

# NUEVAS TENDENCIAS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

En la medida en que adquieren cada vez más importancia los procesos de liberalización de los mercados financieros domésticos, cobra mayor interés el estudio del funcionamiento del sistema financiero internacional, en el que cada vez se opera más y con menos trabas. A ese estudio está dedicado el presente artículo de **Emilio Ontiveros y Francisco J. Valero**, que han estructurado su exposición en tres partes. Se ocupan en primer lugar de los mercados de cambios, de importancia cuantitativa superior a cualquier otra actividad financiera internacional. En segundo lugar, analizan los mercados crediticios internacionales. Finalmente, tratan de los futuros y opciones, que, desde el punto de vista español, tienen un interés especial, por la reciente iniciación de la actividad de nuestros primeros mercados organizados.

## I. INTRODUCCIÓN

**L**A consideración del sistema financiero internacional como el conjunto de tres mercados —domésticos, externos y de cambios— diferenciados por razón de su regulación y consiguiente segmentación, ha perdido capacidad explicativa a medida que en los principales mercados domésticos cobran entidad procesos liberalizadores que, además de dotar de eficiencia a las entidades operantes en ellos, están permitiendo el acceso de prestatarios extranjeros en condiciones cada vez más próximas a las que existen en los mercados externos. Este proceso de reducción de la carga reguladora en los principales mercados locales es paralelo al crecimiento de los mercados de divisas, muy superior al que corresponde a su estricta y original función como mercado de medios de pago, convirtiéndose

en el nexo integrador de los anteriores y en su más activa plataforma de globalización.

Al análisis del comportamiento reciente de este sistema financiero internacional está destinado este trabajo, en el que se trata de destacar algunas de las tendencias que pueden orientar su actividad en la presente década. Para ello, desarrollaremos nuestra exposición en tres grandes apartados. En primer lugar, los mercados de cambios, cuya importancia cuantitativa supera actualmente la de cualquier otra manifestación de la actividad financiera internacional. En segundo término, los mercados crediticios internacionales, examinados en sus dos segmentos principales: préstamos sindicados y bonos. Por último, los futuros y opciones como instrumentos representativos de los mercados de cobertura de riesgos que, desde el punto de vista de nuestro país, aportan el interés adi-

cional de la inauguración reciente de sus primeros mercados organizados.

## II. MERCADOS DE CAMBIOS

En abril de 1989 se efectuó la segunda evaluación de los mercados de cambios realizada por diversos bancos centrales del mundo. Mientras la anterior, que tuvo lugar en marzo de 1986, sólo contó con la intervención de cuatro bancos centrales (Banco de Inglaterra, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Banco de Japón y Banco de Canadá), la nueva evaluación ha implicado la participación de un total de 21, entre ellos el Banco de España, lo que la hace mucho más representativa que el intento precedente. Sus resultados, en términos del volumen neto diario de cada uno de los mercados de cambios —es decir, después de depurar el volumen bruto del doble cómputo de transacciones interno a cada centro—, aparecen recogidos en el cuadro número 1.

No cabe duda de que un acontecimiento de este tipo debe recibir una especial atención por parte de los profesionales y estudiosos de los mercados financieros internacionales. Algunos bancos centrales han dedicado, en sus publicaciones oficiales, análisis específicos dedicados a los mercados de cambios de sus países respectivos, como es el caso de España (Alzola, 1989) y Gran Bretaña (Fisher y otros, 1989). Precisamente, la comparación en profundidad de nuestro mercado de divisas, de tamaño relativamente reducido en un contexto mundial —como se aprecia claramente en el cuadro n.º 1—, con el británico, el mayor y más diversificado del mundo, llevó a Analistas Financieros Internacio-

nales (AFI, 1989) a la conclusión de que las características cualitativas de uno y otro no resultan, en general, tan distintas como podría parecer a la vista de las enormes diferencias de tamaño que existen entre ellos, cuando el volumen del mercado español de divisas vendría a suponer, aproximadamente, la cuarentava parte del que se registra en Londres.

Esta conclusión, plenamente congruente con el carácter global que tienen los mercados de cambios en la actualidad, se ha visto reforzada con un análisis de mayor alcance geográfico que el anterior (AFI, 1990a), realizado a raíz de la publicación por parte del Banco de Pagos Internacionales (BIS), en febrero de 1990, de un resumen, a nivel mundial, de la evaluación realizada por los 21 bancos centrales antes mencionados.

