionar sus características empresariales en 1914.

La *Minera de Setares* que dirigían Sota y Aznar, con un capital sorprendentemente reducido, fue probablemente la sociedad anónima española más rentable del periodo. Todos los años repartió un dividendo del 100%, e incluso en 1907 y 1908 llegó a los aún más insólitos dividendos sucesivos del 275 y 250%. La compañía propietaria de la mina Ceferina —también administrada por Sota y Aznar—, cuya única función empresarial era percibir el arriendo que abonaba la Compañía de Setares, tenía también una vida próspera, con dividendos estables del 10% y la posibilidad en 1913 de devolver el capital[53].

---

[52] Montero, M: *La California…* op. cit., Bilbao 1995.

[53] *Registro Mercantil de Bilbao*, hoja 248, tomo 2, fol. 52.

La *Compañía Minera Dícido* a la que hemos definido en el análisis correspondiente como un «negocio cerrado», pues su objetivo social era la adquisición de minas y su arrendamiento a un precio concertado en el momento de su fundación, repartía dividendos entre el 6 y el 11% anual, tal y como se había previsto cuando se creó[54]. Era una asociación de destacados empresarios vizcaínos, con particular peso de los directivos del *Crédito de la Unión Minera*. En 1914 su Consejo de Administración era el siguiente:

Consejo de Administración de la Compañía Dícido en 1914

Amézola, Ladislao
Amézola, Teófilo
Anduiza, Alfredo
Arteche, Francisco
Arteche, Julio
Chávarri Aldecoa, José M.ª
Chávarri Anduiza (Presidente)
Goytia, Cecilio
Iza, Agustín
López San Román, Justo
Múgica, Pedro (Secretario)
San Martín, José M.ª
Zubimendi, Daniel

2. Las compañías hulleras

Un grupo de empresas caracterizado era el de las que poseían y explotaban minas de carbón. Su creación comenzó en torno a 1890, contándose entre las primeras que formó la burguesía vizcaína fuera de la provincia. Buscaban, claro está, conseguir hulla para la siderurgia vizcaína.

La sociedad *Hulleras del Turón* que en 1890 promovió Víctor Chávarri en colaboración, entre otros, de Martínez Rodas, fue la iniciadora de este proceso y la única que trabajaba en Asturias. Nació como una empresa ambiciosa, que pretendía desarrollar todo el proceso productivo del carbón, incluyendo su traslado a Vizcaya. Conforme a sus estatutos fundacionales

[54] Se fundó en 191[54] con un capital de 11 millones de pesetas Cuando se formó la empresa se previó emitir inmediatamente obligaciones por un total de dos millones. Los trece millones conseguidos en concepto de acciones y obligaciones servirían para comprar las minas, e inmediatamente las arrendaría por quince años a dos de los primeros accionistas de la empresa, Agustín Iza y Ladislao Amézola, o la sociedad colectiva que ambos formasen, con los que contrataría la extracción, transporte y embarque de mineral por un mínimum anual de 150.000 Tms. y a un precio de 4,25 ptas./Tm. La *Dícido* obtendría en consecuencia una renta fija de 637.500 ptas., a lo que habría que añadir los productos conseguidos si se sobrepasaban las 150.000 Tms. anuales. Cf. *Registro Mercantil de Bilbao*, hoja 1763, tomo 39, fol. 152.

su objeto social era «*la adquisición y explotación de minas de carbón en la provincia de Oviedo (Asturias) y en otra u otras provincias del Reino, así como también la construcción de hornos de cok, fábricas de aglomerados y todo lo concerniente a la industria carbonera, caminos de hierro ordinarios, tranvías y demás obras indispensables para el transporte y mejor explotación de aquellas y arrastre de sus productos, para lo cual podrá también adquirir los buques y vapores necesarios*»[55]. A la altura de 1914 tenía un capital de 4 millones de ptas. pero una deuda en obligaciones de 5,4. Repartió dividendos a partir de 1912, tras años de paralización, pues desde comienzos de siglo sólo había proporcionado tales beneficios en 1908. Precisamente a partir de 1913 reaparece en las listas del BCO, después de años en los que, durante los ejercicios en que no resultó rentable, no figuraba en la contratación bursátil.

Después de 1890, y coincidiendo con la fundación del ferrocarril Hullero de la Robla, nacieron varias compañías vizcaínas que explotaban minas en la cuenca hullera del norte de León. La más caracterizada e importante era la sociedad anónima *Hulleras de Sabero y Anexas*. Se había fundado en septiembre de 1892, cuando ya está avanzada la construcción del Ferrocarril de la Robla, que se concluiría dos años después, y explotaba varias minas de carbón y tres de hierro[56]. En 1914 tenía un capital de 5 millones de ptas. y una deuda en obligaciones de 3,75 millones, y una historia empresarial no particularmente brillante, si bien repartió habitualmente beneficios. No lo hizo, sin embargo, en 1911 y 1912 (las ganancias se destinaron al fondo de previsión) y los dividendos fueron modestos, cuando los repartió, del 5%.

Pese a todo, las acciones estaban bien difundidas en el mercado, de modo que cotizaron todos los años de nuestra serie. No estamos, en este caso, ante la colocación eventual de paquetes de títulos, aprovechando los momentos de auge empresarial, sino ante unas acciones que habitualmente formaban parte de las carteras de valores. En la dirección de la empresa encontramos a miembros de la dirección del Banco de Bilbao y de Vizcaya (Zabalinchaurreta y Basterra), a los mineros Allende y a algunos significados capitalistas, como el caso de Epalza, partícipe también en otros negocios mineros. La pertenencia al Consejo tenía en este caso su rentabilidad, pues estatutariamente percibían sus miembros el 6% de las ganancias líquidas, se repartieran o no dividendos[57].

---

[55] *Registro Mercantil*, hoja 160, tomo 4. fol. 64. Inscripción 1.ª

[56] *Registro Mercantil*, hoja 285, tomo 7. fol. 51. Inscripción 1.ª

[57] Estatutos de la Compañía Hullera del Sabero y Anexas, artículo 24. No era, sin embargo, un caso extremo. Baste recordar que los Gerentes Sota Aznar percibían en la Minera de Setares el 2,5% *de los productos brutos*, al margen del resultado de la empresa. Cf. Estatutos de Sierra Menera, en Montero. M.: *La Californio*, op. cit.

Consejo de Administración de Hulleras de Sabero y Anexas en 1914

Abaitua, Juan N.
Alonso Allende, Juan
Allende, Tomás
Anitua, Alejandro
Aranguren, Aquilino
Basterra, José María
Epalza, Tomás J. de
Orovio, Antonio
Zabalinchaurreta, Victoriano
Urrutia Burriel, Luis (Director Gerente)

De dimensiones más modestas pero más rentable fue la *Hullera Vasco Leonesa*: También se había fundado en 1893, a partir de las minas propiedad de *Amézola y Compañía* y de Laureano Fernández Bargón, Nicolás Iturriaga y Julián Basarte[58]. Tenía en 1914 un capital de dos millones de pesetas y una deuda en obligaciones de otro tanto, pero desde 1899 venía repartiendo dividendos de forma estable, situados entre el 5 y el 10%, con la excepción de 1911, año en el que los beneficios fueron exiguos. Es probable que las acciones de la empresa siguieran en manos de su grupo promotor, habida cuenta de la escasa frecuencia de su presencia en Bolsa, pues sólo llegaron a cotizar tres de los nueve años de nuestra muestra. La imagen que proporciona su consejo de Administración en 1914 es nítida. Están presentes los fundadores de la empresa y significados capitalistas, vinculados a los Ibarra (entre ellos, José M.ª Olábarri), al Banco de Vizcaya y al Banco de Bilbao. Eran los siguientes:

Consejo de Administración de la Hullera Vasco Leonesa en 1914

Amézola, José (Vicepresidente)
Benoisto, Pablo
Gil, Nicolás M.ª
Ibarra González, José de
Ibarra, José A.
Mac Mahón, Pedro
Olábarri, José M.ª (Presidente)

[58] *Registro Mercantil*, hoja 903, tomo 13. fol 118. Inscripción 1.ª

3. Las primeras inversiones en las minas de Andalucía: hierro en Almería y plomo en Córdoba

La *Compañía Minera «Sierra Alhamilla»* fue una temprana iniciativa andaluza del grupo que formaron Sota y Aznar. La empresa se creó en 1893, para explotar minas de hierro en Almería[59]. Tuvo la característica estructura empresarial de las sociedades formadas por Sota y Aznar. Ambos se reservaban la Gerencia, con muy amplias competencias, y alcanzaban una amplia movilización de capitales mediante la emisión de acciones en el mercado: el capital que tenía en 1914 ascendía a 3,15 millones. De ahí que sus títulos se cotizasen todos los años, pese a que, tras unos años de altos dividendos (20% en 1906 y 10% entre 1907 y 1910), la empresa dejase de repartir beneficios y hasta obtuviese pérdidas. La empresa tenía capacidad, por tanto, de resultar eventualmente muy rentable, pero no por eso se escapaba a la inestabilidad habitual de este grupo de sociedades mineras.

La *sociedad anónima «Minas de Alcaracejos»* ilustra bien sobre el funcionamiento de estas inversiones mineras. La compañía se había constituido en junio de 1898, de modo que fue de las que inició el *boom* inversor de fin de siglo[60]. La formaron los siguientes capitalistas

Juan Bailey Davies Priestwal
Pedro Pascual Gandarias
Alfonso Etchats Larraburu
Guillermo Goytia Olaeta
José Lequerica Aguirre
Pedro Mac Mahón Aguirre
José J. de Epalza Legórburu

Todos ellos formaron parte de la historia empresarial de Vizcaya. Epalza y Mac Mahón, procedentes de familias de comerciantes y financieros, fueron destacados directivos del Banco de Bilbao a fines del XIX. Lequerica, además de destacado accionista del Banco de Bilbao, promovió diversas empresas industriales, entre ellas las *Vidrieras de Lamiaco*[61]. Alfonso Etchats participó en la exportación de mineral y Goytia en los negocios industriales de la margen izquierda. Pero nos interesa destacar la participación de dos promotores. P. P. Gandarias y Juan Bailey Davies.

Pedro P. Gandarias, uno de los principales explotadores de hierro de Vizcaya, cofundador de la siderurgia «Vizcaya» y diputado a Cortes por Guernica desde 1896, inició en 1898 —tras varios años en los que fue el principal

[59] Colegio de Agentes…, *op. cit.*, p. 167 y 11.

[60] Registro Mercantil, hoja 555, tomo 12, fol. 157. Inscripción 1.ª

[61] Repáraz, V.: *Vizcaya á la mano*, Bilbao 1897, p. 124. Cf. Delclaux Aróstegui, I.: *Pequeña historia de un desarrollo singular*, Bilbao 1975, p. 183.

beneficiario del alza del precio del mineral[62] — una espectacular política inversora, que le llevó, entre otras iniciativas, a adquirir un embarcadero en el muelle de Olabeaga[63], y, sobre todo, varias minas de hierro en la jurisdicción de Basauri, para cuya explotación fundó la *compañía del Morro*[64]. Su participación en la sociedad Alcaracejos constituía otro síntoma del excelente momento económico que vivía el recién nombrado diputado a Cortes (cargo que ostentaría varios años, hasta que *lo heredara* su hijo).

En 1898 Juan Bailey Davies tenía 69 años y era vecino de Bilbao. Era, por entonces, un destacado explotador de minas de Vizcaya. Pero lo que interesa destacar, por lo que luego se verá, es que fue también el propietario de la mina «Ceferina», en Castro Urdiales, en torno a la que se llevaron a cabo dos de los principales negocios mineros de Vizcaya a fines del siglo. De momento, baste señalar que arrendó esta mina a la *Compañía de Setares*[65].

El objetivo social de la sociedad anónima *Minas de Alcaracejos* figura en su escritura fundacional: expresan los socios que habían adquirido «*las minas de plomo nombradas Sur, Raimundo, Tres Naciones, España, Cuzna, Almendritas, La Mora, Pasadera y Santo Domingo, sitas en los términos de Alcaracejos y Villanueva del Duque en la provincia de Córdoba y de las que es propietario D. Juan Bailey Davies*»[66]. Así, la compañía se formaba para adquirir y explotar estas minas, en un proceso similar al que llevó a la formación de la compañía de Setares, también por compra de minas a Juan Bailey Davies, bien que ahora se trataba de explotar plomo, y no hierro, y en un lugar lejano a Vizcaya. En esta ocasión el propio vendedor formaba parte de la sociedad.

---

[62] Pedro P. Gandarias fue prácticamente el único de los grandes mineros vizcaínos que mejoró ostensiblemente sus producciones durante la última década del XIX, conforme a las siguientes cifras (en Tms. de hierro obtenido), elaboradas a partir de las series trimestrales del Boletín Oficial de la Provincia de Vizcaya:

1890	12.529
1891	30.609
1892	127.660
1893	87.088
1894	97.158
1895	62.169
1896	184.277
1897	204.384

[63] Memoria de la Compañía del Ferrocarril Bilbao Portugalete, ejercicio de 1897. Ha de advertirse que, además, Pedro P. Gandarias era consejero de esta compañía ferroviaria.

[64] *Registro Mercantil de Bilbao*, hoja 29, tomo 2, fol. 52. La Compañía del Morro tenía, en realidad, un único accionista, el propio P. P. Gandarias, aunque formalmente se distribuían dos acciones (una de ellas al hijo del fundador de la empresa), para cubrir el requisito legal que exigía un número mínimo de tres socios para formar una sociedad anónima.

[65] Vid. Torres Villanueva, E., *op. cit.*, vol. I, pp. 177 y ss., así como escritura fundacional de la Compañía Minera de Setares (Registro Mercantil, tomo 1, fol 47-48.

[66] *Registro Mercantil de Bilbao*, hoja 555, tomo 12, fol. 157.

Los socios promotores desembolsaban todo el capital en el acto fundacional, por un total de 3 millones de pesetas, distribuidas de la siguiente forma[67]:

Juan Bailey Davies Priestwal	1.000.000
Pedro Pascual Gandarias	333.500
Alfonso Etchats Larraburu	333.500
Guillermo Goytia Olaeta	333.500
José Lequerica Aguirre	333.500
Pedro Mac Mahón Aguirre	333.500
José J. de Epalza Legórburu	332.500

Ahora bien: conforme se infiere de la venta de las concesiones mineras de plomo —no de la escritura fundacional— Juan Bailey Davies aportaba su participación en el capital no en metálico, sino en minas, que se evaluaba en un millón de pesetas. De esta forma, este minero inglés, que desde luego realizó serios negocios con los más destacados capitalistas bilbaínos, se constituía en accionista de la empresa sin más desembolsos, en lo que a primera vista parece un excelente negocio: «*Se estima como valor y precio de las propiedad de dichas nueve concesiones mientras* —especifica la escritura de compra de minas— *la suma de un millón de pesetas, que será pagada al Sr. Bailey Davies, con la entrega de 4.000 acciones de la sociedad compradora, del valor nominal de 250 ptas. cada una, completamente liberadas*»[68]. Además, la compañía se comprometía a pagarle, por «*la bomba que se halla montada, de las máquinas, terrenos, herramientas y labores ejecutadas […] la suma de 442.500 ptas.*». Por último, la sociedad *Minas de Alcaracejos* se comprometía, en el caso de que se aumentase el capital a 4 millones, a entregarle acciones liberadas por un valor de 333.500 ptas., también en concepto de pago de las concesiones.

La puesta en explotación de las minas fue difícil, llena de dificultades técnicas. De hecho, hasta 1906 no consiguió repartir beneficios sustanciales. Eso sí, lo hizo en un volumen importante, superior al medio millón de pesetas. Sin embargo, saldó con pérdidas los ejercicios comprendidos entre 1908 y 1913. Obsérvese con qué fidelidad reproducía la presencia de las acciones en Bolsa la marcha de la empresa. Entre 1907 y 1912 no se registra ninguna contratación de estos títulos, como si sólo acudiesen al mercado cuando tenían rentabilidad. Lo que había sucedido era que, ante los precarios resulta-

---

[67] *Escritura de constitución de la Sociedad anónima Minas de Alcaracejos,* Notaría de Calixto de Ansuátegui, Bilbao, en ACC, Exp. 4.218.

[68] *Venta de las concesiones mineras de plomo «Sur», «Raimundo», «Tres Naciones», «España», «Cuzna», «Almendritas», «La Mora», «Pasaderas» y «Santo Domingo», sitas en Alcaracejos y Villanueva del Duque otorgada por Don Juan Bailey Davies y Priestwall á favor de la Sociedad anónima Mina de Alcaracejos domiciliada en Bilbao*, Ibídem.

dos de las minas adquiridas inicialmente la *Sociedad Alcaracejos* había decidido comprar otras minas. Y lo que se llamó en la empresa «*el periodo de investigación del Coto de Villaviciosa*» hizo que varios ejercicios terminasen con pérdidas.

Para comprobar cómo se tomaban estas decisiones empresariales reproducimos la interesante carta que el 1.º de marzo de 1909 dirigía el director técnico de la empresa dirigía al principal accionista[69]:

«Sr. Dn. Juan B. Davies. Bilbao.

Muy Sr. mío: Entre los varios negocios mineros estudiados desde la fecha en que el Consejo de esta Sociedad acordó se buscase fuera de sus propiedades de Alcaracejos y Villanueva del Duque, aplicación a su actividad y a los cuantiosos elementos que posee para la explotación de minas, ninguno ha llamado mi atención como el grupo de minas que la Sociedad de Stolberg y Westfalia tiene en término de Villaviciosa (Córdoba). Concesiones agrupadas en dos sistemas principales y una mina aislada, trabajada por los antiguos muy activamente en la época Romana según se ve en los vestigios que recubren su superficie; filones de corrida perfectamente determinada, […]; mineral de plomo argentífero según se aprecia perfectamente en las escombreras de la superficie, en donde rebuscando sacamos algún ejemplar de galena notable por su pureza y valor en plata. Los análisis realizados en varias muestras proporcionar resultados por demás alhagüeños:

Muestra n.º 1 (Mina Mirabuenos). Plomo 80,50%. Plata 2.300 gramos, equivalente a 91,8%.

Muestra n.º 2 (Grupo de la Vecina). Plomo 21,40%. Plata 1.700 gramos, equivalente a 255,4.

También en la mina «Cerro de la Plata» se encontraron piedras con piritas de galena que acusaron hasta 301 onzas de plata para la tonelada de plomo, pero a pesar de esto la considero como la menos importante de las concesiones. Por último su posición, a poco mas de cuatro Kms. del ferrocarril de Córdoba a Belmez y unos diez de cualquiera de sus estaciones más inmediatas, Alhondiguillas o Vacar, que como ya sabemos están en directa comunicación con la carretera de Córdoba a Almadén, en cuyo poste 68 tenemos la mina Sur; y a unos seis Kms. del pueblo de Villaviciosa, que se comunica con la estación de Alhondiguilla por su ramal de carretera de diez Kms., y pronto podrá hacerlo con la capital de la provincia por carretera directa de 35 Kms que hoy está casi terminada.

[69] «Carta de Juan Bailey Davies del Director Técnico de la Sociedad Alcaracejos. 1 de marzo de 1909», *Ibídem*.

Todas esas circunstancias fueron base a la acogida que di a la proposición del Sr. Cisneros, dueño de la mina Trinidad, que entra en el grupo «La Vecina» —«La Gran Mina»—, de gestionar con la referida Sociedad el arriendo de aquellas concesiones. Se puso al habla dicho Sr. con el representante que Stolberg tiene en España y una vez iniciadas las negociaciones han sido continuadas por mi hasta llegar a el acuerdo que Vd. conoce por la copia que dejé en esa oficina el viernes último, convenio que considero muy favorable para el arrendataria dadas las circunstancias que van expuestas.

El capital que será preciso comprometer para el desarrollo de los dos grupos de minas lo presupuesto como sigue:

Investigaciones preliminares	*10.000*
Expropiaciones	*50.000*
Habilitación de caminos	*50.000*
Instalaciones de desagüe	*100.000*
Tres años de marcha	*150.000*
Instalación de extracción	*30.000*
Cuatro años de marcha	*200.000*
Lavaderos para minerales	*100.0000*
Útiles y herramientas	*20.000*
Almacenes y talleres	*25.000*
Edificios auxiliares	*50.000*
Cuatro años de gastos generales	*150.000*
Traslados de maquinaria y efectos de Alcaracejos	*35.000*
Imprevistos 10% del importe de partidas anteriores	*97.000*
Total Pesetas	***1.067.000***

No incluyo en las partidas consignadas la adquisición de maquinaria, pues con la que la Sociedad posee contamos para poner las minas en explotación.

Teniendo en cuenta su valor, así como el de los efectos de Almacén, útiles y herramientas existentes el presupuesto completo sería:

Capital en efectivo	*1.067.000*
Valor de la maquinaria aprovechable	*600.000*
Íd. de efectos y útiles	*50.000*
Importe total	***1.717.000***

Tal es en concreto el negocio minero de que hablé a Vds. en mi visita del viernes último, y habiendo sacado de ella la impresión de que la Sociedad lo hace suyo prosigo hasta ultimar las negociaciones con la representación de Stolberg. Si a ello llegase adquiriré del Sr. Cisneros la mina Trinidad quien me tiene dada palabra de vendérmela por ptas. diez mil.

Teniendo en cuenta lo avanzado de la negociación, me ha parecido llegada la oportunidad de presentar en Córdoba á nombre de esta Sociedad los tres registros […], con lo cual queda cerrada la intrusión de extraño entre los grupos principales.

Con este motivo se repite de Vd. affmo. S:S. Aguirre.

En fase de instalación, y en búsqueda de nuevas fuentes productivas, la Sociedad Alcaracejos pasó durante los años 1906-1914 por serios apuros. Desde 1913 volvió a obtener beneficios, pero sirvieron sólo para amortizar la maquinaria y los trabajos de investigación, sin que la compañía repartiera dividendos. Su evolución durante el periodo resume bien los apuros empresariales por los que atravesaron estas sociedades mineras en las que el capital bilbaíno invertía en negocios que radicaban lejos de Vizcaya. A la altura de 1914 la *Alcaracejos* era ya una sociedad importante, con un pasivo de más de 5 millones, pues las investigaciones en Villaviciosa habían exigido un desembolso de casi dos millones (a cuenta de los accionistas, no se convirtió en capital), y los previsibles resultados de la explotación de plomo argentífero permitían augurar algún futuro para la empresa, pero de momento no resultaba rentable.

No era este, por supuesto, el caso de todas las sociedades. En el extremo opuesto estaba la *Sociedad Argentífera de Córdoba*, cuyas acciones cotizaron durante siete de los nueve años de la muestra. Llegó algún año a repartir el espectacular dividendo del 45%, y en varios el 30%, aunque también pasó por momentos de apuro. Explotaba también plomo argentífero en la provincia de Córdoba. Fundada en 1896[70] y pionera por tanto de la expansión vizcaína en las minas andaluzas, tuvo al principio un capital de 1,5 millones, ampliado hasta 2 en 1912, tras fusionarse con la *Sociedad Anglo-Vasca de las Minas de Córdoba*, que, hasta entonces, aparecía también habitualmente en las listas del BCO. El negocio del plomo tenía frecuentes altibajos. Lo cierto es que entre 1908 y 1910 la sociedad apenas obtuvo dividendos —sí en 1912, cuando repartió uno del 42%—. De ahí su ausencia en las cotizaciones bursátiles de algunos años. Pero, en conjunto, aparecía a la altura de 1914 como un negocio saneado; pese a que el volumen de su capital era sólo mediano, jugaba un papel central en la explotación del plomo cordobés. De hecho, parte de su activo se destinaba a anticipos a otras compañías, como la *Alcaracejos* y la *Peñarroya*, además de participar directamente en las investigaciones que afectaban al coto Villaviciosa que explotaría la primera. Su grupo promotor presentaba significativas coincidencias con el de la *Sociedad Alcaracejos*. En 1914 encontramos en él a Epalza, Etchats, Goytia y Gandarias, como sucedía en la otra empresa, acompañados en el Consejo de Administración de 1914 por Arellano, Costa y Sagarmínaga, esto es, descendientes de caracterizados capitalistas del XIX:

[70] *Registro Mercantil de Bilbao*, hoja 254, tomo 6, fol. 94.

Consejo de Administración de la Argentífera de Córdoba en 1914

Arellano, Ricardo (Presidente)
Costa, José Luis
Epalza, José D. (Vicepresidente)
Etchats, Alfonso
Gandarias, Ricardo (Secretario)
Goytia, Cecilio
Macleod, Federico L.
Sagarmínaga, Antonino

4. Las compañías mineras creadas durante la euforia inversora de 1900-1901

La sociedad anónima *Minas de Cala* se contó entre las múltiples iniciativas empresariales que Francisco Martínez Rodas promovió entre 1899 y 1901 y que concluyó en su ruina este último año[71]. Fue, en realidad, de las pocas que sobrevivió entre las que creara Rodas y demostró ser un negocio con posibilidades. Constituida en 1900, buscaba explotar minas de hierro magnético y piritas cobrizas de Cala (Huelva)[72]. Tuvo un capital de 15 millones de pesetas, del cual 3.660.000 ptas. correspondían a las acciones liberadas que se entregaron a *The Cala Mines Syndicate Limited*, de Manchester, por la compra de minas, inicialmente realizada a nombre de Martínez Rodas, que después las subrogó a *Minas de Cala*. Por su volumen de capital, era una compañía importante, que tenía dos ferrocarriles (Minas de Cala-San Juan de Aznalfarache y Zufre-Santa Olalla y Teuler, además del ramal Peña-Nerva), por una distancia de 145 Kms., que consumieron la mayor parte de la inversión[73].

A la altura de 1914 la empresa movilizaba unos recursos superiores a 25 millones de pesetas, en gran parte (6 millones) conseguidos por una emisión de obligaciones, además del préstamo concedido por el *Crédito de la Unión Minera*. La sociedad comenzó a producir mineral en 1904, llegando algún año (1906 y 1908) a superar excepcionalmente las 200.000 Tms., moviéndose por lo común alrededor de las 140.000. Los comienzos de la empresa fueron difíciles, por la gran inestabilidad de sus beneficios, con años en los que no pudo repartir dividendos, que solían oscilar entre el 3 y el 4%. En conjunto, pues, era de momento una sociedad con rentabilidad limitada, pese a la envergadura de la emisión, confirmando las dificul-

---

[71] Montero, M.: *Mineros*…, op. cit., p. 297 y ss. La quiebra de Francisco Martínez Rodas, cuñado del minero Darío. P. Arana y Conde de Rodas desde marzo de 1901, se produjo en julio de este año, tras promover desde 1899 varias mineros, una compañía de seguros, diversas sociedades mineras y hasta una casa de banca.

[72] *Registro mercantil*, fol 764, tomo 15, fol. 192.

[73] Cf. Colegio…, op. cit. pp. 160-163.

tades por las que atravesaron las sociedades mineras creadas por los vizcaínos fuera de la provincia.

Eso sí, sus acciones estaban bien difundidas en el mercado bilbaíno, como resultaba frecuente en las sociedades creadas en el *boom* especulativo de fin de siglo, máxime en este caso en el que, además, se emitieron acciones por un capital importante, de unos 12 millones de ptas. A la altura de 1914 el grupo rector no era el que se congregó en torno a Martínez Rodas, que salió pronto de la dirección de las empresas que había gestado. Lo componían algún directivo del *Crédito de la Unión Minera* (San Martín) y diversos empresarios bilbaínos, alguno, como Allende y Castaño, vinculados a otras empresas mineras, a navieras (Abásolo) o a Ibarra Hermanos.

Consejo de Administración de Minas de Cala en 1914

Abásolo, Félix
Allende, Tomás
Areilza, Enrique
Areitio, Juan (Director Gerente)
Bengoa, Ernesto
Castaño, José del
Claphan, E. W. P.
Gándara, Alejandro de la
González Ibarra, Francisco
Iturbe, José de
San Martín, José María
Vallejo, Emilio

La *Sociedad Minera de Villaodrid*, creada en el auge inversor de 1900, explotaba diversas minas de hierro sitas en Villaodrid, provincia de Lugo[74]. Era la única de las inversiones vizcaínas dirigidas hacia Galicia. Tenía en 1914 un capital de 4 millones de ptas., a lo que había que añadir casi 2 millones de deuda en obligaciones. Fue una empresa de costosa instalación, pues requirió construir un ferrocarril de un costo de 5,5 millones, para conectar el coto con Ribadeo. Ésta era la principal inversión de la empresa. No ha de extrañar, por ello, que de momento fuese de escasa rentabilidad para los accionistas, que, no obstante —con la excepción de 1911, en que apenas se obtuvieron beneficios—, percibían un interés que oscilaba entre el 3 y el 6%. Con todo, era un negocio rentable, puesto que generó ganancias para desarrollar una paulatina amortización de los gastos de instalación. No estaban entre sus

[74] Registro Mercantil, fol. 733, tomo 15, hoja 106.

promotores ninguno de los grandes capitalistas vizcaínos, a no ser Félix de Abásolo, naviero[75] y dirigente de alguna otra compañía minera.

Consejo de Administración de la Villaodrid en 1914

Abásolo, Félix de
Arrupe, Marcelino
Escudero, Pedro
Gondra, Ciriaco
Lazúrtegui, Julio
Llaguno, Vicente
Ortiz, Pedro
Ortíz Muriel, José (Gerente)

A explotar el plomo se dedicaba la sociedad minera *Collado del Lobo*, una de las empresas creadas durante la euforia expansiva de 1901[76], lo cual explica posiblemente la amplia difusión de las acciones, que permitía la cotización constante de sus títulos en la Bolsa bilbaína. Con un capital nominal de 2,5 millones, tenía en circulación a fines de 1914 acciones por un valor de 2.250.000. Había llegado a repartir un dividendo del 12% en 1907, pero el beneficio más frecuente era del 5% anual por acción, que mantuvo de forma estable. No parecía atravesar, pues, por los característicos apuros de estas compañías, de las que pocas conseguían saldar con repartos de dividendos todos los años, pero su rentabilidad era limitada. Con la excepción de Rufino Velilla (consejero también del Banco de Bilbao) ninguno de sus directivos de 1914 figuraba entre las personalidades punteras en el desarrollo empresarial de Vizcaya. Eran los siguientes:

Consejo de Administración de «Collado del Lobo en 1914

Velilla, Rufino
Alzaga, Leonardo
Menchaca, Pedro
Azaola, José
Poirier, Federico

[75] Félix Abásolo, corredor marítimo, fue fundador y gerente —cargo por el que recibía el 5% de las utilidades líquidas y 2.000 ptas,. anuales— de la Compañía Naviera Vascongada, fundada en 1899 (*Registro Mercantil*, libro 3, fol. 126), y, además en 1900 explotaba personalmente dos barcos, según la *Revista Bilbao*, en Listas de salidas y entradas en el puerto de Bilbao, 1895-1898.

[76] Registro Mercantil

A la explotación de plomo argentífero se dedicaba también la *Sociedad Minera «La Atilana»*, creada durante las euforias de 1901[77]. Trabajaba varias concesiones que estaban en Linares, en Jaén, y lo cierto es que no atravesó por un momento muy boyante entre 1906 y 1914. Tenía un capital de 4 millones, y las labores de preparación de la explotación llegaron a exigir 1.400.000 ptas., de modo que la sociedad hubo de recurrir al endeudamiento, en este caso a un préstamo bancario, que lo otorgó el *Crédito de la Unión Minera*. No obtuvo beneficios desde 1906 y, desde luego, no repartía dividendos. Pese a ello, la difusión de sus acciones debía de ser amplia, habida cuenta de que se contrataron en 5 de los 9 años que componen nuestra muestra. De otro lado, en su grupo promotor sólo aparece un capitalista destacado, José María Chávarri, que era su presidente y, también, directivo del *Crédito de la Unión Minera*.

Consejo de Administración de «La Atilana» en 1914

Arechavala, Manuel (Secretario)
Chávarri, José María (Presidente)
Iturribarría, Fidel
López, Antonio
Montero, Pedro
Olavarrieta, Benigno
Uríbarri, Sebastián

La *Sociedad minera de Peñaflor* se constituyó también en 1901[78], con un capital de 4,5 millones de ptas., a los que se añadía en 1914 una deuda por obligaciones cercana a 1,5 millones. Explotaba diversas minas de cobre sitas en Peñaflor, provincia de Sevilla. Sus acciones cotizaron con frecuencia en la Bolsa bilbaína (aparecen todos los años comprendidos entre 1906 y 1912) y, sin embargo, no fue un gran negocio a corto y medio plazo. De hecho, tras repartir un dividendo del 6% en 1901 (probablemente un recurso especulativo, para propiciar la colocación de los títulos) saldó hasta 1908 todos los ejercicios con pérdidas. Desde 1909 parecía mejorar la situación, pero los beneficios se destinaron a amortizar la cuenta de establecimiento y a saldar las deudas, de modo que no volvió a repartir dividendos durante todo el periodo. Pese a los mediocres resultados de la empresa su dirección sí contaba con señalados capitalistas bilbaínos, como los minero-siderúrgicos Salazar o los García Ogara, directivos de una empresa tan caracterizada como la Santa Ana de Bolueta, y miembros de los consejos del Banco de Bilbao (Roque García Ogara) y del Crédito de la Unión Minera (San Martín y Federico Salazar).

---

[77] *Anuario financiero y de sociedades anónimas de España. 1918*. Dir.: Riu Periquet, D., Madrid 1919, p. 464.

[78] Registro Mercantil, hoja 793, tomo 16, fol. 59.

Consejo de Administración de la Cía. Minera Peñaflor en 1914

Adrián, Florentino
Algorta, Pascual
García Ogara, Pablo
García Ogara, Roque (Vicepresidente)
Orúe, Pedro
Quintana, José de la
Salazar, Federico
Salazar, Luis (Presidente)
San Martín, José María
Alzaga, Pedro (Director Gerente)

La sociedad anónima *Minas y Ferrocarril de Irún y Lesaca* —que en 1913 cambió su nombre, adoptando el de *Minas de Irún y Lesaca*— fue otra de las empresas vizcaínas nacidas en 1901, con gran difusión de sus acciones en el mercado bursátil que explica su frecuente presencia en las listas de contrataciones del BCO[79]. Tenía un capital de 5 millones que redujo a 3,5 en 1913, por la venta del ferrocarril que poseía, de Irún a Endarlaza. A partir de 1908 comenzó a repartir beneficios, pero no era, desde luego, un negocio muy boyante, puesto que estabilizó sus dividendos en un precario 2%. Promovían la empresa pequeños bolsistas, no integrados en los grandes centros de decisión empresarial, tal y como puede apreciarse en su Consejo de Administración.

Consejo de Administración de «Minas de Irún y Lesaca» en 1914

Ajuria, Luis
Bilbao, Bernardino
Echevarría, Venancio
Erquicia, Agustín
González, Tomás
Larrea, Luis M.ª
Sanjinés, Segundo
Zabala, Eusebio de

La *Argentífera Almagrera* se fundó en 1901[80] con un capital de 6 millones de pesetas que se difundieron en el mercado, por lo que entre 1906 y 1912 mantuvo una acusada presencia en las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao. Su objeto social era explotar varias minas de plomo argentífero en Cuevas, Almería, pero en la época que nos ocupa no llegó a terminar sus

[79] Registro Mercantil, hoja 877, tomo 17, fol. 50.
[80] *Anuario*…, op. cit., p. 470.

instalaciones. La promovían también pequeños bolsistas bilbaínos, sin vinculaciones conocidas con los principales grupos empresariales:

Consejo de Administración de Argentífera Almagrera en 1914

Aspiunza, Germán
Berros, Enrique
Castaños, Bernardo
González, Eloy
Romero, Celso
Vildósola, Constancio
Arroyo Olave, Luis (Director-Gerente)

Domiciliada en Bilbao, *Minas de Prellezo* era una pequeña compañía, que sólo en una ocasión aparece en las contrataciones bursátiles. Se había fundado en 1901 y sólo tenía un capital de 125.000 ptas. Explotaba varios registros mineros de calamina y blenda en Prellezo (Santander).

5. Compañías mineras presentes en la Bolsa de Bilbao que no estaban domiciliadas en Vizcaya.

Minas de hierro y Ferrocarril de Carreño había formado parte del grupo de empresas asturianas que, como el Banco Asturiano, el Banco de Gijón o el Crédito Industrial Gijonés, habían engrosado las ofertas a los bolsistas bilbaínos entre 1900 y 1901. Era una empresa asturiana, pero la difusión de sus acciones en el mercado bilbaíno debía ser amplia, a juzgar por la continuidad con la que se contrataron entre 1906 y 1910, pese a que, en total, tenía sólo un capital de 4,5 millones, que hay que suponer fundamentalmente asturiano. Había nacido como una filial del *Crédito Industrial Gijonés*, para explotar diversas minas de hierro aportadas casi todas ellas por la *Unión Hullera y Metalúrgica de Asturias* y construir un ferrocarril desde las inmediaciones del Musel hasta Candas, así como empalmes con los ferrocarriles del Norte y Lieres[81].

[81] Colegio…, *op. cit*., p. 159. La compañía Minas de hierro y Ferrocarril de Carreño la constituyeron la Sociedad Minas de Carreño, la Unión Hullera y Metalúrgica de Asturias, Eduardo Martínez Marina, Julio Bertrand, Antonio Rodríguez Aranjo, Felipe Valdés, José Fernández Respial y la Sociedad Crédito Industrial Gijonés. Era una sociedad de mineros, pues todos ellos aportaban sus concesiones, Su objetivo social era «poner en explotación las minas de hierro que hemos relatado, registrar o arrendar con facultad de abandonarlas, venderlas o renunciarlas si lo estimase conveniente: tratar con otros mineros sobre asuntos relacionados con la explotación, adquisición o venta de minas o minerales de hierro y sobre el comercio, carga o transporte de estos minerales; pedir la concesión parda construir y explotar el ferrocarril de vía estrecha desde las inmediaciones del Musel hasta Candas y empalmes con los ferrocarriles del Norte y de Lieres».

La *Azufrera del Coto del Hellín* se había constituido en 1901 en Madrid, para explotar las minas de azufre que aportó Guillermo O´Shea Hurtado de Corcuera —una familia que tendría vinculaciones con Vizcaya— sitas en Hellín y Moratalla, en Albacete. Fue una empresa compleja, con un capital de 4,75 millones y casi otro tanto en deudas, tanto por concepto de obligaciones (3,5 millones) como por préstamos bancarios (en 1914 figuraban en su pasivo, y por cantidades notables, el Hispano Americano, el Banco de España, el Crédito Lyonnais, el Banco Herrero, Banco de Castilla, Banco Hipotecario de España y Banco Alemán Trasatlántico)[82]. Su reducida presencia bursátil no permite suponer que tales acciones tuvieran gran difusión local.

Creada en 1899, la sociedad *Minas de Heras* se había constituido en Santander, donde tenía su domicilio social. Con un capital de 6,35 millones de ptas., los compradores bilbaínos habían adquirido algunas de sus acciones, sin que, no obstante, su presencia en el mercado local fuese muy abultada. De ahí que sólo ocasionalmente aparezcan en la Bolsa de Bilbao. Con todo, un capitalista local formaba parte de su dirección, en la que abundaban los apellidos extranjeros. Explotaba varios cotos de la jurisdicción de Heras, en Santander y, pese a la discontinuidad de sus resultados, casi todos los años consiguió en el periodo que nos ocupa repartir dividendos, por el 5% o más.

Consejo de Administración de Minas Heras en 1914

Aznar, Alberto
Cavallier, Camilo
Dreux, A.
Laurent, Th.
Mehel, Carlos
Payno, Sixto
Renauld, Carlos
Rebuffet, Carlos
Téllez, Eduardo
Tricon, Maurice
Villain, Fr.
Worms, M.

[82] Pese a estar domiciliada en Madrid, la Compañía Minera Azufrera Coto del Hellín se registró en Bilbao, tal y como consta en el *Registro Mercantil*, hoja 479, tomo 16, fol 40. Para el balance de 1914, vid. Colegio…, *op. cit*., p. 148.

Compañías mineras que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Hulleras Sabero y A.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Collado del Lobo	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Minas de Cala	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Minera de Setares	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Sierra Alhamilla	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Minas Irún y Lesaca	X	X	X	X	X	X	X	X		8
Cía. prop. Mina Ceferina		X	X	X	X	X	X	X	X	8
Sociedad Minera Villaodrid		X	X	X	X	X	X	X	X	8
Argentífera Córdoba	X	X	X	X			X	X	X	7
Minas de Peñaflor	X	X	X	X	X	X	X			7
Argentíf. Almagrera	X	X	X	X	X	X	X			7
Anglo Vasca Minas de Córdoba	X	X	X	X			X			5
Minas La Atilana		X	X	X	X		X			5
Minas Carreño	X	X	X	X	X					5
Minas Alcaracejos	X						X	X	X	4
Hull. Vasco Leonesa	X					X	X			3
Hulleras del Turón								X	X	2
Española de Minas			X	X						2
Minera Dícido								X	X	2
Azufrera Coto del Hellín				X						1
Minas Heras							X			1
Minas de Prellezo						X				1
	13	14	15	16	12	12	16	12	11	13,4

La fragmentación empresarial de las navieras

Las 15 compañías navieras que cotizaron en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914 eran bien representativas de este sector. Juntas reunieron 86 (el 61%) de los 139 barcos que tenía la flota vizcaína en 1914. En total, suponían el 69% de las 550.500 toneladas de registro.

Era un sector homogéneo, en un doble sentido: todas las compañías eran netamente vizcaínas, pues lo eran sus promotores y, en su mayoría, quienes habían suscrito las acciones; y, sobre todo, porque, contra lo habitual en los demás sectores, las distintas compañías participaban en un mismo negocio (el tráfico marítimo internacional, con particular participación en el generado por el mineral de hierro bilbaíno), sujeto en todas ellas a los mismos condicionantes externos. Las diferencias venían de los distintos puntos de partida

con los que habían nacido y de su diversa relación con las compañías mineras. Algunas habían comprado buques a altos precios, y esto condicionaría su gestión; otras, como Sota y Aznar, se basaban en un negocio estable, en el que no competían las demás compañías, el generado por las exportaciones mineras de su grupo promotor.

Por lo demás, y pese a las distintas dimensiones de las empresas, todas se veían afectadas de forma similar —en un mayor grado que lo que sucedía en otras actividades— por los mismos parámetros que definían la coyuntura naviera. De otro lado, estas empresas tenían una estructura interna similar. Todas tenían una dirección en manos de Gerentes con gran capacidad de decisión, así como una amplia difusión de las acciones en el mercado bursátil, que había sido fundamental en el desarrollo del sector.

En realidad, la actividad había nacido bruscamente, entre 1898 y 1900, por las particulares circunstancias provocadas en la súbita alza de los fletes, caída de la peseta y abundancia de disponibilidades. La concentración del desarrollo naviero en las fechas mencionadas era mayor que la que sugieren las fechas de fundación de empresas que figuran en el cuadro siguiente. Dos de las compañías existían a comienzos de los años noventa, la *Bilbaína de Navegación* y las primeras empresas del grupo *Sota y Aznar*, pero también para ambas la mayor parte de los buques se habían adquirido en la coyuntura de fin de siglo.

Situación empresarial en 1914 de las navieras que cotizaron en Bolsa entre 1906 y 1914

	Fundación	Capital en 1914	Buques	Tonelaje
Naviera Sota Aznar	1906	12.500.000	32	145.279
Marítima del Nervión	1907	2.000.000	10	39.400
Naviera Olázarri	1900	7.100.000	9	38.350
Marítima Unión	1899	9.000.000	5	34.300
Naviera Vascongada	1899	2.500.000	6	25.700
Bilbaína de Navegación	1882	2.100.000	6	22.581
Algorteña de Navegación	1900	2.874.200	5	18.825
Naviera La Estrella	1904	1.121.000	3	12.000
Navegación Uriarte	1899	618.000	3	11.550
Marítima Actividad	1900	1.182.000	3	9.100
Navegación Internacional	1900	720.000	2	6.402
Naviera Bat	1899	1.000.000	2	6.367
		42.715.200	**86**	**369.854**

Navieras y buques que completaban en 1914 la flota bilbaína

	Buques	Tonelaje
Marítima Vizcaya	1	3.000
Anglo Vasca de Navegación	1	3.650
Echevarrieta y Larrínaga	9	33.300
Naviera Bachi	6	22.780
Uribe y Eguiraun	3	11.200
Vasco-Cantábrica	4	11.650
Aurrerá	3	12.460
Cantábrica	2	8.500
Bayo y Lezama	1	4.500
Artaza, Sdad. Com.	2	7.850
Rafael Ferrer	2	7.000
Portillo Ibáñez	2	6.500
Martínez Rivas	2	6.500
A. de Bereincua y Cía.	2	2.970
Varios	13	38.836
	53	**180.696**

Tras las euforias de fin de siglo se entró en una etapa de atonía y de caída de los fletes. Por ello, a partir de 1902 se produjo la reestructuración del sector:

a) En 1906 se fusionaron en la *Naviera Sota Aznar* las sociedades anónimas creadas los años anteriores para explotar los buques del grupo —una por cada vapor—, simplificándose el funcionamiento de la empresa que, de todos modos, se administraba conjuntamente ya en los años noventa.
b) Se produjo la fusión de la *Compañía Anónima de Navegación y* de la *Marítima Nervión* en una nueva *Compañía Marítima del Nervión*, con menor capital que el que habían movilizado los primeros años.
c) Desapareció la *Marítima Rodas* —como consecuencia de la quiebra de Martínez Rodas—, dando lugar a la *Naviera La Estrella*, que, pese a la fecha de su fundación, no implicaba la creación de un negocio nuevo. Las acciones de esta naviera —como sucedió con los de la *Anónima de Navegación*— dejaron de cotizarse en Bolsa.

Por lo demás, no hubo nuevas inversiones en navieras. Antes al contrario, algunas de las compañías redujeron su capital, para ajustarlo a las dimensiones reales del negocio que explotaban. Muchas de las sociedades habían adquirido sus buques cuando subieron considerablemente los precios, por lo que años después hubieron de reajustar sus capitales.

Como consecuencia de la reestructuración que acompañó a la crisis naviera pueden observarse cambios significativos. Se mantenía, desde luego, la

hegemonía de *Sota y Aznar*, los principales navieros, cuya compañía era propietaria de más de la tercera parte de los buques de nuestra muestra y tenía también casi un tercio de los capitales. Pero, por lo demás, en el sector había desaparecido la concentración empresarial característica de 1901. Si se prescinde de Sota y Aznar, la componían diversas pequeñas y medianas compañías, con una gran diversificación y muy escasas —casi nulas— relaciones interempresariales.

A este respecto, los fenómenos decisivos habían sido la quiebra de Martínez Rodas y los apuros empresariales por los que atravesó Eduardo Aznar cuando se terminó el auge especulativo. El primero desapareció de todos los consejos de administración y gerencias y el segundo quedó relegado a la naviera que dirigía con Ramón de la Sota. Estas circunstancias eliminaron la concentración empresarial. Recuérdese que Martínez Rodas dirigía la *Marítima Rodas,* la *Marítima La Actividad* y la *Marítima Unión* y la *Cantábrica de Navegación*. Con su desaparición, estas compañías buscaron otras fórmulas empresariales y se diseminaron en distintos grupos. Algo parecido sucedía con Eduardo Aznar, que había dirigido la *Vasco Cantábrica* y la *Bat* y participado en la Gerencia de la *Bilbaína de Navegación*, cuyo peso, por otra parte, disminuyó. Eliminado de estos Consejos de Administración —a veces tras tumultuosas Juntas Generales, en las que llegó a intervenir la fuerza pública— el grupo empresarial se fragmentó[83].

La diversificación constituyó, pues, la nota más llamativa de la reestructuración empresarial de las navieras. Es más, no hubo un grupo naviero que participase en varias sociedades. De los 48 miembros que componen los Consejos de Administración y Gerencias que recogemos abajo, sólo 2 participaron en más de uno: Alberto E. Dawson y Ramón de la Sota, que además de gerente en la *Sota Aznar* formaba parte del consejo de *La Internacional*. Eso sí: quienes participaban en la dirección del sector conformaban un grupo especializado en la actividad naviera, con muy escasas conexiones en otros sectores. Apenas encontramos a miembros de la burguesía financiera o siderúrgica, a no ser los ya reseñados Sota y Aznar. Sólo la *Marítima del Nervión*, la compañía creada en la reestructuración empresarial de los años de la crisis, tiene un consejo de administración con figuras punteras en las finanzas bilbaínas (Ibarra, Basterra, Urquijo, Zubiría, Mac Mahón). Pero, por lo demás, eran navieros especializados, entre los que destacaban, obviamente, los Gerentes (Astigarraga, Abásolo, Aldecoa, Garteiz, Sota, Aznar, Gáldiz y Uriarte), plenos responsables en esta actividad de la gestión empresarial.

---

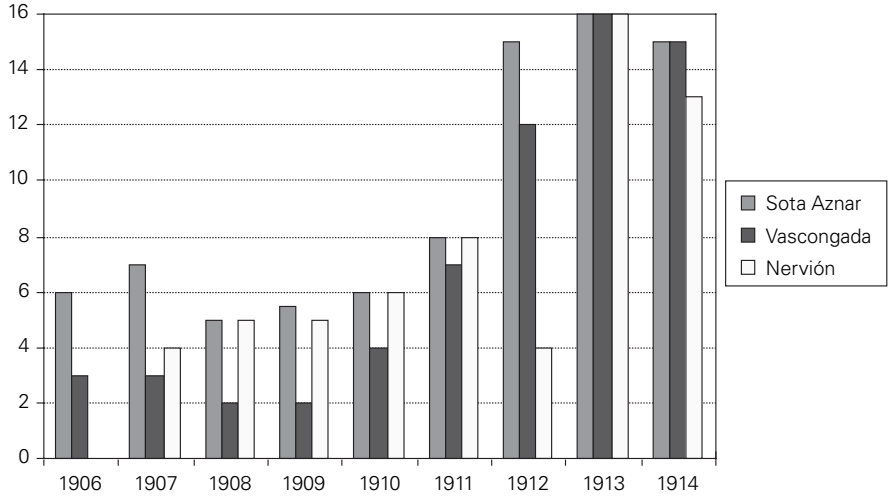
[83] Vid. *El Noticiario Bilbaíno* 1 de marzo de 1902, que informa de la «borrascosa junta» de la Marítima Actividad o la tensiones dentro de las navieras Bat y Cantábrica de Navegación, en «Revista de Bolsea», *El Economista*, 1902 y 1903, en particular los números correspondientes a febrero de este año.

Consejos de Administración y/o Gerencias de diversas compañías navieras

Bilbaína de Navegación	**Marítima Actividad**	**Marítima Unión**
Abaitua, Juan N.	Abásolo, Félix (Presidente)	Arana, Ricardo
Astigarraga, Juan (Presidente)	Dawson, Alberto E.	Basterrechea, Pedro
Longa, Ricardo	Gurtubay, Luis	Echevarría, Esteban
Maíz, José	Ibargaray, Trifón	Gándara, Alejandro
Ortiz, Antonio	Munitis, Estanislao	Garteiz, José María
Urízar, Juan (Dtor. Gerente)	Ugarte, Santiago	Martínez Rodrigo, Ricardo
		Ortueta, Domingo
		Vallejo, Emilio
Marítima del Nervión	**Navegación Olázarri**	**Naviera Sota Aznar**
Aldecoa, Francisco (Gerente)	Azcarreta, Pedro M.ª	Aznar
Arrola, Ildefonso	Barandiarán. José	Sota, Ramón de la
Arteche, Julio	Barón, Bruno	
Basterra, José María	Fernández Boada, Santiago	
Escauriaza, Dámaso	Garteiz, M. de (Gerente)	
Ibarra, Fernando M.ª	Gómez, Mateo	
Mac Mahón, Pedro	González, Timoteo	
Urquijo, Tomás (Gerente)	Mendialdúa, J. de	
Zubiría, Conde de	Mendialdúa, N. (Gerente)	
Naviera Vascongada	**Navegación Internacional**	**Algorteña de Navegación**
Aguirre, Isaac	Ansuátegui, Laureano	Calvo, Juan C.
Amézaga, T.	Arechavala, Isidro	Iturría, José M.ª-.
Dawson, Alberto E.	Gáldiz, Ramón (Gerente)	Loizaga, Francisco
Ibarra, Juan B.	Sierra, Antonio (Presidente)	Uriarte, Fidel (Presidente)
	Sota, Ramón de la	Zubiaga, José
	Torre, Marino de la	

Cabe insistir, por último, en que esta actividad vivió serios apuros a comienzos de siglo. Varias sociedades saldaron ejercicios con pérdidas. Sólo a partir de 1911-12 se notaron síntomas de reactivación. Reproduce esta coyuntura la evolución del dividendo de tres compañías que consiguieron mantener beneficios durante todo el periodo. No era la situación habitual —más frecuentes fueron las pérdidas—, pero su comportamiento representa bien la trayectoria empresarial de las navieras entre 1906 y 1914. La gráfica permite comprobar, además, que esta actividad podía proporcionar súbitamente altos dividendos, de hasta el 16% en 1913, el doble de lo que repartían dos años antes.