En este apartado, nuestro interés se dirige, fundamentalmente, a la comparación entre las evaluaciones de 1986 y 1989, así como a las conclusiones, en términos de tendencias relativas a los mercados de cambios, que puedan derivarse de ella. Es evidente que una comparación de este tipo debe limitarse, por razones obvias, a los cuatro bancos centrales que han participado en ambas evaluaciones. No obstante, aun con esta restricción, la comparación debe considerarse mínimamente significativa, en términos tanto cuantitativos como cualitativos. En efecto, por un lado, el volumen neto acumulado de los correspondientes cuatro mercados de cambios supone, en abril de 1989, prácticamente el 60 por 100 del total de los 21 países incluidos en la evaluación. Mayor importancia tiene, sin embargo, que tres de estos mercados de cambios ostenten, ahora y entonces, el liderazgo

CUADRO N.º 1

TAMAÑO DE LOS MERCADOS DE CAMBIOS

PAÍS	Media diaria neta (Miles de millones de dólares)	Total porcentaje
Gran Bretaña .....	187	25,1
Estados Unidos .....	129	17,3
Japón .....	115	15,5
Suiza .....	57	7,7
Singapur .....	55	7,4
Hong-Kong .....	49	6,6
Australia .....	30	4,0
Francia .....	26	3,5
Canadá .....	15	2,0
Holanda .....	13	1,7
Dinamarca .....	13	1,7
Suecia .....	13	1,7
Bélgica .....	10	1,3
Italia .....	10	1,3
España .....	4,4	0,6
Irlanda .....	5,2	0,7
Noruega .....	4,4	0,6
Finlandia .....	3,4	0,5
Bahrein .....	3,0	0,4
Portugal .....	0,9	0,1
Grecia .....	0,4	0,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>743,7</b>	<b>100,0</b>

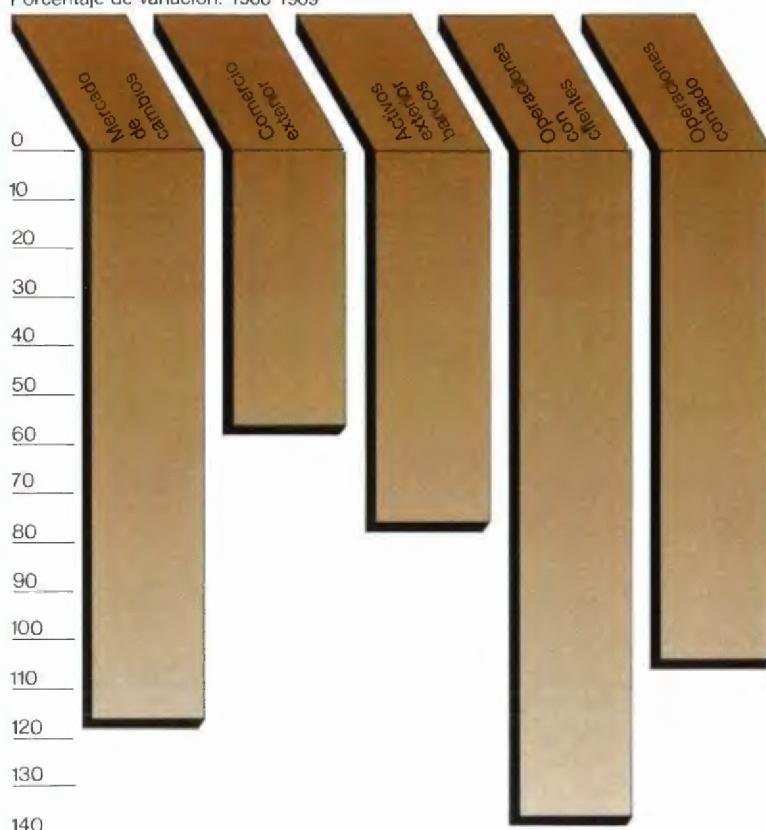
mundial en la materia, con lo que esto supone en relación con su papel dominante en la fijación, a nivel mundial, de los tipos de cambio entre las principales divisas del mundo.