Evolución del dividendo de tres compañías navieras entre 1906 y 1914



Compañías navieras que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914	
Marítima Actividad	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Marítima Unión	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Naviera Olázarri	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Naviera Sota Aznar	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Naviera Vascongada	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Bilbaína de Navegación	X	X	X			X	X	X	X	7
Marítima Nervión			X	X	X	X	X	X	X	7
Naviera Bat	X	X	X					X	X	5
Naviera La Estrella		X	X				X	X	X	5
Algorteña de Navegación								X	X	2
Nav. Internacional								X	X	2
Marítima Vizcaya	X									1
Compañía Anónima de Navegación	X									1
Marítima Rodas			X							1
Navegación Uriarte								X		1
	9	8	10	6	6	7	8	12	11	8,5

La formación del sector hidroeléctrico

A 10 sociedades anónimas adjudica el BCO la consideración de *compañías eléctricas*, pero dos de ellas, *Electra Tranvía Eléctrico de Bilbao a Durango* y *Construcciones Electro Mecánicas*, no tenían en propiedad este carácter, por lo que las excluiremos de nuestro análisis. De otro lado, otras dos de las sociedades que aparecen en la muestra, *Eléctrica del Nervión* y *Electra de Bedia* se fusionaron a lo largo del periodo en la *Unión Eléctrica Vizcaína*, de modo que su presencia bursátil, exigua, es sólo un síntoma de que las primeras y pequeñas compañías hidroeléctricas recurrieron a formar sociedades anónimas y a difundir sus acciones en el mercado, pero no permite basar en ellas un estudio, por lo que no las tendremos en cuenta.

Las seis compañías restantes (*Hidroeléctrica Ibérica*, *Hidráulica del Fresser*, *Unión Eléctrica Vizcaína, Electra de Viesgo, Electra Industrial Española* e *Hidroeléctrica Española*) constituyen una magnífica muestra, que permite seguir cómo se creó el sector hidroeléctrico Vizcaya, así como la formación de un nítido grupo capitalista especializado en el sector y los inicios de su expansión en el mercado español.

Debe tenerse en cuenta que en los tres primeros lustros del siglo comenzó la gestación del moderno sector hidroeléctrico, basado en grandes compañías que explotaban saltos de agua importantes y trasladaban energía a grandes distancias, frente a la fase que concluyó hacia 1900, la de los pequeños saltos de agua que abastecían a las localidades y empresas próximas y explotaban sociedades de reducidos capitales. Por ello, los comienzos del XX resultaron decisivos en la formación del sector hidroeléctrico español. Fue cuando se obtuvieron concesiones de grandes saltos de agua y cuando se constituyeron las grandes compañías capaces de construir las presas e instalaciones necesarias para explotarlas. Se produjeron, también, las primeras y decisivas luchas por captar mercados consumidores. ¿Qué posiciones tomaron los distintos grupos burgueses ante esta nueva actividad industrial, que representaba la renovación técnica y la modernización del aparato productivo? Como podremos comprobar, las decisiones de este primer periodo resultaron fundamentales en la configuración ulterior del sector.

La secuencia de las cotizaciones de las seis compañías a que nos referimos tiene en este caso particular interés. *Ibérica*, *Fresser* y *Unión Eléctrica Vizcaína* aparecieron con asiduidad en las listas de contrataciones bursátiles, mientras que la presencia de *Eléctrica Industrial Española* y *Electra de Viesgo* era esporádica. Toda vez que todas estas compañías estaban domiciliadas en Bilbao y en Vizcaya se colocó la mayor parte de sus acciones, la distinta frecuencia de su cotización bursátil señala su diferente entidad y relación con el mercado. En efecto, *Hidroeléctrica Ibérica* e *Hidráulica del Fresser* se habían creado durante el *boom* financiero de 1901 y, como resultó habitual en esta circunstancia, sus acciones fueron inmediatamente difundidas en el mercado, que resultó decisivo en la realización de las peculiares operaciones financieras que dieron vida a las primeras empresas modernas del sector hidroeléctrico vizcaíno.

Al margen de qué sucediera después con su estructura empresarial, estas acciones siguieron bien difundidas en el mercado, de lo que se derivaban sus frecuentes compraventas.

Algo parecido pasó con la *Unión Eléctrica Vizcaína*, formada a partir de varias compañías bilbaínas, con participación de diversos grupos en su accionariado. En cambio, *Eléctrica Industrial Española* tuvo una precaria presencia bursátil: aunque era la primera compañía que se había creado, entre las seis que componen esta serie, fue iniciativa de un único grupo promotor, que en principio mantuvo la propiedad de las acciones, con sólo la realización eventual de algunos paquetes. Como veremos, también la *Electra de Viesgo* permaneció en manos de un único grupo empresarial. Fue el mismo que para entonces controlaba la *Hidroeléctrica Ibérica* e *Hidráulica del Fresser*, pero no recurrió a la sistemática colocación de títulos en el mercado. Por su parte, la *Hidroeléctrica Española* nació como una gran sociedad en la que participaban distintos grupos empresariales, de lo que se derivaba una cotización de acciones relativamente frecuente.

Compañías Hidroeléctricas que cotizaron entre 1906 y 1914

	1906	**1907**	**1908**	**1909**	**1910**	**1911**	**1912**	**1913**	**1914**	
Hidroeléctrica Ibérica	X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Hidráulica del Fresser	X	X	X	X		X	X	X		7
Electra Tranvía Bilbao-Durango	X		X	X	X	X	X		X	7
Unión Eléctrica Vizcaína				X	X	X	X	X	X	6
Electra de Viesgo			X	X					X	3
Hidráulica Española							X	X	X	3
Eléctrica Industrial Española					X	X				2
Eléctrica del Nervión	X									1
Electra de Bedia			X							1
Construcciones Electro Mecánicas			X							1
	4	2	6	5	4	5	5	4	5	4,4

Las distintas circunstancias mencionadas sugieren que estamos ante un sector de formación compleja, que ya en sus primeras épocas de vida manifestaba una cierta diversidad en sus estructuras empresariales. Debe notarse, además, que en este sector la explotación de un mismo negocio no excluía que las circunstancias de cada empresa fuesen muy diferentes, por la capacidad de las concesiones de saltos de agua conseguidas y por la respectiva captación de mercados consumidores.

El sector hidroeléctrico acabaría convirtiéndose en una de las actividades más representativas del aparato productivo gestado por el capital vizcaíno, pero su nacimiento fue realmente difícil. El cuadro siguiente recoge la composición de este *corro* bursátiles, señalando el capital y fecha en que se fundó cada empresa.

Compañía	**Año**	**Capital en 1914**
Hidroeléctrica Ibérica	1901	20.000.000
Hidráulica del Fresser	1901	3.000.000
Unión Eléctrica Vizcaína	1908	18.000.000
Electra de Viesgo	1906	7.500.000
Hidroeléctrica Española	1907	20.000.000
Eléctrica Industrial Española	1899	2.500.000
Total		71.000.000

Tales datos confirman la envergadura que ya en 1914 tenían las inversiones en los negocios eléctricos, un desembolso de capitales, en nuestra muestra, de 71 millones de pesetas, lo que le convertía en uno de los más importantes de la nueva economía capitalista de Vizcaya. Cabe destacar otro dato: la existencia de grandes compañías, de altos capitales (*Ibérica*, *Vizcaína* y *Española*), conformando una clara estructura piramidal. En realidad, la concentración empresarial en 1914 era incluso mayor que la sugieren tales datos, pues, como veremos, cinco de las seis empresas eran distintos negocios forjados básicamente por un mismo grupo.

El moderno sector hidroeléctrico de Vizcaya se creó, en lo fundamental, entre 1899 y 1901. En esta última fecha se forjaron las principales compañías. Ahora bien: todavía no se había formado el grupo empresarial que controlaría el desarrollo del sector, que entraría algo más tarde en esta actividad. Ésta es una característica clave en el alumbramiento del sector eléctrico vizcaíno: su desarrollo lo iniciaron grupos que después desaparecerían, siendo sustituidos rápidamente por un único grupo empresarial, cuya captación de las empresas formadas en 1901 resultó decisiva en su ulterior e indiscutible vocación hidroeléctrica. Tal evolución singulariza a este sector industrial. La concentración la encontramos en otras actividades, pero en los demás casos era producto de la preeminencia económica de quienes realizaban las primeras inversiones. En las hidroeléctricas la concentración es posterior al nacimiento de las empresas y se dio por particulares problemas que afectaron al grupo promotor. En cierto modo, puede decirse que se llega a la concentración —eso sí, muy rápidamente— de modo más o menos autónomo, a partir de las oportunidades que dejó a un determinado grupo empresarial el fracaso de los promotores de las hidroeléctricas.

De las seis compañías que figuran en el cuadro anterior sólo una escapaba al control del grupo empresarial a que nos referimos. Era la *Electra Industrial Española*, la primera en fundarse de las que aparecen en la muestra[84]. Formaba parte, también, de la expansión de capitales vizcaínos en el mercado español. Con un capital de 2,5 millones de pesetas, dirigía la empresa un grupo compuesto, entre otros, por Manuel Taramona, Antonio Careaga, Pedro Icaza y José A. Ibarra, caracterizados capitalistas vizcaínos, algunos de ellos de origen minero (Taramona e Ibarra). Explotaba la compañía saltos de agua en Valdepeñas (Jaén) e Iznajar (Córdoba), abasteciendo de fluido eléctrico a diversas localidades de Jaén (Alcalá la Real, Alcaudete, Castillo de Lucubin, Fuensanta, Jaén, Los Billares, Martos, Torre del Campo y Torredonjimeno), Córdoba (Benemejí, Cabra, Carcabuey, Encinos Reales, Iznajar, Lucena, Priego de Córdoba y Rute) y Málaga (Cuevas Bajas y Cuevas de San Marcos). Se dedicaba tanto al abastecimiento urbano como al de fuerza industrial. Consiguió pronto ser una empresa rentable. Entre 1906 y 1914 repartió siempre dividendos, con un ascenso casi constante en sus productos y un dividendo que pasó del 5 al 7%. Constituía, pues, un negocio saneado.

Más compleja fue la formación del otro grupo empresarial. En 1901 se fundaron dos compañías hidroeléctricas, la *Ibérica* y la del *Fresser*. Promovió la primera Eduardo Aznar y la segunda Martínez Rodas, a través de su financiera *Española de Minas*. Las fundaron, pues, los dos empresarios más activos de estos años —que solían difundir profusamente las acciones en el mercado, en una concepción especulativa de las iniciativas empresariales—, y, también, los que atravesaron por más serios apuros desde mediados de 1901, lo que explica la ulterior evolución de estas empresas.

La *Hidráulica del Fresser* pretendía explotar el Salto de agua Caralps, en Gerona. Tras la quiebra de Rodas pareció en 1902 que pasaba al ámbito de inversiones del *Crédito de la Unión Minera*, puesto que figura una partida importante con esta denominación en sus activos. Pero, quizás porque de momento este banco atravesaba también por apuros, encontramos pronto a la *Hidráulica del Fresser* dentro de la órbita del Banco de Vizcaya, que ya para entonces había iniciado su especialización hidroeléctrica.

Mayor envergadura tuvo desde su fundación *Hidroeléctrica Ibérica*. El origen de la empresa fue una concesión de aprovechamiento de agua que obtuvo José Bores Romero en el Ebro, en Besantes, «*para crear un salto que tendrá 20,60 metros de caída y 6.180 C.V., destinado al transporte de energía eléctrica a Bilbao y establecimientos de diferentes industrias*»[85]. Después, en marzo de 1901 Bores y Eduardo Aznar Tutor firmaban un contrato previo de compra de estas concesiones. Fue el origen de al empresa *Hidroeléctrica Ibérica*. Aznar, en colaboración con José Orueta, ofreció la gerencia

---

[84] Vid. *Registro mercantil*, hoja 597, tomo 13, fol. 108, para Electra Martos Valdepeñas, y hoja 597, tomo 13, fol. 110 para Electra Industrial Española.

[85] *El Economista*, 28 de julio de 1900.

de la futura compañía a Juan Urrutia, que ya había realizado algunos proyectos de centrales hidroeléctricas en Alava y Guipúzcoa, y que se convertiría en una de las figuras más sobresalientes del sector durante el primer tercio del siglo. En base a su proyecto se formó *Hidroeléctrica Ibérica*. Se lanzó al mercado una amplia serie de acciones, por un volumen de 20 millones de pesetas. Su suscripción tuvo una buena acogida: hubo hasta 237 accionistas, la gran mayoría de Bilbao aunque no faltaban capitalistas madrileños (marqués de Villarreal, Marqués de la Alameda, Carlos Gil Delgado, todos ellos importantes accionistas de la nueva empresa). De momento, la empresa tenía sólo saltos en el Ebro, pero sin duda aspiraba a explotar otras aguas. De hecho, uno de los principales accionistas era Enrique Gosálvez, que recibió 2.500 acciones liberadas como compensación de sus concesiones en el río Júcar. Pero la *Ibérica* no llegaría a hacerse cargo de su explotación, pues se centraría en los saltos de Leizarán, en el río de este nombre, y en los de Quintana y Fontecha-Puentelarrá, en el Ebro.

En el primer desenvolvimiento de la compañía resultó crucial que Aznar y Orueta se adjudicaran 2.000 acciones de gracia, plenamente liberadas, lo que constituía sin duda una elevada cantidad —un millón de pesetas—, que se justificaba por aportaciones de saltos de agua (pero en realidad las concesiones las había adquirido la empresa, y Orueta y Aznar sólo actuaron como intermediarios), gestiones y comisión y pago del personal técnico. Además, suscribieron entre los dos 11.000 acciones, que varios años después no habían abonado[86]. Además, la emisión de acciones —e incluso el cobro de dividendos pasivos— se realizó antes de que la sociedad estuviese legalmente constituida y siete miembros del grupo promotor llegaron a recibir acciones de gracia. Tales irregularidades provocaron un agudo conflicto interno, que desembocó en sucesivos pleitos. Los promotores de la empresa desaparecieron del Consejo de Administración. Les sustituyeron directivos del Banco de Vizcaya, que había ya contratado a Urrutia en 1901, un grupo empresarial cuya base eran Fernando M.ª Ibarra, José Luis Oriol, Pedro Orúe, junto a Juan Urrutia[87]. De ellos, sólo Urrutia y Orúe habían suscrito acciones de *Hidroeléctrica Ibérica* en 1901, y no como accionistas más destacados (lo hicieron por 310 y 163 títulos). Pero la nueva vocación hidroelécrica del Banco de Vizcaya gestó un nítido grupo empresarial, que se hizo con el control de la *Ibérica y de Hidráulica del Fresser*.

Fue el grupo que se hizo, también, con el control del sector en Vizcaya. Durante la última década del XIX funcionaban en la provincia cinco pequeñas compañías: *Santa Ana de Bolueta*, *Eléctrica del Nervión*, *Ibaizábal* y *Electra de Bedia*. Pues bien: en 1908, a iniciativa de *Hidroeléctrica Ibérica*, se formó con ellas la *Unión Eléctrica Vizcaína*[88]. Se fusionaban las cinco com-

---

[86] *Ibídem*, Memoria de 1908.
[87] *Registro Mercantil*, hoja 901, tomo 17, fol. 114. Inscripción 2.ª
[88] *Revista Minera, Metalúrgica y de Industria,* 3 de febrero de 1908.

pañías, participando también lo que se llamó «aportación de bienes de la *Hidroeléctrica Ibérica*». La nueva compañía aportaba la red de distribución, las cinco pequeñas sociedades se comprometían a cesar en su producción, y la *Hidroeléctrica Ibérica* se hacía cargo de la producción y suministro. De esta forma, la *Unión Eléctrica Vizcaína* —en la que en 1909 se integró *Electra de Begoña* y en 1911 parte de la *Société Tramways et Electricité de Bilbao*[89]— se configuró como un negocio especializado en la comercialización y distribución de la energía, mientras que la *Ibérica*, con saltos en Leizarán y en el Ebro, se encargaba de abastecer de energía eléctrica a Bilbao y la zona industrial.

Por otra parte, en 1906 los rectores de la *Ibérica* promovieron también la *Electra de Viesgo*, que abastecía a Santander de energía eléctrica y poseía los saltos de Puente Viesgo, Bárcena y Urdón.

Pero la iniciativa más importante del grupo fue la constitución de *Hidroeléctrica Española*, que constituyeron en 1907, con sede en Madrid y la colaboración de varios grupos capitalistas españoles. Inicialmente, la base productiva de la empresa era el salto de El Molinar, en el Júcar. Inicialmente lo iba a explotar *Hidroeléctrica Ibérica*, pero lo traspasó a la nueva sociedad. Con esta energía se formó una empresa de grandes dimensiones, con centrales en Villora, Alcoy, Valencia, Alicante y Cartagena y que ya en 1914 estudiaba la construcción de saltos de agua en el Tajo. Abastecía de electricidad a Levante y, sobre todo, competía en Madrid (El Molinar estaba a 250 Kms,. de Madrid y 90 Kms. de Valencia, los dos principales objetivos de la nueva empresa)[90]. Tuvo interés su disputa del consumo eléctrico madrileño, en el que participaban ya la Hidráulica Santillana y Gasificación y Bolsarque. A partir de un convenio con Tranvías de Madrid se inició la penetración de la *Hidroeléctrica española*, que, para disputar el consumo doméstico, constituyó la Compañía Electra, en unos años de aguda competencia. La empresa promovió también la *Unión Eléctrica de Cartagena*.

De esta forma, el reducido grupo identificable con el Consejo de Administración del Banco de Vizcaya protagonizaba en 1914 el desarrollo del sector eléctrico español. Tenía, por supuesto, el suministro de electricidad —producida en Leizarán y en el Ebro— a Bilbao, y participaba en su distribución a través de la *Unión Eléctrica Vizcaína*. Poseía saltos en Cantabria, y abastecía a esta zona, a través de *Electra de Viesgo*. Mantenía el control de la *Hidráulica del Fresser*. Y explotaba saltos en el Júcar a partir de los cuales competir con éxito en Levante y Madrid.

La composición que en 1914 tenían los consejos de administración de las seis empresas que componía el *corro* bursátil de las eléctricas refleja bien esta concentración empresarial:

---

[89] Colegio…, *op. cit.*, p. 186.

[90] Vid. Cooperativa Electra Madrid: *Historia de su constitución y descripción de sus instalaciones*, Madrid 1916.

Consejos de Administración de las compañías eléctricas en 1914

Eléctrica Industrial Española	**Hidroeléctrica Ibérica**	**Hidráulica del Fresser**
Aguado, Francisco	Aguilar, Conde de	Aguilar, Conde de
Bolarque, Marqués de	Basterra, Juan	Aldama, Marqués de
Careaga de la Quintana, Antonio	Carlevaris, Antonio	Basagoiti, Antonio
Grasset, Eugenio	Ibarra, Fernando M.ª (Pte.)	Basterra, Juan
Ibarra, José A.	Oriol, José Luis	Carlevaris, Antonio
Icaza Aguirre, Pedro	Orovio, Antonio	González Heredia, Alejandro
Riezu, Joaquín	Orúe, Pedro	Gosálvez, Enrique
Taramona, M. (Presidente)	Peña Goñi, Javier	Ibarra, Fernando M.ª (Pte.)
	Unzá del Valle, Marqués	Luanco, Emilio
	Urquijo, Tomás	Mora, César
	Urrutia, Juan (Gerente)	Ocharan, Enrique
	Ussía, Jesús	Oriol, Luis
	Villarreal de Alava, Marqués de	Orúe, Pedro
		Ugalde, Ernesto
		Unzá del valle, Marqués de
		Urrutia, Juan (Gerente)
		Ussía, Juan Luis
		Villarreal de Alava, Marqués
Unión Eléctrica Vizcaína	**Electra de Viesgo**	**Hidroeléctrica Española**
Arellano, Ricardo	Abarca, Juan Antonio	Aguilar, Conde
Bandrés, Antonio	Basterra, José M.ª	Aldama, Marqués de
Basterra, Juan	Escauriaza, Dámaso	Basagoiti, Antonio
Cigogua, Carlos	Ibarra, Fernando M.ª	Basterra, Juan
Escauriaza, Dámaso	Mac Mahón, Pedro	Carlevaris,. Antonio
Goiri, Timoteo	Mora, César (Presidente)	González Heredia, Alejandro
Gómez, Manuel	Ocharan, Enrique	Gosálvez, Enrique
González José M.ª	Ocharan, Manuel (Gerente)	Ibarra, Fernando M.ª
Helguera, José de la	Oriol, José Luis	Luanco, Emilio
Ibarra, Fernando M.ª	Orúe, Pedro	Mora, César
Maíz, Pedro	Urquijo, Tomás	Ocharan, Enrique
Ocharan, Enrique (Presidente)	Urrutia, Juan	Oriol, José Luis
Oriol, José Luis	Ussía, Jesús	Orúe, Pedro
Orúe, Pedro		Ugalde, Ernesto
Urangra, Juan		Unzá del Valle, Marqués
Urrutia, Juan		Urrutia, Juan (Gerente)
Zubiría, Luciano		Ussía, José Luis

Cabe destacar que únicamente la *Eléctrica Industrial Española* carecía de conexiones empresariales con las demás compañías. Las otras cinco estaban plenamente interrelacionadas, siempre con varios consejeros comunes. El caso extremo lo constituye la estrecha identificación entre la *Hidroeléctrica Ibérica* y la *Hidráulica del Fresser*. Casi todos los directivos de la pri-

mera estaban en el Consejo de Administración de ésta. Puede hablarse, así, de un grupo burgués especializado en la explotación hidroeléctrica, muy relacionado a su vez con el Banco de Vizcaya. De los 47 directivos de sociedades eléctricas había 20 que estaban en dos o más empresas y una reducida élite que figuraba en las cinco a que nos referimos. El cuadro siguiente refleja la característica concentración empresarial de las compañías eléctricas:

Directivos de más de una empresa eléctrica

	HI	HF	EV	UEV	HE	
Ibarra, Fernando M.ª	X	X	X	X	X	5
Oriol, José Luis	X	X	X	X	X	5
Orúe, Pedro	X	X	X	X	X	5
Urrutia, Juan	X	X	X	X	X	5
Ocharan, Enrique		X	X	X	X	4
Aguilar, Conde	X	X			X	3
Basterra, Juan	X	X		X		3
Carlevaris, Antonio	X	X			X	3
Mora, César		X	X		X	3
Unzá del Valle, Marqués	X	X			X	3
Villarreal de Alava, Marqués de	X	X			X	3
Aldama, Marqués de		X			X	2
Basagoiti, Antonio		X			X	2
Escauriaza, Dámaso			X	X		2
González Heredia, Alejandro		X			X	2
Gosálvez, Enrique		X			X	2
Luanco, Emilio		X			X	2
Ugalde, Ernesto		X			X	2
Ussía, Jesús	X			X		2
Ussía, José Luis		X			X	2

Pese a que era una actividad nueva, que exigía costosas instalaciones y era, necesariamente, de lenta expansión, pues su mercado consumidor se iba abriendo paso lentamente, a medida que se instalaba la luz eléctrica y las industrias comenzaban a utilizar la nueva energía, estas compañías fueron rentables desde sus primeros años, si bien no repartieron dividendos espectaculares. Así, la *Ibérica* proporcionaba desde 1909 un 5% a sus accionistas, además de obtener recursos para amortización y fondo de reserva; la *Hidroeléctrica Española* repartía ya en 1912, cinco años después de su fundación, un dividendo del 3%, que en 1914 se convertía en el 5%. Más rentable aún era la *Unión Eléctrica Vizcaína*, empresa de distribución, que desde 1908, año en que se fundó, hasta 1914, subió progresi-

vamente sus dividendos del 5 al 10%. Sólo la *Hidráulica del Fresser* presentaba unos resultados más precarios, pues tardó en repartir ganancias, y luego, desde 1907, las estabilizó en el dividendo del 4%, que era también el que repartía *Electra de Viesgo* en 1913 y 1914. Su aislamiento empresarial no impedía a la *Electra Industrial Española* conseguir también una más que aceptable rentabilidad, entre el 5 y el 7% entre 1906 y 1914, y con tendencia a subir.

3.2. **Un mercado sin convulsiones**

De las 95 empresas que llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914 reúne las condiciones para formar parte del índice de sociedades anónimas locales un total de 34 compañías. Quedan excluidas las empresas que no eran netamente vizcaínas (pese a que a veces estuviesen domiciliadas en Bilbao) y las que no fueron objeto de contratación con una continuidad suficiente para establecer una serie continua y homogénea. En todo caso, la muestra es amplia, tanto por el volumen de capitales que representan las sociedades en él incluidas, como por figurar en él las compañías más significativas, las que mejor reflejan el desarrollo empresarial de Vizcaya. Además, resume la diversidad de iniciativas propia del capitalismo bilbaíno, dada la heterogeneidad de sectores que lo conforman. Figuran los 8 grupos bursátiles formados por el capital vizcaína (está ausente el de los monopolios, pero éste, evidentemente, desbordaba al capital local) y sólo el de «industrias varias» estaba escasamente representado.

La composición del índice representativo de las sociedades locales

Así, pues, la muestra comprende 33 compañías, cuya relación es la siguiente:

3 bancos:
Banco de Bilbao
Banco de Vizcaya
Crédito de la Unión Minera

6 compañías ferroviarias:
Ferrocarril Bilbao Portugalete
Ferrocarril Santander Bilbao
Ferrocarril de la Robla
Ferrocarriles Vascongados
Ferrocarril Castro Alén
Tranvía Eléctrico Bilbao Durango y Arratia

3 compañías hidroeléctricas:
Hidroeléctrica Ibérica
Hidráulica del Fresser
Unión Eléctrica Vizcaína

10 compañías mineras:
Hullera de Sabero y Anexas
Collado del Lobo
Minas de Irún y Lesaca
Minas de Cala
Minera de Setares
Sierra Alhamilla
Argentífera de Córdoba
Minera Peñaflor
Compañía propietaria de la mina Ceferina

7 compañías navieras:
Compañía Bilbaína de Navegación
Marítima Actividad
Marítima Unión
Naviera Olázarri
Compañía Naviera Vascongada
Naviera Nervión

1 compañía de seguros:
Compañía de Seguros Aurora

3 compañías siderometalúrgicas:
Altos Hornos de Vizcaya
Compañía Aurrerá
Sociedad de Talleres de Deusto

1 compañía agrupada en «industrias varias»:
Bodegas Bilbaínas

La muestra, es, pues, representativa de las más características empresas promovidas por el capital vizcaíno. Lo es en mayor medida que lo sugiere la constatación de que componen el índice 33 de las 95 que llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao.

En lo que a los bancos se refiere, estaban presentes las 3 sociedades de crédito locales. Llegaron a cotizar 13 bancos en la Bolsa de Bilbao, lo que en principio sugeriría que la representatividad era escasa. Ahora bien, ninguno de los excluidos del índice era una iniciativa local (Bancos de España, Hispano Americano, Español del Río de la Plata, Vitoria, Burgos, Gijón, Guipuzcoano, Cartagena, Hipotecario Español y Crédito Industrial Gijonés), por lo que de tener en cuenta sus cotizaciones la muestra no reflejaría las expectativas de las empresas bilbaínas. Además, la imposibilidad de establecer un coeficiente de ponderación ajustado a la realidad distorsionaría, en todo caso, los resultados.

En la muestra figuran 3 de las 9 compañías hidroeléctricas que llegaron a cotizar en la Bolsa de Bilbao, pese a lo cual representa adecuadamente la evolución de este sector, en lo que se refiere a compañías netamente locales. Hemos excluido a Hidroeléctrica Española porque, si bien el capital vizcaíno tuvo una intervención decisiva en su fundación, estaba domiciliada en Madrid y reunía capitales de otras procedencias. La Electra de Viesgo y la Eléctrica Industrial Española no cotizaron con una continuidad suficiente como para seriar su evolución. En cuanto a la Eléctrica del Nervión y la Electra de Bedia, eran pequeñas compañías que cotizaron esporádicamente, y, además, desaparecieron al integrarse en la Unión Eléctrica Vizcaína, que sí se incluye en la muestra. Hemos prescindido, también, de Construcciones Electro Mecánicas, que el BCO sólo menciona en 1908, de la que desconocemos capitales, especialización y entidad. De esta forma, la muestra representa a tres características inversiones vizcaínas; en realidad, sólo están ausentes dos de las iniciativas netamente locales, la Electra de Viesgo y la Eléctrica Industrial Española, siendo esta ausencia la más lamentable, al tratarse de la única de las empresas que no se integró en el grupo eléctrico forjado en torno al Banco de Vizcaya. Con cierta seguridad, su grupo promotor no difundiría un gran número de acciones en el mercado.

También incluye el índice a los principales ferrocarriles locales. En este caso, la representatividad de la muestra con respecto a las que cotizaron en la Bolsa puede considerarse alta: están presentes 6 de las 10 compañías que llegaron a cotizar entre 1906 y 1914, pero ha de tenerse en cuenta que dos de ellas (Bilbao-Durango y Durango-Zumárraga) desaparecieron en 1906, al fusionarse, junto a la compañía del Elgoibar-San Sebastián, en los Ferrocarriles Vascongados, que sí incluye nuestra muestra. Las dos sociedades que se excluyen (Norte de España y Ferrocarriles Económicos de Asturias) no eran locales y, además, cotizaron sólo ocasionalmente en la Bolsa de Bilbao. De esta forma, nuestra muestra representa adecuadamente la evolución del sector entre 1906 y 1914, toda vez que incluye las líneas más significativas construidas por el capital vizcaíno, (las que recorrían el Nervión y las líneas de vía estrecha que unían Bilbao con otras provincias (Santander, Guipúzcoa y León). Cabe señalar, además, que estaba presente el Ferrocarril Castro-Alén, el último de los ferrocarriles mineros y el único cuyas acciones llegaron a cotizar en la Bolsa bilbaína, así como un tranvía de interés local, el que unía Bilbao y Durango. Por último, hay que consignar que los Ferrocarriles Vascongados no figuran en todo el periodo, pues sus acciones no comenzaron a cotizar hasta 1911; desde entonces, lo hicieron con la continuidad y asiduidad suficiente como para incluirlo en el índice.

La muestra con la que elaboramos el índice incluye 10 compañías mineras. Es, así, el que tiene más sociedades, pese a lo cual su representatividad es inferior a la de los sectores mencionados hasta aquí. Hemos excluido a varias sociedades por la escasa asiduidad con la que cotizaron en Bolsa (Almagrera, La Atilana, Alcaracejos, Vasco Leonesa, Dícido, Prezello, por desaparecer a lo largo del periodo, Española de Minas, que sólo figura un año en el

BCO, y Anglo Vasco de las Minas de Córdoba, fusionada con la Argentífera de Córdoba, incluida en la serie) o por estar domiciliadas fuera de Bilbao y formada en gran parte por capitales foráneos (Carreño, Azufrera Coto del Hellín y Minas Heras). En todo caso, la muestra es suficientemente representativa del comportamiento del sector, pues abarca las dos compañías que explotaba hierro en Saltacaballos (Ceferina y Minera de Setares), una de las hulleras que trabajaban en el norte de León (Sabero y Anexas), así como varias de las compañías que trabajaban minas lejanas a Vizcaya.

La muestra de compañías navieras incluye a 7 de las 16 sociedades que llegaron a cotizar en este sector entre 1906 y 1914. Han quedado excluidas las que cotizan sólo 5 o menos años, que no permiten establecer una serie continua (Bat, La Estrella, Algorteña de Navegación, Navegación Uriarte, Navegación Internacional, Marítima Vizcaya, Rodas y Anónima de Navegación). Eran éstas pequeñas compañías, de las que las tres últimas desaparecieron antes de 1910, la Anónima de Navegación al fusionarse con la Marítima Nervión.

Pese a la importancia de esta actividad, la siderometalurgia tuvo una exigua representación bursátil, al menos desde el punto de vista del número de empresas que cotizaban en Bolsa y la frecuencia con la que lo hacían. Las compañías de este grupo solían ser patrimonio de uno o varios grupos empresariales, que no solían difundir los títulos en el mercado, de modo que se registran sólo esporádicas operaciones (no es el caso, por supuesto, de *Altos Hornos de Vizcaya*, la principal empresa del sector, uno de los *corros* más consolidados de la Bolsa vizcaína). Además, se fundaron antes de que el mercado bursátil jugase un papel significativo en la movilización de capitales, por lo que no hubo una masiva distribución de títulos, que sólo paulatinamente, a medida que las iban colocando los promotores, se convirtieron en objeto de compraventa. De esta forma, sólo tres sociedades siderúrgicas cotizaron más de tres años, por lo que son las únicas que permiten elaborar series continuas. Son las que componen nuestra muestra, que, eso sí, permite seguir el comportamiento del sector, pues está la principal siderurgia vizcaína y dos medianas compañías dedicadas a la transformación de los semielaborados. Para la elaboración del índice hemos prescindido de Alambres del Cadagua, Tubos Forjados, Compañía Anónima Basconia, Euzkalduna y Unión Cerrajera de Mondragón.

En cuanto al sector de los seguros, tan sólo la Compañía de Seguros Aurora cotizó con continuidad, pues lo hizo los nueve años que componen la serie. Sus precios representan en la muestra al sector, compuesto además por otra compañía, Seguros La Polar, que sólo aparece en las listas del BCO en un año de los que aquí estudiamos.

La mayoría de las denominadas «industrias varias» sólo aparecieron esporádicamente en la Bolsa de Bilbao, probablemente en operaciones ocasionales en las que se comerciaba con pequeños paquetes. Las siguientes compañías cotizaron sólo tres o menos años, por lo que no hemos podido establecer series continuas de su comportamiento bursátil: Bodegas Franco Españolas, Ahlemeyer, Casa Dotésio, Sociedad de Cementos de Sestao,.

Bilbaína de Artes Gráficas, Cía. Vinícola del Norte de España y Algodonera Guipuzcoana. De otro lado, hay un grupo de «industrias varias» que sí figura con asiduidad en la Bolsa de Bilbao, pero —lo mismo que ocurre con los monopolios— eran grandes compañías nacionales, cuya inclusión en la muestra distorsionaría los resultados, puesto que los capitales locales no ocupaban la mayor parte de su accionariado. En realidad, en este grupo bursátil sólo la sociedad anónima Bodegas Bilbaínas reúne las condiciones necesarias para integrar el índice. Serán sus títulos los que ocupen el grupo «varias», si bien en este caso la variedad era más bien limitada: respetamos la denominación para no distorsionar la homogeneidad del análisis que los denomina así en otros periodos en el que este grupo está más desarrollado.

En conjunto, las 34 empresas a partir de la que elaboramos la serie constituye una muestra representativa de determinado ámbito capitalista, el compuesto por las empresas locales cuyos títulos tenían una difusión en el mercado que permitía la cotización habitual en la Bolsa de Bilbao.

La elaboración del índice: capitales y ponderación

No hubo durante el periodo 1906 y 1914 grandes variaciones del capital de las empresas. Se produjeron algunas en los bancos, pero no cambió sustancialmente la posición relativa de las tres sociedades. Por lo demás, esta etapa, en la que se mantenía la estructura empresarial nacida del *boom* de 1898-1901 y de la crisis subsiguiente, se caracterizó por la ausencia de nuevas inversiones. Por eso hemos optado, al elaborar el índice, por ponderar las cotizaciones a partir del volumen de capitales en circulación en 1914, prescindiendo de los leves variaciones de los desembolsos que se producen a lo largo del periodo. Dada su escasa entidad, tenerlos en cuenta no hubiese supuesto un resultado muy diferente al que hemos obtenido, ni sustancialmente más correcto, y, en cambio, hubiese complicado inútilmente los cálculos. Con todo, ha sido necesario efectuar algunas correcciones al incorporarse tardíamente a la muestra algunas de las compañías que estudiamos, como los Ferrocarriles Vascongados o la Marítima Nervión.

En principio, puede suponerse que estas 34 series de acciones constituyen una *cartera de valores tipo* de los capitalistas bilbaínos. Sería la que tuviese un inversor si su cartera estuviese compuesta por los valores locales que cotizaban con mayor frecuencia en la Bolsa de Bilbao (7 o más años de los 9 que comprende el periodo 1906-1914). Los capitales a los que representaban estos títulos alcanzaba más de 260 millones de pesetas desembolsadas, contabilizadas a su valor nominal (no a sus precios en el mercado): tal es el baremo que tendremos en cuenta para calcular el peso de cada valor al elaborar el índice.

La distribución sectorial de esta cartera —y, en consecuencia, el peso que tendría cada actividad en el índice—, era la siguiente, medidos los valores conforme al mencionado baremo de valor nominal del capital desembolsado en 1914:

Capitales nominales desembolsados por las compañías presentes en el índice de la Bolsa 1906-14

Bancos	29.500	11%
Eléctricas	39.300	15%
Ferrocarriles	66.200	25%
Mineras	44.775	17%
Navieras	36.380	14%
Seguros	3.000	1%
Siderurgias	35.060	13%
«Industrias Varias»	6.000	2%
Total	260.215	100%

Cabe destacar que, en conjunto, suponía una cartera relativamente diversificada, sin que ningún sector congregase la mayoría de las inversiones. De hecho, para sumar la mitad de los capitales nominales representados en la Bolsa sería necesario reunir tres de los ocho sectores. Tiene su importancia el dato, que creemos refleja bien hacia qué actividades se dirigieron las iniciativas bilbaínas, pues invita a matizar nuestras apreciaciones sobre la primacía histórica del sector siderometalúrgico. Es cierto que éste había atraído a finales del siglo XIX a la mayoría de las inversiones vizcaínas. Lo es también que esta actividad jugó un papel decisivo en la construcción de la nueva economía industrial y que, en lo que se refiere a la industria de transformación, el tratamiento del hierro mantuvo una muy acusada hegemonía. Ahora bien: el cuadro precedente representa los destinos de los capitales realmente invertidos, al margen de que el distinto resultado de unos y otros negocios primase luego a unos sectores o a otros. Y, desde este punto de vista, puede afirmarse que a la altura de 1914 las iniciativas del capitalismo vizcaíno se habían dirigido ya a una variada gama de actividades, sin concentrarse en un sólo sector. Constituye, creemos, un inequívoco rasgo de modernidad económica, que se imponía ya en los comienzos de siglo. Otra cuestión es que el impacto de algunas de estas inversiones, como las mineras, no alterase la estructura productiva de Vizcaya, al buscar nuevos negocios no implicados en la economía local.

Por lo demás, los datos arriba consignados demuestran una primacía de los ferrocarriles, que a la altura de 1914 suponía una cuarta parte de los capitales invertidos por la economía capitalista vizcaína en sociedades anónimas, en la medida que la estructura del mercado bursátil representa esta variable. Tan elevado peso relativo era una secuela de la importancia histórica que alcanzó la inversión en este sector, que durante el siglo XIX concitó la mayor movilización de capitales. Además, los consiguió acudiendo al mercado formado por pequeños y medianos capitalistas y ahorradores. Los bancos, las eléctricas, las minas y las siderurgias tenían en conjunto volúmenes de capi-

tales equiparables, entre 29,5 y 29,3 millones de pesetas. Llama la atención, también, el elevado peso que tenían las eléctricas, pese a que, contra lo que sucedía en los ferrocarriles, era un sector de reciente creación y a la altura de 1914 de imposible alta rentabilidad, por la necesariamente lenta instalación de la empresa eléctrica, dados los altos costos de los saltos de agua y redes de distribución y la lenta implantación del consumo de la nueva energía. En otras palabras: los capitales vizcaínos apostaron de forma decidida por un nuevo negocio, y lo hicieron movilizándose en unas dimensiones equiparables a la de los ramos productivos *históricos* y más arraigados en el sistema productivo de Vizcaya.

La composición de cada grupo era la que figura en el siguiente cuadro —los capitales nominales que se expresan son los que utilizaremos al elaborar la ponderación por la que cada compañía está presente en los índices sectoriales y generales—:

Capitales de las compañías que forman el índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1914[91]

Bancos		
Banco de Bilbao	15.000	
Banco de Vizcaya	8.500	
Crédito de la Unión Minera	6.000	
Total bancos		29.500
Eléctricas		
Hidroeléctrica Ibérica	19.300	
Hidráulica del Fresser	1.500	
Unión Eléctrica Vizcaína	18.500	
Total eléctricas		39.300
Ferrocarriles		
Ferrocarril Bilbao Portugalete	5.000	
Ferrocarril Santander Bilbao	17.000	
Ferrocarril de la Robla	20.000	
Ferrocarriles Vascongados	20.000	
Ferrocarril Castro Alén	2.000	
Tranvía eléctrico Bilbao Durango y Arratia	2.200	
Total ferrocarriles		66.200

[91] Capitales nominales desembolsados (en miles de pesetas) a fines de 1914, según series de Memorias y Anuarios de valores mobiliarios.

Mineras		
Argentífera de Córdoba	2.000	
Collado del Lobo	2.250	
Compañía propietaria de la Mina Ceferina	750	
Hullera de Sabero y anexas	8.750	
Minas de Cala	15.000	
Minas de Irún y Lesaca	3.500	
Minera de Setares	875	
Minera Peñaflor	4.500	
Sierra Alhamilla	3.150	
Sociedad minera Villaodrid	4.000	
Total mineras		44.775
Navieras		
Compañía Bilbaína de Navegación	2.100	
Compañía Naviera Vascongada	2.500	
Marítima Actividad	1.180	
Marítima Unión	9.000	
Naviera Nervión	2.000	
Naviera Olázarri	7.100	
Naviera Sota Aznar	12.500	
Total navieras		36.380
Seguros		
Compañía de seguros Aurora	3.000	
Total seguros		3.000
Siderurgias		
Altos Hornos de Vizcaya	32.750	
Compañía Aurrerá	1.310	
Sociedad de Talleres de Deusto	1.000	
Total siderurgias		35.060
«Industrias varias»		
Bodegas Bilbaínas	6.000	
Total «industrias varias»		6.000
Total muestra índice		**260.215**

La estructura empresarial de los distintos sectores

Como puede apreciarse, la estructura de cada sector era muy diferente. Hay algunas circunstancias llamativas, que describen en parte la dinámica

que vivía la actividad empresarial a comienzos de siglo. Podemos resaltar las siguientes:

a) En el sector bancario se mantenía en 1914 la hegemonía del Banco de Bilbao, medida desde el punto de vista de los capitales desembolsados. Las finanzas bilbaínas de comienzos de siglo tenían tres ejes y desde 1901 el Banco de Vizcaya y el Crédito de la Unión Minera disputaban el mercado al histórico Banco de Bilbao, que se había fusionado dicho año con el Banco del Comercio. Pero a la altura de 1914 los capitales del Banco de Bilbao suponían la mitad de los que tenían los bancos locales, prácticamente los mismos que reunían juntos Banco de Vizcaya y Crédito de la Unión Minera. Este seguía ocupando el último lugar en vísperas de la I Guerra Mundial, si bien sus capitales se aproximaban a los del Banco de Vizcaya.
b) La inversión en negocios hidroeléctricos presentaba, ya queda dicho, un más que notable volumen de capitales, tanto más sorprendente por cuanto las tres compañías representadas se habían creado después de 1900. Cabe considerar, pues, que el nuevo ramo productivo atrajo decididamente al capital vizcaíno, que vislumbró pronto las posibilidades del nuevo negocio. Llama la atención la elevada cuantía que representaban los capitales de dos de las empresas del grupo, que estaban entre las cinco con mayor volumen de capital movilizado, sólo superadas por Altos Hornos de Vizcaya y por dos ferrocarriles. De hecho, puede afirmarse que Hidroeléctrica Ibérica era la más importante empresa creada en la euforia financiera de 1901, la única de gran envergadura que sobrevivió. Nótese, además, que contra lo que sucedía en las tres empresas que le superan en volumen de capitales, los de la Hidroeléctrica Ibérica no se habían movilizado en compañías que luego se fusionaran, ni a partir de paulatinas emisiones de títulos, sino por el desarrollo de los compromisos financieros establecidos ya en 1901. No es el caso de la Unión Eléctrica Vizcaína, aunque también cabe resaltar su elevado capital. Era, a la altura de 1914, una compañía de distribución eléctrica —no de producción—, que, en realidad, reunió capitales que en principio habían canalizado pequeñas sociedades, fusionadas en 1906.
c) El elevado volumen de capitales que alcanzaron tres de las seis compañías ferroviarias se había movilizado antes de 1900, pero en ninguno de los tres casos (Santander-Bilbao, Ferrocarril de la Robla y Ferrocarriles Vascongados) lo habían hecho para comprar tan elevadas series de acciones. En realidad, las inversiones en títulos de renta variable no se habían producido en tan elevada cuantía. En el caso del ferrocarril de la Robla, porque el elevado capital que presentaba en 1914 era en gran medida producto de la conversión en capital-acciones de obligaciones y otras deudas, que hubo de llevarse a cabo tras

el rotundo fracaso financiero de la sociedad. En cuanto al Ferrocarril Santander-Bilbao y los Ferrocarriles Vascongados, tan cuantiosos capitales era el producto de la compleja fusión de diversas compañías, en operaciones financieras que sobrevaloraron con respecto a la inversión inicial el valor de algunas de las aportaciones, para equiparar la distinta rentabilidad que había conseguido cada línea.

d) Las compañías mineras eran en conjunto sociedades de medianas dimensiones, con las únicas excepciones de las Minas de Cala —una gran empresa de 15 millones de ptas. de capital—, en la que en realidad la inversión local había sido menor, pues 3.600.000 ptas. fueron la aportación en minas de «The Cala Mines Syndicate Ltd.», y de las dos sociedades que explotaban el coto de Saltacaballos, la Minera de Setares y la Compañía propietaria de la mina Ceferina. Pero, en conjunto, estas inversiones en las que los bilbaínos ponían en explotación minas lejanas a Vizcaya, venían cada una a movilizar entre 2 y 4 millones de pesetas, presentando una cierta homogeneidad. De esta forma, la cuantía comprometida en cada uno de estos negocios por el capital vizcaíno venía a suponer entre el 1 y el 2% de la cartera de valores. Globalmente considerados, los riesgos quedaban fragmentados, sin comprometer grandes volúmenes de capitales.

e) El sector naviero lo componían muy numerosas empresas. Las que figuran en la muestra representan bien sus dimensiones habituales y la estructura del sector. Se caracterizaba éste por la hegemonía de la Naviera Sota y Aznar —formada en 1906 por fusión de 25 sociedades anónimas diferentes— y la abundancia de compañías con capitales pequeños y medianos.

f) En la siderurgia, la característica más acusada de la muestra (y de todo el sector) lo constituía su macrocefalia, los elevados capitales de Altos Hornos de Vizcaya, que contrastan con los modestos recursos que, en conjunto, tenían las demás sociedades siderometalúrgicas, lo que, evidentemente, les forzaba a depender empresarialmente de la empresa que transformaba el mineral en lingotes y semielaborados. Se ha comentado arriba que, pese al peso de la industria de transformación del hierro en la economía vizcaína, la inversión empresarial presentaba una gran diversificación. Desde este punto de vista, quizás lo más característico de la hegemonía industrial de la siderurgia es que en Vizcaya se concentraba en una empresa de vocación monopolística, que reunió grandes capitales y una gran capacidad de decisión empresarial.

g) Cabe reseñar, también, el escaso desarrollo empresarial del sector de los seguros, pese a la importancia que para actividades como la naviera tenía este servicio. Lo cierto es que ni aumentaron los capitales ni el número de empresas de seguros que se habían creado ya en 1900, pese a que era un negocio con posibilidades efectivas y aún sin

presencia significativa del capital vizcaíno. Las navieras vizcaínas siguieron asegurándose en compañías extranjeras más consolidadas; sólo lentamente fueron propagándose los servicios de aseguramiento hacia otras actividades. Las reducidas dimensiones de sus capitales constituían en este caso una traba para el desarrollo de los seguros vizcaínos, puesto que los grandes negocios buscaban compañías con importantes capitales para cubrir sus riesgos. Sólo así no peligraría el cumplimiento de los contratos por eventuales apuros de la compañía aseguradora, inevitables si se recurría en exclusiva a pequeñas compañías locales.

h) Por último, cabe citar que Bodegas Bilbaínas —que explotaba bodegas en la Rioja—, pese a constituir en principio un negocio marginal en el aparato productivo creado por el capital vizcaíno (su marcha dependía fundamentalmente de los comportamientos del consumo local, contra lo habitual en el entramado empresarial de Vizcaya) sí contaba con un capital de dimensiones significativas. Así, la atención que esta actividad había merecido entre los capitalistas bilbaínos llevaba ya a empresas con cierto peso específico.

El valor bursátil de los capitales vizcaínos

Las consideraciones anteriores se refieren al volumen de capital invertido en acciones en cada compañía y sector a la altura de 1914. Reflejan, en conjunto, el esfuerzo económico realizado por el capitalismo bilbaíno que estuvo dispuesto a comprometerse en sociedades anónimas, esto es, al ámbito social que asumía en mayor grado las fórmulas modernas para la movilización de capitales. Los datos tienen, sin duda, marcado interés, pues revelan hacia dónde se dirigían las iniciativas empresariales y el grado de compromiso que implicaba cada una de ellas. Ahora bien: a la altura de 1906-1914 la percepción de cómo se distribuían los recursos no necesariamente dependía de qué capitales nominales se habían canalizado. La importancia relativa de las inversiones vizcaínas podía medirse mejor —al menos, desde el punto de vista de cómo lo analizaría un observador— en función del valor real que en el mercado tuviesen unos y otros capitales. La composición de la estructura empresarial desde esta óptica presenta significativas diferencias con respecto a la distribución de capitales nominales, que necesariamente hemos de resaltar aquí. El baremo nos aproxima definitivamente a la composición real de lo que hemos denominado cartera de valores tipo de los capitalistas bilbaínos, la representada por las acciones locales que cotizaban con mayor frecuencia en la Bolsa de Bilbao.

¿Qué peso tenía cada sector, si los capitales se miden por los precios de sus títulos en el mercado?, ¿qué envergadura alcanzaba la propia cartera de valores? Para evaluarlo hemos partido de la cotización media de cada sector entre 1906 y 1914, calculada a su vez a partir de la media trimes-

tral de las cotizaciones de las distintas empresas, ponderándolas en función de sus capitales nominales. A partir de este baremo hemos calculado qué precios bursátil tendrían en total las acciones de cada sector, teniendo en cuenta sus capitales nominales. Los resultados —que no corresponden a ningún momento concreto, sino que son una media de todo el periodo 1906-1914— figuran en el cuadro siguiente. Representan —son datos medios de las cotizaciones de 34 empresas durante 108 meses— un marco general. Y constituyen la composición de la cartera de valores incluida en nuestra muestra, si se evalúan a sus precios en el mercado, esto es, a la cotización media que tuvieron en la Bolsa de Bilbao. Esta distribución nos aproxima adecuadamente a cómo se percibía en la época el peso relativo de cada sector, pues no era la misma la importancia que se concedía a las bien valoradas acciones bancarias que la que tenían los ferrocarriles, menos apreciados (pese a que inicialmente las compañías de este sector movilizasen más capitales, como lo representaban los capitales nominales), o los seguros, cuyas acciones estaban deprimidas, pues se vendían a la séptima parte del precio de las acciones bancarias.

Capitales de los sectores presentes en el índice de la Bolsa de Bilbao, 1906-14, evaluados a su cotización bursátil media

Sector	Nominal	Cotización media	Valor bursátil
Bancos	29.500	337,1	99.440
Eléctricas	39.300	106,3	41.787
Ferrocarriles	66.200	85,8	56.769
Mineras	44.775	121,7	54.499
Navieras	36.380	65,0	23.651
Seguros	3.000	53,4	1.601
Siderurgias	35.060	270,9	94.963
«Industrias Varias»	6.000	89,5	5.369
Total muestra índice	260.215	145,3	378.080

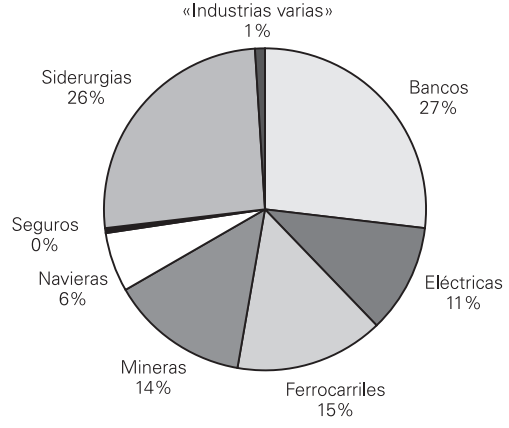
En conjunto, pues, las acciones de nuestra cartera de valores se vendieron a un precio un 45,3% superior a su valor nominal, al que tenían en el momento en que se invirtieron. Más interesante que esto es, de momento, señalar dos circunstancias: nos encontramos ante un elevado volumen de capitales, de 378 millones de pesetas; y, más significativo, su distribución sectorial presenta importantes diferencias respecto a las inversiones iniciales en capital acciones.

Cabe destacar, sobre todo, que el precio de los títulos de dos sectores ocupaba más de la mitad del mercado: eran los bancos y la siderurgia, que

definitivamente se convertían en los dos principales negocios del capitalismo vizcaínos. Ambos grupos los componían sólo tres compañías, pero los dos alcanzaban un valor bursátil medio próximo a los 100 millones de pesetas, muy superior a la importancia relativa de las inversiones que habían movilizado. Habían sido, sin duda, los capitales más eficaces, los que alcanzaban una mayor rentabilidad y justificaban mejores expectativas. De ahí su excelente cotización bursátil, con precios en torno al triple de su valor nominal (esto, el triple del capital inicial). Ambos sectores eran «históricos», habían formado parte de las inversiones preferidas por el capital bilbaíno en el siglo XIX, pero entre 1906 y 19014 mantenían una alta cotización relativa, muy superior a la de la media. En otras palabras: sostenían una rentabilidad alta, que las hacía atractivas en el mercado.

Su vitalidad contrasta con las circunstancias que vivían los ferrocarriles, también un sector «histórico»: los altos capitales que había exigido su construcción no tenían resultados comparables. Por eso, su precio relativo en la cartera de valores evaluada a precios de mercado era sustancialmente menor que si se medía por sus valores nominales. Allí eran el 25% del total, habían ocupado la cuarta parte de las inversiones bilbaínas. Aquí eran sólo el 15%: tal era su peso real en las apreciaciones del mercado bilbaíno.