La primera tendencia que cabe señalar es la relativa al *crecimiento de la actividad de los mercados* de cambios. En efecto, para los cuatro países considerados, dicha actividad aumenta en un 116 por 100 entre marzo de 1986 y abril de 1989, crecimiento que, tal y como se refleja en el gráfico 1, resulta significativamente superior, por un lado, al que tiene lugar en el volumen de comercio exterior para los mismos países (56 por 100) y, por otro, al que se registra en los activos internacionales de los bancos pertenecientes a ellos (76 por

100), considerando en los tres casos un horizonte temporal análogo. Por tanto, los mercados de cambios no sólo han crecido en términos absolutos, sino que también lo ha hecho su relevancia en términos de otros indicadores de la actividad económica internacional. A tenor de las expectativas de crecimiento actualmente existentes, y del cada vez mayor grado de integración entre las economías mundiales, resulta previsible que ambas tendencias conserven su vigencia en el inmediato futuro, salvo que llegara a producirse un grado de coordinación tal entre las políticas cambiarias y monetarias de los principales países del mundo que permitiera que sus respectivas monedas fueran prácticamente sustituibles entre sí, en cuyo caso, no tendrían razón de ser

**GRAFICO 1**  
**EVOLUCION COMPARADA DE LA ACTIVIDAD**  
**DE LOS MERCADOS DE CAMBIOS**  
 (Gran Bretaña, Estados Unidos, Japón y Canadá)

Porcentaje de variación. 1986-1989



muchos de los movimientos rotativos entre dichas monedas en función de su mayor o menor grado de fortaleza relativa.

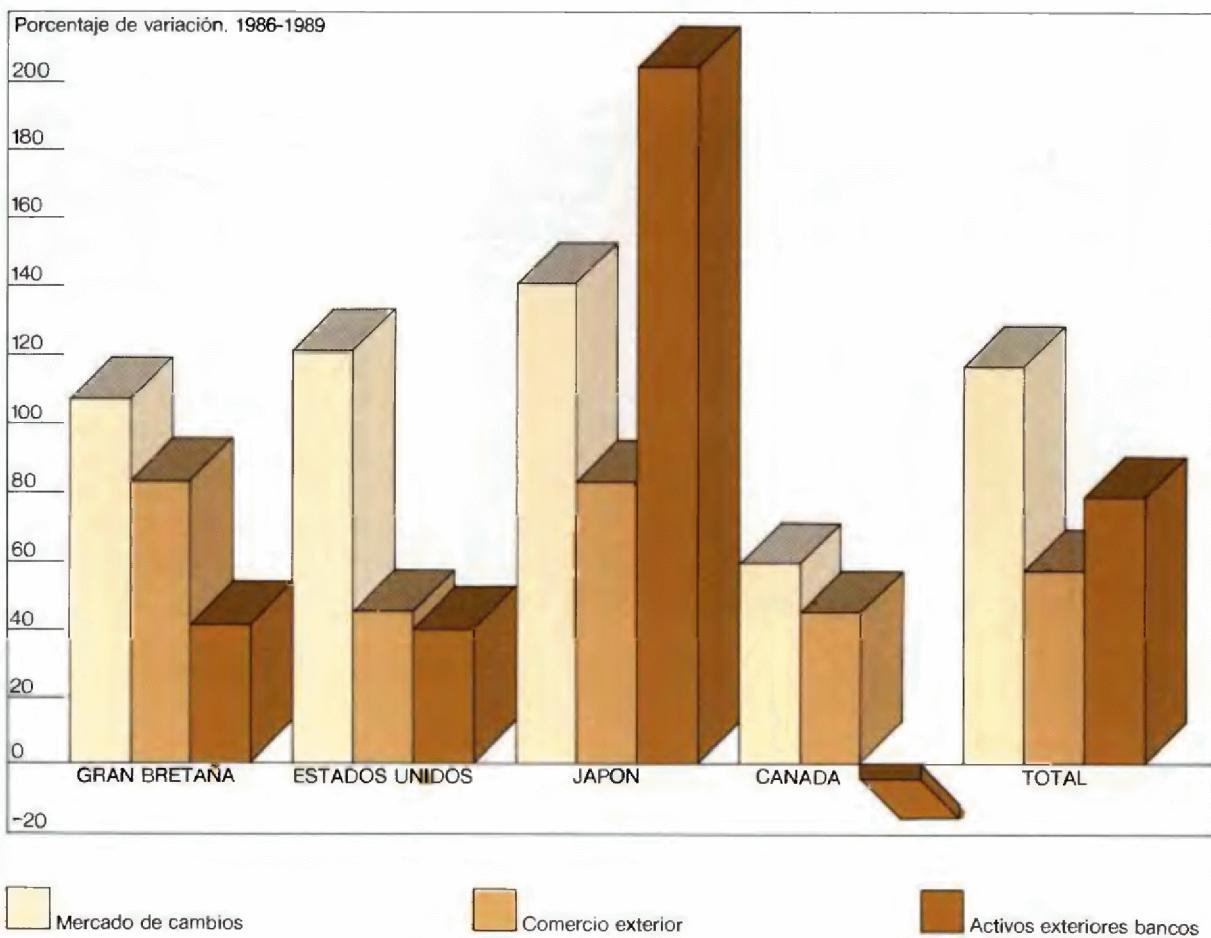
A la vista de cómo han funcionado en la práctica los sucesivos intentos de coordinación en materias monetaria y cambiaria en épocas recientes, con alcance más limitado que el señalado anteriormente, entre, por ejemplo, Estados Unidos, Alemania y Japón, una situación como la apuntada no resulta muy verosímil a