Distribución sectorial de los capitales presentes en el índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1914 evaluados a su precio bursátil medio



La gráfica anterior representa esta distribución sectorial. Bancos y siderurgia —juntos, el 53% de los mercados bilbaínos— ocupaban más de la mitad de la cartera de valores. Los otros sectores presentaban porcentajes sustancialmente más modestos. Y llama la atención, junto a lo que ya hemos

comentado para los ferrocarriles, el escaso peso relativo de las navieras, que habían supuesto el 14% de las inversiones y eran sólo un 6% del valor mercantil de los títulos. Era consecuencia de la crisis naviera de comienzos de siglo. Ciertamente, nos encontramos ante un sector muy susceptible al impacto de la coyuntura y que se caracterizaba por las oscilaciones bruscas, pero de momento, pese a las posibilidades que el negocio encerraba, su peso había descendido, lo que es tanto más sorprendente por cuanto el baremo de las cotizaciones evaluaba también las expectativas. No se le concedían muchas posibilidades entre 1906 y 1914. Con seguridad, no podía vaticinarse su inminente y espectacular *boom*.

El índice de la Bolsa de Bilbao 1906-1914

En todo caso, al elaborar el índice recurriremos a la ponderación según el valor nominal de los capitales de cada empresa y sector (de ponderar según la evaluación bursátil se incrementaría injustificadamente el peso de las empresas mejor valoradas). Conviene resumir algunas características del índice global de la Bolsa de Bilbao 1906-1914 que hemos confeccionado:

1. Representa la media ponderada a partir de sus capitales nominales de las 34 empresas cuyas acciones cotizaron en la Bolsa de Bilbao siete o más de los años que estudiamos.
2. La amplitud y composición de la muestra impide que ningún sector tenga particular peso específico ni capacidad de condicionar, por sí mismo, la marcha del índice general.
3. La empresa con mayor influencia en el índice era Altos Hornos de Vizcaya, pero sólo contribuye un 12,6% a la formación de la cotización representativa. Con todo, hay que señalar que entre 8 compañías aportaban un 61% de los capitales representados, por lo que tenían en conjunto un peso sustancial en los resultados. Son Altos Hornos de Vizcaya, Ferrocarril de la Robla, Ferrocarriles Vascongados, Hidroeléctrica Ibérica, Unión Eléctrica Vizcaína, Ferrocarril Santander Bilbao, Banco de Bilbao y Minas de Cala, esto es, las compañías con un capital de 15 millones de pesetas o más. El que pertenezcan a cuatro *corros* diferentes impide que los comportamientos coyunturales de algún grupo condicionen por sí la marcha general del índice, que viene a ser un resumen global y genérico de las oscilaciones que experimentó, en conjunto, la economía capitalista de Vizcaya.

Por último, clasificamos a continuación a las 34 sociedades anónimas de la muestra por orden de importancia según sus capitales nominales, consignando su peso relativo en el índice:

Importancia relativa de las sociedades anónimas de la muestra y su peso en el índice

Compañía	Capital	Porcentaje
Altos Hornos de Vizcaya	32.750	12,6%
Ferrocarril de la Robla	20.000	7,7%
Ferrocarriles Vascongados	20.000	7,7%
Hidroeléctrica Ibérica	19.300	7,4%
Unión Eléctrica Vizcaína	18.500	7,1%
Ferrocarril Santander Bilbao	17.000	6,5%
Banco de Bilbao	15.000	5,8%
Minas de Cala	15.000	5,8%
Naviera Sota Aznar	12.500	4,8%
Marítima Unión	9.000	3,5%
Hullera de Sabero y Anexas	8.750	3,4%
Banco de Vizcaya	8.500	3,3%
Naviera Olázarri	7.100	2,7%
Crédito de la Unión Minera	6.000	2,3%
Bodegas Bilbaínas	6.000	2,3%
Ferrocarril Bilbao Portugalete	5.000	1,9%
Minera Peñaflor	4.500	1,7%
Sociedad Minera Villaodrid	4.000	1,5%
Minas de Irún y Lesaca	3.500	1,3%
Sierra Alhamilla	3.150	1,2%
Compañía de Seguros Aurora	3.000	1,2%
Compañía Naviera Vascongada	2.500	1,0%
Collado del Lobo	2.250	0,9%
Tranvía Eléctrico Bilbao Durango	2.200	0,8%
Compañía Bilbaína de Navegación	2.100	0,8%
Ferrocarril Castro Alén	2.000	0,8%
Argentífera de Córdoba	2.000	0,8%
Naviera Nervión	2.000	0,8%
Hidráulica del Fresser	1.500	0,6%
Compañía Aurrerá	1.310	0,5%
Marítima Actividad	1.180	0,5%
Sociedad de Talleres de Deusto	1.000	0,4%
Minera de Setares	875	0,3%
Compañía propietaria de la mina Ceferina	750	0,3%
Total	260.215	

El cuadro permite apreciar también algunas circunstancias que presentaban las dimensiones de las más características empresas vizcaínas.

Destaca en primer lugar la preeminencia de Altos Hornos de Vizcaya, singularizada por su elevado volumen de capitales. Le convertían con gran diferencia en la principal empresa vizcaína y le permitía concentrar la mayor capacidad de decisión. La macrocefalia, la existencia de una compañía cuan-

titativamente mucho más importante que cualquier otra constituía una característica propia de la estructura capitalista vizcaína.

Le seguían en orden de importancia las otras 8 compañías cuyo capital nominal superaba los 10 millones de pesetas. Encontramos entre ellas ferrocarriles, bancos, mineras y navieras. Eran las grandes empresas de Vizcaya, las que habían concitado un mayor esfuerzo inversor y mantenían su hegemonía a la altura de 1914.

Pero la mayoría de las sociedades tenían capitales más modestos. Eran 7 las medianas compañías, con capitales entre 5 y 9 millones de pesetas. Sectorialmente pertenecían a las mineras, bancas, navieras e «industrias varias», representada por una empresa vinícola.

A 18 ascendía el número de sociedades que no llegaban a 5 millones de pesetas. Encontramos entre ellas a representaciones de todos los sectores, menos la banca, con acusada presencia de navieras y mineras.

La rentabilidad de los negocios bilbaínos

Antes de analizar la coyuntura 1906-1914 a través de la marcha de las cotizaciones en la Bolsa de Bilbao, parece conveniente establecer el marco general que describe la rentabilidad media que tuvieron los distintos sectores durante la etapa. Para ello, hemos tenido en cuenta los beneficios líquidos que tuvieron las empresas que componen nuestra muestra. Este baremo no mide, en sentido estricto, la evolución de las distintas compañías desde el punto de vista de la rentabilidad que tenían para los accionistas, pues por lo común de los beneficios líquidos había que detraer el pago de distintas cargas, en particular lo destinado a las obligaciones (y, también, la formación de fondos de reserva y de previsión, además de impuestos y, a veces, las remuneraciones del Consejo de Administración), pero sí señala adecuadamente la eficacia económica de los distintos sectores.

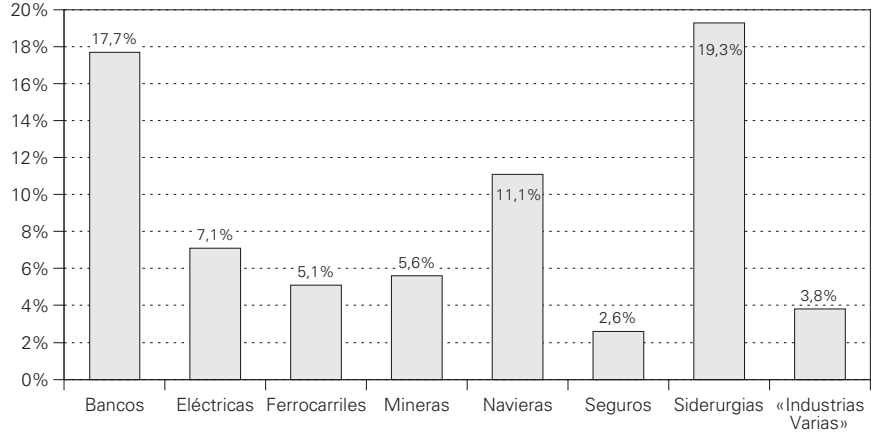
La muestra que hemos utilizado en este caso presenta algunas variaciones sobre la que compone el índice, por diversas circunstancias empresariales. Ha sido inevitable prescindir de cuatro compañías, porque los datos que de ellas tenemos son incompletos o no homologables a los de las treinta restantes. En el primer caso se encuentran dos pequeñas compañías, de los que ha sido imposible localizar las memorias —probablemente no las publicaban— y sólo tenemos datos parciales. Son, en concreto, el Tranvía Eléctrico de Bilbao, Durango y Arratia (filial, por otra parte, de los Ferrocarriles Vascongados) y la Sociedad de Talleres de Deusto. También hemos prescindido de dos compañías mineras, las que dirigían Sota y Aznar en Saltacaballos, la Minera de Setares y la Compañía propietaria de la mina Ceferina, pues, si bien sus gerentes proporcionaban los datos correspondientes a los dividendos repartidos —y aunque probablemente, dada la estructura de ambas empresas, esta cantidad equivaldría aproximadamente a los beneficios líquidos—, el concepto no era necesariamente equiparable

al que tenemos para las demás sociedades. En conjunto, pues, no son profundas las diferencias con nuestra muestra, ni alteran sustancialmente los resultados sectoriales. Sólo tienen alguna importancia en el sector siderúrgico, para el que dispondríamos así únicamente de los datos de dos de las tres compañías que figuran en nuestra muestra. Por ello, hemos incluido los resultados de la Compañía Anónima Basconia, una empresa que no figura en el índice de este periodo (no cotizó con asiduidad hasta finales de la etapa), pero que tuvo un papel económico relevante, con un capital de 9.500.000 ptas.

Como consecuencia de estas variaciones la muestra a partir de la cual evaluamos la eficacia económica de las sociedades anónimas bilbaínas la componen 31 empresas, que representaban un capital de casi 265 millones de pesetas. En conjunto, generaron entre 1906 y 1914 unos beneficios líquidos de 238 millones de ptas., de modo que la media anual era de 26,4 millones. En otras palabras, la rentabilidad media de las empresas bilbaínas fue, conforme a nuestra muestra, de prácticamente el 10% anual.

Era muy distinta la eficacia económica de los distintos sectores. Si nos atenemos a las cifras globales, tenemos que las inversiones más rentables fueron, con gran diferencia, las siderúrgicas y los bancos. Las primeras llegaron a producir, como media, beneficios anuales próximos al 20%, mientras los bancos se aproximaban al 18%. Les seguían en importancia las navieras, pero ya a cierta distancia.

Rentabilidad media de las inversiones bilbaínas entre 1906 y 1914



El gráfico precedente confirma una nota que ya hemos adelantado. La importancia de la siderurgia y de la banca en la estructura productiva vizcaína se debió, más que a la importancia de las inversiones que exigieron, a la

extraordinaria rentabilidad que alcanzaron. Téngase en cuenta que el gráfico y el cuadro siguiente recogen cifras medias de un periodo de 9 años, de modo que no nos encontramos ante un fenómeno coyuntural. Lo cierto es que la primacía de la siderurgia vizcaína —firmemente asentada, gracias a la estructura monopolística del sector— permitió espectaculares beneficios consolidados. Sólo eran comparables a los que tenían los bancos bilbaínos, conseguidos gracias a la abundancia de disponibilidades, la temprana implantación vizcaína de la banca y la limitación de la competencia bancaria a tres instituciones de crédito.

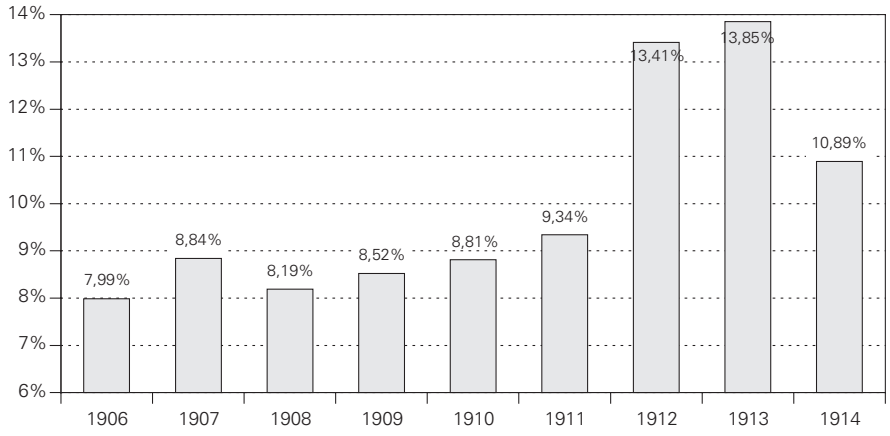
De los negocios *históricos*, los ferrocarriles tenían, desde luego, una rentabilidad limitada, muy por debajo de la media. Pese a que algunas de estas compañías habían vivido espléndidos momentos a finales del XIX, con rentabilidades anuales próximas al 20%, lo cierto es que los altos costos que en conjunto tuvo la red ferroviaria determinaron una limitada rentabilidad. De los *sectores nuevos*, los nacidos en torno a 1900, sólo las navieras conseguían altos resultados.

Rentabilidad media de las empresas bilbaínas entre 1906 y 1914

Sector	Capital	Beneficios medios	Rentabilidad
Bancos	29.500	5.234.392	17,74%
Eléctricas	39.300	2.787.292	7,09%
Ferrocarriles	64.000	3.287.264	5,14%
Mineras	43.150	2.416.448	5,60%
Navieras	36.380	4.025.412	11,06%
Seguros	3.000	77.428	2,58%
Siderurgias	43.560	8.386.564	19,25%
«Industrias Varias»	6.000	229.063	3,82%
Total	264.890	26.443.863	9,98%

Ahora bien: los datos anteriores se refieren a cifras medias. Pese a su brevedad y la general atonía que en principio caracterizó al periodo, fueron importantes algunas variaciones anuales, tal y como figura en el gráfico siguiente. La rentabilidad media del complejo empresarial que forma nuestra muestra fue del 10%, pero sólo se alcanzó este porcentaje en los tres últimos años, siendo particularmente sobresalientes los de 1912 y 1913. Antes, puede afirmarse que se vivía una fase sin sobresaltos, con rentabilidades medias de los capitales bilbaínos en torno al 8% anual. Lo sucedido en 1912 y 1913 sugiere, sin embargo, que la estructura empresarial de Vizcaya tenía capacidad de mejorar súbitamente su rentabilidad.

Evolución de la rentabilidad media de las empresas vizcaínas entre 1906 y 1914



Las cifras medias esconden profundas diferencias de comportamiento, tanto desde el punto de vista cronológico como sectorial. Lo describe bien el cuadro siguiente, que recoge el total de beneficios líquidos anuales de cada sector y el índice de su evolución, a partir de base = 100, 1914.

Beneficios líquidos anuales de los distintos sectores empresariales entre 1906 y 1914[92]

	Bancos		Ferrocarriles	
1906	3.863.441	100,0	3.267.693	100,0
1907	4.118.896	106,6	3.559.326	108,9
1908	5.198.301	134,6	3.212.688	98,3
1909	5.339.651	138,2	2.867.079	87,7
1910	5.571.279	144,2	2.923.343	89,5
1911	5.662.957	146,6	2.879.184	88,1
1912	5.944.979	153,9	3.815.684	116,8
1913	5.649.264	146,2	4.143.701	126,8
1914	5.760.763	149,1	2.916.678	89,3

[92] Beneficios líquidos de las compañías que figuran en el índice, agrupados sectorialmente. La composición de cada grupo y los beneficios de las distintas sociedades figuran en los epígrafes dedicados al análisis del comportamiento bursátil de los diversos sectores.

	Navieras		Mineras	
1906	1.932.358	100,0	4.342.441	100,0
1907	2.486.083	128,7	3.911.490	90,1
1908	903.526	46,8	1.992.906	45,9
1909	926.942	48,0	2.380.902	54,8
1910	1.907.501	98,7	1.739.403	40,1
1911	4.228.945	218,8	909.255	20,9
1912	9.540.149	493,7	2.056.921	47,4
1913	9.853.880	509,9	2.576.958	59,3
1914	4.449.326	230,3	1.837.755	42,3
	Electricas		**Siderurgia**	
1906	2.018.456	100,0	5.348.297	100,0
1907	1.873.830	92,8	7.302.099	136,5
1908	2.113.675	104,7	8.167.328	152,7
1909	2.744.217	136,0	8.056.197	150,6
1910	2.831.038	140,3	7.876.365	147,3
1911	2.959.249	146,6	7.717.880	144,3
1912	3.184.665	157,8	10.669.058	199,5
1913	3.572.369	177,0	10.570.663	197,6
1914	3.788.124	187,7	9.771.190	182,7
	Seguros		**Varias**	
1906	139.290	100,0	261.377	100,0
1907	–61.573	–44,2	220.692	84,4
1908	19.448	14,0	96.112	36,8
1909	109.254	78,4	136.050	52,1
1910	148.511	106,6	332.097	127,1
1911	85.995	61,7	299.633	114,6
1912	69.836	50,1	253.304	96,9
1913	95.699	68,7	237.954	91,0
1914	90.390	64,9	224.350	85,8

	Total	
1906	21.173.352	100,0
1907	23.410.844	110,6
1908	21.703.984	102,5
1909	22.560.292	106,6
1910	23.329.538	110,2
1911	24.743.097	116,9
1912	35.534.595	167,8
1913	36.700.487	173,3
1914	28.838.576	136,2

Las notas más significativas de los comportamientos sectoriales fueron las siguientes:

1. Notable ascenso del sector bancario, que entre 1906 y 1910 incrementó sus beneficios en casi un 50%; después, se estabilizaron. El comportamiento resulta llamativo, porque, pese a tratarse de un sector íntimamente relacionado con la evolución general de la economía, sigue una tendencia bien diferente. Tiene una explicación esta aparente distorsión: y es que, pese a la general paralización económica de la primera década del siglo, los bancos consiguieron una mayor penetración en la economía vizcaína, conforme generalizaban el recurso a la banca.
2. El sector ferroviario presentó leves oscilaciones con respecto al punto de partida. En general, vivió una etapa de crisis, con sólo dos ejercicios (1912 y 1913) de mejoras sustanciales, aunque no espectaculares.
3. Caracterizan al sector naviero las oscilaciones bruscas. La crisis naviera tocó fondo en 1908 y 1909, cayendo sus beneficios a la mitad de los de 1906. Luego conoció una recuperación brusca y espectacular, hasta el punto de que en 1913 multiplicaba por 10 los beneficios de 1908. Pero la nota más llamativa del grupo era, sin duda, la inestabilidad de su evolución coyuntural y su extrema susceptibilidad a los cambios, con capacidad de saldar con grandes mejorías de beneficios los momentos alcistas.
4. La ausencia de una tendencia definida y unos resultados en general depresivos: tal era la característica del comportamiento de las compañías mineras. En fase de instalación de las minas en que basaban sus negocios, compradas en torno a 1900, aun no se habían estabilizado sus resultados, que dependían, más que del comportamiento de la demanda, de las esporádicas ventas de mineral de unas empresas que en general aún no habían normalizado su producción.
5. Con leves desfases, las eléctricas y las siderurgias mantuvieron un crecimiento sostenido, que les hizo duplicar sus beneficios a lo largo del periodo. Las primeras reflejaban el progreso paulatino de un negocio cuya capacidad productiva y mercado iban desarrollándose de año en año. Para la siderurgia, la mejoría de beneficios obedecía al crecimiento del consumo nacional, una vez consolidado el Sindicato Siderúrgico.
6. Seguros Aurora y Bodegas Bilbaínas tuvieron un comportamiento parecido. Vivieron, en conjunto, una fase de crisis, en la que las bruscas caídas y descensos no parecen responder a ninguna tendencia consolidada. Llama la atención, en particular, que los seguros —que llegaron a saldar con pérdidas algún ejercicio—, no se viesen influidos por la evolución de las navieras, un ramo con la que inicialmente estaban íntimamente relacionados.

Una visión de conjunto sugiere que el aparato productivo vizcaíno estaba en cierto modo fragmentado. Bancas, siderurgia, minas, ferrocarriles… mostraban comportamientos contradictorios, en sus ritmos de expansión y en sus respectivas evoluciones coyunturales. La deficiente integración de este conjunto económico quería decir también que los distintos ramos de actividad tenían cada uno sus dependencias propias, apenas relacionadas entre sí.

Evolución de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914

La evolución de las cotizaciones bursátiles entre 1906 y 1914 confirma que, globalmente considerado, fue éste un periodo de atonía. Las oscilaciones en los precios de las acciones fueron escasas. En nuestra muestra la media de las cotizaciones más baja fue de 120, el precio que presentan durante el tercer trimestre de 1906; y la más alta fue de 160,1, que se alcanzó entre enero y marzo de 1910.

Así, pues, la variación máxima de los precios fue del 33%. Y entre estas dos cotas y en esta horquilla funcionó durante nueve años el mercado bursátil de Bilbao. No ha de extrañar que en las crónicas de Bolsa predominen los calificativos de «atonía», «mercado flojo», «pesadez en la Bolsa», «escasa contratación», «el negocio bursátil de esta plaza no ha tenido el menor interés, ni de carácter general, ni especial», «sus valores continúan paralizados totalmente». «*Pocas veces llega un mercado a la postración e indefinición a que llega ahora el de esta plaza; ni en pleno verano se presencian sesiones tan faltas de interés y de negocio como las de estos días en la Bolsa de Bilbao*»[93]: esta nota de *El Economista* de 1911 refleja bien el ambiente característico del periodo.

Pese a ello, sí hubo algunas circunstancias que pueden reseñarse, y que tienen interés en una visión general. Las oscilaciones bursátiles fueron reducidas, pero en conjunto pueden distinguirse dos fases claramente diferenciadas:

1. Tendencia netamente alcista desde el último trimestre de 1906 hasta el primero de 1910. Con ella se ponía fin a la crisis bursátil iniciada en julio de 1901 y se imponía la mejora general de las cotizaciones, con avances nítidos, e incluso significativos en 1907. Entre el último trimestre de 1906 y el segundo de 1907 la sobrevaloración media de las acciones fue del 13%, en sólo medio año: constituyó la subida más importante de las que se dieron durante el periodo. Pero la recuperación, que tuvo su momento más feliz en el primer semestre de 1907, fue ní-

[93] *El Economista*,. 17 de abril de 1911. En todo caso, las «Revistas de Bolsa» de 1911 reproducen la tónica general del periodo, caracterizada, si no por notas pesimistas, sí por la constatación de que era muy escasa la contratación bursátil.

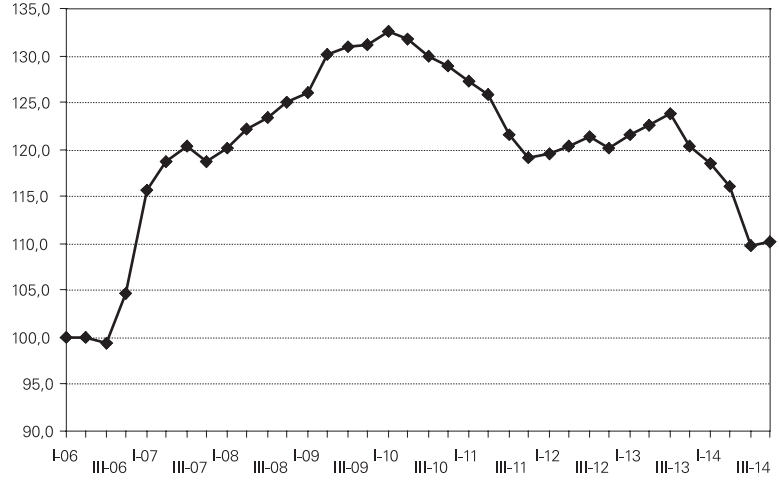
tida durante todo esta fase, sin apenas interrupciones, describiendo una coyuntura precisa de mejoría de los precios de las acciones bilbaínas.

2. Desde marzo de 1910 se interrumpió el alza. Pese a que pronto algunos sectores como el naviero vislumbraron el final de su crisis, por la mejoría de los fletes, tales expectativas no fueron apreciadas en las compraventas bursátiles como una general coyuntura positiva capaz de mejorar globalmente el valor de la cartera de acciones. Al contrario: desde la fecha mencionada las cotizaciones descendieron paulatinamente, bien que sin bruscas caídas. En julio-septiembre de 1911 los precios medios eran un 8,25% inferiores a los de comienzos del año anterior. Siguieron dos años de paralización; y si bien a mediados de 1913 una leve recuperación parecía presagiar un cambio de coyuntura, desde octubre la coyuntura depresiva se adueñó de nuevo del mercado. Desde entonces, todos los trimestres se saldaron con bajas significativas, produciéndose la mayor caída entre julio y septiembre de 1914, cuando se declaró la Guerra europea. En un sólo trimestre los precios medios cayeron de 140,2 a 132,8, la mayor baja del periodo. Al principio, por tanto, la Bolsa bilbaína interpretó negativamente las expectativas que abría la nueva situación bélica.

Con todo, los niveles a que se movía por entonces la Bolsa de Bilbao eran más altos que los que presentaba en 1906. Se había perdido buena parte de las ganancias que presentaba a comienzos de 1910, pero, en conjunto, se había recuperado la depresión de comienzos de siglo.

Es la evolución que presenta el gráfico siguiente:

Evolución de las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao entre 1906 y 1914



Base = 100, primer trimestre de 1906. Elaborado a partir de las cotizaciones trimestrales medias de la muestra de 34 empresas descrita en el texto, ponderadas a partir de sus capitales nominales

Las cotizaciones bursátiles no traducen necesariamente los concretos resultados de los negocios. Basta comparar el comportamiento del índice general de la Bolsa de Bilbao con los cuadros expuestos arriba, que reproducen la marcha de los beneficios. Fue a partir de 1910 cuando éstos aumentaron sustancialmente, tras unos años de bajas rentabilidades. Y, sin embargo, las series de cotizaciones muestran un resultado bien diferente. El auge bursátil, si bien limitado, se produjo entre 1906 y 1910. Desde este año la evolución no fue catastrófica, pero en conjunto se mantuvieron unos resultados depresivos, coincidiendo paradójicamente con los mejores resultados empresariales.

No hay contradicción en este comportamiento tan desigual. Al contrario: tal comportamiento constituye uno de los componentes fundamentales del funcionamiento del mercado de capitales bilbaíno. Las cotizaciones bursátiles evaluaban las expectativas empresariales; y en ellas influían factores muy diversos, entre los que por supuesto se encontraban los resultados concretos que obtenían las distintas empresas; pero en los precios de las acciones influían también, y decisivamente, otras dos circunstancias. Primero, la general situación del mercado financiero, determinada por el precio del dinero, y, por tanto, por la abundancia o no de recursos; en segundo lugar —y especialmente— el futuro que se auguraba a cada empresa, en función de una variada gama de factores. Las cotizaciones reflejan las expectativas, en el marco de la situación del mercado de capitales y de los resultados próximos y futuros de las empresas. Por eso, el índice de la Bolsa de Bilbao describe la coyuntura a que se ajustaban los comportamientos capitalistas de Bilbao, sus expectativas y evaluaciones a corto, medio y largo plazo.

La fragmentación sectorial del aparato productivo creado por el capital bilbaíno, y las muy variadas dependencias específicas de las distintas actividades, dificultan localizar causas globales de esta evolución, tanto de la fase expansiva 1906-1910 como de la depresión 1910-1914. Concurrieron circunstancias muy diversas, con efectos particulares en cada ramo productivo. Aún así, puede trazarse un panorama general.

Cabe señalar, en primer lugar, que la expansión iniciada en 1906 tuvo importancia, pues suponía el final del marasmo empresarial que había comenzado en 1901. Esta expansión, que produjo los más rápidos ascensos del periodo, se debió a causas particulares, si bien algunas fueron sólo transitorias:

A fines de 1906 se daba por terminada «*la crisis que los negocios han venido sufriendo con sensible persistencia en los años anteriores, defraudando las alegrías y esperanzas de aquellos días de la famosa fiebre de papel. Una viva reacción se ha producido en los negocios*». Se había superado, se decía, «*la triste situación que los negocios han venido sufriendo en Bilbao*»[94]. Y,

[94] «Revista de Bolsa», *El Economista*, 26 de noviembre de 1906.

efectivamente, la consolidación del alza confirmó que los apuros creados por las desmesuras de 1898-1901 se habían terminado. Volverían más tarde los problemas, pero ya no podrían atribuirse al marasmo creado por la sobreabundancia de empresas, por encima de lo que podía sostener la plaza.

¿A qué se debían la recuperación y el alza de las cotizaciones iniciada en 1906? Concurrieron, en realidad, circunstancias muy diversas. Podemos resumirlas en las siguientes:

La causa primordial de la mejoría, pues directa o indirectamente afectaba a todos los sectores, fue el alza general de los precios de los minerales. Hierro, plomo y cobre mejoraron sustancialmente sus cotizaciones. La cuestión resultaba decisiva, pues del hierro dependía en parte la marcha de las disponibilidades vizcaínas, de modo que las mayores ganancias generadas por la minería necesariamente se traducían de forma inmediata en la abundancia de recursos financieros. También plomo y cobre tenían su importancia para la economía capitalista de Vizcaya, habida cuenta de la importancia que alcanzaron las inversiones en minas de estos productos.

Con todo, debe reseñarse que para la minería la evolución había sido contradictoria. En 1905 se había iniciado un fenómeno perjudicial para el sector, que además se había agravado en 1906: la mejora de los cambios. Paradójicamente, las buenas cotizaciones de la peseta —en 1906 se llegó al cambio de 106, desconocido durante décadas— resultaba negativo. Para algunas empresas mineras la prima del oro era casi el único beneficio, toda vez que dedicaba a la exportación la mayor parte de sus productos. «*Por ello eran bien justificados los temores que a los productores de mineral en España produjo el rápido descenso del cambio internacional, pues que si aun contando con la prima del oro era difícil en muchos casos la remuneración del capital, sin ella considerábase punto menos que imposible la vida de las explotaciones mineras*»[95].

Los temores no se confirmaron. En 1906 los precios de los minerales subieron de forma espectacular, «*La elevación de precios de los minerales [ha llegado] a tal punto que no sólo ha compensado el perjuicio de la baja del cambio, sino que ha llegado a que hasta explotaciones mineras que estaban puede decirse que abandonadas, ahora se explotaran aprovechando el gran margen de beneficios que ofrece la carestía de los metales en el mercado mundial*»[96]. Los valores mineros se consideraban el eje

[95] *Consejos para los capitalistas ante al año 1907*, «El Economista», 17 de enero de 1907.

[96] Las variaciones de los precios de estos minerales fueron las siguientes (precios por tonelada inglesa):

	Fin de 1905	Fin de 1906
Hierro	54.5 chelines	62 chelines
Cobre	79.15 £	104.10 £
Plomo	17.10 £	20 £

del mercado bilbaíno, de modo que sus mejoras repercutieron en todos los sectores.

Hubo circunstancias particulares que beneficiaron al sector ferroviario, de tanto peso en la Bolsa bilbaína: el fin de las tensiones empresariales que se arrastraban desde comienzos de siglo, motivadas por la fusión de las compañías que explotaban la línea entre Bilbao y San Sebastián. En 1906 se unían por fin en los Ferrocarriles Vascongados, terminándose una de las cuestiones más azarosas que afectaron al empresariado vizcaíno. Además, en los ferrocarriles repercutieron positivamente las mayores disponibilidades de la plaza bilbaína, que permitió afrontar la construcción de nuevos ramales, mediante emisiones de obligaciones o préstamos bancarios. Se terminaban así, de momento, los apuros empresariales, y las compañías se dotaban de una estructura más saneada, que les permitía reflejar en dividendos los mayores tráficos.

Además, los bancos vieron crecer sus recursos, por mayores imposiciones en cuentas corrientes y cajas de ahorro.

Resultó decisiva, también, la formación del Sindicato Siderúrgico, que en 1906 puso fin a un periodo de luchas de precios y caídas de beneficios. Con el Sindicato se eliminaba la competencia y podían elevarse los precios de los productos siderometalúrgicos.

En general, pues, diversos factores influyeron en el comienzo de esta coyuntura alcista. El principal fue, desde luego, los mejores precios mineros, que repercutían en otros sectores, como la banca. Pero contribuyeron a las mejores cotizaciones la eliminación de problemas empresariales, tanto los que habían trabado la marcha de los ferrocarriles, como los excelentes efectos del Sindicato Siderúrgico para Altos Hornos de Vizcaya, la principal empresa local y, también, la que tenía mayor influencia en el comportamiento del índice de la Bolsa de Bilbao.

Hubo algunos sectores que quedaron al margen de la expansión. Sucedió así con los seguros. Se atribuyó a que el sector estaba sobredimensionado, con dos compañías cuyas capacidades desbordaban a las posibilidades de la plaza bilbaína. «*La postración de ellos obedece a luchas nacidas de la competencia, difícil de soportar para las Compañías de creación relativamente reciente*»[97]. Tampoco mejoraron las navieras, por los bajos precios en el mercado de fletes, algo que era particularmente grave para un sector que tenía que competir en un mercado internacional, sin posibilidades de abaratar sus costos productivos, al comprarse los barcos en el exterior.

Ahora bien, la principal causa del limitado despegue de 1906 tuvo un efecto pasajero. En efecto, la subida de los precios de mineral duró pocos

---

[97] «Revista de Bolsa», *El Economista*, 16 de marzo de 1907.

meses. A finales de 1907 habían vuelto a caer[98]. Sin embargo, su impacto a comienzos de este año llegó a propiciar la especulación en la Bolsa bilbaína, un fenómeno que no se conocía desde 1901. De ahí la importancia que alcanzó la subida con la que arrancó la fase expansiva.

Tras el fin del breve auge minero otras circunstancias sostuvieron la expansión de la Bolsa bilbaína:

1. El auge de los tres bancos bilbaínos, cuyos recursos ajenos, en particular los acumulados en las cuentas de ahorro, subieron. Su mayor penetración en el mercado (en estos años fue habitual la formación de agencias y sucursales fuera de Bilbao) contribuyó, también, a que subieran los beneficios y que los valores bancarios aparecieran como una inversión sólida y segura, pues las empresas, al tiempo que repartían crecientes dividendos, presentaban unos balances saneados.

---

[98] La evolución mensual de los precios en libras esterlinas por tonelada inglesa de cobre y plomo fue entre 1905 y 1907 la siguiente:

Cobre			
	1905	**1906**	**1907**
Enero	67 15.16	78 1.2	106 1.8
Febrero	68 3.8	78 3.4	108 3.4
Marzo	67 3.8	83 3.4	97 1.2
Abril	65 15.16	85 1.4	104 1.4
Mayo	65	85 5.8	101
Junio	65 3.4	81 1.4	96 3.4
Julio	68 5.16	82 1.2	88 1.4
Agosto	70 3.8	85 3.8	76 1.2
Septiembre	71 1.4	91 3.8	63 3.4
Octubre	71 3.8	94 1.4	65 3.4
Noviembre	77 1.8	102 1.2	62 7.8
Diciembre	79 5.8	106 1.4	59 1.2
Plomo			
	1905	**1906**	**1907**
Enero	12 15.16	16 1.2	20
Febrero	12 1,2	16 3.8	19 13.16
Marzo	12 3.4	16 1.4	19 3.4
Abril	12 7.8	16 3.8	20 5.8
Mayo	13 1.8	17	20 3.4
Junio	13 3.4	17	20 7.8
Julio	14 3.6	17	20 5.16
Agosto	14 1.6	17 3.4	19 7.8
Septiembre	14 3.8	18 7.8	21 7.8
Octubre	15 1.4	19 3.4	18 5.8
Noviembre	16 3.4	19 3.4	17 1.8
Diciembre	18	20 3.8	15 1.8

El Economista, 25 de enero de 1908, a partir de gráficos del Deutsche Bank

2. La rentabilización del Sindicato Siderúrgico, que se saldó con mayores beneficios para Altos Hornos de Vizcaya, y, sobre todo, con la consolidación de una estructura empresarial sobre la que no se cernían amenazas. Ciertamente, en algún momento la siderurgia tuvo que bajar el precio del lingote, ante la caída que el hierro experimentaba en toda Europa.

Algunas circunstancias, sin embargo, mejoraron las expectativas de la empresa, en gran parte confirmadas por la evolución de los beneficios. En particular, el mercado cotizó al alza el proyecto de ley de ferrocarriles secundarios, que se suponía relanzaría la construcción ferroviaria y, por ende, mejorarían las ventas de la siderurgia. Y, desde comienzos de 1908 la Bolsa cotizó al alza las posibilidades que abría la ley por la que se impulsaría la construcción de la escuadra. La incertidumbre sobre a qué empresa se adjudicaría esta tarea dio márgenes para altibajos, pero, en conjunto, se suponía que la beneficiaria sería la empresa creada por el que se llamó «grupo vasco-madrileño-catalán», como así sucedió. Se estimaba, con razón, que la adjudicación de estas obras incrementaría a largo plazo las ventas de Altos Hornos. Así, en conjunto hasta 1909, cuando se conoció la definitiva resolución gubernamental, las posibilidades que se abrían para Altos Hornos de Vizcaya fueron interpretadas positivamente por el mercado bursátil.

Efectivamente, se concedió la construcción de la escuadra a la Sociedad Española de Construcción Naval, formada en 1908 para acudir al concurso por el mencionado *grupo vasco-madrileño-catalán*, que componían, por un 60% del capital, las siguientes empresas españolas: Altos Hornos de Vizcaya, Duro-Felguera, Construcciones Metálicas, Trasatlántica española, Crédito Mercantil, Banco Español de Crédito, Banco de Castilla, Banco de Barcelona, Banco Hispano Colonial, Banco de Bilbao, Banco de Vizcaya, Banco del Comercio, Crédito de la Unión Minera, Casa Urquijo, Casa Aldama, Casa Arnós; por un 40% participaban algunas compañías extranjeras: Vickers Sons and Maxim Lted., John Brown Co. Ltd., Armstrong Whitsorth B. Co. Ltd[99]. Pero, al margen de la importancia que alcanzó la participación bilbaína en la empresa, lo decisivo para la siderurgia vizcaína es que la nueva compañía instalaría un nuevo astillero en el Nervión y, lógicamente, consumiría sus laminados. El contrato era importante —en

[99] *Revista Minera, Metalúrgica y de Industria*, abril de 1908. La Sociedad Española de Construcción Naval se constituía con el objetivo expreso de «participar en el programa de renovación de la marina de guerra española». La compañía no tenía al principio astilleros propios, y utilizó los Arsenales de El Ferrol y Cartagena, del Estado. En 1914 adquirió los Astilleros de Matagorda, en Cádiz, y fue en 1915 cuando compró terrenos en la ría de Bilbao para establecer la factoría de Sestao.

parte lo cumplirían los arsenales de El Ferrol y Cartagena—, pues se adjudicaba la construcción de tres acorazados de 15.000 Tms., 3 destructores, 24 torpederos y 4 cañoneros.

3. Contribuyó positivamente al auge bursátil la saneada estructura que alcanzó la Hidroeléctrica Ibérica, como hemos visto la principal empresa creada a comienzos de siglo. Había pasado por apuros desde 1902, por problemas dentro del grupo promotor, pero hacia 1906 se resolvían. En primer lugar, desaparecieron de su dirección quienes habían fundado la empresa en condiciones muy discutidas; dentro de la esfera del Banco de Vizcaya, sus nuevos consejeros sanearon el capital de la empresa. En segundo lugar, en 1907 Hidroeléctrica Ibérica resolvía su principal problema, cómo habrían de explotarse los saltos del Júcar cuya concesión tenía desde su constitución. La formación de Hidroeléctrica Española, en la que participaba la Ibérica en colaboración con capitalistas madrileños y a la que vendía tales concesiones tuvo un decisivo efecto positivo. Por último, en 1909 la Hidroeléctrica Ibérica consolidaba su posición, al promover la Unión Eléctrica Vizcaína, que le daba el monopolio en el abastecimiento de electricidad para Bilbao, que era su principal negocio.
4. Junto al saneamiento de la estructura empresarial de eléctricas y ferrocarriles, los excelentes efectos que para Altos Hornos de Vizcaya tenía el Sindicato y las nuevas expectativas que se abrían con la construcción naval, y el auge bancario, durante el periodo 1906-1909 hubo una circunstancia que justifica la progresiva apreciación de los valores bursátiles: el optimista panorama que describían las finanzas españolas. Se reflejaron en la mejoría de los Fondos Públicos, en las cotizaciones de la peseta y en los resultados de los presupuestos del Estado, que llegaron a cerrarse con sucesivos superávits. La subida de la Deuda Pública tenía efectos positivos en las carteras locales de valores y en los propios activos bancarios, pero, en conjunto, estos parámetros —que se seguían con detenida atención por los bolsistas— describían un panorama halagüeño, que, unido a las notas positivas de las empresas locales, dieron un ambiente de firmeza a la contratación bursátil. El desarrollo de las cotizaciones fue limitado, pero en conjunto las expectativas generales permitían compensar las bajas de los precios del mineral y la postración que vivían las navieras.

El ciclo expansivo, de limitadas pero nítidas alzas, se terminó en 1909. Los fondos públicos comenzaron a caer y se alteraron desde mediados de este año los baremos que describían la situación financiera española. El desarrollo de las cotizaciones de la Bolsa de Bilbao tocaba a su fin. Tiene interés, sin embargo, el momento en que repercutió en el mercado local el cambio de ciclo. Se produjo éste, pero con cierto retraso, pues la inversión de la tendencia no se produjo hasta el segundo trimestre de 1910, casi un año después de

que se ensombreciera el general panorama económico. Lo hizo cuando sobre los problemas generales repercutieron algunas circunstancias locales negativas desde el punto de vista empresarial. Puede considerarse, pues, que la Bolsa bilbaína, volcada en los valores de las sociedades anónimas locales, tenía cierta autonomía con respecto a la evolución general.

El final de la expansión de la Deuda Pública española llegó bruscamente. Se atisbaron las dificultades cuando llegaron los primeros incidentes en Melilla. Desde abril de 1909, cuando se hablaba ya de inminentes operaciones militares en Marruecos, la incertidumbre se adueñó de la Deuda Pública, que temía ya se complicaran las cosas y que, al margen del resultado de la nueva política militar, los incidentes se saldaran con mayores gastos y, por ello, con una alteración del crédito público. A fines de junio se confirmaba que el Gobierno abandonaba la línea abstencionista, «*que en este asunto era una garantía de paz […] Lo único cierto es que se organiza la movilización de batallones y que se piden créditos extraordinarios para preparativos militares*»[100]. Llegaba, precisamente, lo que más temía la Bolsa. «*Estas aventuras en que, pudiendo perderse mucho, es poco o nada lo que puede ganarse, no son los factores que en caso alguno puedan ser favorables a los mercados bursátiles, que sólo ansían tranquilidad para desarrollarse normalmente*». La interpretación de *El Economista* resumía la filosofía con la que la Bolsa afrontaba la inminente guerra.

El *crak* de la Deuda Pública llegó el 25 de junio de 1909, en la Bolsa de Madrid. «*La Bolsa [estuvo] en completo desquiciamiento que no exageramos al calificar de pánico el movimiento general de baja que sufre nuestro mercado; los valores bajan a saltos y en todos lo semblantes se refleja la impresión que produce el temor a lo desconocido, exteriorizado en un descenso acentuado*»[101]. Después, llegó la Semana Trágica, la crisis de Gobierno y los preparativos militares se convirtieron en gastos efectivos para el presupuesto del Estado. La Deuda Pública no se recuperó. Terminaba, pues, el trasfondo que explicaba en buena medida la fase expansiva de la Bolsa bilbaína.

Sin embargo, el mercado bilbaíno apenas tradujo a corto plazo la crisis. Las noticias que llegaban de Barcelona durante la Semana Trágica provocaron una baja limitada de los valores, pero no su caída. «*Nada tienen que ver con la guerra y sus consecuencias*», explicaba, optimista, el cronista de la Bolsa de Bilbao. En realidad, subsistían los factores locales que habían propiciado el alza de los años anteriores: la abundancia de disponibilidades bancarias, el auge siderúrgico, los avances hidroeléctricos. De hecho, durante todo 1909 se resistió la crisis, pese al general sombrío panorama. Incluso las cotizaciones alcanzaban su techo a comienzos de 1910, bien que mante-

---

[100] «Revista de Bolsa», *El Economista*, 19 de junio de 1909

[101] «Ayer, Viernes», en *Revista de Bolsa*, El Economista, 26 de junio de 1909.

niendo la firmeza en un mercado con escasas contrataciones. Pero, en último término, la Bolsa bilbaína no pudo sustraerse a las circunstancias negativas. Desde el segundo trimestre de 1910 sus valores emprendieron el camino de la baja, que no abandonaron los siguientes años, pese a que, en realidad, no hubo similar comportamiento de los beneficios locales, y hasta mejoraron ostensiblemente las circunstancias que vivía un sector tan importante como el naviero. Había quebrado la confianza, el crédito, y se juzgaron negativamente las expectativas locales.

¿Qué factores se cotizaron a la baja a partir de 1910, dándoles incluso más importancia que a la evolución de los beneficios empresariales? No parece difícil resumirlos, a juzgar por las crónicas locales. El principal fue, desde luego, el deterioro de la Deuda del Estado y la incierta situación creada en Marruecos. El ahorro bilbaíno se retrajo, acumulándose en las cuentas de ahorro e incluso, en primera instancia, dirigiéndose a la compra de valores en París. Pero junto a los factores nacionales estuvieron los internacionales. La amenaza de una guerra europea estuvo presente desde 1911, y hasta se confirmó el año siguiente con la primera guerra balcánica. La situación tuvo efectos negativos sobre el mercado bilbaíno, temeroso de que, en resumidas cuentas, las expectativas empresariales locales no se confirmaran. Incluso tuvo efectos negativos la inversión bilbaína en la Bolsa de París, que la hubo, pues sus valores se depreciaron con el comienzo de la que entonces se llamó la guerra de Oriente. Un banco local, el Crédito de la Unión Minera, se resintió gravemente, porque en su activo los valores extranjeros tenían considerable peso específico. Sus apuros arrastraron a todos los bancos, máxime cuando a fin de 1912 se conocía la suspensión de pagos del Banco Hispano Americano.

No hay dinero, *el dinero se esconde*: tales son las notas más repetidas en las crónicas bursátiles de estos años, que hablan de ausencia de inversiones, de inquietud general. Es verdad que las expectativas estaban reñidas con algunas circunstancias decididamente positivas, pero el ambiente capitalista no estaba ahora dispuesto a evaluarlas así. Un ejemplo: en 1910 Altos Hornos de Vizcaya repartía dividendos superiores a los de 1909, y su situación empresarial no había empeorado, pero se cotizó por debajo del año anterior. Hubo momentos en que mejoraron los precios de los minerales, y hasta los fletes crecieron espectacularmente en 1912 (aumentaron en un sólo año un 100%), pero la inevitable mejoría de estos sectores no se tradujo en mejores cotizaciones bursátiles. Bien por el temor a que fuese un alza esporádica, bien por que se imponían los pesimismos, bien porque, como sucedía en las navieras, se interpretase que sus mayores beneficios de momento sólo servirían para enjugar las deudas acumuladas los años anteriores y hacer frente a las amortizaciones, lo cierto es que las cotizaciones de sus acciones no reprodujeron la nueva coyuntura. Esta fue, por otra parte, breve. A fines de 1913 volvían a caer los fletes. Y esta vez, sí, las cotizaciones bursátiles siguieron la tendencia que marcaba la coyuntura depresiva.

Algunas circunstancias locales dieron su particular impronta a esta fase depresiva. En primer lugar, el temor a la conflictividad social, que se apoderó del mercado desde la huelga general de 1910 y que influyó durante todo el periodo. Tiene interés el hecho, pues, en realidad, la inflexión en el ciclo bursátil se produjo coincidiendo con la mencionada huelga. Hasta entonces, el mercado bilbaíno había resistido relativamente bien las malas noticias que llegaban desde Madrid o Barcelona, e incluso las amenazas de la guerra europea. Cuando se produjo la huelga general en Vizcaya se inició definitivamente el camino hacia la baja de los valores.

El temor al conflicto social, con el precedente de la Semana Trágica, estuvo presente desde mayo de 1910. El mercado bursátil cotizaba ya negativamente los dispersos movimientos huelguísticos, ante el temor de que se convirtiese en una huelga general. Por fin, en julio se hablaba ya de que «*todo el mundo ha estado y está preocupado con la huelga de los mineros*»[102]. La crónica del 20 de agosto de 1910 deja claro el ambiente de la Bolsa bilbaína, desde luego pesimista. «*Más que de Bolsa, preciso es hablar de la huelga minera, que no lleva trazas de terminar, no obstante llevar cinco semanas largas. En ese tiempo han dejado de producirse y de fundirse o embarcarse, más de medio millón de toneladas. Aparte del constante peligro para el orden público y de la perturbación que ocasiona al comercio y a los intereses generales de Bilbao en esta época del año, los daños directos que ocasiona esta huelga (injustificada y sin objetivo útil desde el punto de vista obrero) son de mucha consideración. La riqueza que deja de crearse cada semana pasa, con mucho, de un millón de pesetas, y la falta de los suministros de mineral ha de tener sus consecuencias en las fábricas y aun ha de repercutir probablemente en la situación de los mercados. Ya se dice que ha habido necesidad de apagar un horno alto en la fábrica de San Francisco del Desierto, y se habla de que pronto sucederá otro tanto en las de Baracaldo, Sestao, etc. Tras de ello puede venir la paralización de los talleres de acero, pues no será cosa fácil, ni en el aspecto técnico ni en el económico, resolver rápidamente el problema del abastecimiento de mineral importado. Pueden estar satisfechos de su obra los socialistas y compañía; y también los que han alentado el movimiento por pesimismo político o ignorancia supina. Las consecuencias pueden ser tales que se olviden difícilmente*».

Pasó la huelga, desde luego, pero el temor a que la conflictividad social afectara a las empresas bilbaínas persistió los siguientes años. En 1911 Altos Hornos de Vizcaya se resentía de una huelga siderúrgica, así como de la escasez de suministros como consecuencia de la huelga de las minas de carbón den Inglaterra. El panorama social, en medio de la crisis del crédito español, contuvo la expansión bursátil.

---

[102] «Revista de Bolsa», *El Economista*, 23 de julio de 1910.

También los bancos locales, junto a la siderurgia el principal *corro* de la Bolsa de Bilbao, se vieron afectados por problemas específicos. Ya hemos mencionado los apuros del Crédito de la Unión Minera desde fines de 1912, como consecuencia de la caída de valores en la Bolsa de París, que arrastró la cotización bursátil de los bancos locales. En el mismo sentido, todos se habían resentido dos años antes por la baja de los Fondos Públicos españoles, que componían una parte fundamental de sus activos. Y en 1911 vino a añadirse otro factor, la instalación en Bilbao del Banco Español del Río de la Plata, que se interpretó como un serio problema para el futuro de la banca local, ante la posibilidad de que la competencia del banco argentino detrajese recursos locales, habida cuenta de su agresiva política, con altos intereses a las imposiciones.

La evolución de la siderurgia entre 1906 y 1914: la recomposición del Sindicato Siderúrgico

El sector siderometalúrgico representaba la principal actividad industrial en Vizcaya, y, además, era el que mayor influencia tenía en la formación de nuestro índice. Por ello, su evolución constituye el punto de referencia a la hora del análisis sectorial.

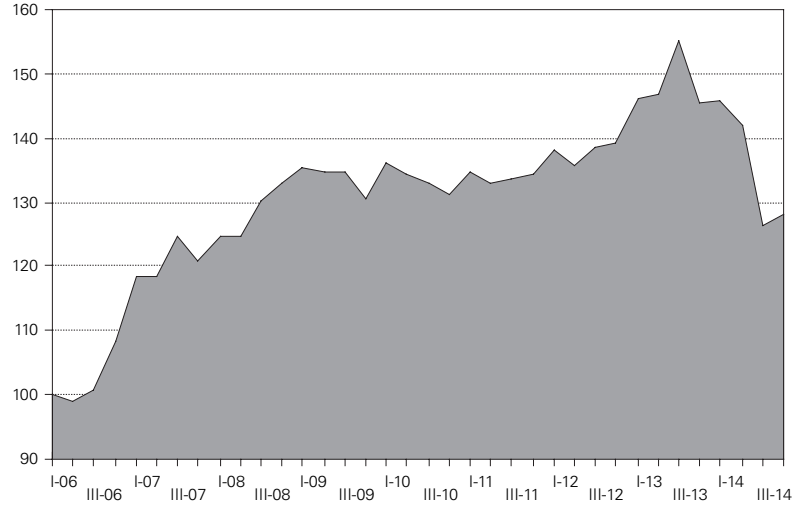
Para esta actividad el periodo 1906-1914 fue importante, desde el punto de vista de su conformación estructural. Altos Hornos de Vizcaya se había formado en 1901-02, y se unieron en ella las dos principales siderurgias de la margen izquierda del Nervión. Enseguida repartió altos beneficios, con dividendos del 15% anual, hasta que en 1904 se planteó una dura lucha de precios. Altos Hornos de Vizcaya rompió el acuerdo que existía entre las distintas fábricas del sector, por el que se repartían el mercado y conseguían aprovechar al máximo los beneficios del arancel proteccionista. La compañía vizcaína intentaba así coartar el desarrollo de la Duro-Felguera, que estaba renovando sus instalaciones y consiguiendo un producto más rentable que Altos Hornos de Vizcaya. La competencia terminó en 1906, saldándose con un nuevo acuerdo que ampliaba las partidas que se concertaban y que favorecía las posiciones de la siderurgia vizcaína, consolidada como la más importante de España, con capacidad de fijar sus condiciones en el desarrollo del mercado del hierro[103]. Además, la Ley de Bases Arancelarias, si bien se consideró menos favorable para la siderurgia que el arancel de 1891, consolidaba el favorable marco legal y, además, creaba mecanismos para la futura elevación de aranceles.

---

[103] Para las consecuencias siderúrgicas del nuevo arancel, vid. los análisis de *Revista Minera…* correspondientes al primer semestre de 1906. Estimaba, en principio con razón, que los nuevos aranceles no eran tan favorables como los de 1891 para el sector del hierro. Sin embargo, consolidaron un margen marcadamente proteccionista, y, además, al permitir modificaciones anuales de los tipos arancelarios, creaba un marco adecuado para futuras mejoras.

Desde 1906 todo sonreía a Altos Hornos de Vizcaya, que participaba también en el mercado internacional. Hasta interpretó favorablemente la que se consideró inminente subida de precios en todo el mundo, por la necesidad de reconstruir San Francisco, afectado este año por el terremoto e incendio que destruyeron la ciudad. Es la brusca subida que experimentaron sus acciones y que refleja bien el gráfico siguiente. Dado el alto capital de Altos Hornos de Vizcaya, el índice del sector representa fundamentalmente su evolución.

Índice del sector siderometalúrgico entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

El alza de las cotizaciones siderúrgicas fue rápida, una vez que se restableció el acuerdo monopolista. Estaba justificado: desde 1914 el dividendo de Altos Hornos había bajado al 10%, pero ya en 1907 recuperaba posiciones y subía al 12%. Volvían los buenos tiempos para los tenedores de estas acciones, máxime cuando los balances de la empresa estaban muy saneados y se obtenían holgadamente beneficios para mantener este dividendo. Se cotizaban positivamente, también, las expectativas generadas por la ley de ferrocarriles secundarios y por la inminente construcción de la escuadra, cuyas alternativas y rumores sobre cómo se produciría la adjudicación dieron pie a algún juego especulativo y a algunos vaivenes en las cotizaciones.

Desde 1912 se llegaba al dividendo del 15%, que se mantuvo los siguientes años. Debe notarse, sin embargo, que la serie de estas cotizaciones

se mostró remisa a reproducir tal ascenso. El impacto del general panorama depresivo lo impidió. Pese a la sustancial mejoría en la rentabilidad de la empresa, las cotizaciones permanecieron estancadas. Sólo en 1913, y por breves meses, la Bolsa tradujo la halagüeña situación, pero fue en gran medida por los rumores que hablaban de que el dividendo sería superior al 15%[104]. Cuando se confirmó que no, las acciones de Altos Hornos de Vizcaya cayeron, pese a que, sin duda, la situación de la empresa resultaba sólida y hasta hubiese permitido subidas sustanciales. Así, pues, Altos Hornos de Vizcaya mantuvo a lo largo del periodo un ascenso nítido en su apreciación bursátil, que le convertía en el *corro* más sólido de la Bolsa de Bilbao, pero no por ello quedó inmune a las circunstancias que ensombrecieron el panorama económica desde 1909. Lo hicieron limitando su mejoría bursátil hasta 1912 y permitiendo sólo un breve ascenso en 1913.

Cotizaciones anuales medias de las compañías siderúrgicas

	Índice	Media	AltosHornos de Vizcaya	Aurrerá	TalleresDeusto
06	100,0	211,9	220,7	77,3	100,0
07	118,1	250,3	261,1	93,8	100,0
08	125,6	266,2	277,7	101,8	104,4
09	131,2	277,9	289,2	117,4	117,5
10	131,0	277,6	288,4	130,5	117,0
11	131,3	278,1	288,8	133,0	117,0
12	135,1	286,3	297,4	134,1	119,3
13	145,4	308,0	320,5	132,8	131,3
14	132,8	281,4	291,8	120,6	154,0

En cualquier caso, a finales del periodo la situación bursátil de Altos Hornos de Vizcaya era ciertamente firme. Había llegado a superar la cotización del 300 y desde luego mantenía claramente la hegemonía en el sector. Desde ningún punto de vista la evolución de las demás empresas del grupo era comparable. Las otras dos que figuran en nuestra muestra habían mejorado ostensiblemente sus posiciones entre 1906 y 1914, beneficiadas también por los mejores precios que permitía el acuerdo siderúrgico, y hasta lo hicieron en un porcentaje comparable al de Altos Hornos de Vizcaya, pero, en todo caso, sus precios eran sustancialmente inferiores a los de esta empresa.

[104] Memorias anuales de Altos Hornos de Vizcaya, serie 1906-1914.

Y es que sus negocios —elaboración de los semielaborados que obtenían de Altos Hornos de Vizcaya— eran mucho menos rentables que los de la gran empresa, que al fin y a la cabo fijaba cómo funcionaría el mercado e, indirectamente, hasta tenía capacidad de marcar qué beneficios repartiría cada compañía.

De ahí que, pese a su importancia, estas empresas subordinadas a la gran siderurgia obtuviesen beneficios mucho menores. Valga de ejemplo lo sucedido con la Aurrerá, una pequeña empresa de millón y medio de capital. El final de la competencia en el sector le permitió subir su dividendo del 5 al 7%, llegando entre 1910 y 1912 al 8%. Era, sin duda, una rentabilidad importante, pero muy lejana a la que obtenía Altos Hornos de Vizcaya. Además, su estructura empresarial era menos sólida, y no pudo mantener tal dividendo. De ahí que quedasen debidamente justificadas las distintas cotizaciones de las acciones de una y otras empresas. Las pequeñas y medianas metalurgias siguieron el ritmo bursátil que marcaba Altos Hornos de Vizcaya, pero lo hicieron a la considerable distancia que marcaba la diferencia de precios.

Beneficios líquidos de las siderurgias entre 1906 y 1914[105]

	Altos Hornos Vizcaya	Aurrerá	Basconia	Total
1906	5.083.345	135.526	264.952	5.348.297
1907	6.872.877	158.957	270.265	7.302.099
1908	7.642.492	187.022	337.814	8.167.328
1909	7.919.267	105.929	31.001	8.056.197
1910	7.647.708	190.249	38.408	7.876.365
1911	7.435.405	124.171	158.303	7.717.880
1912	10.111.243	123.093	434.722	10.669.058
1913	10.199.380	99.558	271.725	10.570.663
1914	9.526.955	103.126	141.109	9.771.190

Los beneficios de las tres principales sociedades anónimas de Vizcaya dedicadas a la siderurgia explican en parte la evolución descrita. Destaca, en particular, la espectacular mejoría de los productos de Altos Hor-

[105] Para Altos Hornos de Vizcaya, a partir de las Memorias anuales. Para la Aurrerá y la Basconia, Colegio…, *op. cit.*, confirmada en el caso de la Basconia en las referencias ocasionales de *Revista Minera*. Para esta última empresa el problema central del periodo fue la admisión temporal de la importación de hojalata, su principal producción

nos de Vizcaya, que llegaron a duplicarse, y hasta saltar millón y medio entre 1911 y 1912, en un movimiento que tenía raíces sólidas y no estaba provocado por razones esporádicas. Por contra, las series de la Aurrerá y la Basconia no muestran tan nítida tendencia. Cabe señalar, en particular, las oscilaciones de la Basconia, que pasó por apuros empresariales cuando se admitió temporalmente la importación de hojalata, su principal producción.

Auge y retracción de los bancos. Los cambios en el sector financiero

El sector bancario se contó entre las actividades más sólidas creadas por el capital vizcaíno. En los dos primeros quinquenios del siglo, antes de la I Guerra Mundial, se consolidó la estructura financiera bilbaína creada en 1901, la compuesta por tres bancos, el de Bilbao, el de Vizcaya y el Crédito de la Unión Minera. Las acciones del grupo describieron entre 1906 y 1914 una evolución peculiar, en la que influyeron tres circunstancias:

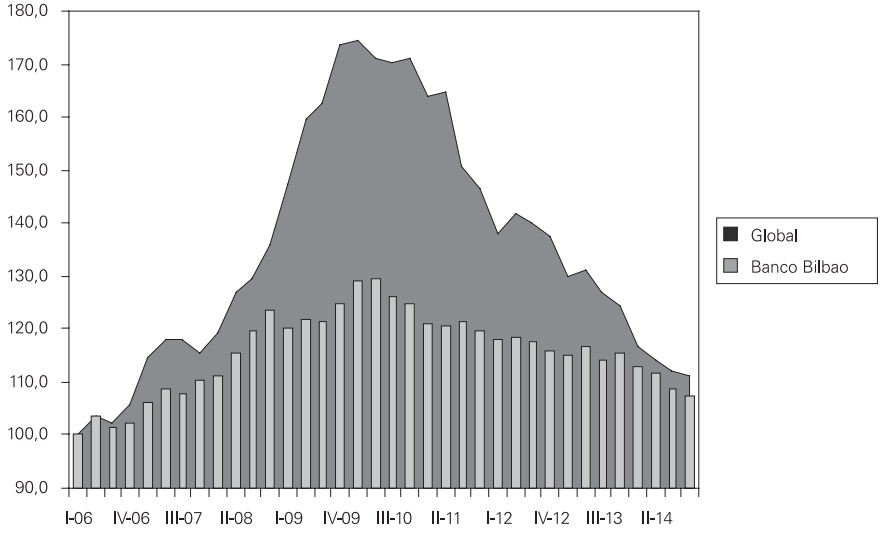
a) Las características propias de unos valores que se consideraban particularmente seguros, con altos y estables dividendos. Eran, por supuesto, de renta variable, pero la propia seguridad que ofrecían (con altos dividendos, pero sin grandes variaciones en la rentabilidad) les convertía en un componente indispensable de la cartera de valores, en especial en lo que al Banco de Bilbao se refiere. Por ello, tendían a comportarse de forma similar a los títulos de renta fija, repercutiendo en ellos, sobre todo, la situación general del mercado, la abundancia o escasez de capitales y el precio del dinero.
b) Descontada la seguridad de estos valores, en su evolución jugaba un papel de primer orden el panorama que en cada momento presentaba el mercado de capitales. En parte, la evolución del grupo traducía, más que la evolución empresarial de sus componentes —apreciada como sólida por los bolsistas—, la marcha de las disponibilidades y su disposición a invertir en valores mobiliarios.
c) Por último, en la evolución del grupo influyeron también algunas operaciones empresariales de aumentos de capital realizadas por el Banco de Vizcaya, mediante la conversión de fondos de reserva en capital acciones. No cambió esta política empresarial la coyuntura bursátil del sector, pero sí acentuó, y notablemente, los movimientos alcistas.

El gráfico siguiente recoge tanto la evolución media del sector bancario como la del Banco de Bilbao. Ambas coinciden en el sentido que en cada momento marcaba la coyuntura, pero la media global acentúa considerablemente los movimientos, por las operaciones del Banco de Vizcaya

y del Crédito de la Unión Minera a que nos hemos referido. Por eso, la línea del Banco de Bilbao —en el que no se produjeron operaciones excepcionales como las de los otros dos bancos— constituye quizás un reflejo menos distorsionado de la apreciación que tuvo el sector por parte de la Bolsa bilbaína.

En cualquier caso, hay un comportamiento definido del sector bancario, por mucho que la inclusión del Banco de Vizcaya y del Crédito de la Unión Minera exageren quizás la profundidad de los movimientos. Se produjo un alza notable de las cotizaciones desde 1906 hasta 1910, fecha en la cual iniciaron el camino de la baja. Es, con movimientos más acentuados, la que siguió en conjunto la Bolsa de Bilbao en su índice global, y a la interpretación que arriba hemos realizado sobre la evolución genérica del mercado de valores nos remitimos.

Índice del sector bancario entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

Como circunstancias específicas del sector hay que señalar, en primer lugar, que globalmente los bancos locales vieron crecer de forma notable sus beneficios líquidos, y que su desarrollo fue rápido hasta 1910 y más lento entre esta fecha y 1913, con una caída significativa en 1914, el último año de nuestra serie, cuando llegó a suspender pagos uno de sus componentes, el *Crédito de la Unión Minera*. Pero quizás lo más relevante de la evolución de los bancos es la que puede considerarse espectacular ex-

pansión de los beneficios empresariales, que entre 1906 y 1909 aumentaron en millón y medio, sobre los 3,8 millones que obtenían los tres en el punto de partida[106].

El dato es tanto más significativo por cuanto se produjo en un periodo en el que, en general, no hubo crecimientos espectaculares en los distintos parámetros que describen la evolución económica, a la que, en principio, estaba íntimamente relacionada la evolución de la banca. Ni los distintos negocios mercantiles e industriales —con la excepción de lo sucedido en Altos Hornos de Vizcaya— incrementaron notablemente sus productos ni en principio cabría suponer que los mayores beneficios bancarios respondían a una general expansión económica, en un periodo que una y otra vez se nos define de atonía. Téngase en cuenta que, incluso desde el punto de vista bursátil, entre 1906 y 1910 la mejora de las cotizaciones había sido del 29%, y que los beneficios bancarios crecieron un 44%; éstos, además, siguieron aumentando cuando se inició la depresión bursátil.

¿Cómo puede interpretarse esta aparente anomalía? Desde nuestro punto de vista —basado en el análisis de las distintas cuentas bancarias— el fenómeno que se produjo tuvo hondas implicaciones y resulta decisivo parea caracterizar los principales cambios que se produjeron en la estructura empresarial de Vizcaya durante el periodo. Consistió en una creciente penetración de los bancos en el tejido económico de la provincia. La neta mejoría de sus recursos ajenos se debió, no a que se acumulasen las disponibilidades del aparato productivo de Vizcaya —por ejemplo, los beneficios mineros, como sucediera en otras épocas—, sino a que una agresiva política bancaria permitió a las entidades de crédito captar mayores porcentajes del ahorro. Y, simultáneamente, se impuso una nueva política inversora, que, si bien se dirigía hacia el apoyo a las transacciones mercantiles y a la compra de Fondos Públicos, comenzó a participar con mayor asiduidad en la promoción de diversos negocios industriales, eléctricos, mineros o navieros, sin evitar —al menos, en el caso del Crédito de la Unión Minera— la participación en algunos negocios especulativos realizando rentables, pero arriesgadas, compras de valores extranjeros de países cuya Deuda Pública pagaba altos intereses.

Como muestra el cuadro siguiente, los tres bancos vieron crecer sus beneficios líquidos, pero quienes experimentaron un crecimiento más espectacular fueron el Banco de Vizcaya y el Crédito de la Unión Minera, precisamente los dos que se comprometieron con mayor intensidad en negocios de esta naturaleza. Ambos participaron en la inversión eléctrica (Vizcaya) y en la minera (Crédito de la Unión Minera), mientras el Banco de Bilbao, que también intervino en operaciones de esta naturaleza, se mantuvo más apegado a sus prácticas tradicionales, las que guardaban relación con los descuen-

---

[106] Los datos que siguen, a partir del análisis conjunto de las cuantas bancarias de las tres sociedades, según sus Memorias anuales.

tos de efectos mercantiles y con inversiones seguras. Nótese, además, que fue el Crédito de la Unión Minera, el más agresivo de los tres bancos (el que pagaba más altos intereses a sus imponentes y ahorradores, pero también el que se comprometió con asiduidad en inversiones de alto riesgo), el que consiguió las principales mejoras de beneficios líquidos.

Beneficios líquidos de los bancos entre 1906 y 1914

	Banco Bilbao	Banco Vizcaya	Crédito de la Unión Minera	Total
1906	2.386.398	791.788	685.255	3.863.441
1907	2.388.024	875.083	855.789	4.118.896
1908	2.487.747	1.774.046	936.508	5.198.301
1909	2.614.217	1.601.096	1.124.338	5.339.651
1910	2.700.859	1.643.811	1.226.608	5.571.279
1911	2.695.606	1.606.340	1.361.010	5.662.957
1912	2.866.017	1.644.543	1.434.419	5.944.979
1913	2.884.515	1.289.922	1.474.827	5.649.264
1914	2.906.771	1.355.626	1.498.366	5.760.763

Por lo demás, hay que recalcar que los tres bancos repartieron series estables de dividendos. El Banco de Bilbao repartía en 1906 el dividendo del 12%, pero desde 1906 lo estabilizó en el 14%, que, fiel a su histórica política previsora, no incrementó aunque lo permitieran aumentos en los beneficios líquidos, dedicando importantes partidas a la formación de fondos de reserva. Intereses fijos y seguros: estos títulos de renta variables se asemejaban en cierto modo a las Deudas Públicas. De ahí que siguieran la misma tendencia que la que marcaba la coyuntura general.

Banco de Vizcaya y Crédito de la Unión Minera eran de creación más reciente y de menor capital. Ambos consiguieron repartir altos beneficios ya en sus primeros años. El primero repartió un dividendo constante del 8%; el Crédito de la Unión Minera, del 12%. Pero lo más llamativo de la evolución de estos dos bancos —lo que explica los sobreprecios que con respecto al Banco de Bilbao alcanzaron, tal y como figuran en el siguiente cuadro— es que, al mismo tiempo, formaron fondos de reserva y pudieron repartir a sus accionistas acciones liberadas, sin ningún desembolso. El desarrollo de sus negocios permitió, además de repartir importantes dividendos a sus accionistas, autofinanciar el desarrollo de su capital. De ahí las altas cotizaciones que alcanzaron: se apreciaba no sólo el inminente reparto de dividendos, sino, también, la percepción de acciones liberadas. Es por eso que el desarrollo de sus cotizaciones presenta movimientos más acusados que los del Banco de Bilbao.

Cotizaciones anuales medias de los bancos

	Índice	Media	Banco de Bilbao	Banco de Vizcaya	Crédito de la Unión Minera
1906	100,0	256,1	279,0	211,7	261,9
1907	113,5	290,7	296,7	228,0	364,7
1908	124,4	318,6	321,8	257,3	397,5
1909	156,4	400,5	334,0	378,1	598,5
1910	167,1	428,0	348,4	437,7	613,1
1911	152,3	390,0	330,6	368,6	568,9
1912	135,6	347,3	321,7	295,1	485,0
1913	124,7	319,3	315,9	270,3	397,1
1914	110,6	283,2	301,5	241,3	296,8

Así, el Banco de Vizcaya había conseguido a la altura de 1914, a partir de una inversión efectiva por parte de sus accionistas de 4.250.000 ptas., los siguientes resultados[107]:

Liberar el resto del valor de las acciones, por ptas.	4.250.000
Constituir reservas por	3.000.000
Satisfacer dividendos a razón del 8% anual	4.324.000

Las acciones del Banco de Vizcaya habían resultado, pues, una inversión particularmente rentable, lo que justifica sus excelentes cotizaciones, a veces superiores a las del Banco de Bilbao, cuando se repartían acciones liberadas, lo cual, por otra parte, propiciaba un juego especulativo que tendía a hinchar los precios de estas acciones.

No tan rentable, pero no menos espectacular, fue el negocio financiero del Crédito de la Unión Minera, cuyo rápido desarrollo fue una de las notas más destacadas de la evolución empresarial de Vizcaya durante el periodo. Recuérdese que era éste el banco que venía a competir con los dos que dirigían miembros de la élite de Vizcaya. En realidad, había comenzado como un pequeño banco, que tenía desembolsado sólo el 20% de su capital nominal, de 10 millones de ptas. Y con este capital efectivo de 2.000.000 llegaría a conseguir beneficios líquidos proporcionalmente muy superiores a los del Banco de Bilbao. Desde 1910 comenzó también a liberar acciones, repartiendo recursos del fondo de reserva. Llegó así a duplicar su capital desembolsado, sin exigir más dividendos pasivos a sus accionistas y sin dejar de repartir dividendos del 12%.

[107] Las Memorias del banco de Vizcaya, muy minuciosas, resumían detallada y anualmente la evolución global de la empresa desde que se fundara en 1901. Los datos precedentes corresponden al resumen recogido en la correspondiente al ejercicio de 1914.

Pero el negocio tenía sus riesgos, y así lo evidencia el comportamiento bursátil a partir de 1912. Desde que comenzara la crisis bursátil en París, consecuencia a su vez de la guerra de los Balcanes, sus cotizaciones tendieron a descender. En este caso no era sólo el impacto de la general coyuntura recesiva, había razones propias para este comportamiento empresarial. El banco siguió repartiendo altos dividendos, y hasta liberando acciones, pero la Bolsa estimaba que el negocio del Crédito de la Unión Minera, basado en asumir altos riesgos, peligraba. Así se confirmó en agosto de 1914, tras la declaración de la Guerra Europea, cuando el banco hubo de suspender pagos. Gran parte de sus activos estaban comprometidos en valores extranjeros, de imposible pago tras el estallido de la conflagración bélica. En esta ocasión, la Bolsa había evaluado acertadamente las no brillantes expectativas del Crédito de la Unión Minera. Pero, en general, los bolsistas temían por la banca desde 1912, desde que suspendiera pagos el Banco Hispano Americano. Los temores hicieron bajar también a las acciones del Banco de Bilbao (a lo que contribuía el general ambiente depresivo), pero desde luego no con la intensidad de los otros dos bancos, que, si habían exagerado los movimientos alcistas, también sentirían con mayor rigor la fase depresiva.

En todo caso, si se prescinde de los apuros postreros, puede considerarse que el periodo 1906-1914 fue una fase brillante desde el punto de vista de los bancos locales. En un momento de atonía económica habían conseguido implantarse sólidamente en la economía vizcaína, mejorando de forma sustancial sus negocios. Habían conseguido, también, altos dividendos, y rápidas mejoras en sus cotizaciones. Los dos nuevos bancos, el de Vizcaya y el Crédito de la Unión Minera, lograban además duplicar sus capitales, autofinanciando su desarrollo. Sín duda, la Bolsa había evaluado correctamente —fue el sector de mejores precios medios— la solidez de la actividad bancaria, que se apuntaba ya como una de las empresas más importantes promovidas por el capital vizcaíno.

La prosperidad de los negocios hidroeléctricos

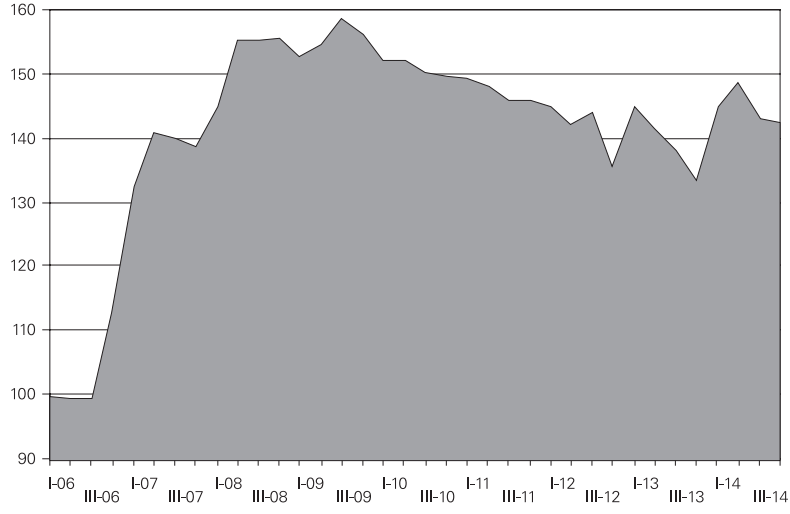
Sin duda, entre los *sectores nuevos* creados por el capital vizcaíno a comienzos de siglo el hidroeléctrico fue el que mayor atención concitó. De hecho, canalizó un importante volumen de capitales, que lo situaba entre las actividades más significativas del complejo empresarial bilbaíno. Las inversiones demostraron ser rentables incluso a corto plazo. El desarrollo de esta industria durante los tres primeros lustros del siglo comprobó la eficacia de la inversión hidroeléctrica, pese a las dificultades inherentes a su asentamiento. En cierto modo, puede considerarse que se quemaron etapas rápidamente. Basta comprobar los fenómenos que se produjeron entre 1900 y 1914:

a) Formación de una gran empresa, la Hidroeléctrica Ibérica, que se convirtió en el núcleo del sector en gran parte de España y matriz de las más importantes compañías.
b) Estrecha interrelación entre una entidad de crédito local, el Banco de Vizcaya, y el principal grupo empresarial del sector. La industria hidroeléctrica tuvo así una sólida base financiera desde sus primeros años de existencia.
c) Rápida ordenación del sector en Vizcaya, con la liquidación de las pequeñas compañías gestadas durante los años noventa y su subordinación —como empresas distribuidoras— a la Hidroeléctrica Ibérica, que monopolizó la producción.
d) Construcción de grandes saltos de agua promocionados por el capital vizcaíno en una área muy amplia, que incluía el Ebro, el Júcar, el Fresser y el Pas.
e) Penetración del capital vizcaíno en el abastecimiento eléctrico de Levante y de Madrid.

Todo ello, además, consiguiendo dividendos significativos —aunque no espectaculares— y, sobre todo, estables desde los primeros años de existencia de esta actividad.

La cotización bursátil del sector hidroeléctrico recoge en buena medida esta evolución, aunque también influyeron en ella algunos de los comportamientos característicos del mercado de valores, no necesariamente interrelacionados con la marcha de estas empresas. La marcha de las cotizaciones del sector fue la siguiente:

Índice del sector hidroeléctrico entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

La serie reproduce fundamentalmente la marcha de la compañía Hidroeléctrica Ibérica, que aportaba los principales activos del sector. Con todo, las otras dos compañías que formaban el índice tuvieron un comportamiento parecido.

Cabe destacar, lógicamente, que a partir de 1906 la Bolsa valoró rápida y excelentemente las expectativas de este negocio. El despegue bursátil tenía bases sólidas y consagraba en este caso la definitiva afirmación de la actividad hidroeléctrica entre los negocios característicos del capital bilbaíno. En efecto: desde 1906 Hidroeléctrica comenzó a repartir beneficios y desde 1907 hizo lo propio la Hidráulica del Fresser. Tiene un especial interés lo sucedido con la primera compañía, que ya en 1906 tenía una importante capacidad productiva. El cuadro siguiente muestra cómo evolucionó la producción de energía de la Ibérica. La expansión fue rápida y entre 1906 y 1909 —los años en los que se produjo la expansión bursátil del sector— se convirtió en una empresa con notable peso.

Producción de energía por la Hidroeléctrica Ibérica (en Kw.)[108]

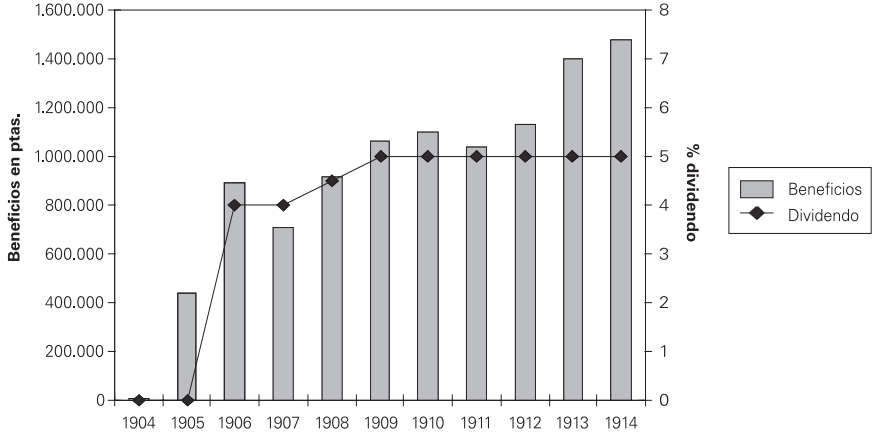
1904	3.100.000
1905	7.460.000
1906	17.000.000
1907	23.640.000
1908	30.043.000
1909	50.750.000
1910	60.000.000
1911	62.000.000
1912	68.552.000
1913	67.526.000
1914	64.034.000

La expansión inicial fue, por tanto, rápida, pero se comprueba también que el crecimiento se ralentizó a partir de 1910, precisamente cuando las acciones de la compañía se estancaron, e incluso tendieron a la baja. En este caso, la evolución bursátil representa adecuadamente la marcha de las expectativas que despertó esta actividad. Probablemente las altas cotizaciones que el sector alcanzó hacia 1909 —favorecidas por la relativa bonanza financiera— obedecían, además de a la mejoría real de la empresa, a que se sobrevaloraron sus posibilidades, tras su espléndido crecimiento inicial. Después, y coincidiendo con los generales apuros financieros, las coti-

[108] Según las Memorias anuales de Hidroeléctrica Ibérica, serie 1904-1914.

zaciones se acomodaron a los resultados reales, bien que en unas posiciones sólidas, mucho mejores que las que presentaba la empresa a comienzos de 1906. El gráfico siguiente recoge la evolución de los beneficios empresariales de Hidroeléctrica Ibérica desde 1904, el año que comenzó a obtener ganancias.

Beneficios y dividendos de Hidroeléctrica Ibérica entre 1904 y 1914[109]



Puede comprobarse que el desarrollo empresarial de la empresa fue paulatino y que, además, llegó pronto a repartir dividendos del 4-5%, un porcentaje que puede considerarse sólido para una empresa joven y de la envergadura de la que nos ocupa. Además, la sociedad destinó una parte importante a amortizaciones, de forma que, en conjunto, constituyó una empresa saneada. Es posible, sin embargo, que los bolsistas se vieran defraudados porque estabilizase su dividendo en el 5%, destinando parte de sus beneficios a consolidar el negocio.

En todo caso, el desarrollo de las actividades de Hidroeléctrica Ibérica obedeció a una planificación previa que se consideró acertada. Durante los primeros años prescindió de algunas de las concesiones de saltos de agua que tenía (las del Pas y las del Júcar) y se concentró en las construcción de tres saltos en el Ebro, «*no fraccionando la atención y los recursos, como hubiera sucedido si a la vez hubiera querido poner en marcha todos los que posee*». Después, cedió a la Hidroeléctrica Española —empresa en la que la Ibérica

[109] *Ibídem*.

participaba por 4,4 millones— sus saltos del Júcar y a la Electra de Viesgo —en la que también participaba la compañía bilbaína— su salto de Urdón. Simultáneamente, conseguía formar la Unión Eléctrica Vizcaína —en la que participaba por 8 millones de pesetas—, con lo que conseguía un consumidor de importancia, el que abastecía a Bilbao y su entorno, y un mediador para el consumo individual.

Beneficios líquidos de las hidroeléctricas entre 1906 y 1914[110]

	Hidr. Ibérica	Unión Eléctr. Vizc.	Hidr. Fresser	Total
1906	889.122		59.335	2.018.456
1907	707.664		96.166	1.873.830
1908	914.873	1.070.725	128.078	2.113.675
1909	1.064.333	1.536.113	143.771	2.744.217
1910	1.096.666	1.586.232	148.140	2.831.038
1911	1.039.280	1.778.275	141.694	2.959.249
1912	1.132.807	1.881.777	170.081	3.184.665
1913	1.403.185	2.008.962	160.222	3.572.369
1914	1.480.250	2.219.299	88.575	3.788.124

Menos brillante fue la evolución de la Hidráulica del Fresser, otra de las compañías del grupo que dirigía la Ibérica. Entre 1907 y 1913 conseguía repartir dividendos, pero eran sólo del 4%, y sin que se consiguiese sanear la empresa —con una importante carga de obligaciones hipotecarias—. De ahí que sus precios bursátiles fuesen considerablemente inferiores a los de Hidroeléctrica Ibérica, por mucho que notase también el ascenso entre 1906 y 1909, a medida que la compañía comenzaba a producir beneficios. Otra cuestión es la que plantea la Unión Eléctrica Vizcaína, que desde su primer ejercicio conseguía importantes beneficios. En realidad, su fundación sólo implicaba dar un nuevo estatus a un negocio ya formado, fragmentado hasta entonces en diversas empresas. Lo cierto es que se fundó en 1907, y ya este año repartía un dividendo del 5%. Los años siguientes repartió sucesivamente el 7,5%, 7,5%, 8%, 8,5%, 9,5% y 10%. De ahí las excelentes cotizaciones de la sociedad que figuran en el cuadro siguiente.

[110] Para Hidroeléctrica Ibérica, serie de Memorias anuales. Para Unión Eléctrica Vizcaína, Colegio…, op. cit., y para Hidráulica del Fresser, *Anuario*…, op. cit.

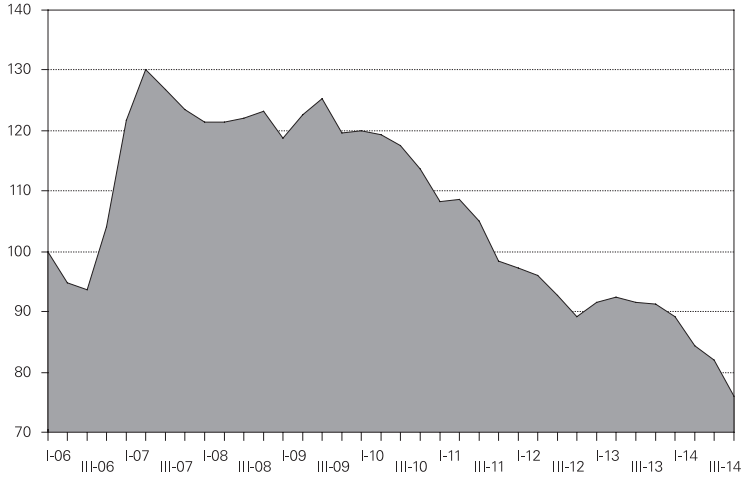
Cotizaciones anuales medias de las compañías hidroeléctricas

	Índice	Media	Hidroeléctrica Ibérica	Hidráulica del Fresser	Unión Eléctrica Vizcaína
1906	100	77,4	80,7	34,9	—
1907	134	103,7	107,3	57,3	—
1908	148,3	114,7	118,6	65,3	—
1909	151	116,9	122,9	65	105,4
1910	146,6	113,4	113,8	65	143,2
1911	143	110,7	115,1	33,9	137,5
1912	137,5	106,4	109,6	37,3	133,1
1913	135,5	104,9	101,5	36,9	139,4
1914	140,6	108,8	91,9	36,5	162

Los apuros mineros

Las compañías mineras que trabajaban concesiones fuera de Vizcaya eran, en principio, muy heterogéneas, por el tipo de mineral que extraían, por sus capitales, ubicación geográfica y situación empresarial. Pese a ello, su comportamiento bursátil muestra una sorprendente similitud. Casi todas las series de cotizaciones se ajustan al comportamiento que muestra la gráfica global.

Índice del sector minero entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

La coyuntura minera del periodo 1906 y 1914 es nítida, y son homogéneas y claras las causas que en ella influyeron. La Bolsa evaluaba las expectativas del sector en función de los precios que alcanzasen los minerales. De ahí que el periodo se abriese en 1906 con una significativa caída de las co-

tizaciones, a medida que el alza de los cambios de la peseta amenazaba con rebajar los beneficios mineros. Siguió, bruscamente, la elevación de los precios de mineral, y en la Bolsa de Bilbao las acciones del sector crecieron bruscamente. En un sólo año aumentaron las cotizaciones medias un 30%. Después se estabilizaron, para iniciar a continuación el camino depresivo, a medida que los precios mineros descendían. Como puede apreciarse en el cuadro siguiente, prácticamente todas las compañías tuvieron el mismo comportamiento, con la excepción de la Hullera del Sabero y Anexas, las Minas de Irún Lesaca y la compañía propietaria de la mina Ceferina, por circunstancias empresariales específicas a las que después nos referiremos.

Cotizaciones anuales medias de las compañías mineras

	Índice	Total	Hullera de Sabero	Collado del Lobo	Minas Irún Lesaca	Minas de Cala
1906	100	112,1	36,3	117	43,9	101,3
1907	128,1	143,6	87,6	155,9	55,2	118
1908	124,4	139,5	99,8	127,1	57,7	102,4
1909	124	139	88,8	146,4	57,3	126,4
1910	120	134,5	86,1	158,1	46,4	128,2
1911	107,2	120,2	72,9	133,8	55	104,6
1912	95,6	107,1	70,6	116,5	63,8	95,2
1913	93,5	104,9	89,5	80,9	62,5	91
1914	84,4	94,6	89,2	70,1	64	73,8
	Minera Setares	**Alhamilla**	**Argentífera Córdoba**	**Peñaflor**	**Mina Ceferina**	**Villaodrid**
1906	924,7	178,8	253,5	79,9	—	—
1907	1.043,80	282,5	240	85,1	51,3	148,6
1908	1.203,80	260	296,7	69,5	100	121
1909	1.200,00	237,5	150	74	96,3	127
1910	1.200,00	168,8	150	89,7	100	119,2
1911	1.125,00	200,8	150	94,8	100	89,9
1912	837,5	140,4	116,3	88,5	100	92,3
1913	804,2	117,5	158,1	77	100	79,8
1914	850	88,8	165,4	56,8	100	66,3

Cabe destacar, en primer lugar, los elevados precios que alcanzó la Minera de Setares, probablemente la sociedad anónima española cuyas acciones gozaban de la mejor apreciación, pues llegaban a venderse hasta 12 veces por encima de su valor nominal. Esta pequeña empresa que explotaba las minas de hierro de Saltacaballos y dirigían Sota y Aznar consiguió una extraordinaria

rentabilidad, con dividendos anuales del 100%, y hasta años en que repartían más de dos veces el capital invertido. En realidad, estamos ante la única sociedad anónima que se asemejaba a las muy rentables empresas mineras sobre las se basó la acumulación de capitales de los mineros vizcaínos. Era un negocio que no exigió grandes movilizaciones de capital, pero que conseguía un hierro rico, próximo al embarcadero y de mercado estable. En realidad, su ascenso de los primeros años de la serie obedecía a los mejores precios que por entonces alcanzó el hierro, pero en todo caso la empresa tenía capacidad de saldar con beneficios espectaculares incluso los años en que caía la cotización del hierro.

Las series de cotizaciones de las mineras sugiere ya que estas compañías tenían, pese a su heterogeneidad, un punto en común: podían llegar a producir grandes beneficios, pero al mismo tiempo eran, en general, muy inestables. Los años de altos precios mineros repartieron altos beneficios, pero cuando éstos caían la crisis se saldaba con paralización de los trabajos y bruscas reducciones de la producción y beneficios. Se obtiene la impresión de que —con la excepción de las que trabajaban el coto de Saltacaballos— la «precariedad empresarial» constituía una de sus características más significativas. En otras palabras, eran sociedades cuyo funcionamiento dependía estrictamente de que los productos alcanzasen altos precios; no tenían capacidad, al parecer, de asegurarse un mercado estable, en el que una coyuntura depresiva no colapsase el funcionamiento de la compañía. ¿Se debía esta circunstancia a que casi todas estas sociedades estaban en fase de instalación, poniendo en explotación minas recién adquiridas? Es posible, y así lo afirmaron una y otra vez sus promotores. Ahora bien: las políticas empresariales sugiere también que en estos negocios se buscaban rápidas rentabilidades y que no se aprovecharon los momentos de bonanzas para consolidarlos. No otra interpretación tiene el cuadro siguiente, que recoge los beneficios que repartieron durante el periodo algunas de estas empresas mineras.

Dividendos repartidos por algunas compañías mineras entre 1906 y 1914

	Hullera de Sabero	Collado del Lobo	Minas de Cala	Peñaflor	Minera Setares	Alhamilla	Argent. Córdoba	Villaodrid
1906	2	10	6	—	115	20	30	5
1907	2	12	3	—	275	10	45	5
1908	5,5	7	3	—	250	10	5	6
1909	4	12	6	—	100	10	—	6
1910	2	7	3	—	100	10	—	3
1911	—	5	—	—	100	—	10	—
1912	—	5	4	—	100	—	42	4
1913	5	5	4	—	100	—	30	4
1914	5	5	—	—	100	—	10	4

La política que siguieron estas empresas fue desde luego inusual. El caso de la Argentífera de Córdoba resulta paradigmático. Al reparto de altísimos dividendos, del 30 y 45% —cuya inversión en la sociedad la hubiera quizás situado ante una situación más inmune ante las coyunturas depresivas—, siguieron bruscas caídas, y años en los que los accionistas no percibieron beneficios. Es un caso extremo, pero lo cierto es que ninguna de estas sociedades consiguió una serie estable de dividendos, presentando movimientos bruscos. Era, sin duda, consecuencia de la estricta dependencia del funcionamiento de estas compañías respecto a los precios de los minerales, pero también se debía a una concepción empresarial que buscó altas rentabilidades cuando las circunstancias lo permitían, pero que, en principio, no realizó similar esfuerzo inversor para estabilizar sus resultados.

Beneficios líquidos de las mineras entre 1906 y 1914[111]

	Argentífera Córdoba	Hulleras de Sabero	Collado Lobo	Minas de Cala
1906	467.680	201.005	362.609	1.640.252
1907	691.500	298.183	373.227	1.030.999
1908	57.994	386.177	173.177	734.510
1909	–613	206.023	416.784	1.057.319
1910	12.142	161.999	317.751	575.955
1911	154.623	231.725	150.924	178.217
1912	674.471	323.625	139.749	588.430
1913	614.937	474.326	135.711	779.354
1914	349.561	509.283	354.393	296.650
	Peñaflor	**Alhamilla**	**Villaodrid**	**Total**
1906	–3.035	754.755	919.175	4.342.441
1907	–3.424	885.273	635.732	3.911.490
1908	–7.173	298.773	349.447	1.992.906
1909	237.875	39.607	423.906	2.380.902
1910	879	257.954	412.722	1.739.403
1911	1.471	131.731	60.565	909.255
1912	119.417	-82.752	293.981	2.056.921
1913	106.379	173.750	292.502	2.576.958
1914	–15.328	50.693	292.502	1.837.755

[111] Elaborado a partir de los datos de Colegio de Agentes…, *op. cit.*, muy minuciosos para las mineras. Probablemente la autoría de este anuario —no se consigna el autor— correspondió a Guillermo Ibáñez, director del Banco de Vizcaya, pues el esquema general y la precisión estadística de la obra se corresponde con los valiosos anuarios que a partir de 1918 dirigió Guillermo Ibáñez, sin duda los más rigurosos referidos a la economía vizcaína, que permiten corroborar la validez de algunas de las series arriba expuestas, además de resumir decenas de historias empresariales.

De esta forma, caracterizan al comportamiento de los beneficios mineros los frecuentes altibajos. Alguna empresa, como la Peñaflor o la Alhamilla, alternó años de pérdidas con otros de importantes beneficios. En conjunto, las altas cotas alcanzadas en 1906 y 1907, coincidiendo con los mayores precios de los minerales quedaron lejos los años siguientes, alcanzando su punto más bajo en 1911. Después, se aprecia una cierta recuperación que, además, afectó a casi todas las empresas.

A la situación particular de dos sociedades nos vamos a referir aquí. Tienen interés, pues traducen fielmente la precariedad en la que se movían estas compañías. Es el caso, primero, de la Hullera de Sabero y Anexas. Los apuros por los que pasó a partir de 1908 se debieron a una causa técnica. Se debió «a una falla importante en una capa de las minas», que redujo la extracción. El dato resulta sorprendente, puesto que sugiere un deficiente estudio de las posibilidades del coto que explotaba. También pueden citarse los mediocres resultados de las Minas de Irún y Lesaca —con pérdidas durante varios años— debidos, según el Consejo de Administración, a que en 1906 se habían contratado ventas a bajos precios, por lo que no pudo aprovecharse el auge transitorio que se inició a fines de año. Después, siguió la crisis minera, «precisamente cuando habían de cumplimentarse los contratos más remuneradores, originándose dificultades por parte de los compradores para levantar el mineral de los depósitos». Por si fuera poco, se comprobó «la escasez de rendimiento del carbonato del coto de Escolamendi». No era, de momento, un negocio muy boyante. Sucedía además que pesaba sobre el pasivo de la compañía una alta carga de deudas, que trababa las posibilidades de la empresa.

La depresión naviera

En lo fundamental, el sector naviero de Vizcaya se había creado en las excepcionales circunstancias creadas entre 1898 y 1900. Años de altísimos precios de los fletes —acentuados por la baja cotización de la peseta— había nacido en función de las extraordinarias rentabilidades que por entonces ofrecía. Tuvo esto una consecuencia: si se exceptúa a la Naviera Sota y Aznar, se habían comprado buques caros. De ahí que cuando cayeron los fletes desde fines de 1900 la mayoría de estas compañías pasó por serias dificultades. La Naviera Sota y Aznar —la principal empresa del grupo y también la de negocio más seguro, al basarse en el transporte del mineral que producía su grupo promotor— vio reducir sustancialmente sus beneficios. Para las demás la crisis fue más grave, pues llegó a afectar a sus propias posibilidades de supervivencia. De hecho, algunas desaparecieron, otras fueron absorbidas y todas pasaron por años que se saldaron con pérdidas o con exiguos beneficios.

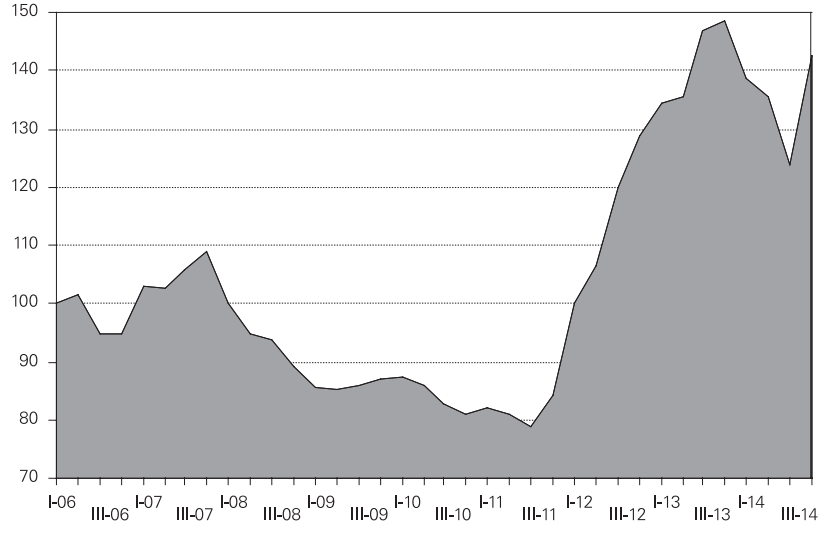
En 1906 no se había superado la coyuntura depresiva, que incluso se profundizó, pese a la reestructuración del sector —desaparición de algunas

sociedades, fusión de otras, rebajas en los capitales para ajustarlos a las situaciones reales—. La crisis pervivió hasta que a fines de 1911 los fletes comenzaron de nuevo a subir, en un alza de momento transitoria, que pareció tocar techo a fines de 1913.

Es la evolución que reproduce fielmente la Bolsa de Bilbao. Las no muy boyantes cotizaciones navieras permanecieron estancadas, e incluso con tendencia a la baja, hasta el tercer trimestre de 1911. Después, coincidiendo con el cambio de coyuntura, se apreciaron rápidamente, llegando en dos años a crecer un 80%. Ahora bien: incluso en 1913 puede hablarse de bajos precios de las acciones navieras, que en conjunto no llegaron a recuperar la par. Con todo, el ascenso eliminaba en parte las críticas circunstancias que habían devaluado a la mitad el de su valor nominal los capitales nominales de las navieras. En 1914 parecía retornar la situación depresiva, pero a fines de año se atisbaron las excelentes oportunidades que la Guerra Europea ofrecería a las navieras. Las mejores cotizaciones del último trimestre de este años anunciaban la que sería la más espectacular coyuntura vivida en ningún momento por cualquier sector empresarial en la Bolsa de Bilbao.

Es la evolución que reproduce la siguiente gráfica.

Índice del sector naviero entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

La evolución de todas las navieras se ajustó a la coyuntura que marca el índice global, pero la media esconde algunas diferencias empresariales. Casi

todas las sociedades mostraron bajísimos precios entre 1906 y 1914. Durante años la Compañía Bilbaína de Navegación, la Marítima Unión y la Actividad cotizaron por debajo del 25% de su valor nominal, llegando la primera a tener unos precios que casi eran la décima parte del que tuvieron al desembolsarse los capitales. Por contra, la Naviera Sota Aznar cotizó habitualmente por encima de la par, si bien sus precios no fueron espectaculares. También lo hizo desde 1910 la Marítima Nervión, pero en este caso tales precios se habían conseguido gracias a la reducción de capital que, en la práctica, había supuesto su fusión con la Compañía Anónima de Navegación, de modo que la cotización no se establecía, en realidad, con respecto al capital realmente invertido.

Cotizaciones anuales medias de las compañías navieras

	Índice	Media	Sota Aznar	Bilbaína	Vascongada
1906	100	60,9	94,5	40	56,1
1907	107,5	65,5	104,2	56,8	49,2
1908	96,5	58,8	102,9	11	47,3
1909	87,9	53,5	101,6	11	40
1910	86,1	52,5	101	11	34
1911	83,4	50,8	101,1	11,8	32
1912	116,3	70,9	127,9	25,1	85,8
1913	144,5	88	149,8	69,2	104,7
1914	138,2	84,2	132,5	109	95,2
	Unión	**Olázarri**	**Actividad**	**Nervión**	
1906	31,9	50,6	35,7	—	
1907	32,9	51,7	37,3	—	
1908	27,6	45	22,4	50,4	
1909	18,3	36	21,1	96,8	
1910	17,3	33,5	25,5	101	
1911	15,3	29	17	102,6	
1912	30,8	36,1	26,5	130,5	
1913	38	43,4	71,7	166,1	
1914	41,5	41,3	68,4	169,5	

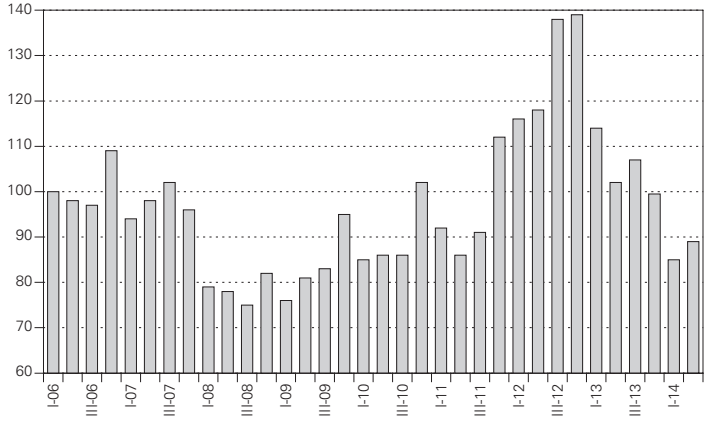
Los beneficios que obtuvieron las navieras justifican sobradamente la evolución que muestran la gráfica y el cuadro precedente. En 1908 —una vez que pasaron los efectos de los mayores embarques mineros provocados

por la breve alza de los precios del hierro— se profundizó la crisis naviera[112]. Incluso la Sota y Aznar se resintió gravemente, mientras otras, como la Marítima Unión, saldaban los ejercicios con pérdidas. De momento, parecía que la formación del sector naviero bilbaíno había sido una inversión desafortunada. Y es que, en realidad, la flota vizcaína estaba sobredimensionada, y por entonces, en un momento de contracción del mercado, era incapaz de competir con éxito en un mercado en el que mandaban las navieras inglesas.

Beneficios líquidos de las navieras entre 1906 y 1914[113]

	Sota y Aznar	Bilbaína	Vascongada	Nervión
1906	953.182	–175.798	238.282	380.750
1907	1.259.526	–320.058	372.291	380.750
1908	275.381	1.327	239.784	249.183
1909	528.863	7.906	172.727	301.530
1910	903.273	576	272.275	382.380
1911	2.013.288	319.068	363.610	513.648
1912	4.586.716	615.201	1.006.272	1.227.072
1913	5.224.106	629.793	733.313	1.069.092
1914	2.550.889	212.100	484.079	532.740

[112] La evolución de los fletes fue la que figura en el cuadro siguiente.



Fuente: Elaboración propia a partir de los últimos fletes mensuales a Middlesbrough, Cardiff, Rotterdam, Cardiff y Newport según la *Revista Bilbao, Minera, Industrial y Marítima*, 1906-191

[113] Para Sota y Aznar y Compañía Naviera Vascongada, *Memorias*; correspondientes a cada ejercicio. Resto: Colegio…, op. cit.

Beneficios líquidos de las navieras entre 1906 y 1914

	Actividad	Unión	Olázarri	Total
1906	38.525	45.544	451.872	1.932.358
1907	115.491	266.090	411.992	2.486.083
1908	32.939	–176.522	281.433	903.526
1909	11.631	–281.968	186.254	926.942
1910	–14.912	217.860	146.050	1.907.501
1911	101.162	385.532	532.637	4.228.945
1912	269.020	1.045.201	790.666	9.540.149
1913	176.492	484.774	1.536.310	9.853.880
1914	51.388	260.354	357.775	4.449.326

Los dividendos repartidos por las navieras confirma las dificultades por las que atravesaron. Algunas compañías no consiguieron distribuirlos durante años. La mayoría hubo de conformarse con ganancias exiguas, del 1, 2 y 3%, y conseguidos a veces con dificultades. Tan sólo Sota y Aznar pudo mantener siempre el dividendo mínimo del 5%, aunque para ello tuvo alguna vez que echar mano de sus reservas, como sucedió en 1908. Eso sí: lo sucedido desde 1912, con incrementos sustanciales de los dividendos y porcentajes en algunos casos muy altos, superiores al 10%, confirmaba que el negocio naviero, estrictamente sujeto al impacto de las oscilaciones de los fletes, podía llegar a ser muy rentable, si éstos subían.

Con todo, la Bolsa valoró esta vez con prudencia las mayores ganancias. Basta comprobar que, por ejemplo, la Naviera Vascongada, con un dividendo del 12/16%, apenas conseguía la par en 1913. Tres circunstancias influyeron en este comportamiento, excepcional si se compara con las capitalizaciones que obtenían otros sectores: el temor a que fuese un alza coyuntural, que no confirmase las expectativas; el recuerdo de lo sucedido 15 años antes con las euforias que se adueñaron de este *corro* bursátil, que redundó en el fracaso de las inversiones, en la pérdida de capitales y el desprestigio consiguiente de las acciones navieras; y los rumores de una inmediata conflagración europea, que se temía afectase seriamente al tráfico naviero. De ahí, también, la caída de cotizaciones que se produjo en 1914, cuando la guerra estalló, que valoró a las acciones navieras muy por debajo de lo que justificaban los beneficios que estaban obteniendo, por mucho que éstos bajasen.