nivel mundial en el horizonte inmediato. Sin embargo, no puede decirse lo mismo a nivel europeo, en la medida en que se desarrolle el programa previsto hacia la unión económica y monetaria dentro de la Comunidad Económica Europea, o, alternativamente, en la medida en que el actual Sistema Monetario Europeo evolucione hacia un esquema de paridades suficientemente estables.

La tendencia al crecimiento de

los mercados de cambios, entendido éste en la doble dirección de su nivel de actividad y de su relevancia comparada, resulta, en general, válida para cada uno de los cuatro países considerados (gráfico 2), sin más excepción—totalmente acorde con la evolución seguida por la actividad bancaria internacional durante el período considerado—que la relativa a los activos exteriores de los bancos japoneses, que crecen en una medida muy superior (203 por 100) a la de su correspondiente mercado de cambios (140 por 100), que, por otra parte, es el que más aumenta de los cuatro considerados. El mismo gráfico 2 nos permite señalar una circunstancia muy relevante, como es la pérdida de importancia relativa de Londres como principal mercado mundial de cambios, posición que conserva en 1989, pero habiendo registrado un crecimiento (106 por 100) de menor intensidad que Nueva York (120 por 100) y, especialmente, Tokio. Esta mayor nivelación entre los principales mercados de cambios mundiales, que de alguna forma refleja el corrimiento del centro de gravedad de la economía mundial hacia la cuenca del Pacífico, previo a la reciente apertura de los países de Europa del Este, podría tener un hipotético contrapeso hacia nuestro continente como consecuencia de este último fenómeno. Sin embargo, hay que tener en cuenta también la creciente rivalidad entre los propios centros europeos, entre los cuales se echa en falta en la evaluación de 1989, de forma especial, a Alemania. En apoyo de esta afirmación, señalamos el hecho de que, si aceptamos como razonable para este último país la estimación de 82.000 millones de dólares de media diaria neta realizada en AFI (1990a), el volumen de negocio correspondiente

**GRAFICO 2  
EVOLUCION COMPARADA DE LA ACTIVIDAD DE LOS MERCADOS DE CAMBIOS**



a Londres puede alcanzarse con la suma de los cinco primeros centros europeos que le siguen: Suiza, Francia, Holanda y Dinamarca, además de Alemania.