Dividendos repartidos por algunas compañías navieras entre 1906 y 1914

	Sota y Aznar	Bilbaína	Vascong.	Nervión	Actividad	Unión	Olázarri
1906	6	—	3	4	1,2	—	4
1907	7	—	3	5	2,5	2	5,5
1908	5	—	2	5	1	—	2,5
1909	5,5	—	2	6	—	—	2,5
1910	6	—	4	8	—	—	3
1911	8	—	7	4	1,5	—	4
1912	15	—	12	16	—	5	5
1913	16	5	16	13	4,5	3	5
1914	15	10	15		5	2	4,5

La normalización de las compañías ferroviarias

El *corro* de las compañías de ferrocarriles constituía uno de los más antiguos de la Bolsa de Bilbao. Formaba parte del Boletín de Cotización Oficial desde que ésta se fundase en 1891. Entre 1906 y 1914 no sufrió grandes convulsiones, lo que contrasta con sus experiencias de los años anteriores, llenas de tensiones empresariales y de los problemas derivados de la construcción y de su difícil financiación. Ninguno de éstos sacudió a los ferrocarriles durante el periodo que nos ocupa. El Ferrocarril de la Robla había estabilizado su pasivo, tras convertir sus deudas en capital-acciones. El Santander-Bilbao había completado su red, tras la fusión de las tres compañías que habían levantado la conexión entre Bilbao y San Sebastián y tras hacerse con la línea Bilbao-Plencia. El Bilbao-Portugalete explotaba una línea que, tras la construcción de algunos ramales mineros y los correspondientes embarcaderos, no exigió nuevas inversiones. El Ferrocarril Castro Alén disponía ya del breve ferrocarril minero que partía de la parte occidental de las Encartaciones y llegaba a Castro Urdiales. En 1906 se decidió, por fin, tras sinnúmero de tensiones, la fusión en los Ferrocarriles Vascongados de las tres compañías que habían conseguido la unión ferroviaria entre Bilbao y San Sebastián.

Completada la red básica de los ferrocarriles vascos y solventados en 1906 los últimos problemas empresariales que les habían condicionado durante quince años, el periodo 1906-1914 fue el primero de funcionamiento estable del sector. Se pudo medir la eficacia y rentabilidad de la estructura de comunicaciones que se había creado.

En conjunto, el sector aparece durante estos años como un negocio relativamente estable, que no estaba sujeto a bruscos altibajos. Conseguía por lo común rentabilidades medianas, pero con dividendos más o menos consoli-

dados. Había, sin embargo, algunas diferencias empresariales, que someramente describimos a continuación.

Dividendos repartidos por algunas compañías ferroviarias entre 1906 y 1914

	Santander-Bilbao	Castro-Alén	Vascon-gados	Bilbao-Portugalete	Robla
1906	6	8	—	7	1
1907	6	8	5	6	3
1908	5,5	12	4,5	6	2,5
1909	4	8	4,5	7	2,5
1910	4,5	6	4	7	2,5
1911	4	4	4,5	7	2,5
1912	5	5	5,5	7	2,5
1913	5	4	5,5	7	2,5
1914	4	1	5,5	6	2,5

El Ferrocarril Bilbao-Portugalete era, sin duda, el que en conjunto conseguía mejores resultados. Repartió dividendos del 6-7%. Quedaban lejos de los que eventualmente obtenían los principales negocios siderúrgicos o bancarios, pero aparecía como un negocio saneado, sin graves problemas coyunturales. La línea de la margen izquierda del Nervión, que abastecía a las principales instalaciones fabriles de Vizcaya, contaba con consistentes y estables tráficos de viajeros y de mercancías, que sólo de producirse una muy profunda crisis se verían alterados, circunstancia que no se dio en este periodo.

También los Ferrocarriles Vascongados consiguieron, tras la fusión, estabilizar sus productos y dividendos, bien que a un nivel algo inferior al precedente. Venía a repartir entre el 5/5,5% a los accionistas. Así, esta inversión se ajustaba al esquema según el cual, si bien el negocio ferroviario en el País Vasco no generó altísimas rentabilidades —excepto en algunas compañías, en los momentos iniciales, como sucediera en los años noventa en el Bilbao-Durango y el Bilbao-Portugalete—, sí proporcionó ganancias equiparables al de otras inversiones industriales.

Una cuestión bien diferente la plantea el Hullero de la Robla. Ferrocarril de construcción costosísima, realizada en medio de muy agudos problemas financieros y a partir de un endeudamiento fatal para la rentabilidad de la compañía, no proporcionó dividendos hasta la primera década del siglo. Estos eran muy bajos, del 2/2,5%, como consecuencia de la ampliación del capital al convertir en acciones las deudas. Con todo, a partir de 1906 estabilizó los resultados, aunque, por su dependencia estricta con respecto a un único producto, el carbón, hubo de seguir en parte la tendencia que marcaban los precios de la hulla.

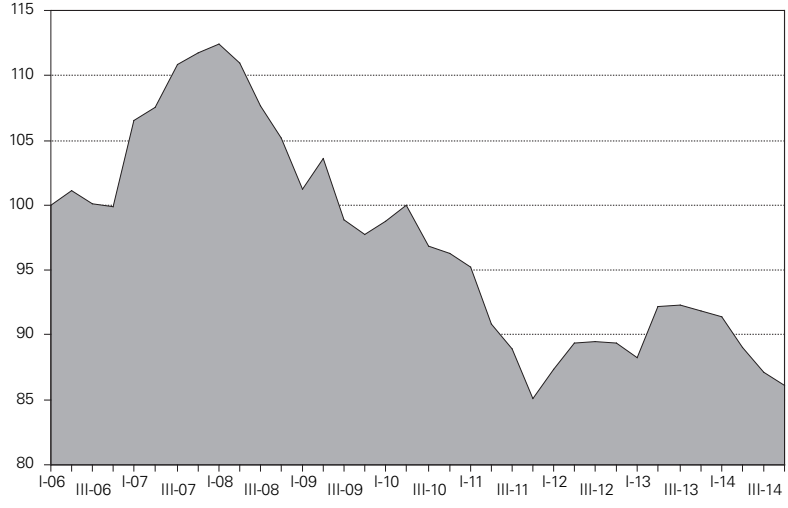
El Ferrocarril Santander-Bilbao administraba una complejísima línea, en la que algunos tramos (los próximos a Santander) se utilizaban básicamente para

el transporte del hierro, otros tenían en el transporte de mercancías industriales su principal negocio (la vía entre Valmaseda, Zorroza y Bilbao), mientras un ramal, el que recorría la margen derecha (el que había sido Bilbao-Las Arenas, absorbido en su día por el Santander-Bilbao), vivía del tráfico de viajeros generado por la zona residencial y veraniega del Abra. Obtuvo dividendos entre el 4 y el 6%, pero con una oscilación mayor que los anteriores, precisamente porque, en parte, sus beneficios dependían de cómo marchase la coyuntura minera, que experimentó variaciones profundas en estos años.

El Castro-Alén era el único ferrocarril estrictamente minero de los que componen nuestra muestra. Su negocio era el transporte del hierro. De ahí que sus beneficios y comportamiento bursátil siguiesen de cerca la tendencia que marcaba la coyuntura minera. Así, a los momentos de mejores precios del hierro acompañaron altos dividendos, del 8 y hasta del 12%, mientras que cuando se deprimió la minería llegó a repartir sólo el 1%.

La gráfica que representa la evolución bursátil de los ferrocarriles reproduce esta coyuntura. Las oscilaciones no fueron fuertes, pues los máximos y mínimos estuvieron el 15% por arriba o por abajo del punto de partida. Toda vez que el índice lo forman cotizaciones medias, se aprecia una clara subida en las apreciaciones de las acciones ferroviarias hasta 1908. Era consecuencia directa del influjo que en el Santander-Bilbao, la Robla y el Castro-Alén tenía la coyuntura alcista de la minería. Por la misma razón a partir de 1908 cayó lentamente el índice, a medida que los precios del mineral descendieron, a lo que contribuyó, también el general ambiente depresivo.

Índice del sector ferroviario entre 1906 y 1914



Base = 100, 1914

En conjunto, se trataba de un sector en el que eran escasas las expectativas de grandes convulsiones empresariales, por lo que las cotizaciones bursátiles se ajustaron de forma precisa a la marcha del dividendo, sin cotizar futuras e inexistentes alternativas futuras.

Permite comprobarlo la comparación de las cotizaciones anuales medias de las distintas compañías. Los mejores precios correspondían al Bilbao-Portugalete, el ferrocarril más saneado, mientras, como cabía esperar dada su escasa rentabilidad, las cotizaciones de la compañía de la Robla presentaban los peores precios entre las compañías ferroviarias.

Cotizaciones anuales medias de las compañías ferroviarias

	Índice	Media	Bilbao-Portugalete	Castro Alén	Santander-Bilbao
1906	100	87,4	139,6	131	128,6
1907	108,9	95,4	133,8	102,5	123,3
1908	108,7	95,7	144,1	122,1	115,4
1909	100,1	88,5	150,5	120	106,1
1910	97,7	85,7	152	118,1	102,6
1911	89,8	78,9	161	103,8	91,4
1912	88,7	79,5	159,1	102,9	90,1
1913	90,9	81,6	168,1	104	89,5
1914	88,2	79,1	172	104	85,6

	Robla	Vascongados	Tranvía Durango
1906	40,1	—	20
1907	66,5	—	26,3
1908	68,4	—	39,9
1909	57,9	—	49,5
1910	55,8	—	26,3
1911	49	96,8	31,4
1912	49,4	99,8	78,6
1913	52,3	102,1	80,4
1914	47,7	100,8	79,3

El cuadro que representa los beneficios líquidos confirma las apreciaciones anteriores sobre la coyuntura ferroviaria del periodo 1906-1914. Globalmente se produjo una caída significativa entre 1909 y 1911, cuando los productos totales bajaron de 3 millones de pesetas. Era consecuencia, en los fundamental, de los peores resultados que durante estos años tuvieron los fe-

rrocarriles cuyos productos dependían en todo o en parte del transporte minero, el Santander-Bilbao, el Ferrocarril de la Robla y el Castro-Alén. Por contra el Bilbao-Portugalete y los Vascongados experimentaban un aumento nítido de sus productos, no exento de algún ejercicio mediocre, medida que se afianzaban sus tráficos de viajeros y mercancías.

Beneficios líquidos de los ferrocarriles entre 1906 y 1914[114]

	Santander-Bilbao	Castro-Alén	Vascongados
1906	1.316.822	235.299	910.005
1907	1.207.562	222.873	1.109.762
1908	1.020.824	298.472	1.029.072
1909	795.992	193.537	1.076.359
1910	974.313	131.087	985.505
1911	812.287	84.447	1.165.327
1912	1.096.486	107.187	1.376.765
1913	1.235.985	84.384	1.485.118
1914	936.254	22.936	1.138.917
	Bilbao-Portugalete	**Robla**	**Total**
1906	296.764	508.802	3.267.693
1907	260.736	758.393	3.559.326
1908	248.581	615.739	3.212.688
1909	289.874	511.318	2.867.079
1910	309.195	523.243	2.923.343
1911	289.068	528.055	2.879.184
1912	370.143	865.103	3.815.684
1913	494.497	843.717	4.143.701
1914	365.321	453.250	2.916.678

Se ha afirmado arriba que en uno de los ferrocarriles fundamentales que componen la muestra, el Bilbao-Santander, resultó decisiva la evolución del transporte minero, y parece que esta consideración merece comprobarse, dada la complejidad de las líneas que explotaba. Lo demuestra la composición de los productos brutos que se obtenían por el transporte de mercancías, que figura en el cuadro siguiente.

[114] Los datos de los Ferrocarriles Vascongados correspondientes a 1906 son la suma de los beneficios líquidos obtenidos por las compañías del Ferrocarril Bilbao-Durango, Durango-Zumárraga y Elgoibar-San Sebastián antes de unificar su gestión.

Productos brutos obtenidos por el transporte de mercancías del Ferrocarril Bilbao-Santander[115]
(en pesetas)

	Gran Velocidad	Pequeña Velocidad	Minerales	Total
1906	182.875	758.930	991.443	1.932.550
1907	197.186	760.645	893.535	1.851.368
1908	190.544	779.520	712.789	1.682.854
1909	200.680	787.835	744.531	1.739.208
1910	219.802	874.247	716.112	1.810.163
1911	246.046	931.827	484.217	1.662.091
1912	250.328	1.066.439	558.593	1.875.360
1913	251.810	1.086.634	611.154	1.949.599

El transporte de mercancías producía en 1908 casi 200.000 ptas. menos que dos años antes. No se debía la caída a bajas en el tráfico de productos industriales, pues los productos en «gran velocidad» y, sobre todo, en «pequeña velocidad» no se resintieron de la crisis. Sí lo hizo el de los minerales —que se correspondía al transporte del hierro—, que desde 1907 experimentaron una baja constante hasta 1911, cuando producía casi la mitad que en el punto de partida. En realidad, si la baja de los beneficios del Santander-Bilbao no fue mayor se debió a que progresivamente la línea consiguió incrementar, y sustancialmente, los productos conseguidos por el transporte de mercancías no mineras. En realidad, pese a la atonía característica del periodo 1906-1914, no podría afirmarse que significara una crisis industrial profunda, que se hubiera reflejado, necesariamente, en el tráfico de mercancías por ferrocarril. No sucedió esto en el Santander-Bilbao, como tampoco lo hizo en el Bilbao-Portugalete ni en los Ferrocarriles Vascongados.

[115] Elaborada a partir de las Memorias de la Compañía del Ferrocarril Bilbao-Santander.

Apéndices

Apéndice I

Evolución de la Bolsa de Bilbao. Años en que cotizan las distintas sociedades de los sectores bancario, hidroeléctrico, ferroviario, «monopolios», minero, naviero, siderúrgico e «industrias varias»

1. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector bancario**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Banco de Bilbao	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Banco de Vizcaya	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Banco Hispano Americano	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		30
Banco de España	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X					X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	27
Banco de Gijón	X	X	X	X	X			X			X		X		X				X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X		20
Crédito de la Unión Minera	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												20
Banco Eol. Río de la Plata		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X												19
Banco Urquijo Vascongado														X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	17
Banco Central															X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	16
Banco de Burgos	X	X	X	X	X		X	X				X		X						X	X	X	X	X	X							15
Banco Agrícola Comercial														X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X						12
Banco Asturiano														X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X							11
Banco Guipuzcoano	X	X	X	X	X	X					X	X		X																		9
Banco de Vitoria	X	X		X	X	X		X	X				X	X																		9
Banco Vasco													X	X	X	X	X	X	X	X												8
Banco Popular																								X	X	X	X	X	X	X		7
Banco de Cartagena			X	X	X	X	X																									5
Banco Español de Crédito														X	X					X	X		X									5
Banco Hipot. de España	X																															1
Crédito Industrial Gijón	X																															1
Total	11	10	10	11	11	9	8	9	7	6	8	8	9	14	13	10	10	10	10	13	11	10	11	11	10	9	8	6	8	8	5	9

2. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector hidroeléctrico**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Hidroeléctrica Ibérica	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Unión Eléctrica Vizcaína				X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X				25
Hidroeléctrica española							X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	25
Electra de Viesgo			X	X					X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	23
Coop. Eléctrica de Madrid										X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	22
Unión Eléctr. de Cartagena										X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		21
Mengemor											X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	19
Electra Durango Arratia	X		X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X														16
Sevillana de Electricidad																	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	15
Eléctr. Reunidas Zaragoza														X	X			X	X		X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Hispano Americ. Electr.																	X	X	X		X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	13
Electra Industrial Esp.					X	X						X			X	X				X	X	X				X		X		X	X	12
Electro vasco Montañesa												X		X		X				X			X		X	X	X	X		X	X	11
Electra irurak Bat													X	X	X				X	X	X	X	X			X		X		X		11
Hidráulica del Fresser	X	X	X	X		X	X	X			X		X	X																		10
Eléctrica Valenciana													X			X	X				X		X		X	X						7
Distr. Eléctr. Guipuzcoana																							X	X					X	X	X	5
León Industrial																											X	X	X	X	X	5
Instaladora General														X	X	X	X															4
Electra Recajo																													X	X	X	3
Product. Fuerzas Motrices													X	X																		2
Unión Eléctrica Madrileña													X									X										2
Saltos del Duero																														X	X	2
Electra del Nervión	X																															1
Electra de Bedia			X																													1
Constr. Electro Mecánicas			X																													1
Hidráulica Santillana											X																					1
Eléctrica Hidr. Alavesa														X																		1
Volta																								X								1
Saltos del Alberche																								X								1
Total por año	4	2	6	5	4	5	5	4	5	7	10	10	13	15	12	10	11	11	11	11	13	12	13	13	12	14	11	14	12	16	14	

3. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector ferroviario**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
FC. Santander-Bilbao	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Ferrocarril de la Robla	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
FFCC. Vascongados						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	26
FC. Norte de España			X					X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	25
FC. Madrid Zaragoza Alic.											X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	20
FC. Bilbao-Portugalete	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X				X	X	X													15
Tranvía Durango Arratia		X																	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
FC. Casztro Alén	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X		X																		12
Metro Alfonso XIII																	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X		X		12
Explot. FFCC. y Tranvías																						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
FFCC. Secundarios													X										X	X	X					X		5
FC. Económicos Asturias						X	X					X			X																	4
Metro de Barcelona																		X	X													2
Funicular de Archanda																								X						X		2
FC. Bilbao-Durango	X																															1
FC. Durango Zumárraga	X																															1
FC. Cortes-Borja																												X				1
Total por año	6	5	5	4	3	6	6	6	6	6	6	8	7	6	6	5	6	8	9	6	7	8	9	10	9	8	8	9	7	10	7	12

4. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector «monopolios»**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Arrendataria Tabacos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X														18
Unión E. Explosivos	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
CAMPSA																							X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Total cada año	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	19

5. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector minero**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	
Hullera Sabero Anexas	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	30
Minas de Cala	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	29
Minera de Setares	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X					27
Mina Ceferina		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X				X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	27
Minas Irún Lesaca	X	X	X	X	X	X	X	X				X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		26
Sierra Alhamilla	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X						24
Argentífera de Córdoba	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X						X	23
Alcaracejos	X						X	X	X		X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X							18
Hullera Vasco Leonesa	X					X	X					X	X		X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			18
Minera Villaodrid		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X					X	X	X										17
Oeste Sabero Veneros															X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	17
Minera Dícido								X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X							16
Minas del Rif																		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		13
Collado del Lobo	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X																			13
Minera Setolazar																X			X				X	X	X	X	X	X	X	X	X	11
Minera Peñaflor	X	X	X	X	X	X	X				X	X	X																			10
Argentífera Almagrera	X	X	X	X	X	X	X			X	X																					9
Sierra Menera																						X	X	X	X		X	X	X	X	X	9
Carbones Asturianos												X	X	X	X	X	X	X					X									8
Minas Teverga																		X	X	X	X	X	X	X	X							8
Minero Sid. Ponferrada																						X	X	X	X	X	X		X		X	8
Hulleras San Cebrián												X					X	X				X			X	X			X			7
Minera Cántabro Bilbaína														X	X	X	X									X	X	X				7
Anglo Vasca Min. Córdoba	X	X	X	X			X																									5
Hulleras del Turón								X	X	X		X	X																			5
La Atilana		X	X	X	X		X																									5
Minas Hierro Carreño	X	X	X	X	X																											5
Hulleras Orzonaga													X	X		X																3
Española de Minas			X	X																												2
Hulleras Nacedo													X	X																		2
Azufrera Coto del Hellín				X																												1
Minas Heras							X																									1
Minas Prellezo						X																										1
FC. y Minas de Burgos																X																1
Vasco Andaluza de Minas																									X							1
Total por año	13	14	15	16	12	12	16	12	11	10	12	16	17	14	14	10	9	14	14	14	14	17	16	16	18	13	12	10	10	9	8	13

6. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector naviero**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Marítima Unión	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Naviera Sota Aznar	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Naviera Vascongada	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Marítima Nervión			X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	28
Naviera Bachi											X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	21
Marítima Bilbao												X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	20
Naviera Mundaca												X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	19
General de Navegación													X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	19
Naviera Vizcaya														X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	18
Cantábrica de Navegación										X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X			17
Naviera Vasco Asturiana											X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X		X			17
Naviera Guipuzcoana												X	X	X	X				X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	17
Vasco Cantábrica de Navegación										X	X	X	X	X	X				X	X	X	X	X	X	X	X			X	X		16
Remolcadores Ibaizábal														X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	16
Auxiliar Marítima													X	X	X		X				X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	15
Naviera Euzkera												X	X	X	X						X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	14
Naviera Aurrerá																		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Naviera Olázarri	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X																				12
Marítima Actividad	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X																					11
Bilbaína de Navegación	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X																				10
Naviera Elanchove																							X	X	X	X	X	X	X	X	X	9
Naviera La Estrella		X	X				X	X	X	X	X																					7
Naviera Bat	X	X	X					X	X	X																						6

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Navegación Internacional														X	X				X	X	X	X										6
Algorteña de Navegación								X	X	X	X	X																				5
Naviera Fierros																X	X	X	X	X												5
Naviera Iturri								X	X	X	X																					4
Marítima Bermeo														X	X				X	X												4
Naviera Elcano														X	X	X	X															4
Naviera Vasco Valenciana															X	X		X								X						4
Naviera Amaya										X	X	X																				3
Navegación Begoña											X	X			X																	3
Naviera Izarra												X	X	X																		3
La Previsora Naval													X	X	X																	3
Marítima Ybai													X	X	X																	3
Navegación Uriarte								X		X																						2
Naviera Gascuña												X	X																			2
Naviera Hércules												X			X																	2
Marítima Euzkalduna												X	X																			2
Naviera Baracaldesa														X	X																	2
Marítima Vizcaya	X																															1
Anónima de Navegación	X																															1
Marítima Rodas			X																													1
Anglo Vasca de Navegación										X																						1
Vapor Lucienne											X																					1
Marítima El Pilar															X																	1
Total por año	9	8	10	6	6	7	8	12	11	16	17	20	19	23	26	14	14	15	18	18	18	18	18	18	18	16	16	14	18	16	15	15

7. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector seguros**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Seguros Aurora	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Garantía																						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
Seguros La Polar	X																			X		X	X	X	X	X	X					8
Seguros Bilbao														X							X			X			X		X		X	6
Seguros Previsora Norte																								X								1
Total por año	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	2	2	3	3	5	3	3	4	2	3	2	3	1,8

8. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector siderúrgico**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Altos Hornos de Vizcaya	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Sociedad Aurrerá	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X				X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X		25
C. A. Basconia							X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	24
Euzkalduna								X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	24
Sdad. Talleres Deusto	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X					22
Duro-Felguera											X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	20
Alambres del Cadagua		X			X													X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	15
Siderúrgica Mediterráneo																	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	15
Tubos Forjados				X			X			X	X	X	X	X						X	X		X	X	X		X			X		14
Sdad. An. Echevarría														X		X		X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Babcock Wilcox																		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Construcciones Metálicas							X			X									X	X			X	X	X	X	X	X		X	X	12
Unión Cerr. Mondragón							X			X									X	X			X	X	X	X	X	X		X	X	12
Sdad. Eola. Constr. Naval														X							X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	11
Nueva Montaña													X			X			X				X									4
Talleres Miravalles																								X				X	X			3
Astilleros Eraso														X	X																	2
Astilleros del Cadagua													X																			1
Total por años	3	4	3	4	3	2	7	5	5	8	7	7	9	9	5	6	6	10	13	13	11	10	15	15	13	12	13	11	10	13	11	8,5

9. **Años en que cotizan las distintas sociedades del sector «industrias varias»**

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
La Papelera Española	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Unión Resinera Española	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	31
Bodegas Bilbaínas	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X	X	29
Sdad. Gral. Azucarera	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X			X					X		X			X		X	19
Sdad. Gral. Industr. y Com.	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X															17
Eola. Pinturas Intern.																		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	14
Fosfatos Logrosán																				X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	12
Nuevo Teatro Bilbao																			X	X	X	X		X	X	X	X	X	X		X	11
Compañía de Alcoholes												X		X	X	X		X	X	X	X	X	X									10
Puente de Vizcaya														X	X	X		X	X			X		X		X				X	X	10
Ob. y Construc. Ormaeche																			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X				10
Telefónica Nacional																						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
Espasa Calpe																						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
Sdad. Gras. Prodct. Cerám.																						X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	10
Inmobiliara Iralabarri											X	X	X	X		X	X			X			X	X								9
Abast. Aguas Ceuta													X	X				X		X	X	X	X	X		X						9
Deportes y Espectáculos																					X	X	X	X	X	X	X	X		X		9
Azucarera Leopoldo																						X	X	X	X	X		X	X	X	X	9
Ahlemeyer C. E. M.		X	X																X		X		X	X	X			X				8
Comercial Oriente																	X	X	X	X	X	X								X		7
Bodegas Franco Españolas			X		X		X													X		X				X						6
La Concordia																					X						X	X	X	X	X	6
Ebro Azucarera																										X	X	X	X	X	X	6
Cía. Peninsular Telefónos			X	X	X			X	X																							5
Resinera Bilbaína													X	X	X	X					X											5
Balnearios Sobrón…																				X	X				X	X				X		5
Ajuria																							X	X	X				X	X		5
Pesquera Vizcaína																							X	X	X	X			X			5
La Cervecera del Norte																											X	X	X	X	X	5
Constructora Bilbaína											X	X		X	X																	4
Cía. Gral. Aceite y Oliva																			X	X	X	X										4

	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	Años
Cine-Teatro Buenos Aires																						X		X	X	X						4
Ibérica de Gomas																								X		X			X	X		4
La Aeronáutica																												X	X	X	X	4
Harino Panadera																												X	X	X	X	4
San Carlos Vasco Andaluza																			X		X	X										3
El Material Industrial																			X					X				X				3
Propiedades urbanas																						X		X	X							3
Muñuzuri																								X	X						X	3
Franco Eola. Alambres y Transporte Aéreo																								X	X	X						3
Julio Alonso																										X	X	X				3
Portland Lemona																													X	X	X	3
Casa Dotésio			X	X																												2
Sdad. cementos Sestao			X	X																												2
Artes Gráficas			X	X																												2
Funicular Archanda												X	X																			2
Terrenos de Neguri												X	X																			2
Industrial Química Zaragoza														X							X											2
Vidrieras Cantábricas Reunidas														X								X										2
Cía. Vinícola Norte E.ª		X																														1
Algodonera Guipuzcoana			X																													1
Omnium Barcelona												X																				1
Productos Químicos Málaga																X																1
Vasco Andaluza de Abonos y Minerales																	X															1
Sanatroios Fuenfría																			X													1
Instaladora General																			X													1
León Industrial																			X													1
Jabonera Tapia y Sobrino																			X													1
Grandes Molinos Vascos																				X												1
General Vidrieras Españolas																											X					1
Total por año	5	7	12	9	7	5	6	6	6	5	7	11	8	12	9	10	7	8	18	15	18	22	17	25	20	22	16	20	20	21	19	13

Apéndice II

Cotizaciones en la Bolsa de Bilbao

COTIZACIONES TRIMESTRALES MEDIAS DEL PERIODO 1906-1914. ÍNDICE GLOBAL, ÍNDICES SECTORIALES Y COTIZACIONES MEDIAS DE CADA EMPRESA

1.1. *Índice de la Bolsa de Bilbao según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones medias de cada sector*

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bancos	Eléctricas	Ferrocarriles
1906-I	100,0	120,9	249,2	75,1	87,2
1906-II	99,9	120,8	257,7	74,8	88,2
1906-III	99,3	120,0	254,6	74,9	87,3
1906-IV	104,7	126,6	263,1	84,8	87,1
1907-I	115,8	139,9	286,1	99,6	92,9
1907-II	118,7	143,5	294,1	105,9	93,7
1907-III	120,4	145,5	294,4	105,1	97,0
1907-IV	118,6	143,4	288,3	104,2	97,8
1908-I	120,1	145,2	297,0	108,9	98,6
1908-II	122,1	147,7	316,1	116,7	97,2
1908-III	123,5	149,3	323,1	116,5	94,5
1908-IV	124,9	151,1	338,4	116,9	92,4
1909-I	126,1	152,4	366,9	114,8	88,8
1909-II	130,2	157,4	397,5	116,0	91,9
1909-III	130,9	158,3	405,5	119,3	87,7
1909-IV	131,1	158,5	432,2	117,4	85,6
1910-I	132,5	160,1	434,4	114,2	86,4
1910-II	131,7	159,2	426,8	114,2	87,4
1910-III	129,9	157,1	424,7	112,8	84,7
1910-IV	128,8	155,7	426,0	112,5	84,2
1911-I	127,2	153,8	408,6	112,3	83,4
1911-II	125,8	152,1	410,1	111,2	79,5
1911-III	121,5	146,9	376,1	109,7	78,2
1911-IV	119,1	144,0	365,2	109,5	74,6
1912-I	119,6	144,6	343,8	109,0	78,2
1912-II	120,4	145,6	353,8	106,7	79,9
1912-III	121,3	146,6	349,1	108,1	80,1
1912-IV	120,1	145,3	342,3	101,9	80,0
1913-I	121,5	146,9	324,0	108,9	79,0
1913-II	122,5	148,1	327,3	106,4	82,5
1913-III	123,8	149,7	316,3	103,8	82,6
1913-IV	120,3	145,5	309,7	100,3	82,2
1914-I	118,5	143,3	291,0	108,9	81,8
1914-II	116,0	140,2	284,4	111,7	79,7
1914-III	109,8	132,8	279,7	107,6	78,0
1914-IV	110,1	133,1	277,6	107,1	77,0

Trimestre	Minas	Navieras	Siderurgia	Seguros	Varias
1906-I	114,3	62,3	207,7	74,5	80,0
1906-II	108,3	63,3	205,4	66,5	83,0
1906-III	106,9	59,0	209,1	67,0	88,2
1906-IV	119,0	59,1	225,3	68,7	83,5
1907-I	139,3	64,1	245,8	73,5	83,5
1907-II	148,7	63,9	245,8	67,7	83,5
1907-III	145,1	65,9	258,7	58,5	80,8
1907-IV	141,1	67,9	250,8	56,5	83,0
1908-I	138,8	62,3	258,8	54,9	83,0
1908-II	138,9	59,0	259,1	56,2	76,5
1908-III	139,6	58,4	270,6	54,7	76,5
1908-IV	140,7	55,5	276,3	56,0	73,0
1909-I	135,7	53,3	281,0	43,0	75,0
1909-II	140,2	53,0	280,0	38,4	75,0
1909-III	143,2	53,5	279,5	23,4	82,5
1909-IV	136,9	54,2	271,2	30,0	84,7
1910-I	137,2	54,3	282,9	34,4	84,7
1910-II	136,3	53,6	278,9	44,8	100,0
1910-III	134,4	51,4	276,0	55,7	95,0
1910-IV	130,1	50,5	272,8	50,7	97,5
1911-I	123,9	51,2	279,9	64,0	102,0
1911-II	124,0	50,5	276,0	59,0	101,0
1911-III	120,0	49,1	277,8	55,6	97,0
1911-IV	112,6	52,4	278,8	50,0	97,0
1912-I	111,0	62,3	286,7	50,0	97,5
1912-II	109,7	66,2	281,8	52,0	100,3
1912-III	105,9	74,7	287,4	52,0	100,5
1912-IV	101,9	80,3	289,2	55,0	100,5
1913-I	104,8	83,9	303,3	53,4	100,5
1913-II	105,7	84,4	304,6	52,7	100,5
1913-III	104,5	91,4	322,3	51,4	99,7
1913-IV	104,4	92,5	301,9	51,4	92,0
1914-I	101,8	86,3	302,6	51,4	91,0
1914-II	96,5	84,3	294,6	50,4	91,0
1914-III	93,6	77,2	262,6	49,4	91,0
1914-IV	86,7	88,9	265,9	49,4	91,0

2. **Índices sectoriales**

2.1. *Sector bancario*

2.1.1. Índice del sector bancario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de los bancos que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Banco de Bilbao	Banco de Vizcaya	Crédito de la Unión Minera
1906-I	100,0	249,2	273,8	209,3	244,2
1906-II	103,4	257,7	284,0	213,3	254,6
1906-III	102,1	254,6	277,7	211,3	258,0
1906-IV	105,6	263,1	280,7	212,7	290,8
1907-I	114,8	286,1	291,0	223,7	362,5
1907-II	118,0	294,1	298,0	232,5	371,7
1907-III	118,1	294,4	295,0	233,0	380,0
1907-IV	115,7	288,3	302,7	223,0	344,7
1908-I	119,2	297,0	304,5	240,3	358,3
1908-II	126,8	316,1	316,0	267,5	385,0
1908-III	129,6	323,1	328,3	252,3	410,2
1908-IV	135,8	338,4	338,3	269,0	436,7
1909-I	147,2	366,9	329,1	313,3	537,3
1909-II	159,5	397,5	333,3	374,2	590,8
1909-III	162,7	405,5	332,0	395,0	604,3
1909-IV	173,4	432,2	341,7	430,0	661,7
1910-I	174,3	434,4	353,0	443,7	625,0
1910-II	171,3	426,8	354,7	425,5	609,2
1910-III	170,4	424,7	344,7	435,7	609,2
1910-IV	170,9	426,0	341,3	446,0	609,2
1911-I	164,0	408,6	331,7	387,2	631,5
1911-II	164,6	410,1	330,6	382,3	648,3
1911-III	150,9	376,1	332,0	360,0	509,2
1911-IV	146,5	365,2	328,0	345,0	486,7
1912-I	138,0	343,8	323,7	292,7	466,7
1912-II	142,0	353,8	324,0	298,3	506,7
1912-III	140,1	349,1	321,6	296,0	493,3
1912-IV	137,4	342,3	317,7	293,3	473,3
1913-I	130,0	324,0	315,3	283,7	402,7
1913-II	131,3	327,3	319,7	279,3	414,2
1913-III	126,9	316,3	312,7	263,5	400,0
1913-IV	124,3	309,7	316,0	254,7	371,7
1914-I	116,8	291,0	308,7	242,7	315,5
1914-II	114,1	284,4	305,3	242,5	291,7
1914-III	112,2	279,7	298,0	240,0	290,0
1914-IV	111,4	277,6	294,0	240,0	290,0

2.1.2. Cotizaciones trimestrales medias de los demás bancos

2.1.2.1. Bancos nacionales y extranjeros

Trimestre	Banco de España	Banco Hispano Americano	Banco Hipotecario Español	Banco Español del Río de la Plata
1906-I	414	132,8	198,5	
1906-II		142,0		
1906-III	432,5	147,0		
1906-IV	4378	148,2		
1907-I	436,5	151,0		
1907-II	440,5	146,3		
1907-III	447	150,7		
1907-IV	459	151,5		
1908-I	455	148,5		417,5
1908-II	457,67	147,2		407,7
1908-III	450			399,3
1908-IV	445,75			390,0
1909-I	443,5	145,0		496,2
1909-II	464	140,2		491,7
1909-III	454	145,0		493,7
1909-IV	460,5	149,0		498,0
1910-I	463	146,0		519,0
1910-II	460	151,6		575,0
1910-III	449	150,0		561,5
1910-IV	452	150,0		545,0
1911-I	450	146,0		497,3
1911-II	454	147,3		497,5
1911-III	450	144,3		468,5
1911-IV	449	145,0		493,0
1912-I	449	142,8		477,7
1912-II	455,17	143,0		476,3
1912-III	447,75			473,3
1912-IV	450,75			469,7
1913-I	450,17	141,1		469,8
1913-II	460			463,8
1913-III	447			434,5
1913-IV	451,83	115,0		428,7
1914-I	447	85,5		415,8
1914-II	452			365,5
1914-III	437			304,0
1914-IV	444,5	80,0		250,0

2.1.2.2. Bancos locales no vizcaínos

Trimestre	Banco Guipuzcoano	Banco de Vitoria	Banco de Burgos	Crédito Industrial Gijonés	Banco de Gijón	Banco de Cartagena
1906-I	177,3				168,0	
1906-II	180,0	125,0	107,0	30,0	165,3	
1906-III	177,3					
1906-IV	185,0	125,0	108,5		159,7	
1907-I	200,0				162,5	
1907-II	196,0	124,0			160,0	
1907-III	197,5		108,5		161,5	
1907-IV	199,5				164,0	
1908-I	203,0					
1908-II	204,3		120,0		164,0	
1908-III						
1908-IV	209,0					120,3
1909-I	210,0					119,7
1909-II			195,0			119,0
1909-III	225,0	150,0	200,0		169,0	
1909-IV	230,0					116,5
1910-I	225,5					118,7
1910-II		152,0	202,5		175,0	119,3
1910-III	223,0				175,0	120,0
1910-IV		152,0				118,5
1911-I		152,0				118,1
1911-II		155,0				119,0
1911-III	230,0					115,0
1911-IV	230,0					
1912-I			200,0			
1912-II			210,0			111,0
1912-III			210,0			
1912-IV			230,0			140,0
1913-I		135,0	205,0			
1913-II		138,0				
1913-III		135,0				
1913-IV					172,0	
1914-I		125,0				
1914-II						
1914-III						
1914-IV						

2.2. *Sector hidroeléctrico*

2.2.1. Índice del sector hidroeléctrico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hidroeléctrica Ibérica	Hiráulica del Fresser	Unión Eléctrica Vizcaína
1906-I	100,0	75,1	78,5	31,0	
1906-II	99,6	74,8	78,2	31,0	
1906-III	99,8	74,9	78,3	31,0	
1906-IV	112,9	84,8	87,8	46,5	
1907-I	132,6	99,6	103,2	53,0	
1907-II	141,0	105,9	110,0	53,0	
1907-III	140,0	105,1	108,7	59,7	
1907-IV	138,8	104,2	107,3	63,7	
1908-I	145,1	108,9	112,3	65,3	
1908-II	155,4	116,7	120,7	65,0	
1908-III	155,2	116,5	120,5	65,2	
1908-IV	155,6	116,9	120,8	65,7	
1909-I	152,9	114,8	118,7	65,0	
1909-II	154,6	116,0	120,0	65,0	142,0
1909-III	158,9	119,3	126,5	65,0	142,2
1909-IV	156,4	117,4	126,5	65,0	137,3
1910-I	152,1	114,2	114,5	65,0	144,3
1910-II	152,1	114,2	114,3	65,0	144,5
1910-III	150,3	112,8	112,3	65,0	143,5
1910-IV	149,8	112,5	114,0	65,0	140,5
1911-I	149,6	112,3	116,9	30,5	139,7
1911-II	148,2	111,2	115,3	35,0	138,5
1911-III	146,2	109,7	115,0	35,0	135,0
1911-IV	145,8	109,5	113,2	35,0	136,8
1912-I	145,2	109,0	110,5	35,0	138,8
1912-II	142,1	106,7	109,3	37,0	134,2
1912-III	144,0	108,1	110,7	39,0	136,0
1912-IV	135,7	101,9	107,8	38,0	123,5
1913-I	145,1	108,9	109,8	38,0	139,3
1913-II	141,7	106,4	104,7	36,5	139,3
1913-III	138,3	103,8	99,0	36,5	140,0
1913-IV	133,7	100,3	92,7	36,5	139,0
1914-I	145,0	108,9	96,0	36,5	157,0
1914-II	148,7	111,7	93,7	36,5	167,2
1914-III	143,3	107,6	89,5	36,5	162,0
1914-IV	142,7	107,1	88,5	36,5	162,0

2.2.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías hidroeléctricas

Trimestre	Hidro-eléctrica Española	Eléctrica Industrial Española	Electra de Viesgo	Electra de Bedia	Electra Nervión	Ahlemeyer	Constr. Electro Mecánicas	Unión E. Cartagena
1906-I					130	121,2		
1906-II								
1906-III								
1906-IV								
1907-I								
1907-II								
1907-III								
1907-IV								
1908-I								
1908-II				100				
1908-III								
1908-IV			38,0				85	
1909-I								
1909-II								
1909-III								
1909-IV			38,0					
1910-I								
1910-II		110,5						
1910-III		111,0						
1910-IV								
1911-I								
1911-II		100,0						
1911-III								
1911-IV								
1912-I								
1912-II	125,0							
1912-III	123,8							
1912-IV	123,0							
1913-I	121,8							
1913-II	108,3							
1913-III	96,0							
1913-IV	98,5							
1914-I	98,5		30,0					97,0
1914-II	97,3		30,3					89,3
1914-III	98,3		30,5					92,8
1914-IV	97,0		30,5				71	97,0

2.3. *Sector ferroviario*

2.3.1. Índice del sector ferroviario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bilbao-Portugalete	Castro-Alén
1906-I	100,0	87,2	137,0	132,0
1906-II	101,1	88,2	140,0	132,0
1906-III	100,1	87,3	141,5	130,0
1906-IV	99,9	87,1	140,0	130,2
1907-I	106,6	92,9	142,5	102,0
1907-II	107,5	93,7	142,5	102,0
1907-III	110,8	97,0	129,3	106,0
1907-IV	111,8	97,8	120,9	100,0
1908-I	112,4	98,6	145,0	124,0
1908-II	110,9	97,2	142,5	124,0
1908-III	107,6	94,5	143,0	118,5
1908-IV	105,2	92,4	146,0	122,0
1909-I	101,3	88,8	146,0	120,0
1909-II	103,6	91,9	152,0	120,0
1909-III	98,8	87,7	152,0	120,0
1909-IV	97,7	85,6	152,0	120,0
1910-I	98,7	86,4	152,0	120,0
1910-II	100,0	87,4	152,0	120,0
1910-III	96,8	84,7	152,0	116,3
1910-IV	96,2	84,2	152,0	116,0
1911-I	95,3	83,4	160,8	106,3
1911-II	90,8	79,5	161,0	103,0
1911-III	89,0	78,2	161,0	103,0
1911-IV	85,0	74,6	161,0	103,0
1912-I	87,4	78,2	169,5	103,0
1912-II	89,3	79,9	155,0	103,0
1912-III	89,5	80,1	155,0	101,5
1912-IV	89,4	80,0	157,0	104,0
1913-I	88,2	79,0	162,5	104,0
1913-II	92,2	82,5	165,0	104,0
1913-III	92,3	82,6	170,0	104,0
1913-IV	91,9	82,2	175,0	104,0
1914-I	91,3	81,8	175,0	104,0
1914-II	89,0	79,7	171,0	104,0
1914-III	87,1	78,0	171,0	104,0
1914-IV	86,1	77,0	171,0	104,0

Trimestre	Santander-Bilbao	Ferrocarril de la Robla	FF.CC. Vascongados	Tranvía Bilbao Durango
1906-I	128,7	40,1		20,0
1906-II	130,3	40,1		20,0
1906-III	127,8	40,1		20,0
1906-IV	127,7	40,1		20,0
1907-I	127,2	56,0		20,0
1907-II	124,5	60,1		20,0
1907-III	120,7	72,8		32,5
1907-IV	120,9	77,2		32,5
1908-I	118,3	72,2		40,8
1908-II	116,3	71,5		37,8
1908-III	113,3	68,0		40,5
1908-IV	113,7	61,8		40,5
1909-I	105,4	61,3		35,0
1909-II	111,5	59,3		65,0
1909-III	106,7	54,0		65,0
1909-IV	100,7	56,8		33,0
1910-I	102,0	57,7		28,2
1910-II	104,9	57,7		27,0
1910-III	103,0	53,5		27,0
1910-IV	100,7	54,3		27,0
1911-I	99,0	52,7		27,0
1911-II	91,0	51,0		27,0
1911-III	89,0	49,0		35,0
1911-IV	86,8	43,2	96,8	30,8
1912-I	88,0	44,0	100,1	78,8
1912-II	90,3	51,7	99,7	78,5
1912-III	89,8	52,3	100,1	78,8
1912-IV	92,5	49,7	99,3	78,2
1913-I	82,6	51,3	101,9	80,2
1913-II	92,9	53,7	101,5	79,9
1913-III	91,5	52,3	103,6	81,5
1913-IV	91,2	51,7	101,4	79,8
1914-I	88,0	50,3	104,7	82,4
1914-II	85,4	48,5	102,7	80,8
1914-III	84,5	46,0	99,7	78,5
1914-IV	84,5	46,0	96,1	75,6

2.3.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías ferroviarias

	FC. Bilbao-Durango	FC. Durango-Zumárraga	Norte de España
1906-I	87,3		
1906-II	101,8		
1906-III	115,0		
1906-IV	126,7	67,5	
1907-I			
1907-II			
1907-III			
1907-IV			
1908-I			
1908-II			
1908-III			78,9
1908-IV			
1909-I			
1909-II			
1909-III			
1909-IV			
1910-I			
1910-II			
1910-III			
1910-IV			
1911-I			
1911-II			
1911-III			
1911-IV			
1912-I			
1912-II			
1912-III			
1912-IV			
1913-I			505,3
1913-II			522,0
1913-III			
1913-IV			522,0
1914-I			
1914-II			470,0
1914-III			351,5
1914-IV			332,7

2.4. *Sector minero*

2.4.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hullera Sabero y Anexas	Collado del Lobo
1906-I	100,0	114,3	32,3	117,0
1906-II	94,8	108,3	32,3	117,0
1906-III	93,5	106,9	32,3	117,0
1906-IV	104,1	119,0	48,3	117,0
1907-I	121,9	139,3	76,0	142,0
1907-II	130,1	148,7	80,3	156,3
1907-III	127,0	145,1	100,2	168,3
1907-IV	123,5	141,1	93,8	157,0
1908-I	121,4	138,8	92,3	141,0
1908-II	121,5	138,9	96,3	125,0
1908-III	122,1	139,6	106,6	118,4
1908-IV	123,1	140,7	104,2	124,2
1909-I	118,7	135,7	99,7	127,0
1909-II	122,7	140,2	90,0	149,0
1909-III	125,3	143,2	81,0	151,7
1909-IV	119,7	136,9	84,7	158,0
1910-I	120,0	137,2	86,3	172,5
1910-II	119,2	136,3	87,3	152,5
1910-III	117,6	134,4	86,8	152,5
1910-IV	113,8	130,1	84,1	155,0
1911-I	108,4	123,9	79,5	136,0
1911-II	108,5	124,0	74,0	145,0
1911-III	105,0	120,0	74,0	140,5
1911-IV	98,5	112,6	64,0	113,8
1912-I	97,1	111,0	66,7	116,2
1912-II	96,0	109,7	72,6	120,0
1912-III	92,6	105,9	75,3	120,0
1912-IV	89,2	101,9	68,0	110,0
1913-I	91,7	104,8	76,8	90,8
1913-II	92,5	105,7	91,7	81,3
1913-III	91,5	104,5	91,8	81,5
1913-IV	91,4	104,4	97,5	70,0
1914-I	89,0	101,8	93,9	70,0
1914-II	84,5	96,5	92,0	70,5
1914-III	81,9	93,6	91,0	70,0
1914-IV	75,9	86,7	80,0	70,0

Trimestre	Minas Irún Lesaca	Minas de Cala	Minera de Setares	Sierra Alhamilla
1906-I	50,0	105,5	925,0	190,0
1906-II	40,0	97,5	900,0	170,0
1906-III	37,0	97,0	900,0	170,0
1906-IV	48,7	105,0	973,8	185,0
1907-I	55,3	121,5	1.000,0	260,0
1907-II	53,3	136,3	1.000,0	295,0
1907-III	53,3	110,8	1.000,0	295,0
1907-IV	59,0	103,3	1.175,0	280,0
1908-I	50,3	104,6	1.175,0	260,0
1908-II	62,5	102,3	1.220,0	260,0
1908-III	60,0	99,8	1.220,0	260,0
1908-IV	57,9	103,0	1.200,0	260,0
1909-I	59,0	112,2	1.200,0	260,0
1909-II	59,3	124,5	1.200,0	260,0
1909-III	55,7	136,3	1.200,0	260,0
1909-IV	55,0	132,7	1.200,0	170,0
1910-I	48,3	129,0	1.200,0	170,0
1910-II	48,5	129,7	1.200,0	170,0
1910-III	44,5	129,2	1.200,0	165,0
1910-IV	44,3	125,0	1.200,0	143,3
1911-I	49,3	109,1	1.200,0	165,0
1911-II	54,8	110,8	1.200,0	165,0
1911-III	55,0	105,3	1.050,0	165,0
1911-IV	60,7	93,2	1.050,0	165,0
1912-I	61,8	98,8	850,0	150,0
1912-II	65,7	95,5	850,0	150,0
1912-III	67,0	92,3	850,0	140,0
1912-IV	60,7	94,2	800,0	121,7
1913-I	58,0	95,3	800,0	120,0
1913-II	64,0	90,3	800,0	120,0
1913-III	64,0	88,2	800,0	115,0
1913-IV	64,0	90,0	816,7	115,0
1914-I	64,0	80,5	850,0	115,0
1914-II	64,0	80,8	850,0	80,0
1914-III	64,0	74,0	850,0	80,0
1914-IV	64,0	60,0	850,0	80,0

Trimestre	Argentífera de Córdoba	Minera Peñaflor	Mina Ceferina	Minera Villaodrid
1906-I	260,0	77,5		
1906-II	260,0	77,5		
1906-III	247,0	74,5		
1906-IV	247,0	90,0		
1907-I	240,0	90,0		143,0
1907-II	240,0	83,5		155,5
1907-III	240,0	83,5	105,0	161,5
1907-IV	240,0	83,5	100,0	134,5
1908-I	296,7	75,0	100,0	120,3
1908-II	296,7	68,0	100,0	117,3
1908-III	296,7	68,0	100,0	118,0
1908-IV	296,7	67,0	100,0	128,2
1909-I	150,0	66,5	100,0	118,5
1909-II	150,0	68,0	100,0	130,3
1909-III	150,0	80,0	92,7	129,5
1909-IV	150,0	81,7	92,7	129,7
1910-I	150,0	89,7	100,0	130,0
1910-II	150,0	89,7	100,0	126,7
1910-III	150,0	89,7	100,0	116,0
1910-IV	150,0	89,7	100,0	104,0
1911-I	150,0	89,7	100,0	94,0
1911-II	150,0	89,7	100,0	91,3
1911-III	150,0	100,0	100,0	90,2
1911-IV	150,0	100,0	100,0	84,0
1912-I	150,0	100,0	100,0	92,7
1912-II	110,0	100,0	100,0	92,3
1912-III	100,0	77,0	100,0	92,5
1912-IV	105,0	77,0	100,0	91,7
1913-I	155,0	77,0	100,0	89,0
1913-II	156,7	77,0	100,0	85,0
1913-III	160,0	77,0	100,0	81,7
1913-IV	160,7	77,0	100,0	63,3
1914-I	170,0	77,0	100,0	65,0
1914-II	171,7	50,0	100,0	66,3
1914-III	160,0	50,0	100,0	67,0
1914-IV	160,0	50,0	100,0	67,0

2.4.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías mineras

Trimestre	Alcaracejos	Anglo Vasca Minas de Córdoba	Azufrera Coto Hellín	Hullera Vasco Leonesa	Minera La Atilana
1906-I					
1906-II		190,0		100,0	
1906-III		180,0			
1906-IV	88,5	163,3			
1907-I		140,0			14,0
1907-II		150,0			
1907-III		162,5			
1907-IV		192,5			11,0
1908-I					15,8
1908-II		175,0			11,0
1908-III					
1908-IV					9,0
1909-I		110,0			8,0
1909-II					8,3
1909-III			118,5		
1909-IV					
1910-I					
1910-II					5,3
1910-III					5,0
1910-IV					
1911-I					
1911-II				100,0	
1911-III					
1911-IV					
1912-I	20,0				
1912-II	20,0			74,3	
1912-III	20,0	30,0			
1912-IV	21,0				95,0
1913-I	35,0				
1913-II	40,0				
1913-III					
1913-IV	40,0				
1914-I	44,0				
1914-II	56,5				
1914-III					
1914-IV					

Trimestre	Minas de Carreño	Argentíf. Almagrera	Minas de Heras	Hulleras de Turón	Minas de Prellezo	Minera Dícido
1906-I	85,0	12,5				
1906-II		18,1				
1906-III		19,0				
1906-IV		17,1				
1907-I						
1907-II	85,0	120,0				
1907-III	85,0	116,0				
1907-IV		114,5				
1908-I		117,3				
1908-II		121,0				
1908-III	72,5	114,8				
1908-IV	75,5	104,7				
1909-I	60,0	80,5				
1909-II		83,5				
1909-III		80,8				
1909-IV		55,7				
1910-I	60,0	26,5				
1910-II	50,0	13,2				
1910-III		11,5				
1910-IV		10,0				
1911-I		8,7				
1911-II		8,8				
1911-III		9,0			100	
1911-IV		8,0				
1912-I		7,0				
1912-II		11,0	80			
1912-III		7,5			77	
1912-IV			120			
1913-I						
1913-II				90,0		
1913-III				91,0		125,2
1913-IV				92,5		116,3
1914-I				96,5		
1914-II				97,5	50	116,0
1914-III				99,0		114,0
1914-IV				99,3		109,0

2.5. *Sector naviero*

2.5.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Sota Aznar	Bilbaína de Navegación	Naviera Vascongada
1906-I	100,0	62,3	93,0	40,0	64,0
1906-II	101,7	63,3	93,0	40,0	64,0
1906-III	94,7	59,0	93,0	40,0	50,0
1906-IV	94,8	59,1	99,2	40,0	46,5
1907-I	102,9	64,1	102,3	40,0	49,8
1907-II	102,6	63,9	101,7	40,0	49,8
1907-III	105,8	65,9	104,0	74,0	48,5
1907-IV	109,0	67,9	108,8	73,0	48,5
1908-I	100,0	62,3	104,7	11,0	48,0
1908-II	94,7	59,0	101,7	11,0	47,0
1908-III	93,7	58,4	103,0	11,0	47,0
1908-IV	89,1	55,5	102,1	11,0	47,0
1909-I	85,6	53,3	100,0	11,0	40,0
1909-II	85,1	53,0	100,0	11,0	40,0
1909-III	86,0	53,5	102,3	11,0	40,0
1909-IV	87,0	54,2	104,0	11,0	40,0
1910-I	87,2	54,3	103,0	11,0	40,0
1910-II	86,0	53,6	103,0	11,0	32,0
1910-III	82,6	51,4	99,0	11,0	32,0
1910-IV	81,0	50,5	99,0	11,0	32,0
1911-I	82,1	51,2	101,0	11,0	32,0
1911-II	81,1	50,5	100,3	11,0	32,0
1911-III	78,8	49,1	100,0	11,0	32,0
1911-IV	84,1	52,4	103,2	14,3	32,0
1912-I	99,9	62,3	115,0	21,4	78,0
1912-II	106,3	66,2	123,8	22,9	75,0
1912-III	119,9	74,7	132,5	27,2	89,0
1912-IV	128,9	80,3	140,3	29,1	101,3
1913-I	134,6	83,9	143,0	29,1	111,0
1913-II	135,4	84,4	144,0	70,0	98,8
1913-III	146,8	91,4	158,3	70,0	99,0
1913-IV	148,5	92,5	154,0	107,5	110,0
1914-I	138,5	86,3	140,7	105,0	95,7
1914-II	135,4	84,3	138,3	105,0	86,0
1914-III	123,9	77,2	120,0	97,9	86,0
1914-IV	142,7	88,9	131,0	128,0	113,0

Trimestre	Marítima Actividad	Marítima Unión	Naviera Olázarri	Marítima Nervión
1906-I	30,5	35,5	53,5	
1906-II	60,5	35,5	53,5	
1906-III	25,0	27,5	53,5	
1906-IV	26,8	29,0	42,0	
1907-I	40,0	33,5	52,0	
1907-II	40,0	32,0	54,0	
1907-III	40,0	32,0	50,0	
1907-IV	29,2	34,0	50,7	
1908-I	31,0	34,5	48,5	
1908-II	2,7	30,0	48,5	
1908-III	28,0	28,0	41,5	103,0
1908-IV	28,0	18,0	41,5	98,8
1909-I	27,5	18,0	37,0	97,3
1909-II	19,0	18,0	37,0	95,5
1909-III	19,0	18,5	35,0	96,5
1909-IV	19,0	18,5	35,0	98,0
1910-I	27,0	18,5	35,0	105,0
1910-II	25,0	18,5	35,0	100,0
1910-III	25,0	18,0	32,0	99,0
1910-IV	25,0	14,0	32,0	100,0
1911-I	17,0	15,0	32,0	100,0
1911-II	17,0	15,0	29,7	102,1
1911-III	17,0	13,0	25,5	102,1
1911-IV	17,0	18,0	28,7	106,3
1912-I	18,5	25,0	28,7	121,0
1912-II	27,3	25,0	32,0	126,0
1912-III	28,8	35,0	40,0	130,3
1912-IV	31,5	38,0	43,7	144,7
1913-I	69,2	37,5	44,0	170,0
1913-II	66,3	35,0	44,0	150,0
1913-III	81,3	39,0	42,5	180,3
1913-IV	70,0	40,7	43,0	164,0
1914-I	68,8	40,7	40,7	164,0
1914-II	57,5	40,7	40,0	164,0
1914-III	57,5	40,7	40,0	150,0
1914-IV	90,0	44,0	44,7	200,0

2.5.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías navieras

Trimestre	Marítima Vizcaya	Naviera La Estrella	Anónima Navegación	Naviera Bat	Marítima Rodas	Algorteña Navegación	Nav. Internacional	Naveg. Uriarte
1906-I	50,5		64,0	36,5				
1906-II			47,0	32,5				
1906-III	101,0			27,0				
1906-IV				30,8				
1907-I				33,0				
1907-II								
1907-III								
1907-IV								
1908-I								
1908-II		40,0		22,0	40,0	43		
1908-III					0,4			
1908-IV		40,0			0,4			
1909-I								
1909-II								
1909-III								
1909-IV								
1910-I								
1910-II								
1910-III								
1910-IV		29,0						
1911-I								
1911-II								
1911-III								
1911-IV								
1912-I								
1912-II								
1912-III		30,0						
1912-IV		28,0						
1913-I								55,3
1913-II				40,0		52,5	135,0	58,5
1913-III		40,0		40,0		52,5	147,5	62,0
1913-IV		40,0		42,0		58,3	148,3	
1914-I		40,0		38,0			150,0	
1914-II							130,0	
1914-III		40,0		30,0			130,0	
1914-IV				30,0		52,25	145,0	

2.6. *Sector de seguros*

2.6.1. Índice del sector de los seguros según medias trimestrales. Cotizaciones de la compañía que forma el índice

Trimestre	Compañía de Seguros Aurora	Trimestre	
1906-I	74,5	1911-I	64,0
1906-II	66,5	1911-II	59,0
1906-III	67,0	1911-III	55,6
1906-IV	68,7	1911-IV	50,0
1907-I	73,5	1912-I	50,0
1907-II	67,7	1912-II	52,0
1907-III	58,5	1912-III	52,0
1907-IV	56,5	1912-IV	55,0
1908-I	54,9	1913-I	53,4
1908-II	56,2	1913-II	52,7
1908-III	54,7	1913-III	51,4
1908-IV	56,0	1913-IV	51,4
1909-I	43,0	1914-I	51,4
1909-II	38,4	1914-II	50,4
1909-III	23,4	1914-III	49,4
1909-IV	30,0	1914-IV	49,4
1910-I	34,4		
1910-II	44,8		
1910-III	55,7		
1910-IV	50,7		

2.6.2. Cotizaciones trimestrales medias de la otra compañía de seguros

Trimestre	Compañía de Seguros La Polar
1906-I	74,5
1906-II	66,5
1906-III	67,0
1906-IV	68,7

2.7. Sector siderúrgico

2.7.1. Índice del sector siderúrgico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Altos Hornos de Vizcaya	Sociedad Aurrerá	Sociedad Talleres Deusto
1906-I	100,0	207,7	216,7	65,0	100,0
1906-II	98,9	205,4	213,8	75,0	100,0
1906-III	100,7	209,1	217,8	75,0	100,0
1906-IV	108,5	225,3	234,3	94,0	100,0
1907-I	118,4	245,8	256,3	94,0	100,0
1907-II	118,4	245,8	256,3	94,0	100,0
1907-III	124,6	258,7	270,2	94,0	100,0
1907-IV	120,7	250,8	261,7	93,0	100,0
1908-I	124,6	258,8	270,2	95,0	100,0
1908-II	124,8	259,1	270,3	100,0	100,0
1908-III	130,3	270,6	282,3	106,0	100,5
1908-IV	133,1	276,3	288,0	106,0	117,0
1909-I	135,3	281,0	292,8	111,0	118,0
1909-II	134,8	280,0	291,3	119,5	118,0
1909-III	134,6	279,5	290,8	119,5	117,0
1909-IV	130,6	271,2	282,0	119,5	117,0
1910-I	136,2	282,9	294,2	128,0	117,0
1910-II	134,3	278,9	289,8	130,0	117,0
1910-III	132,9	276,0	286,5	134,0	117,0
1910-IV	131,4	272,8	283,3	130,0	117,0
1911-I	134,8	279,9	290,7	134,0	117,0
1911-II	132,9	276,0	286,7	130,0	117,0
1911-III	133,8	277,8	288,4	134,0	117,0
1911-IV	134,2	278,8	289,5	134,0	117,0
1912-I	138,1	286,7	298,0	134,0	117,0
1912-II	135,7	281,8	292,7	132,5	120,0
1912-III	138,4	287,4	298,6	135,0	120,0
1912-IV	139,2	289,2	300,5	135,0	120,0
1913-I	146,1	303,3	315,7	135,0	120,0
1913-II	146,7	304,6	317,0	136,5	120,0
1913-III	155,2	322,3	335,3	137,0	140,0
1913-IV	145,4	301,9	313,8	122,5	145,0
1914-I	145,7	302,6	314,3	122,5	154,0
1914-II	141,8	294,6	305,8	120,0	154,0
1914-III	126,5	262,6	271,7	120,0	154,0
1914-IV	128,0	265,9	275,2	120,0	154,0

2.7.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías siderúrgicas

Trimestre	Tubos Forjados	Alambres del Cadagua	Cía. An. Basconia	Constr. Metálicas	Euskalduna	Unión Cerrajera
1906-I						
1906-II						
1906-III						
1906-IV						
1907-I						
1907-II						
1907-III						
1907-IV						
1908-I						
1908-II						
1908-III						
1908-IV						
1909-I	107					
1909-II						
1909-III			78,0			
1909-IV						
1910-I		90	74,8			
1910-II						
1910-III			61,0			
1910-IV		120	67,5			
1911-I						
1911-II						
1911-III						
1911-IV				55		
1912-I						
1912-II						
1912-III	90					108
1912-IV			33,2			
1913-I			42,4	66		
1913-II			35,0		116,7	
1913-III			26,2		114,0	
1913-IV				66	107,3	
1914-I			24,0		105,5	
1914-II					104,7	
1914-III					105,0	
1914-IV						

2.8. *Sector «industrias varias»*

2.8.1. Índice del sector «industrias varias» según medias trimestrales. Cotizaciones de la compañía que forma el índice

Trimestre	Bodegas Bilbaínas	Trimestre	Bodegas Bilbaínas
1906-I	80,0	1911-I	102,0
1906-II	83,0	1911-II	101,0
1906-III	88,2	1911-III	97,0
1906-IV	83,5	1911-IV	97,0
1907-I	83,5	1912-I	97,5
1907-II	83,5	1912-II	100,3
1907-III	80,8	1912-III	100,5
1907-IV	83,0	1912-IV	100,5
1908-I	83,0	1913-I	100,5
1908-II	76,5	1913-II	100,5
1908-III	76,5	1913-III	99,7
1908-IV	73,0	1913-IV	92,0
1909-I	75,0	1914-I	91,0
1909-II	75,0	1914-II	91,0
1909-III	82,5	1914-III	91,0
1909-IV	84,7	1914-IV	91,0
1910-I	84,7		
1910-II	100,0		
1910-III	95,0		
1910-IV	97,5		

2.8.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás «industrias varias»

2.8.2.1. Monopolios y grandes compañías nacionales

Trimestre	Unión Española de Explosivos	Compañía Arrendataria de Tabacos	Sociedad General Azucarera	Unión Resinera Española	Sociedad General de Industria y Comercio	La Papelera Española
1906-I	284,3	378,5		172,0	128,5	36,7
1906-II	285,5	407,5		167,2	129,0	40,0
1906-III	278,8		67,5	159,3	132,0	30,0
1906-IV	287,6	392,0		158,9	175,0	36,7
1907-I	304,3	390,0	75,0	156,8	222,3	39,7
1907-II	312,7			161,0	233,0	37,7
1907-III	327,3		86,0	152,7	250,0	35,3
1907-IV	322,6		101,0	143,3	364,0	36,0
1908-I	322,5	405,5	104,0	137,5	258,0	47,7
1908-II	332,0	403,0	101,7	118,0	265,8	47,7
1908-III	333,0	398,7	105,1	102,3	268,7	49,0
1908-IV	332,5		108,5	89,3	270,0	58,5
1909-I	327,0	391,1	105,9	94,0	264,0	67,2
1909-II	331,7	395,5	104,6	89,8	263,7	65,5
1909-III	326,3	393,0	88,0	93,2	256,7	63,0
1909-IV	329,7			87,8	258,0	59,8
1910-I	359,5	282,0	78,5	93,3	259,5	64,3
1910-II	327,7		74,0	92,2	258,3	63,3
1910-III	322,7		55,0	91,0	257,7	63,7
1910-IV	319,0	335,0	53,8	95,7	252,0	61,8
1911-I	309,7	326,0	48,9	101,0	248,3	64,7
1911-II	294,0	330,7	44,2	101,3	238,3	64,0
1911-III	279,3	290,0	41,1	96,3	230,7	58,4
1911-IV	276,7	300,0	48,7	99,3	221,6	60,0
1912-I	267,0	286,0	47,4	96,8	220,0	67,8
1912-II	268,7	298,0	44,3	95,3	218,0	71,9
1912-III	265,5	289,0	43,5	93,3	216,0	69,8
1912-IV	262,5	289,0	41,5	99,7	214,3	71,0
1913-I	254,5		41,9	101,7	202,7	71,0
1913-II	258,0	299,0	39,3	101,7	207,5	71,8
1913-III	253,0		41,8	98,3	196,0	68,0
1913-IV	253,0	289,0	41,1	94,9	194,7	72,0
1914-I	253,7		41,2	85,8	186,3	72,2
1914-II	233,3	289,0		87,3	182,5	71,2
1914-III	231,0			68,0		
1914-IV	215,0			54,7		56,0

2.8.2.2. Diversas compañías

Trimestre	Bodegas Franco Españolas	Cementos de Sestao	Artes Gráficas	Cía. Vinícola Norte de España	Cía. Peninsular de Tfonos.	Casa Dotésio	Algodonera Guipuzcoana
1906-I							
1906-II							
1906-III						60,0	
1906-IV		115,1					
1907-I							
1907-II				163			
1907-III							
1907-IV							
1908-I						61,5	62,5
1908-II							
1908-III	96		82,5				80,0
1908-IV					100	75,0	
1909-I					100	75,0	
1909-II			73,0		100	73,0	
1909-III						71,0	
1909-IV							
1910-I							
1910-II					100		
1910-III							
1910-IV							
1911-I							
1911-II							
1911-III							
1911-IV							
1912-I							
1912-II	87						
1912-III							
1912-IV							
1913-I							
1913-II					102		
1913-III							
1913-IV					102		
1914-I							
1914-II							
1914-III							
1914-IV							

COTIZACIONES TRIMESTRALES MEDIAS DEL PERIODO 1914-1923. ÍNDICE GLOBAL, ÍNDICES SECTORIALES Y COTIZACIONES MEDIAS DE CADA EMPRESA

1.1. *Índice de la Bolsa de Bilbao según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones medias de cada sector*

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bancos	Eléctricas	Ferrocarriles
1914-I	100,0	175,6	311,6	106,2	88,2
1914-II	97,3	170,9	299,6	106,9	86,0
1914-III	94,3	165,6	294,6	104,1	83,9
1914-IV	93,7	164,6	294,6	89,7	82,8
1915-I	78,1	137,1	173,8	89,2	83,2
1915-II	84,3	148,0	178,2	92,9	81,8
1915-III	90,4	158,7	176,9	94,6	84,1
1915-IV	119,9	210,5	184,4	99,3	83,7
1916-I	132,6	232,9	200,7	105,1	88,9
1916-II	137,0	240,6	211,1	115,7	92,3
1916-III	148,3	260,5	232,2	130,6	95,1
1916-IV	138,2	242,6	256,7	138,8	97,4
1917-I	137,4	241,3	263,5	152,6	95,2
1917-II	146,3	256,9	262,8	166,1	93,6
1917-III	186,0	326,6	325,0	184,9	95,6
1917-IV	197,7	347,2	368,1	208,8	101,1
1918-I	202,5	355,6	381,5	218,8	105,7
1918-II	183,3	321,9	321,1	204,5	107,1
1918-III	187,1	328,6	318,9	206,2	105,3
1918-IV	172,2	302,5	320,3	192,4	102,5
1919-I	181,3	318,4	400,0	195,1	106,8
1919-II	208,0	365,3	506,6	209,3	105,0
1919-III	230,0	403,8	607,8	203,6	105,1
1919-IV	236,9	416,0	627,1	218,4	102,7
1920-I	212,4	373,1	516,2	205,9	99,4
1920-II	167,9	294,8	348,9	194,4	94,8
1920-III	152,9	268,5	345,0	187,7	95,7
1920-IV	140,3	246,4	329,4	170,9	96,9
1921-I	106,9	187,6	258,5	168,8	86,6
1921-II	111,9	196,5	281,1	168,8	85,3
1921-III	102,3	179,7	266,3	132,3	84,3
1921-IV	95,1	167,0	240,7	137,0	82,3
1922-I	97,2	170,7	253,4	143,2	81,7
1922-II	99,0	173,8	266,6	139,0	82,1
1922-III	95,9	168,4	263,0	131,6	85,2
1922-IV	95,6	167,8	264,6	131,3	87,6
1923-I	95,4	167,5	261,5	129,3	90,5
1923-II	97,0	170,4	271,8	127,2	93,2
1923-III	94,1	165,3	261,7	127,5	96,2
1923-IV	95,2	167,2	267,4	129,7	96,7

Trimestre	Minas	Navieras	Seguros	Siderurgia	Varias
1914-I	142,2	109,4	51,4	274,7	91,0
1914-II	140,3	107,1	50,4	267,6	91,0
1914-III	138,2	97,3	49,4	239,0	91,0
1914-IV	133,8	110,1	49,4	241,9	91,0
1915-I	133,4	155,3	51,0	260,4	90,0
1915-II	142,7	192,9	53,0	255,0	85,0
1915-III	145,0	239,4	53,0	268,4	85,7
1915-IV	149,0	462,8	53,0	295,7	100,0
1916-I	148,8	533,6	72,0	308,5	118,3
1916-II	156,9	538,2	72,0	304,0	122,0
1916-III	168,6	576,3	78,3	313,2	124,9
1916-IV	186,8	435,7	83,3	325,9	139,7
1917-I	179,3	411,6	90,4	310,4	144,0
1917-II	159,7	482,9	90,4	310,9	144,0
1917-III	187,6	679,8	103,7	358,3	143,5
1917-IV	204,5	673,5	126,7	382,0	143,3
1918-I	224,4	657,2	197,1	483,3	145,4
1918-II	216,9	603,4	186,7	500,0	145,4
1918-III	231,5	618,1	193,3	610,9	143,5
1918-IV	205,8	527,6	210,0	552,7	143,5
1919-I	201,0	519,7	213,3	537,3	143,6
1919-II	175,0	584,4	242,7	525,3	144,0
1919-III	179,9	619,9	239,3	584,2	147,4
1919-IV	187,3	624,5	240,0	764,7	159,4
1920-I	182,4	605,5	186,7	714,7	172,0
1920-II	175,2	502,7	195,0	599,2	172,0
1920-III	174,7	391,9	195,0	578,6	172,0
1920-IV	176,4	331,2	190,0	457,7	172,0
1921-I	168,2	174,5	183,3	341,1	141,5
1921-II	163,7	185,1	183,3	377,1	141,5
1921-III	143,9	178,2	183,3	348,6	130,5
1921-IV	144,3	153,6	183,3	285,0	131,4
1922-I	125,4	157,4	168,3	273,5	134,9
1922-II	121,7	159,0	174,0	261,8	134,0
1922-III	120,7	145,1	174,0	264,9	135,5
1922-IV	117,3	141,6	168,9	248,7	140,2
1923-I	122,8	140,6	180,7	278,4	140,4
1923-II	119,6	141,6	181,3	286,7	145,2
1923-III	113,9	133,7	184,3	277,1	152,6
1923-IV	112,5	131,5	184,0	306,6	149,1

2. Índices sectoriales

2.1. *Sector bancario*

2.1.1. Índice del sector bancario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de los bancos que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Banco de Bilbao	Banco de Vizcaya	Crédito Unión Minera	Banco Vasco	Banco Urquijo Vascong.
1914-I	100,0	311,6	308,7	242,7	315,5		
1914-II	96,1	299,6	305,3	242,5	291,7		
1914-III	94,6	294,6	298,0	240,0	290,0		
1914-IV	94,6	294,6	294,0	240,0	290,0		
1915-I	55,8	173,8	290,0	290,0	15,0		
1915-II	57,2	178,2	276,2	276,2	44,4		
1915-III	56,8	176,9	269,3	269,3	50,6		
1915-IV	59,2	184,4	291,3	251,0	53,0		
1916-I	64,4	200,7	309,7	250,3	73,5		
1916-II	67,7	211,1	311,0	268,0	90,3		
1916-III	74,5	232,2	322,3	299,2	117,5		
1916-IV	82,4	256,7	325,7	306,7	169,5		
1917-I	84,6	263,5	333,3	310,0	176,6		
1917-II	84,3	262,8	345,3	303,7	165,1		
1917-III	104,3	325,0	435,0	382,5	194,0		
1917-IV	118,1	368,1	489,3	457,8	214,0		
1918-I	122,4	381,5	578,7	562,2	118,1	130,7	
1918-II	103,1	321,1	395,7	484,8	175,8	124,7	
1918-III	102,3	318,9	391,0	479,5	172,7	130,0	
1918-IV	102,8	320,3	412,0	475,3	164,0	120,4	
1919-I	128,4	400,0	543,7	527,0	219,3	124,0	258,0
1919-II	162,6	506,6	696,3	631,3	322,0	122,0	276,0
1919-III	195,1	607,8	855,0	799,3	376,0	130,0	281,3
1919-IV	201,3	627,1	841,7	820,7	431,3	134,0	285,3
1920-I	165,7	516,2	753,3	634,0	298,0	138,0	202,0
1920-II	112,0	348,9	425,7	541,3	210,0	129,7	164,0
1920-III	110,7	345,0	423,7	518,7	211,7	128,5	158,7
1920-IV	105,7	329,4	405,3	454,7	206,3	136,2	150,7
1921-I	83,0	258,5	345,3	351,3	118,9	126,3	132,0
1921-II	90,2	281,1	368,3	386,0	143,3	135,7	117,0
1921-III	85,5	266,3	356,0	357,3	132,3	130,0	104,0
1921-IV	77,3	240,7	323,3	326,0	109,0	130,0	90,0
1922-I	81,3	253,4	337,7	376,7	111,8	130,0	88,0
1922-II	85,6	266,6	360,7	423,0	122,3	109,0	94,0
1922-III	84,4	263,0	356,0	414,5	120,2	108,7	94,5
1922-IV	84,9	264,6	358,3	431,8	119,1	106,0	90,0
1923-I	83,9	261,5	348,0	439,4	117,2	108,0	88,0
1923-II	87,2	271,8	357,0	476,4	121,3	107,9	95,3
1923-III	84,0	261,7	340,0	474,5	112,9	108,3	86,7
1923-IV	85,8	267,4	341,3	500,6	113,2	116,7	81,1

2.1.2. Cotizaciones trimestrales medias de los demás bancos

2.1.2.1. Grandes bancos nacionales y extranjero

	Banco de España	Banco Hispano Americano	Banco Español de Crédito	Banco Central	Banco Español del Río de la Plata
1914-I	447	85,5			415,8
1914-II	452				365,5
1914-III	437				304,0
1914-IV	444,5	80,0			250,0
1915-I	448,5	78,5			257,7
1915-II	450,2	82,0			267,2
1915-III	447,3	100,5			255,5
1915-IV	452,5	112,5			255,17
1916-I	452,0	116,0			263,5
1916-II	466,0	122,7			270,7
1916-III	459,7	131,0			267,5
1916-IV	446,2	140,0			255,7
1917-I	447,2	136,7			242,3
1917-II	455,0	138,5			232,0
1917-III	457,5	146,0			235,0
1917-IV	497,5	163,0			270,0
1918-I	516,3	205,3			273
1918-II	523,5	208,7			259
1918-III	501,0	224,3			282
1918-IV	488,5	240,3			355,83
1919-I	474,5	280,0			352
1919-II	510,5	340,0	172,0		348
1919-III	523,2	366,7	147,5		334,67
1919-IV	526,7	386,0	160,0		296,33
1920-I	525,0	328,3			262
1920-II	530,0	339,0	185,0	100,0	292
1920-III	532,3	280,7	165,0	106,7	297,33
1920-IV	548,0	259,3		143,3	288,67
1921-I	569,0	211,5		100,0	266,33
1921-II	513,0	186,7		101,7	266,67
1921-III	506,5	179,0		96,3	259,33
1921-IV	521,3	175,0		100,5	252,17
1922-I	529,0	178,0			223
1922-II		192,3			220,83
1922-III		191,0			225
1922-IV		198,0		102,6	230,33
1923-I		195,2		107,5	228
1923-II		189,7		124,0	238
1923-III		174,8		117,0	239
1923-IV		170,0		114,3	172,67

2.1.2.2. Otros bancos locales

Trimestre	Banco Guipuzcoano	Banco de Vitoria	Banco de Burgos	Crédito Ial. Gijonés	Banco de Gijón	Banco Asturiano Industria Comercio	B. Agrícola Comercial
1914-I		125,0					
1914-II							
1914-III							
1914-IV							
1915-I							
1915-II							
1915-III							
1915-IV							
1916-I	690,0				300		
1916-II					118		
1916-III					116		
1916-IV							
1917-I	680,0						
1917-II							
1917-III							
1917-IV							
1918-I				326,7			
1918-II				311,7			
1918-III				325,0	116		
1918-IV				301,0	134		
1919-I				310,0			
1919-II	850,0			305,0			
1919-III	1.300,0			325,0			
1919-IV	1.675,0	410,0	300,0	398,3		686,67	268,8
1920-I				690,0			250,0
1920-II				648,3	190		225,0
1920-III				642,5			216,7
1920-IV				680,9	200	700	225,0
1921-I				631,7			208,3
1921-II				678,3			216,2
1921-III				650,0			230,0
1921-IV				650,0			230,0
1922-I				650,0			217,5
1922-II				545,0			215,0
1922-III				543,3			215,0
1922-IV				530,0			211,7
1923-I				540,0		500	205,2
1923-II				539,3			200,0
1923-III				541,7			200,0
1923-IV				583,3			200,0

2.2. Sector hidroeléctrico

2.2.1. Índice del sector hidroeléctrico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hidroeléctrica Ibérica	Unión Eléctrica Vizcaína	Electra de Viesgo	Unión Eléctrica Cartagena	Mengemor
1914-I	100,0	106,2	96,0	157,0	30,0	97,0	
1914-II	100,6	106,9	93,7	167,2	30,3	89,3	
1914-III	98,0	104,1	89,5	162,0	30,5	92,8	
1914-IV	84,5	89,7	88,5	81,0	30,5	97,0	
1915-I	84,0	89,2	85,3	86,3	95,0	97,0	
1915-II	87,5	92,9	93,8	86,8	95,0	89,2	
1915-III	89,1	94,6	96,3	89,5	95,0	92,9	
1915-IV	93,5	99,3	105,8	90,2	95,0	97,0	
1916-I	99,0	105,1	115,3	100,8	93,5	102,0	
1916-II	108,9	115,7	121,2	113,0	110,5	105,7	119,0
1916-III	123,0	130,6	135,7	126,3	116,7	124,3	157,7
1916-IV	130,7	138,8	142,0	136,3	122,7	126,2	176,8
1917-I	143,7	152,6	164,3	145,5	128,9	136,0	187,4
1917-II	156,4	166,1	181,7	148,7	137,7	141,3	215,0
1917-III	174,1	184,9	210,3	160,7	153,7	166,7	215,0
1917-IV	196,6	208,8	236,0	178,0	190,7	174,0	215,0
1918-I	206,1	218,8	239,7	183,0	198,0	172,0	262,5
1918-II	192,6	204,5	221,0	180,5	199,0	172,0	254,0
1918-III	194,2	206,2	216,0	175,3	215,0	172,0	252,5
1918-IV	181,2	192,4	187,0	165,0	215,0	172,0	247,5
1919-I	183,7	195,1	200,0	175,7	232,3	172,0	125,0
1919-II	197,1	209,3	207,7	173,0	274,7	146,0	125,0
1919-III	191,7	203,6	203,0	180,0	274,7	146,0	125,0
1919-IV	205,7	218,4	233,0	178,0	285,3	146,0	125,0
1920-I	193,8	205,9	204,7	,3	285,3	146,0	123,3
1920-II	183,1	194,4	199,3	165,0	240,0	146,0	123,3
1920-III	176,7	187,7	198,3	155,0	240,0	146,0	123,3
1920-IV	161,0	170,9	193,7	144,0	196,0	146,0	120,0
1921-I	159,0	168,8	189,0	142,5	196,0	146,0	120,0
1921-II	159,0	168,8	189,0	142,5	196,0	146,0	120,0
1921-III	124,5	132,3	102,0	143,7	196,0	146,0	105,0
1921-IV	129,0	137,0	102,0	151,7	196,0	107,5	105,0
1922-I	134,9	143,2	116,7	152,7	196,0	112,0	105,0
1922-II	130,9	139,0	107,0	150,0	196,0	110,5	106,0
1922-III	123,9	131,6	97,7	150,0	196,0	110,5	106,0
1922-IV	123,7	131,3	97,0	150,0	196,0	110,5	106,0
1923-I	121,8	129,3	89,7	123,0	196,0	125,0	112,7
1923-II	119,8	127,2	82,1	123,0	196,0	125,0	120,0
1923-III	120,0	127,5	82,8	123,0	196,0	125,0	120,0
1923-IV	122,1	129,7	81,9	119,0	196,0	128,3	145,5

2.2.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías hidroeléctricas

Trimestre	Hidroeléctrica Española	Eléctr. Industrial Eola.	Electra de Viesgo	Construcc. Electro Mecánicas	Hidr. Fres ser	Hidr. Santillana	Elect.Vasco Montañesa	Unión Eléct. Madrileña	Prod. Fuerzas Motrices
1914-I	98,5		30,0						
1914-II	97,3		30,3						
1914-III	98,3		30,5						
1914-IV	97,0		30,5	71,0					
1915-I	106,0								
1915-II	110,8								
1915-III	122,0								
1915-IV	129,3			71,0					
1916-I	145,0			70,0					
1916-II	160,0			69,0		90			
1916-III	178,3			73,3					
1916-IV	199,0			74,3	175				
1917-I	209,0	625,0		76,0					
1917-II	230,0			73,2					
1917-III	250,0	675,0		77,5					
1917-IV	280,0			100,0			600		
1918-I	273,3			94,0	450				
1918-II	260,0			92,0					
1918-III	260,0							510	510
1918-IV	260,0			94,0					
1919-I	237,5				450				
1919-II	250,0								515
1919-III	250,0								
1919-IV	235,0			90,6			600		
1920-I	228,3			87,5					
1920-II									
1920-III		675,0							
1920-IV									
1921-I									
1921-II									
1921-III									
1921-IV		587,5					665		
1922-I	110,5								
1922-II	120,0								
1922-III	130,0								
1922-IV	130,0								
1923-I									
1923-II	130,0								
1923-III	130,0			89,0					
1923-IV	131,0			90,0					

Trimestre	Electra Irurak Bat	Electra Valenciana	Electra Hidrául. Alavesa	Eléctr. Reunidas Zaragoza	Instala-dora General	Sevillana Electri-cidad	Hispano Americ. Electr
1914-I							
1914-II							
1914-III							
1914-IV							
1915-I							
1915-II							
1915-III							
1915-IV							
1916-I							
1916-II							
1916-III							
1916-IV							
1917-I							
1917-II							
1917-III							
1917-IV							
1918-I							
1918-II							
1918-III		185					
1918-IV	255	165					
1919-I	245						
1919-II				822,5			
1919-III				825,0			
1919-IV				850,0			
1920-I	250		700	760,0	250		
1920-II	250			750,0	250		
1920-III					250		
1920-IV					250		
1921-I							
1921-II	900				250		
1921-III					250		
1921-IV	850				250		
1922-I					250		
1922-II					250		
1922-III					250	100,0	184,0
1922-IV	850				250	103,7	186,0
1923-I				555,0	250	109,5	205,3
1923-II				555,0	250	119,7	254,7
1923-III				548,7	250	118,5	333,5
1923-IV					250	125,0	

2.3. *Sector ferroviario*

2.3.1. Índice del sector ferroviario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bilbao-Portugalete	Santander-Bilbao	Ferrocarril Robla	FF.CC. Vascongados
1914-I	100,0	88,2	175,0	88,0	50,3	104,7
1914-II	97,5	86,0	171,0	85,4	48,5	102,7
1914-III	95,2	83,9	171,0	84,5	46,0	99,7
1914-IV	93,9	82,8	171,0	84,5	46,0	96,1
1915-I	94,3	83,2	171,0	84,5	46,0	97,4
1915-II	92,8	81,8	171,0	80,0	45,3	97,7
1915-III	95,3	84,1	171,0	75,3	52,8	100,8
1915-IV	94,8	83,7	155,0	75,0	56,1	100,6
1916-I	100,8	88,9	197,5	69,8	64,2	102,3
1916-II	104,6	92,3	190,0	72,0	72,7	104,3
1916-III	107,8	95,1	190,0	74,0	76,0	108,0
1916-IV	110,4	97,4	190,0	71,7	87,3	105,7
1917-I	107,9	95,2	167,5	70,7	85,7	107,1
1917-II	106,2	93,6	164,0	71,0	83,5	105,0
1917-III	108,3	95,6	164,0	69,5	89,3	106,3
1917-IV	114,6	101,1	164,0	72,7	100,5	109,7
1918-I	119,9	105,7	180,0	75,5	103,0	115,0
1918-II	121,4	107,1	190,0	80,0	101,7	114,3
1918-III	119,4	105,3	180,0	80,0	103,1	110,0
1918-IV	116,2	102,5	180,0	81,2	94,7	108,7
1919-I	121,1	106,8	180,0	78,0	99,9	119,3
1919-II	119,1	105,0	180,0	78,0	97,0	116,8
1919-III	119,2	105,1	180,0	80,0	96,3	116,0
1919-IV	116,5	102,7	180,0	81,0	90,7	113,5
1920-I	112,7	99,4	180,0	80,0	86,7	108,0
1920-II	107,5	94,8	180,0	76,5	84,3	99,3
1920-III	108,5	95,7	180,0	76,5	86,3	100,0
1920-IV	109,9	96,9	180,0	76,5	86,0	104,1
1921-I	98,2	86,6	100,0	74,0	80,0	100,3
1921-II	96,7	85,3	100,0	74,0	75,0	101,3
1921-III	95,6	84,3	100,0	73,0	74,0	100,0
1921-IV	93,3	82,3	100,0	73,0	72,0	96,0
1922-I	92,7	81,7	100,0	70,0	72,0	96,7
1922-II	93,1	82,1	100,0	69,0	72,0	98,7
1922-III	96,6	85,2	100,0	68,5	77,0	103,5
1922-IV	99,4	87,6	104,0	74,7	79,3	102,7
1923-I	102,6	90,5	104,0	74,0	85,7	105,7
1923-II	105,7	93,2	104,0	79,3	88,7	106,6
1923-III	109,1	96,2	104,0	79,5	93,0	111,5
1923-IV	109,6	96,7	125,0	77,2	90,0	112,4

2.3.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías ferroviarias

Trimestre	Castro-Alén	Norte de España	Madrid Zaragoza Alicante	FF.CC. Eicos. Asturias	FFCC. Secundarios	Metro Alfonso XIII	Metro Barcelona
1914-I							
1914-II	104	470,0					
1914-III		351,5					
1914-IV		332,7					
1915-I	104	337,8					
1915-II		351,3	353,0				
1915-III		335,7					
1915-IV		363,7					
1916-I		371,0	365,5				
1916-II		377,3	377,0				
1916-III		362,2	360,7				
1916-IV		350,0	354,0				
1917-I	104	345,3	353,5				
1917-II		326,0					
1917-III		315,0	315,0	512,5			
1917-IV		306,3	332,0				
1918-I		282,3	321,7				
1918-II		292,3	333,0				
1918-III		319,5	336,2		70		
1918-IV		365,0	363,7				
1919-I	250	338,2	364,5				
1919-II		336,0	358,4				
1919-III		284,8	303,8				
1919-IV		235,3	256,0				
1920-I		293,7	296,0				
1920-II		299,0	312,0				
1920-III		290,3					
1920-IV		261,5	263,0				
1921-I		263,0	215,0				
1921-II		291,7	294,5				
1921-III		283,5	257,5				
1921-IV		280,3	272,3				
1922-I		298,3	291,8				
1922-II		313,3	308,5				
1922-III		320,9				196,5	
1922-IV		343,7	339,3			204,7	
1923-I		351,3				207,3	
1923-II		356,5	362,5			218,7	
1923-III		321,5				223	152
1923-IV		299,7				200	

2.4. *Sector minero*

2.4.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hullera Sabero y Anexas	Minas Irún Lesaca
1914-I	100,0	142,2	93,9	87,4
1914-II	98,6	140,3	92,0	87,4
1914-III	97,2	138,2	91,0	87,4
1914-IV	94,1	133,8	80,0	87,4
1915-I	93,8	133,4	80,0	87,4
1915-II	100,4	142,7	93,0	87,4
1915-III	101,9	145,0	95,8	87,4
1915-IV	104,8	149,0	109,7	87,4
1916-I	104,6	148,8	124,5	87,4
1916-II	110,3	156,9	127,7	87,4
1916-III	118,6	168,6	133,0	87,4
1916-IV	131,4	186,8	168,7	87,4
1917-I	126,1	179,3	167,0	87,4
1917-II	112,3	159,7	120,0	80,0
1917-III	131,9	187,6	196,7	87,6
1917-IV	143,8	204,5	235,3	101,9
1918-I	157,8	224,4	265,0	102,9
1918-II	152,5	216,9	258,0	99,0
1918-III	162,8	231,5	305,7	106,4
1918-IV	144,7	205,8	225,3	109,5
1919-I	141,4	201,0	221,3	96,2
1919-II	123,1	175,0	167,0	94,3
1919-III	126,5	179,9	191,0	93,6
1919-IV	131,7	187,3	223,5	93,6
1920-I	128,3	182,4	219,0	92,9
1920-II	123,2	175,2	214,0	89,3
1920-III	122,8	174,7	216,0	87,1
1920-IV	124,0	176,4	219,3	92,9
1921-I	118,3	168,2	219,0	65,7
1921-II	115,1	163,7	219,0	65,7
1921-III	101,2	143,9	150,0	80,7
1921-IV	101,5	144,3	150,0	81,4
1922-I	88,2	125,4	150,0	81,4
1922-II	85,6	121,7	150,0	81,4
1922-III	84,9	120,7	150,0	81,4
1922-IV	82,5	117,3	136,7	81,4
1923-I	86,4	122,8	170,0	57,1
1923-II	84,1	119,6	175,3	57,1
1923-III	80,1	113,9	160,0	57,1
1923-IV	79,1	112,5	157,5	57,1

Trimestre	Minas de Cala	Minera de Setares	Sierra Alhamilla	Argentífera de Córdoba
1914-I	80,5	850,0	115,0	170,0
1914-II	80,8	850,0	80,0	171,7
1914-III	74,0	850,0	80,0	160,0
1914-IV	60,0	850,0	80,0	160,0
1915-I	55,0	850,0	80,0	160,0
1915-II	60,0	850,0	80,0	160,0
1915-III	54,9	850,0	80,0	160,0
1915-IV	61,8	900,0	80,0	146,7
1916-I	65,0	1.000,0	115,0	140,0
1916-II	64,3	1.000,0	115,0	140,0
1916-III	76,2	1.100,0	128,0	155,0
1916-IV	66,3	1.200,0	122,5	210,0
1917-I	58,5	1.550,0	130,5	104,0
1917-II	57,7	847,5	128,0	109,0
1917-III	64,3	1.075,0	127,0	116,7
1917-IV	59,3	1.075,0	127,0	120,0
1918-I	60,9	1.075,0	120,0	148,0
1918-II	56,7	1.075,0	120,0	132,0
1918-III	52,7	1.075,0	120,0	123,3
1918-IV	61,7	1.075,0	105,0	122,0
1919-I	67,0	1.075,0	120,0	116,7
1919-II	72,5	1.075,0	120,0	111,3
1919-III	71,3	1.075,0	120,0	108,7
1919-IV	68,0	1.075,0	120,0	102,0
1920-I	52,0	1.075,0	106,3	100,0
1920-II	45,3	1.075,0	130,0	94,0
1920-III	45,3	1.075,0	130,0	80,0
1920-IV	45,3	1.075,0	130,0	80,0
1921-I	40,0	1.075,0	130,0	80,0
1921-II	40,0	1.075,0	130,0	80,0
1921-III	40,0	1.075,0	130,0	60,0
1921-IV	40,0	1.075,0	130,0	60,0
1922-I	40,0	1.050,0	120,0	60,0
1922-II	40,0	833,3	100,0	60,0
1922-III	40,0	800,0	85,0	60,0
1922-IV	40,0	800,0	85,0	60,0
1923-I	40,0	800,0	75,0	60,0
1923-II	25,0	800,0	75,0	60,0
1923-III	40,0	800,0	75,0	35,0
1923-IV	40,0	800,0	75,0	35,0

Trimestre	Mina Ceferina	Minera Villaodrid	Alcaracejos	Dícido	Carbones Asturianos
1914-I	115,0	100,0	44,0	116,0	400,0
1914-II	80,0	100,0	56,5	116,0	400,0
1914-III	80,0	100,0	56,5	114,0	400,0
1914-IV	80,0	100,0	56,5	109,0	400,0
1915-I	80,0	100,0	56,5	108,5	400,0
1915-II	80,0	100,0	56,5	140,0	400,0
1915-III	80,0	100,0	56,5	149,8	400,0
1915-IV	80,0	100,0	56,5	155,7	400,0
1916-I	100,0	67,0	30,0	151,3	400,0
1916-II	100,0	76,7	30,0	184,5	400,0
1916-III	100,0	92,3	30,0	209,3	400,0
1916-IV	100,0	85,3	70,0	223,0	400,0
1917-I	100,0	80,0	70,0	227,0	400,0
1917-II	87,5	80,0	81,3	220,0	400,0
1917-III	75,0	109,7	81,3	227,0	400,0
1917-IV	75,0	131,3	81,3	245,3	400,0
1918-I	75,0	152,7	104,0	288,0	381,7
1918-II	75,0	135,5	90,0	279,5	390,0
1918-III	75,0	161,7	100,0	288,5	366,7
1918-IV	71,7	140,5	90,5	271,7	377,5
1919-I	75,0	128,3	80,0	264,0	377,5
1919-II	75,0	131,7	80,0	260,0	260,0
1919-III	75,0	131,3	80,0	256,0	260,0
1919-IV	75,0	132,0	80,0	256,0	260,0
1920-I	75,0	125,0	80,0	256,0	250,0
1920-II	75,0	101,7	80,0	256,0	220,0
1920-III	75,0	101,7	80,0	256,0	225,0
1920-IV	75,0	101,7	80,0	256,0	230,7
1921-I	23,0	60,0	80,0	256,0	230,0
1921-II	23,0	60,0	80,0	256,0	185,0
1921-III	28,3	60,0	60,0	256,0	180,0
1921-IV	28,5	60,0	60,0	256,0	184,0
1922-I	28,5	60,0	60,0	160,0	179,0
1922-II	28,5	60,0	60,0	160,0	173,7
1922-III	28,5	60,0	60,0	160,0	174,3
1922-IV	28,5	60,0	60,0	160,0	174,0
1923-I	28,5	60,0	42,0	160,0	174,3
1923-II	28,5	60,0	41,0	139,0	175,0
1923-III	20,0	60,0	42,0	138,9	174,5
1923-IV	20,0	60,0	39,3	136,0	174,0

2.4.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías mineras

Trimestre	Collado del Lobo	Minera Peñaflor	Hullera Vasco Leonesa	Minas de Carreño	Argentífera Almagrera	Hulleras de Turón
1914-I						93,9
1914-II	70,5					92,0
1914-III	70,0					91,0
1914-IV	70,0					80,0
1915-I	70,0					80,0
1915-II	70,0				2,3	93,0
1915-III	70,0				2,5	95,8
1915-IV	70,3				2,5	109,7
1916-I	365,0					
1916-II	410,0					
1916-III	533,3	375,0			30,0	
1916-IV	460,0	375,0				
1917-I	400,0	375,0				925,0
1917-II	400,0	375,0				1.500,0
1917-III	392,5	375,0	1.325,0			2.000,0
1917-IV	385,0	375,0	1.550,0			1.787,5
1918-I		375,0	1.525,0			3.462,5
1918-II			1.542,5	250		
1918-III	385,0		1.986,7			
1918-IV						
1919-I						
1919-II						
1919-III						
1919-IV						
1920-I			900,0			
1920-II						
1920-III			850,0			
1920-IV			700,0			
1921-I						
1921-II						
1921-III						
1921-IV						
1922-I						
1922-II						
1922-III						
1922-IV						
1923-I			372,5			
1923-II			495,0			
1923-III			380,0			
1923-IV						

Trimestre	Minas de Prellezo	Minas de Cabárceno	Hulleras San Cebrián	Hulleras Orzonaga	Hulleras Naredo	Minera Cántabro Bilbaína
1914-I						
1914-II	50,0					
1914-III						
1914-IV						
1915-I						
1915-II						
1915-III						
1915-IV						
1916-I						
1916-II						
1916-III						
1916-IV						
1917-I						
1917-II						
1917-III			500			
1917-IV						
1918-I					1.675	
1918-II				720		
1918-III		750			1.550	
1918-IV					1.600	
1919-I					1.000	650,0
1919-II				750		
1919-III						
1919-IV						
1920-I						
1920-II						
1920-III						
1920-IV						
1921-I						
1921-II				750		
1921-III						
1921-IV						600,0
1922-I						508,3
1922-II						510,0
1922-III						
1922-IV			310			
1923-I						
1923-II			315			
1923-III						
1923-IV						

Trimestre	Minas Taverga	Oeste Sabero Veneros	Ferrocarril y Minas de Burgos	Setolazar
1914-I				
1914-II				
1914-III				
1914-IV				
1915-I				
1915-II				
1915-III				
1915-IV				
1916-I				
1916-II				
1916-III				
1916-IV				
1917-I				
1917-II				
1917-III				
1917-IV				
1918-I				
1918-II				
1918-III				
1918-IV				
1919-I				
1919-II	610,0			
1919-III				
1919-IV				
1920-I	526,7	450,0		
1920-II		450,0		
1920-III	577,5	450,0		
1920-IV	615,0	500,0		
1921-I		450,0		
1921-II		410,0	103,0	1.200
1921-III		400,0		
1921-IV		400,0		
1922-I		400,0		
1922-II		400,0		
1922-III		400,0		
1922-IV		400,0		
1923-I		400,0		
1923-II	100,0	400,0		
1923-III	100,0	400,0		
1923-IV		400,0		

2.5. *Sector naviero*

2.5.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Sota Aznar	Naviera Vascongada	Marítima Unión
1914-I	100,0	109,4	140,7	95,7	44,0
1914-II	97,9	107,1	138,3	86,0	44,0
1914-III	89,0	97,3	120,0	86,0	44,0
1914-IV	100,7	110,1	131,0	113,0	44,0
1915-I	142,0	155,3	200,0	149,2	54,7
1915-II	176,3	192,9	241,0	181,4	80,2
1915-III	218,8	239,4	285,2	250,0	104,2
1915-IV	423,0	462,8	523,7	399,0	410,0
1916-I	487,7	533,6	653,3	423,0	390,7
1916-II	492,0	538,2	721,0	240,0	401,9
1916-III	526,7	576,3	752,3	280,0	486,7
1916-IV	398,2	435,7	356,0	292,7	560,3
1917-I	376,3	411,6	340,0	273,3	546,0
1917-II	441,5	482,9	405,2	333,3	663,6
1917-III	621,4	679,8	721,7	488,7	622,3
1917-IV	615,7	673,5	668,0	623,3	592,0
1918-I	600,7	657,2	648,0	607,3	581,7
1918-II	551,5	603,4	647,0	547,3	364,3
1918-III	565,0	618,1	672,3	546,7	270,7
1918-IV	482,2	527,6	584,0	470,7	206,0
1919-I	475,0	519,7	651,3	500,7	239,7
1919-II	534,2	584,4	727,7	536,7	271,7
1919-III	566,6	619,9	779,0	550,7	276,7
1919-IV	570,9	624,5	801,7	556,0	273,0
1920-I	553,4	605,5	741,7	534,7	263,0
1920-II	459,5	502,7	567,0	412,7	222,0
1920-III	358,3	391,9	467,3	274,0	137,7
1920-IV	302,7	331,2	416,7	224,0	96,3
1921-I	159,5	174,5	271,3	147,0	48,7
1921-II	169,2	185,1	307,3	138,0	55,1
1921-III	162,9	178,2	297,3	138,0	54,0
1921-IV	140,4	153,6	259,3	80,0	30,3
1922-I	143,8	157,4	284,0	90,0	34,0
1922-II	145,4	159,0	299,0	106,0	33,0
1922-III	132,6	145,1	264,7	105,3	26,3
1922-IV	129,5	141,6	256,0	90,4	29,7
1923-I	128,6	140,6	265,7	96,7	34,3
1923-II	129,4	141,6	264,3	97,3	31,1
1923-III	122,2	133,7	240,0	81,3	29,8
1923-IV	120,2	131,5	240,7	80,7	30,9

Trimestre	Marítima Nervión	Marítima Bilbao	Naviera Mundaca	General de Navegación	Naviera Vizcaya
1914-I	150,0				
1914-II	150,0				
1914-III	150,0				
1914-IV	200,0				
1915-I	218,3				
1915-II	284,0				
1915-III	348,7				
1915-IV	638,3				
1916-I	856,3				
1916-II	538,3				
1916-III	692,5				
1916-IV	879,2				
1917-I	851,7				
1917-II	823,3				
1917-III	1.394,0				
1917-IV	1.318,0	110,0	129,0		
1918-I	1.294,7	114,7	125,2		
1918-II	1.182,0	118,0	116,7		
1918-III	1.270,7	131,5	126,5	412,5	
1918-IV	1.190,0	179,0	89,5	285,0	
1919-I	958,0	193,3	93,3	285,0	
1919-II	1.207,3	224,0	103,8	285,0	111,1
1919-III	1.368,7	250,0	107,7	301,3	110,6
1919-IV	1.483,3	241,3	106,0	211,7	111,1
1920-I	1.462,0	247,0	108,5	241,7	102,8
1920-II	1.072,0	228,0	102,0	235,0	82,2
1920-III	844,0	216,0	66,0	200,8	67,5
1920-IV	676,7	175,0	49,3	202,5	49,2
1921-I	307,3	52,5	23,6	50,0	16,7
1921-II	312,0	51,7	23,9	50,0	16,7
1921-III	296,0	46,7	22,8	50,0	16,7
1921-IV	246,0	38,3	22,8	50,0	16,7
1922-I	226,0	37,5	20,0	43,8	8,3
1922-II	206,0	37,5	20,0	37,5	8,3
1922-III	172,0	37,5	20,0	37,5	8,3
1922-IV	162,0	37,5	20,0	37,5	8,3
1923-I	187,3	35,0	12,0	37,5	8,3
1923-II	207,3	39,2	12,0	37,5	8,3
1923-III	207,3	39,2	12,3	25,0	8,3
1923-IV	207,3	37,5	9,3	37,5	8,3

Trimestre	Remolcadores Ibaizábal	Naviera Bachi	Cantábrica de Navegación	Navegación Vasco Asturiana
1914-I				
1914-II				
1914-III				
1914-IV				
1915-I				
1915-II		150,0	200,0	
1915-III		187,0	354,2	
1915-IV		286,7	383,3	
1916-I		327,3	195,7	
1916-II		367,3	228,7	
1916-III		328,0	301,0	
1916-IV		324,3	268,0	364,0
1917-I		287,3	168,0	347,0
1917-II		363,7	168,0	360,0
1917-III		504,3	273,3	360,0
1917-IV		518,7	292,0	516,7
1918-I		493,3	200,0	553,3
1918-II		477,3	200,0	580,0
1918-III		516,0	200,0	600,0
1918-IV		445,7	200,0	420,0
1919-I	150,0	269,0	115,0	406,7
1919-II	150,0	289,3	135,0	464,0
1919-III	150,0	301,0	150,0	464,0
1919-IV	150,0	321,7	104,0	430,0
1920-I	150,0	318,0	150,7	430,0
1920-II	150,0	300,3	134,0	390,0
1920-III	150,0	200,0	120,0	378,0
1920-IV	150,0	170,0	120,0	390,0
1921-I	150,0	105,0	14,1	160,0
1921-II	150,0	100,0	14,1	160,0
1921-III	150,0	92,5	14,1	160,0
1921-IV	150,0	82,5	14,1	160,0
1922-I	216,7	82,5	14,1	140,0
1922-II	150,0	75,0	14,1	140,0
1922-III	150,0	75,0	14,1	120,0
1922-IV	150,0	75,0	14,1	120,0
1923-I	150,0	73,0	14,1	120,0
1923-II	150,0	73,0	14,1	120,0
1923-III	150,0	80,0	14,1	120,0
1923-IV	150,0	78,0	14,1	110,0

2.5.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías navieras

Trimestre	Bilbaína de Navegación	Marítima Actividad	Naviera Olázarri	Marítima Vizcaya	Nav. La Estrella	Naviera Bat	Algorteña Naveg.
1914-I	105,0	480	40,7		40,0	38,0	
1914-II			40,0				
1914-III	97,9		40,0		40,0	30.0	
1914-IV	128,0		44,7			30,0	52,8
1915-I	158,1		60,0		40,0	59,0	80,0
1915-II	196,0		87,0			84,7	95,0
1915-III	222,6				81,0	95,0	
1915-IV	67,0		1000,0	180			
1916-I	1.010,0		1026,2		618,3		
1916-II	1.211,7		1068,3		600,0		
1916-III			1276,7				
1916-IV			1341,7				800,0
1917-I	800,0		1235,0				
1917-II			1105,3				
1917-III			485,0				770,0
1917-IV							

Trimestre	Internacional	Navegación Uriarte	Anglo Vasca	Vasco Cantábrica	Aurrerá	Naveg. Begoña
1914-I	150,0					
1914-II	130,0					
1914-III	130,0					
1914-IV	145,0					
1915-I	167,0		125,0			
1915-II	208,3	193,0	145,0			
1915-III	250,0	237,5	166,7		75,0	
1915-IV	337,5		200,0	229,0		
1916-I	675,0	1.150,0		840,0		
1916-II		1.300,0		1.031,7	640,0	500,0
1916-III				745,0	720,0	500,0
1916-IV				763,3	715,0	500,0
1917-I				721,7	776,7	500,0
1917-II				875,0	1.083,3	
1917-III				1.580,0	1.080,0	500,0
1917-IV				1.500,0		
1918-I				1.286,7		
1918-II				1.093,3		
1918-III				1.248,3		
1918-IV				920,0		
1919-I				910,0		
1919-II				982,5		
1919-III				965,0		
1919-IV				990,0		
1920-I				976,7		
1920-II				970,0		

Trimestre	Vapor Lucienne	Naviera Gascuña	Naviera Guipuzcoana	Naviera Hércules	Naviera Izarra	Marít. Euzkalduna
1916-II	537,5					
1916-III	600,0					
1916-IV						
1917-I						
1917-II			750,0			
1917-III			1.580,0	550	987,5	260,0
1917-IV		510,0	785,4		675,0	303,3
1918-I		621,7	815,0		656,7	355,0
1918-II		642,5	793,3		625,0	303,3
1918-III		620,8	818,3		684,0	340,0
1918-IV			540,0		481,7	
1919-I			515,0		280,0	
1919-II			595,0		306,7	
1919-III			586,7		317,5	
1919-IV			605,0			
1920-I			623,3			
1920-II			625,0			
1920-III				65		
1920-IV						

Trimestre	Marítima Euzkera	Naviera Iturri	Previsora Naval	Marítima Bermeo	Marítima Ybai	Auxiliar Marítima
1917-IV	521,7					
1918-I	621,7	780,0	575,0			
1918-II	720,0	916,7	600,0			
1918-III	825,0	1.035,0			650,0	457,5
1918-IV		841,7			468,8	425,0
1919-I		840,0	525,0		455,0	315,0
1919-II		1.000,0		292,5	487,5	324,0
1919-III	4.152,5	773,3		290,0	540,0	
1919-IV	461,7	850,0			530,0	
1920-I	442,5	400,0	525,0	170,0	50,0	320,0
1920-II	178,3	295,0		123,3	50,0	340,0
1920-III	138,3	197,7		147,5		
1920-IV	217,5			145,0		
1921-I						
1921-II						
1921-III						
1921-IV						
1922-I						
1922-II						
1922-III						50,0

Trimestre	Marítima El Pilar	Naviera Elcano	Naviera Baracaldesa	Naviera Vasco Valenciana	Naviera Amaya	Naviera Fierros
1919-I			412,5			
1919-II		295,0				
1919-III		299,2				
1919-IV		280,0				
1920-I	612	253,0	400,0	252,5		
1920-II	620	228,3		285,0		
1920-III		176,7		313,3		
1920-IV	700	105,0		340,0		
1921-I		57,0		275,0		
1921-II		57,0				400,0
1921-III		56,0				398,3
1921-IV						399,0
1922-I		50,0				
1922-II						
1922-III						200,0
1922-IV						200,0
1923-I				300,0		
1923-II						200,0
1923-III						200,0
1923-IV					115	200,0

2.6. *Sector de seguros*

2.6.1. Índice del sector de los seguros según medias trimestrales. Cotizaciones de la compañía que forma el índice

Trimestre	Compañía de Seguros Aurora	Trimestre	Compañía de Seguros Aurora
1914-I	51,4	1919-I	213,3
1914-II	50,4	1919-II	242,7
1914-III	49,4	1919-III	239,3
1914-IV	49,4	1919-IV	240,0
1915-I	51,0	1920-I	186,7
1915-II	53,0	1920-II	195,0
1915-III	53,0	1920-III	195,0
1915-IV	53,0	1920-IV	190,0
1916-I	72,0	1921-I	183,3
1916-II	72,0	1921-II	183,3
1916-III	78,3	1921-III	183,3
1916-IV	83,3	1921-IV	183,3
1917-I	90,4	1922-I	168,3
1917-II	90,4	1922-II	174,0
1917-III	103,7	1922-III	174,0
1917-IV	126,7	1922-IV	168,9
1918-I	197,1	1923-I	180,7
1918-II	186,7	1923-II	181,3
1918-III	193,3	1923-III	184,3
1918-IV	210,0	1923-IV	184,0

2.7. Sector siderúrgico

2.7.1. Índice del sector siderúrgico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada (1)	Altos Hornos de Vizcaya (2)	Sociedad Aurrerá
1914-I	100,0	274,7	314,3	122,5
1914-II	97,4	267,6	305,8	120,0
1914-III	87,0	239,0	271,7	120,0
1914-IV	88,1	241,9	275,2	120,0
1915-I	94,8	260,4	297,3	120,0
1915-II	92,8	255,0	290,3	120,0
1915-III	97,7	268,4	303,3	120,0
1915-IV	107,6	295,7	330,8	120,0
1916-I	112,3	308,5	343,7	120,0
1916-II	110,7	304,0	338,0	120,0
1916-III	114,0	313,2	348,8	120,0
1916-IV	118,6	325,9	354,4	195,0
1917-I	113,0	310,4	338,8	205,0
1917-II	113,2	310,9	337,3	205,0
1917-III	130,4	358,3	384,0	205,0
1917-IV	139,1	382,0	408,0	205,0
1918-I	175,9	483,3	523,7	202,0
1918-II	182,0	500,0	547,7	200,0
1918-III	222,4	610,9	677,0	200,0
1918-IV	201,2	552,7	616,0	200,0
1919-I	195,6	537,3	200,0	200,0
1919-II	191,2	525,3	196,2	200,0
1919-III	212,7	584,2	220,0	200,0
1919-IV	278,4	764,7	291,0	200,0
1920-I	260,2	714,7	271,8	200,0
1920-II	218,1	599,2	225,7	200,0
1920-III	210,6	578,6	218,0	200,0
1920-IV	166,6	457,7	170,0	200,0
1921-I	124,2	341,1	124,3	200,0
1921-II	137,3	377,1	138,7	200,0
1921-III	126,9	348,6	129,5	200,0
1921-IV	103,8	285,0	104,2	200,0
1922-I	99,6	273,5	100,5	200,0
1922-II	95,3	261,8	95,2	200,0
1922-III	96,4	264,9	96,3	200,0
1922-IV	90,5	248,7	89,7	200,0
1923-I	101,3	278,4	101,6	130,0
1923-II	104,4	286,7	104,3	135,0
1923-III	100,9	277,1	100,5	135,0
1923-IV	111,6	306,6	112,5	135,0

(1): Elaborada desde 1919 a partir de la cotización corregida de AHV

(2): Media a partir de las cotizaciones que figuran en el BCO. Sin correcciones.

Trimestre	Sociedad Talleres Deusto	Tubos Forjados	Compañía Anónima Basconia	Euskalduna
1914-I	154,0	122,5	24,0	105,5
1914-II	154,0	120,0	24,0	104,7
1914-III	154,0	120,0	24,0	105,0
1914-IV	154,0	120,0	24,0	105,0
1915-I	140,0	120,0	24,0	108,7
1915-II	140,0	120,0	24,5	117,0
1915-III	150,0	120,0	43,0	134,0
1915-IV	150,0	120,0	85,3	152,5
1916-I	195,0	120,0	93,3	166,0
1916-II	195,0	120,0	91,7	174,0
1916-III	195,0	120,0	102,1	161,3
1916-IV	195,0	195,0	126,7	255,1
1917-I	210,0	205,0	120,3	207,5
1917-II	210,0	205,0	131,3	226,0
1917-III	210,0	205,0	210,7	267,0
1917-IV	210,0	205,0	247,8	280,0
1918-I	235,0	202,0	288,0	300,0
1918-II	230,0	200,0	262,3	277,5
1918-III	230,0	200,0	295,0	280,0
1918-IV	230,0	200,0	205,0	280,0
1919-I	230,0	220,0	177,7	280,0
1919-II	230,0	220,0	148,0	280,0
1919-III	230,0	220,0	148,0	262,5
1919-IV	230,0	220,0	177,0	265,0
1920-I	130,0	220,0	176,0	260,0
1920-II	130,0	220,0	179,7	260,0
1920-III	130,0	220,0	201,3	200,0
1920-IV	130,0	220,0	194,5	200,0
1921-I	130,0	220,0	194,5	160,0
1921-II	130,0	220,0	194,5	160,0
1921-III	130,0	220,0	125,0	160,0
1921-IV	130,0	220,0	125,0	160,0
1922-I	113,0	220,0	125,0	120,0
1922-II	113,0	220,0	123,0	155,0
1922-III	113,0	220,0	126,0	155,0
1922-IV	113,0	220,0	132,7	155,0
1923-I	113,0	220,0	142,0	152,7
1923-II	113,0	220,0	160,0	152,5
1923-III	113,0	220,0	160,0	152,4
1923-IV	113,0	220,0	160,5	140,0

2.7.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías siderúrgicas

Trimestre	Unión Cerrajera	Duro Felguera	Astilleros del Cadagua	Nueva Montaña	Sdad. Española de Construcción Naval
1915-I					
1915-II	124				
1915-III					
1915-IV					
1916-I					
1916-II					
1916-III		141,0			
1916-IV		150,3			
1917-I		140,0			
1917-II		142,9			
1917-III		205,3			
1917-IV		204,0			
1918-I		210,3		1.000,0	
1918-II		227,3		998,3	
1918-III		286,0		1.096,7	
1918-IV		223,0	525		
1919-I		213,5			
1919-II		142,5			130
1919-III		154,0			
1919-IV		180,0			
1920-I		100,5			
1920-II					
1920-III					
1920-IV		131,0			
1921-I		73,0			
1921-II		76,8			
1921-III		67,5		350,0	
1921-IV		42,3			
1922-I		47,5			
1922-II		40,5			
1922-III					
1922-IV					
1923-I		54,8			
1923-II		54,2			
1923-III		51,4			
1923-IV		48,0			

Trimestre	Echevarría	Astilleros Eraso	Minero Siderúrgica Ponferada	Siderúrgica del Mediterráneo
1919-I				
1919-II				
1919-III				
1919-IV			1.045,0	
1920-I		605	1.050,0	
1920-II			1.055,0	
1920-III	500			
1920-IV			1.000,0	
1921-I				
1921-II	500			
1921-III				
1921-IV				
1922-I				
1922-II				
1922-III				325,0
1922-IV			300,0	358,3
1923-I	300		212,5	368,3
1923-II			235,0	400,0
1923-III			190,0	390,0
1923-IV				372,5

2.8. Sector «industrias varias»

2.8.1. Índice del sector «industrias varias» según medias trimestrales. Cotizaciones de la compañía que forma el índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bodegas Bilbaínas	Inmobiliara Iralabarri	Compañía de Alcoholes
1914-I	100,0	91,0	91,0		
1914-II	100,0	91,0	91,0		
1914-III	100,0	91,0	91,0		
1914-IV	100,0	91,0	91,0		
1915-I	98,9	90,0	90,0		
1915-II	93,4	85,0	85,0		
1915-III	94,1	85,7	85,7		
1915-IV	109,9	100,0	100,0		
1916-I	130,0	118,3	118,3		
1916-II	134,1	122,0	122,0		
1916-III	137,3	124,9	124,9		
1916-IV	153,5	139,7	139,7	103,0	
1917-I	158,2	144,0	144,0	103,0	160,0
1917-II	158,2	144,0	144,0	103,0	160,0
1917-III	157,7	143,5	144,0	101,0	160,0
1917-IV	157,5	143,3	144,0	100,0	160,0
1918-I	159,8	145,4	144,0	109,0	160,0
1918-II	159,8	145,4	144,0	109,0	160,0
1918-III	157,7	143,5	144,0	101,0	160,0
1918-IV	157,7	143,5	144,0	101,0	160,0
1919-I	157,8	143,6	169,5	101,0	133,0
1919-II	158,3	144,0	170,5	101,0	133,0
1919-III	162,0	147,4	170,5	101,0	142,0
1919-IV	175,2	159,4	200,0	101,0	142,0
1920-I	189,0	172,0	200,0	101,0	175,0
1920-II	189,0	172,0	200,0	101,0	175,0
1920-III	189,0	172,0	200,0	101,0	175,0
1920-IV	189,0	172,0	200,0	101,0	175,0
1921-I	155,5	141,5	125,0	101,0	175,0
1921-II	155,5	141,5	125,0	101,0	175,0
1921-III	143,4	130,5	125,0	101,0	146,0
1921-IV	144,4	131,4	125,0	105,0	146,0
1922-I	148,3	134,9	132,3	107,3	146,0
1922-II	147,2	134,0	130,0	107,3	146,0
1922-III	148,9	135,5	130,0	107,3	150,0
1922-IV	154,1	140,2	141,5	107,3	150,0
1923-I	154,3	140,4	142,0	107,3	150,0
1923-II	159,6	145,2	142,0	107,3	162,7
1923-III	167,7	152,6	141,0	107,3	183,0
1923-IV	163,9	149,1	141,0	107,3	174,0

2.8.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás «industrias varias»

2.8.2.1. Monopolios y grandes compañías nacionales

Trimestre	Unión Española Explosivos	Compañía Arrendat. Tabacos	Sdad. Grl. Azucarera	Unión Resinera Española	Sdad. General de Industria y Comercio	La Papelera Española
1914-I	235,7		41,3	85,8	186,3	72,2
1914-II	233,3	289,0		87,3	182,5	71,3
1914-III	231,0			68,0		
1914-IV	215,0			54,7		56,0
1915-I	211,0			53,3	165,0	53,7
1915-II	217,5			55,0	160,0	53,1
1915-III	233,8			50,8	165,0	55,8
1915-IV	252,3	273,0	40,0	59,2	179,0	60,7
1916-I	252,3	275,0		204,2	86,5	67,2
1916-II	250,5	293,0		178,3	95,7	76,2
1916-III	245,7	297,5	67,0	202,5	100,0	85,3
1916-IV	263,0	272,0	71,0	209,7	122,5	88,7
1917-I	255,3		62,3	222,3	116,5	89,7
1917-II	258,3		66,5	224,3	113,8	88,3
1917-III	275,7		75,3	288,7	117,5	102,7
1917-IV	287,3	293,0	91,0	385,0	136,0	108,3
1918-I	307,7	293,5		552,7	144,5	133,8
1918-II	303,0	296,0		542,0	139,5	112,3
1918-III	321,0	325,0		662,0	137,0	135,5
1918-IV	303,7	296,0		593,8	137,0	133,8
1919-I	304,0	298,0		631,0	133,0	152,8
1919-II	318,7			747,3	133,0	152,5
1919-III	342,7	318,0		1.070,8	130,0	197,3
1919-IV	376,7			1.278,3	128,0	232,0
1920-I	320,7			1.090,0	120,0	167,0
1920-II	316,0		120,0	535,0	118,3	163,3
1920-III	316,7	318,0		543,7	115,3	169,7
1920-IV	306,7	294,0		537,7	115,0	146,7
1921-I	273,3			307,5	110,0	94,5
1921-II	288,3		110,0	335,7	107,5	92,0
1921-III	285,0			330,0	96,3	90,3
1921-IV	289,7			260,0	97,5	
1922-I	292,7			263,3	105,0	82,7
1922-II	298,5			256,7	105,8	79,7
1922-III	298,0			258,7		91,7
1922-IV	300,0	248,0		286,7		88,0
1923-I	319,0			268,3		91,7
1923-II	355,3			279,0		93,0
1923-III	353,7	244,0		270,0		82,3
1923-IV	344,0	237,5		264,3		84,0

2.8.2.2. Diversas compañías

Trimestre	Constructora Bilbaína	Funicular de Archanda	Omnium de Barcelona	Terrenos de Neguri	Abastecimiento Aguas de Ceuta
1916-III	520,0				
1916-IV					
1917-I	517,5	475			
1917-II			113,5	500,0	
1917-III			104	500,0	
1917-IV					
1918-I		475			
1918-II				493,3	
1918-III				488,3	
1918-IV				492,5	550
1919-I	520,0				
1919-II					
1919-III					700
1919-IV					
1920-I	500,0				

Trimestre	Resinera Bilbaína	Puente de Vizcaya	Vidrieras Cantábricas Reunidas	Industrial Química de Zaragoza	Productos Químicos de Málaga	Minero Siderúrgica de Ponferrada
1918-III	250					
1918-IV						
1919-I			950			
1919-II	225	325,0				
1919-III	225	325,0				
1919-IV		329,0	950	240		1.045,0
1920-I		311,8				1.050,0
1920-II	225	306,7				1.055,0
1920-III		305,0				
1920-IV	285					1.000,0
1921-I	250	319,0			700,0	
1921-II		321,0			712,5	
1921-III						
1921-IV						
1922-I						
1922-II						
1922-III						
1922-IV						300,0
1923-I						2.121,5
1923-II						235,0
1923-III						190,0
1923-IV		400				

	Comercial Oriente	San Carlos Vasco Andaluza de Abonos y Minerales	Española de Pinturas Internacional	Sanatorio Fuenfría
1922-I				
1922-II		555,0		
1922-III	225,0	596,7		
1922-IV	216,7	600,0		
1923-I				1020
1923-II				1050
1923-III	200,0		501,3	
1923-IV	200,0	580,0	505,0	

COTIZACIONES TRIMESTRALES MEDIAS DEL PERIODO 1923-1936. ÍNDICE GLOBAL, ÍNDICES SECTORIALES Y COTIZACIONES MEDIAS DE CADA EMPRESA

1.1. *Índice de la Bolsa de Bilbao según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones medias de cada sector*

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bancos	Eléctricas	Ferrocarriles
1923-I	100,0	132,1	274,2	103,7	85,7
1923-II	102,2	135,0	288,0	102,2	88,8
1923-III	99,4	131,4	279,2	102,3	91,9
1923-IV	101,0	133,4	285,9	101,6	90,2
1924-I	102,3	135,1	279,5	104,9	91,2
1924-II	104,0	137,4	283,3	106,0	92,7
1924-III	103,2	136,3	270,9	109,0	92,3
1924-IV	101,8	134,4	272,5	107,7	91,5
1925-I	98,4	130,0	252,8	107,7	92,4
1925-II	97,6	129,0	254,9	106,6	94,5
1925-III	97,8	129,2	249,3	108,0	96,0
1925-IV	93,3	123,2	243,4	107,7	94,6
1926-I	96,8	127,8	253,9	114,0	97,4
1926-II	95,9	126,6	257,1	112,2	96,6
1926-III	96,0	126,8	252,4	110,3	96,5
1926-IV	100,4	132,7	261,7	112,2	96,3
1927-I	107,1	141,5	284,2	121,8	99,2
1927-II	109,8	145,1	298,5	128,1	99,6
1927-III	116,3	153,7	322,7	133,1	102,1
1927-IV	121,5	160,5	346,8	144,0	103,5
1928-I	132,8	175,4	377,2	161,9	120,1
1928-II	144,1	190,3	407,9	175,6	131,5
1928-III	143,9	190,0	405,6	170,4	131,6
1928-IV	143,9	190,1	394,4	164,2	132,7
1929-I	145,2	191,9	384,4	161,0	132,5
1929-II	146,5	193,5	388,2	162,3	137,7
1929-III	146,3	193,3	383,5	164,3	140,9
1929-IV	143,4	189,4	379,2	166,0	140,9
1930-I	141,8	187,3	361,4	169,9	140,0
1930-II	140,6	185,7	362,0	175,2	135,7
1930-III	140,5	185,6	367,8	181,5	135,4
1930-IV	141,8	187,4	372,1	189,6	129,9
1931-I	126,6	167,3	330,0	182,8	119,3
1931-II	111,2	146,9	285,2	164,3	102,8

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Bancos*	*Eléctricas*	*Ferrocarriles*
1931-III	98,3	129,9	232,3	147,8	89,8
1931-IV	92,3	121,9	204,3	146,9	91,3
1932-I	91,4	120,7	205,8	152,1	91,7
1932-II	86,7	114,5	204,1	144,7	87,0
1932-III	81,6	107,9	195,7	135,6	86,7
1932-IV	73,8	97,5	185,5	113,0	75,6
1933-I	68,8	90,9	164,5	113,0	63,0
1933-II	67,8	89,6	161,0	113,0	62,7
1933-III	66,7	88,1	167,5	106,5	52,4
1933-IV	71,3	94,1	186,8	123,1	47,7
1934-I	70,5	93,1	201,1	113,0	54,3
1934-II	67,6	89,3	201,4	110,8	51,0
1934-III	64,2	84,9	180,5	102,7	44,0
1934-IV	67,0	88,6	197,6	100,1	45,2
1935-I	69,5	91,8	195,0	100,0	45,8
1935-II	76,3	100,8	212,0	122,9	47,1
1935-III	83,7	110,6	224,5	148,9	45,8
1935-IV	82,5	108,9	226,9	149,8	44,1
1936-I	66,0	87,1	171,3	105,4	39,0
1936-II	61,1	80,7	156,1	96,6	33,4

Trimestre	**Minas**	**Navieras**	**Seguros**	**Siderurgia**	**Varias**
1923-I	116,1	130,8	92,7	180,7	137,2
1923-II	112,9	131,1	96,8	181,3	137,2
1923-III	109,1	120,2	94,3	184,3	136,3
1923-IV	108,1	120,4	99,1	184,0	136,4
1924-I	110,9	125,6	102,5	184,9	138,1
1924-II	106,6	128,2	108,1	182,0	135,4
1924-III	105,2	112,8	116,2	182,0	141,2
1924-IV	99,5	109,7	112,9	176,7	143,0
1925-I	100,6	96,3	114,1	173,3	142,1
1925-II	95,1	92,2	113,2	170,8	142,8
1925-III	94,7	100,3	113,1	168,3	135,9
1925-IV	92,7	85,0	103,2	181,7	135,9
1926-I	91,8	90,0	106,4	193,3	135,5
1926-II	92,4	89,8	102,3	196,7	131,6
1926-III	89,9	89,7	108,2	200,7	128,9
1926-IV	88,0	99,8	118,6	203,3	129,6

Trimestre	*Minas*	*Navieras*	*Seguros*	*Siderurgia*	*Varias*
1927-I	84,3	104,9	129,2	203,3	130,9
1927-II	85,1	105,5	128,0	255,6	129,3
1927-III	90,9	106,0	139,8	271,5	126,1
1927-IV	97,3	111,1	138,5	271,9	127,0
1928-I	104,2	118,3	151,5	280,7	128,4
1928-II	124,5	127,4	162,6	291,9	136,5
1928-III	130,9	133,9	161,3	298,5	134,0
1928-IV	149,4	150,4	157,3	300,4	133,0
1929-I	163,0	153,7	165,5	299,4	131,9
1929-II	153,1	159,4	166,6	325,7	131,0
1929-III	148,0	161,2	166,9	325,7	129,7
1929-IV	141,8	153,8	158,8	315,4	136,6
1930-I	138,0	156,0	158,1	313,5	139,9
1930-II	132,3	149,6	154,6	308,9	140,5
1930-III	122,8	138,8	155,1	313,0	142,1
1930-IV	127,1	143,7	150,1	320,0	146,8
1931-I	119,2	134,8	115,1	327,5	146,3
1931-II	108,2	126,5	93,0	320,0	141,1
1931-III	103,6	121,1	82,3	275,0	135,6
1931-IV	96,0	112,2	78,1	263,8	125,5
1932-I	92,1	107,6	73,2	275,0	121,4
1932-II	76,2	92,0	71,9	273,2	121,0
1932-III	69,4	83,7	65,4	263,8	120,8
1932-IV	61,9	74,7	60,3	261,0	117,9
1933-I	57,1	68,9	58,0	258,2	111,4
1933-II	54,6	65,9	57,3	265,2	111,5
1933-III	49,9	60,2	61,1	260,7	109,8
1933-IV	47,3	57,1	64,2	275,1	112,0
1934-I	46,6	56,3	58,4	282,2	110,2
1934-II	44,4	53,6	49,7	270,9	109,2
1934-III	43,3	52,3	53,3	263,5	112,7
1934-IV	39,9	48,2	62,0	266,0	112,7
1935-I	42,0	50,7	73,4	275,2	110,6
1935-II	46,2	55,7	74,9	281,1	116,3
1935-III	56,4	68,1	75,9	293,1	115,6
1935-IV	58,4	70,4	67,0	289,3	114,3
1936-I	50,4	60,9	58,9	273,4	114,7
1936-II	46,6	56,3	55,8	293,1	110,3

2. **Índices sectoriales**

2.1. *Sector bancario*

2.1.1. Índice del sector bancario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de los bancos que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Banco de Bilbao	Banco de Vizcaya	Banco Urquijo Vascongado	Banco Agrícola Comercial
1923-I	100,0	274,2	348,0	241,7	88,0	61,6
1923-II	105,0	288,0	357,0	262,0	95,3	60,0
1923-III	101,8	279,2	340,0	261,0	86,7	60,0
1923-IV	104,3	285,9	341,3	275,3	81,1	60,0
1924-I	101,9	279,5	336,0	266,7	80,0	60,0
1924-II	103,3	283,3	343,0	266,5	90,0	60,0
1924-III	98,8	270,9	333,7	249,3	84,7	60,0
1924-IV	99,4	272,5	338,3	247,0	90,9	60,0
1925-I	92,2	252,8	327,7	214,3	90,0	60,0
1925-II	93,0	254,9	334,7	213,0	87,2	48,0
1925-III	90,9	249,3	327,3	208,0	84,7	53,3
1925-IV	88,8	243,4	326,0	198,5	78,0	32,5
1926-I	92,6	253,9	334,7	211,9	78,7	52,5
1926-II	93,8	257,1	338,3	217,3	74,7	25,0
1926-III	92,0	252,4	334,7	211,0	72,0	25,0
1926-IV	95,4	261,7	349,0	217,0	72,0	30,0
1927-I	103,6	284,2	371,0	243,0	80,5	38,8
1927-II	108,9	298,5	381,7	260,7	94,7	60,0
1927-III	117,7	322,7	400,0	294,0	104,7	66,0
1927-IV	126,5	346,8	413,3	333,7	106,7	67,5
1928-I	137,6	377,2	427,0	385,5	114,0	77,3
1928-II	148,8	407,9	463,3	410,3	153,3	83,3
1928-III	147,9	405,6	459,0	411,0	144,7	83,3
1928-IV	143,8	394,4	456,0	389,0	145,0	86,2
1929-I	140,2	384,4	439,0	386,0	132,0	90,0
1929-II	141,6	388,2	442,3	392,0	126,0	90,0
1929-III	139,9	383,5	430,7	394,9	116,5	90,0
1929-IV	138,3	379,2	420,0	396,7	115,0	82,0

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Banco de Bilbao*	*Banco de Vizcaya*	*Banco Urquijo Vascongado*	*Banco Agrícola Comercial*
1930-I	131,8	361,4	410,3	368,3	107,5	
1930-II	132,0	362,0	413,9	366,1	108,0	
1930-III	134,1	367,8	431,7	361,3	106,7	
1930-IV	135,7	372,1	428,5	374,2	105,3	
1931-I	120,4	330,0	373,3	337,2	102,1	
1931-II	104,0	285,2	319,3	293,3	96,0	
1931-III	84,7	232,3	271,3	224,7	96,0	
1931-IV	74,5	204,3	227,0	207,3	96,0	
1932-I	75,1	205,8	221,3	216,3	96,0	
1932-II	74,4	204,1	231,5	202,3	96,0	
1932-III	71,4	195,7	217,0	198,3	96,0	
1932-IV	67,7	185,5	216,0	182,0	66,0	
1933-I	60,0	164,5	184,0	168,0	64,0	
1933-II	58,7	161,0	182,3	172,7	64,0	
1933-III	61,1	167,5	185,7	174,0	58,0	
1933-IV	68,1	186,8	204,3	198,3	54,0	
1934-I	73,3	201,1	226,0	207,7	57,3	
1934-II	73,5	201,4	228,3	206,3	56,0	
1934-III	65,8	180,5	203,7	184,7	57,6	
1934-IV	72,1	197,6	224,2	202,2	56,0	
1935-I	71,1	195,0	217,9	203,0	54,0	
1935-II	77,3	212,0	229,7	228,5	54,7	
1935-III	81,9	224,5	245,0	239,7	60,7	
1935-IV	82,7	226,9	249,0	240,3	65,0	
1936-I	62,5	171,3	199,0	168,2	62,1	
1936-II	56,9	156,1	174,7	160,0	57,0	

2.1.2. Cotizaciones trimestrales medias de los demás bancos

2.1.2.1. Grandes bancos nacionales y extranjero

Trimestre	Banco de España	Banco Hispano Americano	Banco Español de Crédito	Banco Central	Banco Popular Previsores Porvenir	Banco Español del Río de la Plata
1923-I		195,2		107,5		228,0
1923-II		189,7		124,0		238,0
1923-III		174,8		117,0		239,0
1923-IV		170,0		114,3		172,7
1924-I		143,0		109,5		73,7
1924-II				108,0		47,0
1924-III		154,5		105,0		49,3
1924-IV		158,5		111,3		65,2
1925-I		164,0		88,7		56,0
1925-II		155,0	170,0	84,8		50,7
1925-III		155,0		76,0		53,3
1925-IV		149,0		79,5		49,1
1926-I	593,5	144,0		78,7		49,5
1926-II	608,0	153,3		80,3		50,3
1926-III	623,0	152,5	172,0	81,9		49,0
1926-IV	626,7	160,2		78,5		45,5
1927-I	644,3	178,5		96,7		
1927-II	650,0	182,5		114,1		58,0
1927-III	635,0	191,5		123,0		
1927-IV	521,0	205,5		134,7		
1928-I	585,8	224,0	353,5	169,0		
1928-II	599,7	236,7		200,3		
1928-III	574,3	229,0		203,3		
1928-IV	585,3	236,0		207,7		
1929-I	584,7	222,8		200,0		
1929-II	587,2	223,3		199,3		
1929-III	576,0	222,3		197,5	59,0	
1929-IV	584,3	228,3		180,0		
1930-I	581,3	238,2		144,0		
1930-II	585,3	249,3		132,0	55,0	

Trimestre	*Banco de España*	*Banco Hispano Americano*	*Banco Español de Crédito*	*Banco Central*	*Banco Popular Previsores Porvenir*	*Banco Español del Río de la Plata*
1930-III	591,8	245,0				
1930-IV	596,7	245,0				
1931-I	580,2	235,0		96,0	55,0	
1931-II	505,5					
1931-III	508,7	180,0				
1931-IV	439,0	137,5				
1932-I	476,3	139,3			80,0	
1932-II	505,7	164,7		70,0	80,0	
1932-III	517,0	164,0		78,0		
1932-IV	513,3	164,0				
1933-I	515,0	158,0			68,0	
1933-II	534,0	149,5			35,0	
1933-III	533,0	140,7				
1933-IV	535,5	143,5				
1934-I	549,0	150,3				
1934-II	558,6	149,0			50,0	
1934-III	558,2	147,5		75,0		
1934-IV	568,3	148,0		74,5		
1935-I	570,7	152,5		75,0		
1935-II	587,3	178,3		79,2	70,0	
1935-III	601,3	192,0		85,0		
1935-IV	612,0	194,5		86,0		
1936-I	553,3	189,5		84,0		
1936-II	458,7	159,5		85,0		

2.1.2.2. Otros bancos locales

Trimestre	Crédito de la Unión Minera	Banco Vasco	Banco de Vitoria	Banco de Burgos	Banco de Gijón	Banco Asturiano Industria y Comercio
1923-I	586,2	540,0				
1923-II	606,7	559,3				
1923-III	564,3	541,7				
1923-IV	566,0	583,3				
1924-I	538,3	633,3				
1924-II	559,8	632,5				499,0
1924-III	517,3	610,7				
1924-IV	511,7	618,3			150,0	
1925-I	475,0	663,3	400,0			
1925-II		660,0			199,5	
1925-III		640,0				357,5
1925-IV						
1926-I					200,0	368,3
1926-II						
1926-III				400,0		355,0
1926-IV				67,0		345,0
1927-I				411,3	200,3	345,0
1927-II				415,0	210,0	360,0
1927-III				416,3	210,0	360,0
1927-IV				420,8		365,0
1928-I				426,3	210,0	365,0
1928-II				428,0	215,0	491,7
1928-III				432,5	217,5	520,0
1928-IV				590,0	215,0	523,8
1929-I				1.100,0	230,0	
1929-II				700,0		540,0
1929-III				700,0		580,0
1929-IV				800,0	255,0	600,0
1930-I					249,0	679,3
1930-II					250,0	
1930-III						678,0

Trimestre	*Crédito de la Unión Minera*	*Banco Vasco*	*Banco de Vitoria*	*Banco de Burgos*	*Banco de Gijón*	*Banco Asturiano Industria y Comercio*
1930-IV				850,0	250,0	698,3
1931-I					245,0	700,0
1931-II						700,0
1931-III						
1931-IV						
1932-I					180,3	
1932-II						
1932-III						
1932-IV					185,0	
1933-I						
1933-II						
1933-III						
1933-IV						
1934-I						
1934-II						
1934-III					202,5	
1934-IV						
1935-I						
1935-II					210,0	
1935-III						
1935-IV						
1936-I						
1936-II						

2.2. *Sector hidroeléctrico*

2.2.1. Índice del sector hidroeléctrico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hidroeléctrica Ibérica	Unión Eléctrica Vizcaína
1923-I	100,0	103,7	89,7	123,0
1923-II	98,6	102,2	82,1	123,0
1923-III	98,6	102,3	82,8	123,0
1923-IV	98,0	101,6	81,9	119,0
1924-I	101,1	104,9	80,7	128,7
1924-II	102,2	106,0	81,9	127,7
1924-III	105,2	109,0	83,1	128,7
1924-IV	103,9	107,7	83,0	128,0
1925-I	103,8	107,7	77,7	131,7
1925-II	102,8	106,6	73,8	137,0
1925-III	104,1	108,0	77,7	135,0
1925-IV	103,9	107,7	76,0	133,7
1926-I	109,9	114,0	81,5	140,4
1926-II	108,2	112,2	82,3	135,0
1926-III	106,4	110,3	79,1	132,6
1926-IV	108,2	112,2	84,3	131,7
1927-I	117,5	121,8	91,7	137,4
1927-II	123,5	128,1	104,0	136,3
1927-III	128,4	133,1	110,3	141,5
1927-IV	138,9	144,0	124,0	152,5
1928-I	156,1	161,9	145,3	168,3
1928-II	169,3	175,6	165,3	175,3
1928-III	164,4	170,4	157,0	170,7
1928-IV	158,3	164,2	143,0	168,1
1929-I	155,2	161,0	134,7	167,8
1929-II	156,5	162,3	133,2	173,0
1929-III	158,4	164,3	140,1	172,7
1929-IV	160,1	166,0	142,0	171,0
1930-I	163,9	169,9	140,0	183,0
1930-II	168,9	175,2	156,0	180,0
1930-III	175,0	181,5	164,3	188,0
1930-IV	182,8	189,6	176,2	190,8
1931-I	176,3	182,8	165,8	187,0
1931-II	158,4	164,3	143,7	166,5
1931-III	142,5	147,8	128,7	140,4

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Hidroeléctrica Ibérica*	*Unión Eléctrica Vizcaína*
1931-IV	141,7	146,9	124,3	145,3
1932-I	146,7	152,1	132,8	149,0
1932-II	139,6	144,7	128,0	136,7
1932-III	130,8	135,6	115,3	126,3
1932-IV	108,9	113,0	105,0	115,3
1933-I	108,9	113,0	102,8	136,9
1933-II	108,9	113,0	102,7	133,5
1933-III	102,7	106,5	105,3	134,4
1933-IV	118,7	123,1	120,7	
1934-I	109,0	113,0	123,0	
1934-II	106,8	110,8	123,4	
1934-III	99,0	102,7	119,8	
1934-IV	96,5	100,1	126,8	
1935-I	96,5	100,0	127,0	
1935-II	118,5	122,9	144,4	
1935-III	143,6	148,9	157,1	
1935-IV	144,5	149,8	155,6	
1936-I	101,7	105,4	138,7	
1936-II	93,1	96,6	137,0	

Trimestre	**Electra de Viesgo**	**Unión Eléctrica de Cartagena**	**Mengemor**
1923-I	78,0	125,0	112,7
1923-II	82,5	125,0	120,0
1923-III	81,5	125,0	120,0
1923-IV	79,2	128,3	145,5
1924-I	76,3	130,0	161,0
1924-II	81,6	130,0	164,3
1924-III	86,7	130,0	198,0
1924-IV	80,7	130,0	198,0
1925-I	77,7	142,0	193,0
1925-II	66,3	145,0	193,0
1925-III	71,0	145,0	193,0
1925-IV	71,0	152,5	193,0
1926-I	72,7	169,7	194,0
1926-II	73,6	166,0	194,0
1926-III	74,0	166,0	194,0
1926-IV	69,0	178,0	194,0

Trimestre	*Electra de Viesgo*	*Unión Eléctrica de Cartagena*	*Mengemor*
1927-I	75,7	190,0	260,0
1927-II	73,7	190,0	325,0
1927-III	80,0	190,0	325,0
1927-IV	92,0	185,0	347,0
1928-I	106,7	211,3	347,0
1928-II	127,7	248,5	277,0
1928-III	123,7	248,5	277,0
1928-IV	120,3	248,5	277,0
1929-I	125,8	237,0	276,0
1929-II	125,3	240,0	271,0
1929-III	130,8	228,5	271,0
1929-IV	132,0	235,0	289,7
1930-I	134,0	240,3	280,0
1930-II	133,0	250,0	280,0
1930-III	140,8	250,0	265,0
1930-IV	147,3	264,0	278,0
1931-I	141,0	262,0	264,7
1931-II	125,3	262,0	234,5
1931-III	111,3	262,0	234,5
1931-IV	104,8	262,0	234,5
1932-I	110,7	262,0	234,5
1932-II	102,0	262,0	234,5
1932-III	94,8	262,0	234,5
1932-IV	88,8	121,5	234,5
1933-I	82,7	24,3	140,0
1933-II	83,3	24,3	140,0
1933-III	84,1	145,3	141,3
1933-IV	84,2	145,0	153,0
1934-I	83,7	162,5	151,0
1934-II	79,3	165,0	151,0
1934-III	72,3	165,0	151,0
1934-IV	63,7	172,0	124,5
1935-I	61,4	191,0	124,5
1935-II	67,5	198,3	124,5
1935-III	74,7	205,5	150,0
1935-IV	78,0	210,0	150,0
1936-I	64,0		144,0
1936-II	58,8		122,5

2.2.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías hidroeléctricas

Trimestre	Hidroeléctrica Española	Eléctrica Industrial Española	Construcciones Electro Mecánicas	Electro Vasco Montañesa	Unión Eléctrica Madrileña
1923-I	130,0				
1923-II	130,0		89,0		
1923-III	131,0		80,0		
1923-IV	125,0		94,0		
1924-I	141,3				
1924-II	149,0		102,0		
1924-III	152,0		101,5		
1924-IV	139,0	600,0	107,8		
1925-I	142,3		117,7		
1925-II	143,2		115,5		
1925-III	151,0		117,0	370,0	
1925-IV	165,7	600,0	118,7		
1926-I	169,3		107,5		
1926-II	158,7		100,0		
1926-III	163,2		105,5		
1926-IV	174,7		112,5		
1927-I	180,5		122,3		
1927-II	179,5		121,5		120,0
1927-III	185,2	800,0	124,0		
1927-IV	205,0		134,7	800,0	
1928-I	249,0				
1928-II	232,0				
1928-III	225,5			1.100,0	
1928-IV	197,8				
1929-I	198,7				
1929-II	206,7		142,0		
1929-III	208,3		141,3		
1929-IV	207,3		145,5		
1930-I	218,8		150,0		
1930-II	231,6		155,0		
1930-III	248,0		180,0	1.000,0	
1930-IV	229,3	830,0	170,0	950,0	
1931-I	184,5				
1931-II	152,0		115,3		
1931-III	150,0		98,0	775,0	
1931-IV	161,0		123,0		

Trimestre	*Hidroeléctrica Española*	*Eléctrica Industrial Española*	*Construcciones Electro Mecánicas*	*Electro Vasco Montañesa*	*Unión Eléctrica Madrileña*
1932-I	151,7			725,0	
1932-II	140,7		114,0		
1932-III	142,0				
1932-IV	122,3		120,3		
1933-I	136,7		120,5		
1933-II	139,8	700,0			
1933-III	147,2			550,0	
1933-IV	146,5		125,0		
1934-I	148,8		130,5		
1934-II	148,0		132,2		
1934-III	157,5		131,5		
1934-IV	160,0	915,0	137,0		
1935-I	182,2		160,0		
1935-II	194,7		165,0		
1935-III	201,0	935,0		600,0	
1935-IV	159,0		155,0	825,0	
1936-I	152,2		133,3	700,0	
1936-II	156,5	600,0	134,5	680,0	

Trimestre	**Electra Irurak Bat**	**Electra Valenciana**	**Eléctricas Reunidas Zaragoza**	**Instaladora General**	**Sevillana de Electricidad**	**Hispano Americana de Electricidad**
1923-I				250,0	109,5	205,3
1923-II			555,0	250,0	119,7	254,7
1923-III			548,8	250,0	118,5	333,5
1923-IV				250,0	125,0	
1924-I	325,0		605,0			496,7
1924-II			600,0			441,7
1924-III	315,0					
1924-IV					113,0	475,0
1925-I	315,0					
1925-II					117,0	
1925-III						
1925-IV						
1926-I	350,0		575,0		122,0	406,0
1926-II		550,0	496,3		114,0	
1926-III						

Trimestre	*Electra Irurak Bat*	*Electra Valenciana*	*Eléctricas Reunidas Zaragoza*	*Instaladora General*	*Sevillana de Electricidad*	*Hispano Americana de Electricidad*
1926-IV			500,0			
1927-I	375,0				130,0	534,0
1927-II	380,0				153,3	650,0
1927-III					152,5	
1927-IV					157,7	
1928-I		502,5	728,3		162,0	
1928-II	460,0	525,0	161,5		170,0	
1928-III		525,0	154,0		167,0	
1928-IV		525,0	156,5		161,5	
1929-I					166,7	
1929-II			156,5		169,2	
1929-III			158,5		161,3	
1929-IV			160,0		141,3	570,3
1930-I		102,0	168,0		140,5	623,7
1930-II		101,5	162,0		146,8	698,0
1930-III			181,0		143,5	652,0
1930-IV			182,0		150,7	614,3
1931-I	1.250,0	100,0	181,0		143,7	627,0
1931-II	.250,0		179,0		128,3	620,4
1931-III			146,5		116,5	489,7
1931-IV			140,0			410,7
1932-I					80,0	513,3
1932-II			151,5		70,0	418,0
1932-III			159,0			429,0
1932-IV			147,5			386,5
1933-I			139,8			325,2
1933-II			139,0			333,3
1933-III			144,0			397,3
1933-IV	650,0		141,5		77,5	364,0
1934-I			148,0		85,0	334,0
1934-II			149,5		81,0	334,0
1934-III			148,0		76,0	386,0
1934-IV			150,8		75,3	361,9
1935-I	685,0		159,7		81,1	377,0
1935-II			165,7		91,3	436,0
1935-III			177,2		91,8	420,0
1935-IV			176,7		93,7	418,0
1936-I			162,0		76,5	463,3
1936-II			142,3		69,5	515,0

	Volta	Distribuidora Eléctrica Guipuzcoana	Saltos del Alberche	León Industrial	Electra Recajo	Saltos del Duero
1928-III		540,0				
1928-IV		545,0	127,5			
1929-I	500,0		126,0			
1929-II	500,0					
1929-III						
1929-IV						
1930-I						
1930-II						
1930-III						
1930-IV						
1931-I						
1931-II						
1931-III						
1931-IV						
1932-I						
1932-II						
1932-III				405,0		
1932-IV				538,3		
1933-I				476,7		
1933-II				476,7		
1933-III				481,7		
1933-IV				480,0		
1934-I					700,0	
1934-II				348,5	700,0	
1934-III				350,0	700,0	
1934-IV				356,0	700,0	
1935-I				360,0	700,0	
1935-II		525,0		361,0		372,5
1935-III		600,0		372,5		353,3
1935-IV		531,0		362,0	700,0	
1936-I				359,3	876,7	275,0
1936-II						265,0

2.3. *Sector ferroviario*

2.3.1. Índice del sector ferroviario según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Santander-Bilbao	Ferrocarril de la Robla	FF.CC. Vascongados	Tranvía Bilbao-Durango
1923-I	100,0	85,7	74,0	85,7	105,7	30,5
1923-II	103,6	88,8	79,3	88,7	106,6	30,5
1923-III	107,2	91,9	79,5	93,0	111,5	30,5
1923-IV	105,2	90,2	77,2	90,0	112,4	30,5
1924-I	106,5	91,2	80,0	89,7	113,7	30,5
1924-II	108,1	92,7	83,0	93,0	110,5	30,5
1924-III	107,7	92,3	84,0	91,3	110,7	30,5
1924-IV	106,8	91,5	81,0	89,5	114,0	30,5
1925-I	107,8	92,4	81,3	93,3	110,7	30,5
1925-II	110,3	94,5	83,5	97,3	110,0	30,5
1925-III	112,0	96,0	88,5	97,7	109,3	30,5
1925-IV	110,3	94,6	89,0	93,7	109,7	30,5
1926-I	113,6	97,4	90,5	100,0	108,7	30,5
1926-II	112,7	96,6	91,3	95,3	112,3	30,5
1926-III	112,6	96,5	90,5	94,9	113,5	30,5
1926-IV	112,3	96,3	90,0	93,0	116,3	30,5
1927-I	115,7	99,2	96,3	93,3	119,7	30,5
1927-II	116,2	99,6	98,0	91,3	122,7	30,5
1927-III	119,2	102,1	102,6	88,9	131,0	30,5
1927-IV	120,7	103,5	106,0	88,8	132,3	30,5
1928-I	140,1	120,1	109,5	118,0	146,0	30,5
1928-II	153,5	131,5	122,0	127,2	161,0	30,5
1928-III	153,5	131,6	124,0	124,7	163,0	30,5
1928-IV	154,9	132,7	127,5	120,3	170,3	30,5
1929-I	154,6	132,5	122,7	124,4	168,7	30,5
1929-II	160,6	137,7	124,3	130,7	176,7	30,5
1929-III	164,4	140,9	128,7	136,0	175,3	30,5
1929-IV	164,4	140,9	135,0	135,3	169,0	30,5
1930-I	163,3	140,0	126,0	143,0	163,7	30,5

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Santander-Bilbao*	*Ferrocarril de la Robla*	*FF.CC. Vascongados*	*Tranvía Bilbao-Durango*
1930-II	158,3	135,7	123,3	135,0	163,0	30,5
1930-III	158,0	135,4	123,3	136,2	160,0	30,5
1930-IV	151,6	129,9	127,1	139,5	128,7	30,5
1931-I	139,2	119,3	119,7	129,0	113,0	30,5
1931-II	120,0	102,8	112,5	110,8	86,5	30,5
1931-III	104,7	89,8	100,0	93,3	78,5	30,5
1931-IV	106,6	91,3	100,0	98,0	77,0	30,5
1932-I	107,0	91,7	100,0	100,2	75,0	30,5
1932-II	101,5	87,0	100,0	98,0	60,0	30,5
1932-III	101,2	86,7	100,0	98,0	59,0	30,5
1932-IV	88,3	75,6	70,0	98,0	51,0	30,5
1933-I	73,5	63,0	70,0	78,0	34,0	30,5
1933-II	73,2	62,7	70,0	78,0	33,0	30,5
1933-III	61,2	52,4	70,0	61,5	19,5	30,5
1933-IV	55,7	47,7	41,3	66,3	27,0	30,5
1934-I	63,3	54,3	36,0	78,0	40,0	30,5
1934-II	59,5	51,0	25,0	78,0	40,0	30,5
1934-III	51,3	44,0	36,1	54,7	37,5	30,5
1934-IV	52,8	45,2	38,0	59,0	33,0	30,5
1935-I	53,4	45,8	40,3	64,7	23,3	30,5
1935-II	55,0	47,1	40,0	69,8	20,7	30,5
1935-III	53,5	45,8	40,0	72,0	12,0	30,5
1935-IV	51,4	44,1	30,0	72,8	15,5	30,5
1936-I	45,5	39,0	20,0	68,0	15,3	30,5
1936-II	39,0	33,4	17,0	61,0	8,3	30,5

2.3.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías ferroviarias

Trimestre	Bilbao-Portugalete	Norte de España	Madrid Zaragoza Alicante	FFCC. Secundarios	Metro Alfonso XIII	Metro Barcelona	Sdad. Expl. FFCC. Tranvías
1923-I	500	351,3			207,3		
1923-II	500	356,5	362,5		218,7		
1923-III	500	321,5			223,0	152	
1923-IV	625	299,7			200,0		
1924-I	645	313,4					
1924-II	645	334,7					
1924-III	645	318,2			197,0	197	
1924-IV		344,0	339,5				
1925-I		371,8	355,0				
1925-II		374,6	351,5				
1925-III		398,7	354,3				
1925-IV		411,0	362,8		134,0		
1926-I		458,2	423,7				
1926-II		442,8	432,0				
1926-III		450,7	424,0		126,0		
1926-IV		478,8	436,0				
1927-I		502,7	480,3		141,0		
1927-II		529,5	515,3				
1927-III		556,3	527,2				
1927-IV		548,5	530,8				100
1928-I		585,7	570,8				
1928-II		629,7	606,3				147
1928-III		610,8	588,0		194,0		130
1928-IV		619,8	589,0	68			147
1929-I		628,0	590,7				115
1929-II		629,8	577,3				115
1929-III		620,7	559,0				
1929-IV		555,7	524,0	68	180,0		115
1930-I		545,8	514,7				
1930-II		561,3	524,0				90
1930-III		545,3	510,2				90

Trimestre	*Bilbao-Portugalete*	*Norte de España*	*Madrid Zaragoza Alicante*	*FFCC. Secunda-rios*	*Metro Alfonso XIII*	*Metro Barcelona*	*Sdad. Expl. FFCC. Tranvías*
1930-IV		540,2	502,3	60			92
1931-I		464,7	398,0		180,0		90
1931-II		364,7	285,0				
1931-III		293,3	208,3		140,0		90
1931-IV		225,0	187,0				90
1932-I		274,3	175,3				100
1932-II		264,3	169,7				100
1932-III		244,1	163,7		138,0		100
1932-IV		212,7	160,0				100
1933-I		200,8	154,3		125,0		87
1933-II		184,7	157,8				75
1933-III		197,0	187,5		120,0		67
1933-IV		236,8	219,5				
1934-I		256,5	230,0				40
1934-II		251,7	218,7				40
1934-III		236,9	183,2				40
1934-IV		259,2	198,2				
1935-I		265,3	202,2				40
1935-II		266,3	204,3				40
1935-III		222,3	171,0				
1935-IV		192,5	172,0	80	138,0		
1936-I		131,0	114,3				40
1936-II		72,0	70,3				40

2.4. *Sector minero*

2.4.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Hullera Sabero y Anexas	Minas Irún Lesaca	Minas de Cala
1923-I	100,0	116,1	170,0	66,7	40,0
1923-II	97,2	112,9	175,3	66,7	25,0
1923-III	94,0	109,1	160,0	66,7	40,0
1923-IV	93,1	108,1	157,5	66,7	40,0
1924-I	95,5	110,9	191,0	66,7	19,3
1924-II	91,8	106,6	182,5	58,3	17,3
1924-III	90,7	105,2	175,0	55,0	15,0
1924-IV	85,7	99,5	141,7	54,2	20,1
1925-I	86,7	100,6	145,0	54,2	25,0
1925-II	81,9	95,1	125,0	50,0	20,0
1925-III	81,6	94,7	125,0	50,0	14,5
1925-IV	79,8	92,7	107,7	43,3	10,9
1926-I	79,1	91,8	100,0	43,3	16,5
1926-II	79,6	92,4	108,3	50,8	16,3
1926-III	77,4	89,9	105,0	46,7	14,7
1926-IV	75,8	88,0	116,7	40,6	13,3
1927-I	72,6	84,3	100,0	40,6	15,0
1927-II	73,4	85,1	110,0	40,6	14,9
1927-III	78,3	90,9	150,0	26,7	14,5
1927-IV	83,8	97,3	185,0	26,1	18,7
1928-I	89,8	104,2	206,7	26,1	17,5
1928-II	107,2	124,5	240,0	25,0	17,1
1928-III	112,8	130,9	240,0	25,0	17,2
1928-IV	128,7	149,4	230,0	25,0	15,5
1929-I	140,4	163,0	230,0	21,7	16,1
1929-II	131,9	153,1	230,0	25,0	16,0
1929-III	127,5	148,0	230,0	26,2	13,4
1929-IV	122,2	141,8	230,0	25,6	13,5
1930-I	151,3	80,0	230,0	28,3	12,7
1930-II	132,2	78,0	220,0	27,2	13,1
1930-III	126,0	75,0	200,0	27,2	14,5
1930-IV	124,9	73,7	190,0	25,8	13,7
1931-I	118,5	73,0	190,0	25,8	13,2
1931-II	110,3	72,6	190,0	23,3	13,2
1931-III	101,3	70,7	190,0	23,3	13,2

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Hullera Sabero y Anexas*	*Minas Irún Lesaca*	*Minas de Cala*
1931-IV	81,1	58,1	143,3	21,7	13,2
1932-I	83,5	57,1	140,0	21,7	13,2
1932-II	78,9	56,1	140,0	20,0	13,2
1932-III	72,2	49,4	140,0	20,0	13,2
1932-IV	69,9	47,1	140,0	15,8	8,0
1933-I	60,0	40,2	110,0	15,8	8,0
1933-II	57,3	39,2	110,0	14,2	4,0
1933-III	55,1	38,4	110,0	12,8	4,1
1933-IV	51,8	35,9	100,0	11,7	3,3
1934-I	56,9	35,6	100,0	11,7	2,2
1934-II	56,1	34,9	100,0	11,7	5,0
1934-III	54,3	36,1	100,0	11,7	7,0
1934-IV	53,8	35,6	100,0	10,0	5,0
1935-I	53,5	35,6	100,0	10,0	5,0
1935-II	54,4	35,2	100,0	10,0	5,5
1935-III	51,9	35,6	100,0	16,7	6,0
1935-IV	51,3	36,6	101,7	15,0	9,0
1936-I	56,4	38,3	101,7	15,0	14,3
1936-II	55,7	37,9	100,0	15,0	14,3

Trimestre	**Minera de Setares**	**Sierra Alhamilla**	**Argentífera de Córdoba**	**Mina Ceferina**	**Alcaracejos**
1923-I	800,0	95,5	60,0	114,0	42,0
1923-II	800,0	84,3	60,0	114,0	41,0
1923-III	800,0	84,3	35,0	80,0	42,0
1923-IV	800,0	84,3	35,0	80,0	39,3
1924-I	800,0	84,3	35,0	80,0	40,0
1924-II	800,0	80,5	19,0	110,0	40,0
1924-III	800,0	78,7	17,0	110,0	40,0
1924-IV	800,0	78,7	22,0	110,0	36,0
1925-I	800,0	74,9	22,0	110,0	36,0
1925-II	800,0	67,4	19,0	110,0	32,0
1925-III	800,0	67,4	19,0	110,0	34,7
1925-IV	800,0	67,4	36,7	110,0	56,0
1926-I	800,0	67,4	34,0	110,0	56,0
1926-II	800,0	67,4	37,3	110,0	48,0
1926-III	800,0	67,4	34,0	110,0	48,0
1926-IV	800,0	56,2	35,3	110,0	48,0

Trimestre	*Minera de Setares*	*Sierra Alhamilla*	*Argentífera de Córdoba*	*Mina Ceferina*	*Alcaracejos*
1927-I	700,0	44,9	39,5	100,0	42,0
1927-II	566,7	44,9	37,0	110,0	42,0
1927-III	500,0	44,9	30,0	105,0	35,0
1927-IV	450,0	44,9	21,0	105,0	20,0
1928-I	450,0	44,9	24,7	105,0	20,0
1928-II	457,5	44,9	14,0	105,0	10,0
1928-III	465,0	44,9	10,7	105,0	10,0
1928-IV	465,0	44,9	10,5	105,0	10,0
1929-I	465,0	44,9	8,7	105,0	10,0
1929-II	507,5	47,8	8,0	105,0	10,0
1929-III	550,0	46,4	4,0	105,0	10,0
1929-IV	554,0	41,6	4,0	105,0	10,0
1930-I	551,3	40,4	4,0	105,0	10,0
1930-II	550,0	36,7		105,0	
1930-III	550,0	33,3		105,0	
1930-IV	550,0	33,3		135,0	
1931-I	550,0	33,3		105,0	
1931-II	550,0	33,3		105,0	
1931-III	550,0			105,0	
1931-IV	400,0			80,0	
1932-I	400,0			80,0	
1932-II	400,0			80,0	
1932-III				80,0	
1932-IV				60,0	
1933-I				60,0	
1933-II				50,0	
1933-III				50,0	
1933-IV				50,0	
1934-I				50,0	
1934-II				35,0	
1934-III				35,0	
1934-IV				35,0	
1935-I				36,5	
1935-II				39,0	
1935-III				40,0	
1935-IV				40,0	
1936-I				40,0	
1936-II				40,0	

Trimestre	Dícido	Oeste Sabero Veneras	Hullera Vasco Leonesa	Minera Setolazar	Minas Taverga
1923-I	160,0	88,9	74,5	180,0	100,0
1923-II	139,0	88,9	99,0	180,0	100,0
1923-III	138,9	88,9	76,0	180,0	100,0
1923-IV	136,0	88,9	76,0	180,0	100,0
1924-I	138,5	88,9	76,0	180,0	100,0
1924-II	134,7	86,7	73,0	180,0	100,0
1924-III	134,0	77,8	73,0	180,0	130,0
1924-IV	129,0	77,8	73,0	180,0	130,0
1925-I	128,3	77,8	73,0	180,0	125,0
1925-II	122,0	88,9	75,0	180,0	125,0
1925-III	124,7	88,9	77,5	180,0	125,0
1925-IV	128,3	88,9	70,5	180,0	125,0
1926-I	126,7	88,9	75,0	180,0	116,7
1926-II	127,5	88,9	75,0	180,0	90,0
1926-III	125,0	66,7	79,7	180,0	90,0
1926-IV	110,0	66,7	79,3	180,0	62,5
1927-I	113,5	66,7	88,3	180,0	40,0
1927-II	114,0	66,7	89,5	180,0	40,0
1927-III	115,0	66,7	90,0	180,0	40,0
1927-IV	115,0	66,7	95,0	180,0	47,5
1928-I	112,0	66,7	104,8	200,0	50,0
1928-II	139,0	66,7	110,0	288,7	55,0
1928-III	154,7	66,7	100,0	332,7	50,0
1928-IV	154,7	66,7	96,0	501,7	50,0
1929-I	203,7	66,7	96,3	560,0	47,5
1929-II	200,0	66,7	95,7	480,0	50,0
1929-III	200,0	66,7	104,7	436,7	50,0
1929-IV	200,0	66,9	107,7	386,0	50,0
1930-I	201,8	66,9	109,7	460,0	50,0
1930-II		66,7	114,7	350,0	
1930-III		66,7	131,0	328,7	
1930-IV		66,7	142,0	330,0	
1931-I		66,7	138,5	293,3	

Trimestre	*Dícido*	*Oeste Sabero Veneras*	*Hullera Vasco Leonesa*	*Minera Setolazar*	*Minas Taverga*
1931-II		66,7	140,0	240,0	
1931-III		66,7	120,0	195,0	
1931-IV		66,7	120,0	146,7	
1932-I		66,7	117,5	168,3	
1932-II		66,7	100,0	150,0	
1932-III		66,7	92,7	150,0	
1932-IV		66,7	84,0	150,0	
1933-I		66,7	84,0	130,0	
1933-II		66,7	84,0	119,3	
1933-III		55,6	84,0	110,0	
1933-IV		55,6	84,0	105,0	
1934-I		55,6	84,0	140,0	
1934-II		55,6	70,0	140,0	
1934-III		66,7	70,0	120,0	
1934-IV		66,7	70,0	120,0	
1935-I		66,7	70,0	118,3	
1935-II		59,3	70,0	126,7	
1935-III		59,3	70,0	107,0	
1935-IV		59,3	70,0	96,7	
1936-I		66,7	70,0	119,0	
1936-II		66,7	70,0	116,7	

2.4.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías mineras

Trimestre	Minera Villaodrid	Minera Cántabro Bilbaína	Minero Siderúrgica Ponferrada	Sierra Menera	Vasco Andaluza de Minas
1923-I					
1923-II					
1923-III					
1923-IV					
1924-I					
1924-II			100,0		
1924-III					
1924-IV					
1925-I			30,0		
1925-II			70,0		
1925-III					
1925-IV			32,0		
1926-I	3,0		200,0		
1926-II			226,7		
1926-III			254,5		
1926-IV			235,0		
1927-I	5,0		232,5		
1927-II					
1927-III			205,0	100,0	
1927-IV	3,0		210,0	97,5	
1928-I			200,0	110,0	
1928-II				120,7	
1928-III				126,7	
1928-IV				124,4	
1929-I			150,0	128,7	
1929-II				133,0	
1929-III				161,7	
1929-IV				152,7	
1930-I				151,7	
1930-II				136,3	100,0
1930-III				131,0	
1930-IV				122,7	
1931-I		250,0		114,3	

Trimestre	*Minera Villaodrid*	*Minera Cántabro Bilbaína*	*Minero Siderúrgica Ponferrada*	*Sierra Menera*	*Vasco Andaluza de Minas*
1931-II			180,0	98,8	
1931-III					
1931-IV			180,0	90,0	
1932-I				57,5	
1932-II		350,0		31,3	
1932-III				21,0	
1932-IV				22,0	
1933-I				16,0	
1933-II				10,0	
1933-III				10,0	
1933-IV		50,0		10,0	
1934-I				15,8	
1934-II			70,0	20,0	
1934-III				10,0	
1934-IV				5,0	
1935-I				11,7	
1935-II				12,2	
1935-III				15,0	
1935-IV				20,3	
1936-I				15,8	
1936-II				10,0	

2.5. *Sector naviero*

2.5.1. Índice del sector naviero según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Sota Aznar	Naviera Vascongada	Marítima Unión	Marítima Nervión
1923-I	100,0	130,8	265,7	96,7	34,3	187,3
1923-II	100,2	131,1	264,3	97,3	31,1	207,3
1923-III	91,9	120,2	240,0	81,3	29,8	207,3
1923-IV	92,1	120,4	240,7	80,7	30,9	207,3
1924-I	96,0	125,6	243,3	109,3	38,7	222,0
1924-II	98,0	128,2	245,3	112,0	40,0	242,0
1924-III	86,2	112,8	210,3	98,3	41,0	177,3
1924-IV	83,9	109,7	197,7	101,0	40,3	200,0
1925-I	73,7	96,3	164,7	101,7	33,0	200,7
1925-II	70,5	92,2	156,0	90,7	31,0	210,1
1925-III	76,7	100,3	151,3	88,0	29,7	227,0
1925-IV	65,0	85,0	140,0	84,0	28,0	217,3
1926-I	68,8	90,0	147,7	92,0	28,3	232,0
1926-II	68,7	89,8	151,3	96,7	26,7	238,7
1926-III	68,6	89,7	151,7	92,7	29,5	230,0
1926-IV	76,3	99,8	167,7	104,0	33,0	258,0
1927-I	80,2	104,9	177,3	111,3	33,5	247,3
1927-II	80,7	105,5	181,7	105,7	36,3	242,0
1927-III	81,1	106,0	184,0	108,1	35,0	230,7
1927-IV	85,0	111,1	193,3	117,0	37,5	221,3
1928-I	90,5	118,3	207,3	121,3	36,3	232,9
1928-II	97,4	127,4	218,3	123,3	37,0	259,3
1928-III	102,3	133,9	229,1	130,7	37,3	265,3
1928-IV	115,0	150,4	257,7	145,0	41,0	287,3
1929-I	117,5	153,7	256,0	149,3	39,2	302,7
1929-II	121,8	159,4	257,0	164,0	44,2	338,7
1929-III	123,3	161,2	254,0	160,0	47,2	334,7
1929-IV	117,6	153,8	231,7	164,0	46,5	314,7
1930-I	119,3	156,0	236,0	158,0	45,0	308,7
1930-II	114,4	149,6	219,7	154,7	48,0	300,0
1930-III	106,1	138,8	207,3	150,7	45,5	280,0
1930-IV	109,9	143,7	220,0	160,9	43,3	290,0
1931-I	103,0	134,8	202,0	138,0	39,5	266,7
1931-II	96,7	126,5	189,3	134,0	34,5	250,0
1931-III	92,6	121,1	178,0	128,7	33,0	250,0

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Sota Aznar*	*Naviera Vascongada*	*Marítima Unión*	*Marítima Nervión*
1931-IV	85,8	112,2	156,7	128,0	32,0	200,0
1932-I	82,3	107,6	145,0	118,0	30,0	201,3
1932-II	70,3	92,0	119,7	116,0	28,0	203,3
1932-III	64,0	83,7	104,7	94,0	25,0	197,0
1932-IV	57,1	74,7	86,0	89,0	25,0	197,0
1933-I	52,7	68,9	78,7	88,0	25,0	166,0
1933-II	50,4	65,9	73,7	80,0	23,0	190,0
1933-III	46,0	60,2	64,0	53,0	22,7	185,0
1933-IV	43,7	57,1	55,7	50,0	22,3	185,0
1934-I	43,0	56,3	60,5	48,7	24,8	170,0
1934-II	41,0	53,6	51,3	50,0	24,0	164,0
1934-III	40,0	52,3	48,0	51,3	24,8	166,0
1934-IV	36,8	48,2	46,0	60,7	25,1	166,0
1935-I	38,8	50,7	57,7	60,0	26,3	146,0
1935-II	42,6	55,7	70,7	55,3	29,3	160,7
1935-III	52,1	68,1	89,0	86,3	45,8	181,7
1935-IV	53,9	70,4	91,7	90,0	46,1	202,0
1936-I	46,5	60,9	77,3	80,0	41,0	160,0
1936-II	43,0	56,3	69,0	75,0	37,5	160,0

Trimestre	**Marítima Bilbao**	**Naviera Mundaca**	**Remolcadores Ibaizábal**	**Naviera Bachi**	**Cantábrica de Navegación**	**Navegación Vasco Asturiana**
1923-I	70,0	60,0	150,0	73,0	75,0	120,0
1923-II	78,3	60,0	150,0	73,0	75,0	120,0
1923-III		61,7	150,0	80,0	50,0	120,0
1923-IV	75,0	46,7	150,0	78,0	75,0	110,0
1924-I	80,7	50,0	150,0	75,0	75,0	110,0
1924-II	92,5	52,5	160,0	77,0	67,5	110,0
1924-III	85,0	52,5	180,0	77,0	46,7	110,0
1924-IV	68,7	50,0	180,0	78,0	50,0	110,0
1925-I	60,0	37,5	183,3	80,0	50,0	110,0
1925-II	60,0	31,7	185,0	79,0	50,0	110,0
1925-III	75,0	30,0	1.850,8	79,0	50,0	110,0
1925-IV	55,0	30,0	200,0	79,5	40,0	110,0
1926-I	58,8	40,0	200,0	78,0	40,0	110,0
1926-II	58,8	35,0	200,0	79,0	40,0	90,0
1926-III	55,0	35,0	223,3	79,0	40,0	106,7

Trimestre	*Marítima Bilbao*	*Naviera Mundaca*	*Remolcadores Ibaizábal*	*Naviera Bachi*	*Cantábrica de Navegación*	*Navegación Vasco Asturiana*
1926-IV	72,5	38,7	230,0	90,0	30,0	110,7
1927-I	81,7	39,0	230,0	95,0	30,0	110,0
1927-II	77,5	36,0	230,0	93,0	35,0	110,0
1927-III	75,0	35,0	230,0	93,0	35,7	110,0
1927-IV	76,7	38,7	230,0	98,0	40,0	112,0
1928-I	71,3	44,0	230,0	99,0	48,3	107,0
1928-II	78,3	54,0	230,0	100,0	70,0	150,0
1928-III	73,3	60,3	230,0	101,0	70,0	162,0
1928-IV	87,5	79,0	230,0	102,7	70,0	170,0
1929-I	81,5	96,3	230,0	104,0	71,7	164,0
1929-II	100,0	96,2	230,0	112,0	100,0	162,0
1929-III	90,7	101,2	230,0	112,0	96,7	165,0
1929-IV	88,7	100,0	230,0	110,0	93,3	170,0
1930-I	87,8	108,3	230,0	120,0	108,3	170,0
1930-II	87,3	101,7	230,0	120,0	105,0	170,0
1930-III	86,0	95,8	232,0	73,0	101,7	173,0
1930-IV	85,0	99,5	232,0	73,0	95,0	176,0
1931-I	75,0	90,3	232,0	104,0	97,5	176,0
1931-II	70,0	80,0	232,0	100,0	95,0	176,0
1931-III	65,0	75,0	232,0	96,0	90,0	176,0
1931-IV	65,0	75,0	232,0	96,0	90,0	176,0
1932-I	65,0	75,0	232,0	96,0	75,0	176,0
1932-II	43,8	35,0	232,0	96,0	75,0	176,0
1932-III	35,0	35,0	232,0	96,0	82,5	160,0
1932-IV	25,0	17,5	232,0	96,0	84,0	160,0
1933-I	25,0	17,5	232,0	96,0	81,0	160,0
1933-II	25,0	17,5	232,0	90,0	80,0	160,0
1933-III	25,0	17,5	232,0	90,0	80,0	160,0
1933-IV	25,0	15,0	232,0	90,0	80,0	160,0
1934-I	25,0	20,0	190,0	88,0	80,0	160,0
1934-II	25,0	20,0	190,0	88,0	82,0	160,0
1934-III	25,0	20,0	190,0	88,0	82,0	160,0
1934-IV	25,0	20,0	190,0	50,0	82,0	96,0
1935-I	20,0	20,0	190,0	51,7	80,0	96,0
1935-II	20,0	20,0	180,0	55,0	83,7	96,0
1935-III	37,5	25,5	180,0	65,0	83,7	96,0
1935-IV	50,0	20,8	190,0	79,0	133,8	96,0
1936-I	38,3	19,5	190,0	79,0	110,0	96,0
1936-II	40,0	19,5	190,0	53,3	110,0	96,0

Trimestre	Marítima Vizcaya	Naviera Amaya	Marítima Euzkera	Naviera Guipuzcoana	Auxiliar Marítima	Vasco Cantábrica de Navegación
1923-I		46,0		55,0		40,0
1923-II		46,0		55,0		40,0
1923-III		46,0		55,0		40,0
1923-IV		46,0		55,0		40,0
1924-I		46,0		55,0		40,0
1924-II		46,0		55,0		40,0
1924-III		46,0		44,2		40,0
1924-IV		46,0		40,0		50,0
1925-I		46,0		38,0		50,0
1925-II		46,0		38,3		50,0
1925-III		46,0		35,0		50,0
1925-IV		46,0		35,0		32,5
1926-I	17,5	40,0	27,0	38,3	25,5	35,0
1926-II	18,0	40,0	33,7	36,0	25,5	25,0
1926-III	20,0	40,0	35,0	35,5	1,0	27,5
1926-IV	27,5	50,0	42,3	42,7	1,0	26,7
1927-I	34,5	52,0	51,0	45,0	1,0	37,7
1927-II	25,0	52,0	50,7	49,2	1,0	37,7
1927-III	27,5	52,2	51,7	57,2	1,0	40,0
1927-IV	25,0	53,5	56,3	57,7	1,0	47,7
1928-I	25,0	56,0	61,0	75,0	1,0	62,5
1928-II	27,5	62,7	73,3	75,0	1,0	53,3
1928-III	32,5	78,0	78,3	66,7	1,0	60,0
1928-IV	37,5	98,0	80,0	85,0	1,0	70,0
1929-I	51,7	98,0	81,0	90,7	1,0	83,3
1929-II	60,0	104,0	76,0	95,0	1,0	98,5
1929-III	61,7	126,0	78,7	111,7	1,0	106,7
1929-IV	56,2	114,7	84,7	117,5	8,0	103,3
1930-I	53,3	114,0	85,0	124,2	8,0	102,5
1930-II	49,2	111,0	80,0	131,0	1,0	105,0
1930-III	35,0	100,3	80,0	112,0	1,0	80,0
1930-IV	36,0	109,3	77,0	113,3	1,0	73,3
1931-I	36,3	105,3	78,3	102,5	7,5	70,0

Trimestre	*Marítima Vizcaya*	*Naviera Amaya*	*Marítima Euzkera*	*Naviera Guipuzcoana*	*Auxiliar Marítima*	*Vasco Cantábrica de Navegación*
1931-II	30,0	109,0	75,0	85,0	1,0	70,0
1931-III	30,0	104,0	75,0	80,0	1,0	70,0
1931-IV	30,0	104,0	75,0	80,0	1,0	70,0
1932-I	35,0	104,0	75,0	77,5	1,0	70,0
1932-II	35,0	96,0	75,0	30,0	1,0	70,0
1932-III	35,0	80,0	75,0	30,0	1,0	70,0
1932-IV	35,0	62,0	75,0	36,7	1,0	70,0
1933-I	35,0	62,0	50,0	30,0	1,0	70,0
1933-II	35,0	48,0	43,3	20,0	1,0	70,0
1933-III	35,0	44,0	35,0	20,0	1,0	70,0
1933-IV	35,0	44,0	35,0	20,0	1,0	70,0
1934-I	10,0	48,0	30,0	21,7	1,0	40,0
1934-II	10,0	55,0	30,0	22,5	1,0	40,0
1934-III	18,8	48,0	25,0	23,3	1,0	40,0
1934-IV	17,8	48,0	25,0	30,8	1,0	40,0
1935-I	17,8	48,0	25,0	25,0	1,0	40,0
1935-II	12,5	52,0	25,0	25,0	1,0	40,0
1935-III	13,3	66,5	15,7	45,0	1,0	25,0
1935-IV	22,2	85,3	14,8	43,3	1,0	1,0
1936-I	9,7	75,0	9,0	38,0	1,0	1,0
1936-II	10,0	75,0	7,0	40,0	1,0	1,0

2.5.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías navieras

Trimestre	Naviera Iturri	Marítima Bermeo	Naviera Vasco Valenciana	Naviera Fierros	Elanchove
1923-I			300,0		
1923-II				200,0	
1923-III				200,0	
1923-IV				200,0	
1924-I					
1924-II	15,0	5,0			
1924-III	15,0	4,0		195,0	
1924-IV	13,7	3,0		185,0	
1925-I					
1925-II		3,0			
1925-III	13,0			150,0	
1925-IV	13,0			150,0	
1926-I					
1926-II	5,7				
1926-III					
1926-IV	5,7				
1927-I	7,3				
1927-II	7,5				
1927-III					
1927-IV					
1928-I					
1928-II					
1928-III					100,0
1928-IV					120,0
1929-I					125,0
1929-II					125,0
1929-III					143,3
1929-IV					180,0
1930-I					165,0
1930-II					165,0
1930-III					150,0
1930-IV					145,8

Trimestre	*Naviera Iturri*	*Marítima Bermeo*	*Naviera Vasco Valenciana*	*Naviera Fierros*	*Elanchove*
1931-I					
1931-II					137,5
1931-III					137,5
1931-IV					120,0
1932-I					125,0
1932-II			20,0		105,0
1932-III					
1932-IV					96,7
1933-I					75,0
1933-II					75,0
1933-III					
1933-IV					72,5
1934-I					72,5
1934-II					72,5
1934-III					72,5
1934-IV					
1935-I					70,0
1935-II					70,0
1935-III					77,5
1935-IV					100,0
1936-I					100,0
1936-II					100,0

2.6. *Sector de seguros*

2.6.1. Índice del sector de los seguros según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Compañía de Seguros Aurora	Seguros Garantía
1923-I	100,0	180,7	180,7	
1923-II	100,4	181,3	181,3	
1923-III	102,0	184,3	184,3	
1923-IV	101,8	184,0	184,0	
1924-I	102,3	184,9	184,9	
1924-II	100,7	182,0	182,0	
1924-III	100,7	182,0	182,0	
1924-IV	97,8	176,7	176,7	
1925-I	95,9	173,3	173,3	
1925-II	94,5	170,8	170,8	
1925-III	93,2	168,3	168,3	
1925-IV	100,5	181,7	181,7	
1926-I	107,0	193,3	193,3	
1926-II	108,8	196,7	196,7	
1926-III	111,0	200,7	200,7	
1926-IV	112,5	203,3	203,3	
1927-I	112,5	203,3	203,3	
1927-II	141,4	255,6	255,6	100,0
1927-III	150,3	271,5	274,4	100,0
1927-IV	150,5	271,9	275,6	98,6
1928-I	155,3	280,7	286,7	97,1
1928-II	161,6	291,9	300,0	97,1
1928-III	165,2	298,5	307,8	97,1
1928-IV	166,2	300,4	310,0	97,1
1929-I	165,7	299,4	308,9	97,1
1929-II	180,2	325,7	340,0	97,1
1929-III	180,2	325,7	340,0	97,1
1929-IV	174,5	315,4	327,8	97,1
1930-I	173,5	313,5	325,6	97,1
1930-II	170,9	308,9	320,1	97,1

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Compañía de Seguros Aurora*	*Seguros Garantía*
1930-III	173,2	313,0	325,0	97,1
1930-IV	177,1	320,0	333,3	97,1
1931-I	181,3	327,5	342,2	97,1
1931-II	177,1	320,0	333,3	97,1
1931-III	152,2	275,0	280,0	97,1
1931-IV	146,0	263,8	266,7	97,1
1932-I	152,2	275,0	280,0	97,1
1932-II	151,2	273,2	277,8	97,1
1932-III	146,0	263,8	266,7	97,1
1932-IV	144,4	261,0	263,3	97,1
1933-I	142,9	258,2	260,0	97,1
1933-II	146,8	265,2	268,3	97,1
1933-III	144,3	260,7	261,7	100,0
1933-IV	152,3	275,1	271,7	115,0
1934-I	156,2	282,2	280,0	115,0
1934-II	149,9	270,9	266,7	115,0
1934-III	145,8	263,5	265,0	100,0
1934-IV	147,2	266,0	267,9	100,0
1935-I	152,3	275,2	278,9	100,0
1935-II	155,6	281,1	285,8	100,0
1935-III	162,2	293,1	300,0	100,0
1935-IV	160,1	289,3	295,6	100,0
1936-I	151,3	273,4	276,7	100,0
1936-II	162,2	293,1	300,0	100,0

2.6.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías de seguros

Trimestre	La Previsora Naval	Compañía de Seguros «Bilbao»	Compañía de Seguros La Polar
1925-II			
1925-III			123,0
1925-IV			123,0
1926-I			
1926-II			
1926-III			
1926-IV		130	
1927-I			112,5
1927-II			
1927-III			
1927-IV			112,5
1928-I			112,5
1928-II			
1928-III			
1928-IV			112,5
1929-I	525	150	112,5
1929-II			112,5
1929-III			112,5
1929-IV			115,5
1930-I			125,5
1930-II			125,5
1930-III			125,5
1930-IV			125,5
1931-I			127,8
1931-II			132,5
1931-III			132,5
1931-IV			132,5
1932-I		205	134,2
1932-II			148,3
1932-III			147,5
1932-IV			167,5
1933-I			
1933-II			
1933-III			
1933-IV			
1934-I			
1934-II			
1934-III		265	
1934-IV			
1935-I			
1935-II			
1935-III			
1935-IV		125	
1936-I		200	
1936-II			

2.7. *Sector siderúrgico*

2.7.1. Índice del sector siderúrgico según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Altos Hornos de Vizcaya	Sociedad Aurrerá
1923-I	100,0	92,7	101,6	130,0
1923-II	104,4	96,8	104,3	135,0
1923-III	101,7	94,3	100,5	135,0
1923-IV	106,9	99,1	112,5	135,0
1924-I	110,5	102,5	125,3	135,0
1924-II	116,6	108,1	128,5	134,0
1924-III	125,3	116,2	130,6	141,0
1924-IV	121,8	112,9	130,0	145,0
1925-I	123,1	114,1	133,5	145,0
1925-II	122,1	113,2	133,3	145,0
1925-III	122,0	113,1	131,7	145,0
1925-IV	111,3	103,2	120,2	146,8
1926-I	114,8	106,4	131,0	150,0
1926-II	110,4	102,3	122,0	150,0
1926-III	116,7	108,2	124,1	157,0
1926-IV	127,9	118,6	137,3	157,0
1927-I	139,4	129,2	146,3	157,0
1927-II	138,1	128,0	142,5	157,0
1927-III	150,9	139,8	159,2	157,0
1927-IV	149,5	138,5	157,0	160,0
1928-I	163,5	151,5	178,7	165,0
1928-II	175,4	162,6	184,0	261,0
1928-III	174,0	161,3	180,5	261,0
1928-IV	169,7	157,3	174,0	262,5
1929-I	178,5	165,5	187,5	270,0
1929-II	179,7	166,6	185,8	260,0
1929-III	180,1	166,9	186,3	260,0
1929-IV	171,3	158,8	177,0	260,0
1930-I	170,6	158,1	178,8	260,0
1930-II	166,8	154,6	178,0	260,0
1930-III	167,3	155,1	182,5	260,0
1930-IV	161,9	150,1	173,3	260,0
1931-I	124,1	115,1	119,3	260,0
1931-II	100,3	93,0	94,3	260,0

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Altos Hornos de Vizcaya*	*Sociedad Aurrerá*
1931-III	88,8	82,3	82,8	260,0
1931-IV	84,3	78,1	83,3	260,0
1932-I	79,0	73,2	78,8	158,0
1932-II	77,6	71,9	79,8	160,0
1932-III	70,6	65,4	76,0	160,0
1932-IV	65,1	60,3	70,5	161,1
1933-I	62,6	58,0	72,7	130,0
1933-II	61,8	57,3	74,5	127,5
1933-III	65,9	61,1	77,1	135,0
1933-IV	69,2	64,2	80,4	135,0
1934-I	63,0	58,4	72,0	135,0
1934-II	53,6	49,7	58,2	135,0
1934-III	57,5	53,3	62,7	135,0
1934-IV	66,9	62,0	73,0	135,0
1935-I	79,1	73,4	87,2	135,0
1935-II	80,8	74,9	86,0	135,0
1935-III	81,9	75,9	83,3	132,5
1935-IV	72,3	67,0	70,7	132,5
1936-I	63,5	58,9	62,5	132,5
1936-II	60,2	55,8	59,0	132,5

Trimestre	**Compañía Anónima Basconia**	**Babcock Wilcox**	**Echevarría**	**Siderúrgica del Mediterráneo**	**Euzkalduna**
1923-I	142,0	58,5	60,0	73,7	152,7
1923-II	160,0	58,5	60,0	80,0	152,5
1923-III	160,0	58,5	60,0	78,0	153,0
1923-IV	160,5	58,5	60,0	74,5	140,0
1924-I	164,0	44,0	60,0	66,0	140,0
1924-II	186,0	53,0	97,0	68,3	140,0
1924-III	199,5	50,5	100,0	92,0	140,0
1924-IV	191,0	52,0	100,0	82,0	140,0
1925-I	200,0	52,0	100,0	78,3	137,0
1925-II	217,5	50,0	100,0	72,5	138,0
1925-III	225,0	50,0	100,0	74,0	138,0
1925-IV	212,5	39,3	90,0	66,5	136,7
1926-I	204,0	41,7	90,0	60,3	122,0
1926-II	197,0	43,2	90,0	63,0	123,5
1926-III	193,5	57,3	90,0	77,0	123,0

Trimestre	*Compañía Anónima Basconia*	*Babcock Wilcox*	*Echevarría*	*Siderúrgica del Mediterráneo*	*Euzkalduna*
1926-IV	192,2	60,0	90,0	90,1	118,0
1927-I	196,0	68,3	90,0	99,7	196,0
1927-II	197,3	74,0	90,0	100,3	197,3
1927-III	203,0	83,7	90,0	107,7	203,0
1927-IV	205,0	89,5	90,0	104,5	205,0
1928-I	209,0	90,0	91,0	116,5	152,0
1928-II	242,5	119,8	99,5	125,3	172,5
1928-III	248,0	120,0	96,8	126,5	173,3
1928-IV	245,0	120,7	96,8	124,7	171,0
1929-I	239,0	129,7	96,8	128,0	164,0
1929-II	256,5	146,7	96,0	127,1	167,0
1929-III	240,0	153,8	90,3	131,4	149,7
1929-IV	243,3	148,7	91,0	122,8	124,7
1930-I	235,0	138,7	90,0	121,0	129,0
1930-II	229,0	135,5	85,0	112,3	129,5
1930-III	232,3	122,3	85,0	109,5	125,0
1930-IV	248,0	126,7	85,0	103,9	127,5
1931-I	248,0	115,0	85,0	81,7	121,5
1931-II	158,3	100,0	85,0	69,5	115,0
1931-III	130,0	85,0	85,0	61,8	115,0
1931-IV	138,0	85,0	85,0	45,0	105,0
1932-I	152,0	75,0	85,0	39,5	100,0
1932-II	145,0	75,0	85,0	34,0	100,0
1932-III	140,3	75,0	35,5	25,7	100,0
1932-IV	134,3	71,5	36,0	19,3	100,0
1933-I	131,7	62,0	45,0	17,0	40,5
1933-II	131,3	57,5	45,0	12,2	40,5
1933-III	142,0	64,7	44,0	17,2	40,0
1933-IV	150,0	73,5	44,0	18,0	41,0
1934-I	146,5	69,7	44,0	14,5	42,0
1934-II	141,0	68,0	44,0	10,0	42,0
1934-III	141,0	69,0	41,3	15,0	42,0
1934-IV	151,3	88,3	43,5	19,5	41,7
1935-I	167,0	102,3	47,5	26,3	44,0
1935-II	185,0	113,2	50,2	26,8	46,5
1935-III	211,3	119,7	56,5	28,0	48,0
1935-IV	187,5	112,0	67,0	24,3	48,0
1936-I	176,0	97,7	68,0	16,3	46,5
1936-II	176,0	89,0	68,0	14,0	46,5

2.7.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás compañías siderúrgicas

Trimestre	Tubos Forjados	Alambres del Cadagua	Construcc. Metálicas	Talleres de Miravalles
1923-I				
1923-II		175,0		
1923-III		175,0		
1923-IV		180,0		
1924-I		190,0		
1924-II		170,0		
1924-III		185,0		
1924-IV		192,5		
1925-I		212,5		
1925-II	375	185,0		
1925-III	375	300,0		
1925-IV		350,0		
1926-I	383	437,5		
1926-II		500,0		
1926-III		500,0		
1926-IV		500,0		
1927-I	800	500,0		
1927-II		500,0		
1927-III		500,0		
1927-IV		500,0		
1928-I	850	500,0		
1928-II		500,0		
1928-III		500,0		
1928-IV		500,0		
1929-I	865	500,0		
1929-II		500,0		500,0
1929-III		500,0		420,0
1929-IV		500,0		
1930-I		500,0		
1930-II				
1930-III				
1930-IV		500,0		
1931-I		500,0		
1931-II		450,0		
1931-III	700	300,0		
1931-IV		300,0		
1932-I				

Trimestre	*Tubos Forjados*	*Alambres del Cadagua*	*Construcc. Metálicas*	*Talleres de Miravalles*
1932-II				
1932-III				
1932-IV		300,0		
1933-I				
1933-II				50,0
1933-III				
1933-IV				
1934-I		500,0		
1934-II		500,0		
1934-III		500,0		237,5
1934-IV				
1935-I				
1935-II				
1935-III				
1935-IV	1.500	500,0	50	
1936-I		500,0		
1936-II				

Trimestre	**Unión Cerrajera**	**Sociedad Española de Construcción Naval**	**Nueva Montaña**	**Duro Felguera**
1923-I				54,8
1923-II				54,2
1923-III				51,4
1923-IV				48,0
1924-I			350	54,8
1924-II				54,1
1924-III				56,0
1924-IV	1.150			52,0
1925-I	1.150			51,5
1925-II				51,5
1925-III				40,5
1925-IV				39,8
1926-I		60,0		44,5
1926-II		62,0		48,4
1926-III		80,0		50,5
1926-IV		82,0		58,8
1927-I		77,7		63,8
1927-II		80,8		62,8

Trimestre	*Unión Cerrajera*	*Sociedad Española de Construcción Naval*	*Nueva Montaña*	*Duro Felguera*
1927-III		97,7		60,8
1927-IV		100,0		61,3
1928-I	1.300	117,3		71,3
1928-II	1.300	132,5	525	75,2
1928-III		130,8		72,5
1928-IV	1.050	125,0		76,9
1929-I		122,7		83,3
1929-II	1.125	129,7		87,3
1929-III		125,5		94,8
1929-IV		120,5		96,1
1930-I	1.018	113,5		96,1
1930-II	1.055	112,5		96,0
1930-III	1.050	113,0		99,2
1930-IV	1.065	115,3		100,6
1931-I	1.062	106,0		96,5
1931-II		108,0		81,7
1931-III		90,0		69,5
1931-IV	800			61,8
1932-I	800	80,0		62,5
1932-II	800	65,0		62,0
1932-III	925	42,5		51,5
1932-IV		36,3		
1933-I		42,5		
1933-II		42,5		
1933-III	660	38,5		
1933-IV				
1934-I				
1934-II				42,4
1934-III				
1934-IV				
1935-I	455	20,0		35,0
1935-II	448	23,8		39,8
1935-III		21,8		40,8
1935-IV	496	17,0		36,8
1936-I	498	15,0		
1936-II	400			27,0

2.8. *Sector «industrias varias»*

2.8.1. Índice del sector «industgrias varias» según medias trimestrales, media ponderada del valor de las acciones y cotizaciones de las compañías que forman parte del índice

Trimestre	Índice	Media ponderada	Bodegas Bilbaínas	Española de Pinturas Internacional	Obras y Construcc. Ormaeche	Nuevo Teatro Bilbao
1923-I	100,0	137,2	142,0	100,3		
1923-II	100,0	137,2	142,0	100,3		
1923-III	99,4	136,3	141,0	100,3		
1923-IV	99,4	136,4	141,0	101,0		
1924-I	100,6	138,1	143,0	100,0		
1924-II	98,7	135,4	140,0	100,0		
1924-III	102,9	141,2	146,5	100,0		90,0
1924-IV	104,2	143,0	146,0	120,0	180,0	88,7
1925-I	103,6	142,1	146,7	96,5	180,0	92,0
1925-II	104,1	142,8	143,5	100,0	180,0	94,0
1925-III	99,0	135,9	144,0	100,0	148,0	94,0
1925-IV	99,0	135,9	144,0	100,0	148,0	94,0
1926-I	98,8	135,5	147,0	101,0	148,0	94,0
1926-II	95,9	131,6	145,3	102,1	120,0	92,0
1926-III	94,0	128,9	139,7	104,5	120,0	92,0
1926-IV	94,5	129,6	137,7	104,5	160,0	92,0
1927-I	95,4	130,9	149,7	105,0	130,0	92,0
1927-II	94,3	129,3	153,7	105,0	80,0	92,0
1927-III	91,9	126,1	148,7	104,3	80,0	91,0
1927-IV	92,5	127,0	159,0	104,5	80,0	90,0
1928-I	93,6	128,4	162,0	103,5	80,0	90,0
1928-II	99,5	136,5	185,0	104,2	220,0	90,0
1928-III	97,7	134,0	185,0	105,0	220,0	90,0
1928-IV	97,0	133,0	174,0	104,0	220,0	90,0
1929-I	96,1	131,9	179,0	110,0	220,0	92,0
1929-II	95,5	131,0	181,0	109,7	220,0	92,0
1929-III	94,6	129,7	181,0	110,0	220,0	92,0
1929-IV	99,6	136,6	181,0	110,0	220,0	96,0
1930-I	101,9	139,9	181,0	110,0	220,0	102,0
1930-II	102,4	140,5	185,0	110,2	220,0	108,0
1930-III	103,6	142,1	190,0	110,4	220,0	112,0
1930-IV	107,0	146,8	194,5	110,4	220,0	120,0
1931-I	106,7	146,3	194,5	108,0	220,0	130,0
1931-II	102,9	141,1	194,5	109,0	220,0	130,0

Trimestre	*Índice*	*Media ponderada*	*Bodegas Bilbaínas*	*Española de Pinturas Internacional*	*Obras y Construcc. Ormaeche*	*Nuevo Teatro Bilbao*
1931-III	98,9	135,6	194,5	103,9	220,0	130,0
1931-IV	91,5	125,5	194,5	100,0	220,0	130,0
1932-I	88,5	121,4	165,0	101,0	220,0	130,0
1932-II	88,2	121,0	161,0	101,0	206,7	130,0
1932-III	88,0	120,8	158,0	101,6	220,0	132,0
1932-IV	86,0	117,9	148,0	101,0	220,0	138,0
1933-I	81,2	111,4	143,3	101,0	220,0	156,0
1933-II	81,2	111,5	143,3	101,0	220,0	156,0
1933-III	80,0	109,8	150,0	101,0	220,0	166,7
1933-IV	81,6	112,0	156,7	101,0	220,0	178,5
1934-I	80,3	110,2	156,7	101,0	220,0	178,5
1934-II	79,6	109,2	156,7	101,0	220,0	178,0
1934-III	82,1	112,7	160,0	101,0	220,0	178,0
1934-IV	82,2	112,7	160,0	101,0	220,0	178,0
1935-I	80,6	110,6	150,0	100,9	220,0	178,0
1935-II	84,7	116,3	149,0	100,9	220,0	178,0
1935-III	84,3	115,6	142,0	101,0	220,0	178,0
1935-IV	83,3	114,3	140,0	101,0	220,0	178,0
1936-I	83,6	114,7	140,0	101,0	220,0	178,0
1936-II	80,4	110,3	103,0	132,0	220,0	178,0

Trimestre	**Fosfatos Logrosán**	**Deportes y Espectáculos**	**Azucarera Leopoldo**	**Espasa Calpe**	**Sociedad General de Productos Cerámicos**
1923-I					
1923-II					
1923-III					
1923-IV					
1924-I					
1924-II					
1924-III					
1924-IV	95,0				
1925-I	95,0				
1925-II	100,0				
1925-III	90,0				
1925-IV	90,0				
1926-I	85,0				
1926-II	85,0				
1926-III	85,0	100,0	130,0		

Trimestre	*Fosfatos Logrosán*	*Deportes y Espectáculos*	*Azucarera Leopoldo*	*Espasa Calpe*	*Sociedad General de Productos Cerámicos*
1926-IV	80,0	100,0	130,0		
1927-I	80,0	100,0	130,0		
1927-II	80,0	100,0	130,0		
1927-III	80,0	100,0	124,0	100,0	128,5
1927-IV	80,0	100,0	127,0	96,3	130,7
1928-I	80,0	90,0	160,0	86,5	131,5
1928-II	80,0	90,0	161,7	86,5	135,0
1928-III	80,0	100,0	153,5	80,0	135,0
1928-IV	80,0	100,0	154,1	81,0	135,5
1929-I	55,0	100,0	158,7	82,0	130,0
1929-II	37,7	100,0	160,0	82,0	133,5
1929-III	30,0	99,3	156,5	82,0	136,5
1929-IV	30,0	99,3	153,0	101,0	138,5
1930-I	30,0	100,0	153,0	110,0	134,5
1930-II	30,0	100,0	151,0	110,7	135,0
1930-III	30,0	100,0	151,0	112,5	136,0
1930-IV	30,0	100,0	162,5	116,7	137,5
1931-I	30,0	100,0	158,5	117,0	137,0
1931-II	25,0	100,0	144,0	112,5	135,0
1931-III	25,0	95,0	140,0	102,0	136,0
1931-IV	25,0	95,0	138,5	76,0	137,5
1932-I	25,0	95,0	138,5	76,0	137,0
1932-II	25,0	100,0	138,5	76,0	135,0
1932-III	25,0	100,0	138,5	76,0	132,0
1932-IV	25,0	100,0	138,5	76,0	117,3
1933-I	25,0	100,0	105,0	76,0	117,3
1933-II	25,0	100,0	108,0	78,7	103,5
1933-III	25,0	90,0	110,0	78,7	87,7
1933-IV	25,0	90,0	128,7	75,0	76,7
1934-I	25,0	90,0	130,5	70,0	75,0
1934-II	25,0	90,0	129,0	68,0	75,0
1934-III	25,0	90,0	129,0	70,0	96,3
1934-IV	25,0	90,0	142,0	65,0	91,7
1935-I	25,0	90,0	142,0	65,0	84,5
1935-II	25,0	90,0	168,2	67,0	85,0
1935-III	17,7	90,0	168,8	69,7	84,5
1935-IV	13,0	90,0	170,0	68,5	82,0
1936-I	13,0	90,0	170,0	68,5	85,0
1936-II	13,0	90,0	170,0	68,5	87,0

2.8.2. Cotizaciones trimestrales medias de las demás «industrias varias»

2.8.2.1. Monopolios y grandes compañías nacionales

Trimestre	Unión Española de Explosivos	Sociedad Gral. Azucarera	Unión Resinera Española	La Papelera Española	Compañía Telefónica Nacional	CAMPSA
1923-I			268,3	91,7		
1923-II			279,0	93,0		
1923-III			270,0	82,3		
1923-IV			264,3	84,0		
1924-I	356,3		263,0	76,3		
1924-II	365,7	35,5	284,7	71,0		
1924-III	365,7		275,3	77,2		
1924-IV	368,3		262,0	78,0		
1925-I	376,0		202,7	75,3		
1925-II	393,3		187,5	84,0		
1925-III	422,7		168,7	93,0		
1925-IV	411,3		156,3	97,0		
1926-I	482,7		165,3	108,7		
1926-II	480,3		166,3	103,6		
1926-III	373,7		163,3	103,0		
1926-IV	359,3		158,0	108,3		
1927-I	394,0		150,5	113,3		
1927-II	420,7		126,3	113,2		
1927-III	508,0		106,5	110,0	98,8	
1927-IV	609,7		67,8	124,0	99,9	
1928-I	830,7		74,3	144,5	99,5	
1928-II	1.220,0		99,7	182,0	100,4	148,0
1928-III	1.365,0		110,7	195,7	99,6	154,3
1928-IV	1.233,3		91,7	190,8	101,0	145,2
1929-I	1.229,3		61,8	188,8	102,8	144,9
1929-II	1.290,0		53,7	197,5	104,1	141,5
1929-III	1.248,3		50,7	207,0	106,5	143,3
1929-IV	1.090,0	67,0	42,7	207,7	105,4	138,5
1930-I	1.166,7		38,7	200,8	106,3	132,5
1930-II	1.058,0		39,2	194,8	107,6	130,8

Trimestre	*Unión Española de Explosivos*	*Sociedad Gral. Azucarera*	*Unión Resinera Española*	*La Papelera Española*	*Compañía Telefónica Nacional*	*CAMPSA*
1930-III	1.026,7		39,7	201,7	107,6	124,7
1930-IV	939,2		38,0	193,0	107,9	123,0
1931-I	784,7	71,5	29,2	181,6	108,4	121,2
1931-II	663,3		31,0	164,8	102,3	113,3
1931-III	573,3		28,0	136,3	101,1	106,5
1931-IV	493,3		18,7	138,0	98,6	99,0
1932-I	676,2		21,0	151,5	2.100,2	99,0
1932-II	663,8		21,7	146,0	101,8	104,5
1932-III	641,0		16,7	147,3	102,0	105,8
1932-IV	636,8		13,7	146,0	100,3	103,8
1933-I	654,8		12,3	142,8	103,0	104,0
1933-II	638,7		10,5	138,8	105,8	111,7
1933-III	612,5		10,0	141,3	107,0	116,0
1933-IV	678,5		9,5	160,4	107,8	118,4
1934-I	640,1		8,3	161,5	107,8	120,8
1934-II	643,8	40,5	8,1	159,7	106,7	125,8
1934-III	505,7		7,0	160,7	105,4	122,8
1934-IV	530,0		11,0	165,3	106,9	121,0
1935-I	513,2		7,0	166,3	109,1	126,7
1935-II	630,0		9,0	179,8	112,1	139,4
1935-III	637,5		8,5	199,2	144,4	146,0
1935-IV	611,7		15,0	191,5	105,1	151,7
1936-I	540,3	33,5	18,7	176,3		142,3
1936-II	408,3		19,7	174,3		141,5

2.8.2.2. Diversas compañías

Trimestre	Inmobiliaria Iralabarri	Puente Vizcaya	Comercial Oriente	Compañía de Alcoholes	León Industrial	Abastecimiento de Aguas de Ceuta
1923-I						
1923-II				813,3		
1923-III			200	915,0		
1923-IV		400	200	870,0		530
1924-I		410		850,0	350	
1924-II		415		873,3	425	
1924-III		415	200			
1924-IV			200	818,3		
1925-I	575		200	830,0		
1925-II			200	860,0		
1925-III				848,3		
1925-IV				851,7		
1926-I			150	893,3		
1926-II			150	890,0	500	605
1926-III			150	775,0		610
1926-IV				688,3		620
1927-I			100	791,7		
1927-II			100	838,3		650
1927-III				820,0	500	
1927-IV			100	941,7		
1928-I				1.056,7		
1928-II	470			1.266,7		650
1928-III	430			1.382,5		825
1928-IV				1.513,3		825
1929-I				1.550,0		1000
1929-II	430					1000
1929-III						1050
1929-IV						1400
1930-I						1325
1930-II						1360
1930-III						
1930-IV						1417,5
1931-I						
1931-II						
1931-III						
1931-IV						
1932-I						1000

Trimestre	Instaladora General	San Carlos Vasco Andaluza Abonos y Minerales	Sanatorio Fuenfría	Jabonera Tapia	Balnearios de Sobrón, Soportilla y Fuentes	Compañía Vinícola Norte de España
1923-I						
1923-II						
1923-III						
1923-IV		580,0				
1924-I	250,0	615,0	1.030,0			
1924-II	250,0	665,0	1.000,0			
1924-III	250,0	605,0	976,7	850		
1924-IV	250,0	613,3	930,0	850		800
1925-I	250,0	668,3	990,0			
1925-II	250,0	697,0			250	
1925-III	250,0	670,0			250	
1925-IV	250,0				250	
1926-I	250,0		1.100,0			787
1926-II	250,0					775
1926-III	250,0				250	750
1926-IV	250,0				250	
1927-I	250,0					
1927-II	237,5					
1927-III	250,0					
1927-IV	250,0					
1928-I		148,0				
1928-II	250,0					
1928-III	250,0					900
1928-IV	250,0					
1929-I	225,0					
1929-II	216,7					
1929-III	250,0					
1929-IV	250,0					725
1930-I	250,0					600
1930-II	250,0				50	
1930-III	250,0	148,0				

Trimestre	*Instaladora General*	*San Carlos Vasco Andaluza Abonos y Minerales*	*Sanatorio Fuenfría*	*Jabonera Tapia*	*Balnearios de Sobrón, Soportilla y Fuentes*	*Compañía Vinícola Norte de España*
1930-IV	250,0	148,0				
1931-I	250,0				50	
1931-II	250,0					
1931-III	250,0	158,0				
1931-IV	250,0	154,3				
1932-I	250,0					
1932-II	400,0					
1932-III	400,0	148,0				
1932-IV	350,0	147,0				
1933-I	250,0					
1933-II	250,0					
1933-III	250,0	148,0				650
1933-IV	250,0	148,0				640
1934-I	250,0					
1934-II	250,0	148,0				
1934-III	250,0	148,7				
1934-IV	250,0	148,7				
1935-I	250,0					
1935-II	250,0	148,0				
1935-III	250,0	148,0				
1935-IV	250,0	148,0				
1936-I	250,0	148,0			50	
1936-II	250,0	151,8				

	Bodegas Franco Españolas	Compañía General Aceite y Oliva	Grandes Molinos Vascos	Resinera Bilbaína	Industria Química de Zaragoza	Vidrieras Cantá-bricas Reunidas
1924-II						
1924-III		218				
1924-IV		220				
1925-I		220				
1925-II		220	375			
1925-III	700	220	375			
1925-IV		213				
1926-I		200				
1926-II		200				
1926-III		200				
1926-IV		200				
1927-I	720	137				
1927-II		75		149		
1927-III					50	
1927-IV		75				
1928-I						
1928-II						
1928-III						500
1928-IV						
1929-I						
1929-II						
1929-III						
1929-IV						
1930-I						
1930-II						
1930-III						
1930-IV						
1931-I						
1931-II	880					

	Muñuzuri	Cinema Buenos Aires	La Concordia	Harino Panadera	Propiedades Urbanas	Ajuria	Pesquera Vizcaína
1926-III							
1926-IV			26,7				
1927-I		230			500		
1927-II		230					
1927-III							
1927-IV					500		
1928-I							
1928-II		250				700	
1928-III		250					
1928-IV							500
1929-I					500	725	500
1929-II							
1929-III					500		
1929-IV	515	125			500	825	
1930-I		127				825	500
1930-II		245			500		
1930-III	515				500		
1930-IV					500		500
1931-I							
1931-II							
1931-III							
1931-IV							500
1932-I			26				
1932-II							
1932-III							
1932-IV			100		500		
1933-I							
1933-II							
1933-III			250				
1933-IV				1000		565	
1934-I				1000			125
1934-II			250	1000		600	
1934-III				1174			125
1934-IV				1322		550	
1935-I						610	
1935-II	500			1275			
1935-III	500		216,7	1183			
1935-IV	500			1150			
1936-I							
1936-II							

	Portland Lemona	Ibérica de Gomas	La Cervecera del Norte	Julio Alonso	Ebro Azucarera	Gral. Vidrieras Españolas	La Aeronáutica
1929-IV		500					
1930-I							
1930-II							
1930-III							
1930-IV							
1931-I							
1931-II		500					
1931-III				416	850,0		
1931-IV				500	800,0		
1932-I				500	765,0		
1932-II			500	500	750,0	1275	
1932-III			500	500	700,0		
1932-IV			500	500	665,0		
1933-I			500		625,8		
1933-II			500	500	618,3		500
1933-III			500	500	632,5		500
1933-IV			500	500	740,0		500
1934-I			675				500
1934-II	390,0		600				500
1934-III	370,0	400	600				500
1934-IV			616				
1935-I	370,0						
1935-II	372,5		725				
1935-III	392,5	450	725				
1935-IV			725				
1936-I							
1936-II							

Este libro estudia las cotizaciones que se produjeron en la Bolsa de Bilbao desde su fundación hasta 1936. A partir de tal información, analiza el desarrollo empresarial impulsado por el capitalismo bilbaíno en las etapas críticas de su despegue económico. Reconstruye, así, los ciclos que caracterizan el periodo de la modernización capitalista, teniendo en cuenta los distintos sectores. El desenvolvimiento de los bancos, de los ferrocarriles, de las navieras, de los negocios hidroeléctricos, de determinadas empresas mineras, etc., configuraron un variado panorama en el que fueron muy diversas las alternativas inversoras y las iniciativas económicas.

En una visión de conjunto, además del amplio desarrollo empresarial, el estudio analiza los momentos críticos de un crecimiento en el que jugaron un papel de primer orden sucesivos momentos expansivos, los años comprendidos entre 1898 y 1901, el *boom* de las cotizaciones provocado por los efectos económicos de la I Guerra Mundial y el alza que coincidió con la Dictadura de Primo de Rivera. Las reestructuraciones que siguieron a estas tres fases forman parte, también, de esta dinámica capitalista.

La obra expone, así, las características básicas del desarrollo que siguió la estructura económica que tuvo como referencia a la Bolsa bilbaína en los momentos decisivos de la modernización empresarial.

INSTITUTO DE HISTORIA SOCIAL VALENTIN DE FORONDA
VALENTIN DE FORONDA
GIZARTE HISTORIA INSTITUTUA