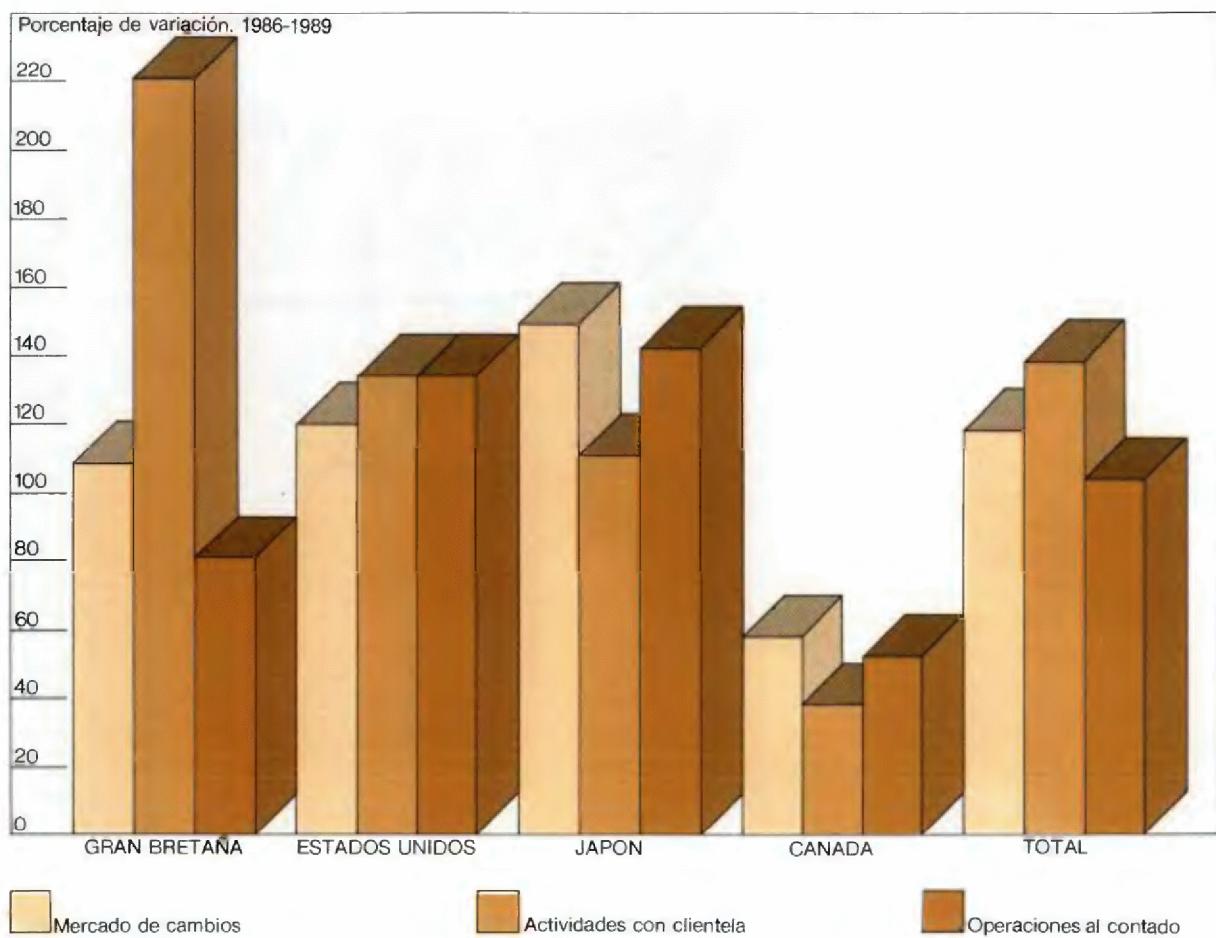
Una segunda tendencia a destacar, que también se refleja en el gráfico 1, radica en la *mayor participación de clientes no bancarios*, como lo demuestra que el volumen de negocio con éstos haya crecido varios puntos por encima (136 por 100) del volumen de actividad de los mer-

cados. Esta tendencia tiene dos causas fundamentales que se reforzan entre sí. Por un lado, determinadas empresas adquieren tanto una dimensión como un nivel de sofisticación en su gestión financiera que les permite operar directamente en los mercados de divisas, prescindiendo de bancos intermediarios. Por otro lado, las sucesivas liberalizaciones de los controles de cambios en diversos países permiten a los agentes no bancarios realizar un mayor número de operaciones en mon-

da extranjera del que podían hacer previamente. Al menos a nivel europeo, ambos fundamentos van a tener plena vigencia en el inmediato futuro, por lo que resulta razonable prever una continuación de la tendencia apuntada.

En tercer lugar, siguiendo con el gráfico 1, puede señalarse cómo los mercados de cambios han registrado un *aumento en el grado de sofisticación* por lo que respecta a los instrumentos utili-

**GRAFICO 3**  
**EVOLUCION COMPARADA DE LA ACTIVIDAD DE LOS MERCADOS DE CAMBIOS**



zados en ellos. En efecto, las operaciones de contado han registrado un aumento (104 por 100) sensiblemente inferior al registrado en el volumen de actividad de los mercados, lo que implica un mayor desarrollo del mercado a plazo, incluyendo las manifestaciones más novedosas de éste, como los futuros y las opciones (éstas últimas deben considerarse separadamente, ya que, dado su carácter contingente, no siempre dan lugar a un intercam-

bio efectivo de divisas). Así, en la evaluación de abril de 1989, el volumen de actividad bruta de los mercados de cambios alcanza la siguiente composición, en la que hay que considerar que el desglose de las operaciones a plazo no está disponible para todos los países:

- Contado ..... 58,1 %
- Plazo ..... 39,6 %

De los que aparecen identificados:

- Swaps ..... 22,3 %
- Simples.... 3,0 %
- Futuros.... 0,4 %
- Opciones ..... 2,3 %

Este mayor nivel de sofisticación de los mercados de cambios es de esperar que se mantenga en el futuro, a medida que los nuevos instrumentos financieros empleados en ellos vayan adquiriendo un mayor grado de desarrollo, especialmente si permanecen los altos niveles de

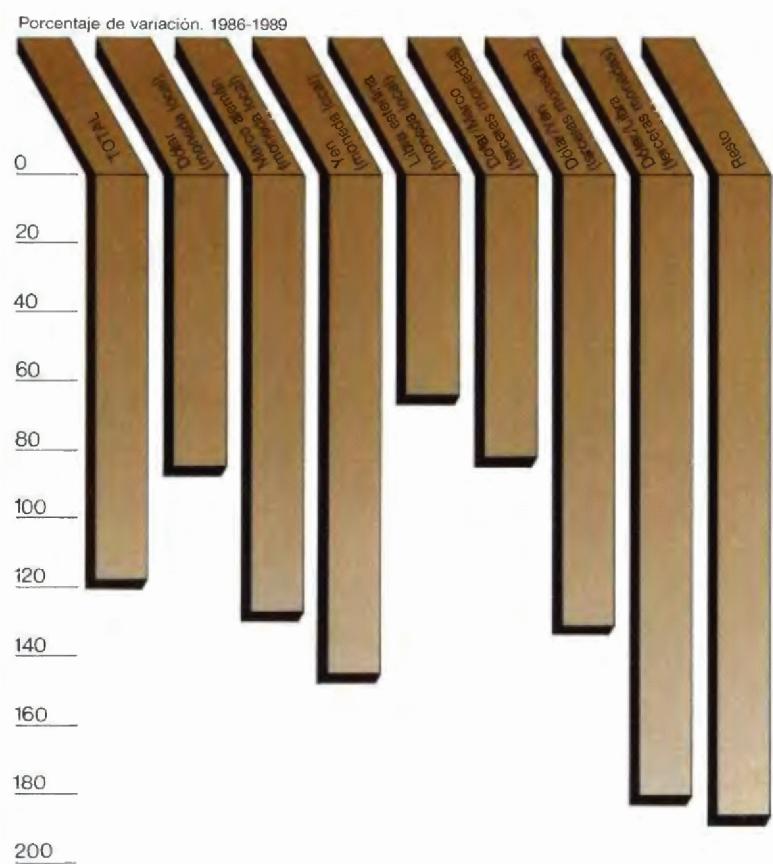
volatilidad cambiaria observados, en general, en los últimos tiempos.

Como puede observarse en el gráfico 3, las dos últimas tendencias que hemos analizado resultan menos universales que la primera en lo que se refiere a su validez en los cuatro mercados de cambios considerados. A este respecto, pueden destacarse como casos extremos los de Londres y Tokio. En efecto, mientras que el centro europeo es el que marca el signo de ambas tendencias a nivel global, en Japón dicho signo es justamente el contrario: por un lado, las operaciones con la clientela no bancaria aumentan a menor ritmo que la actividad total del mercado y, por otro, las operaciones al contado crecen ligeramente por encima de esta última. En nuestra opinión —teniendo en cuenta el grado de especificidad cultural que, en materia financiera, y no sólo propiamente cambiaria, viene registrándose en Japón respecto al resto de los países occidentales— el centro más representativo para el análisis de las tendencias futuras en este campo debe situarse en Londres, especialmente desde la perspectiva de los países europeos.

Por último, el gráfico 4 permite analizar las principales tendencias que pueden observarse en relación con la *composición por monedas de la actividad de los mercados* de cambios. En general, estas tendencias pueden sintetizarse en una mayor diversificación, a la que apuntan las siguientes circunstancias:

a) Los significativos menores incrementos de la actividad en que intervienen el dólar (85 por 100) y la libra esterlina (64 por 100), respecto a las correspondientes monedas loca-

**GRAFICO 4**  
**EVOLUCION DE LA ACTIVIDAD DE LOS MERCADOS**  
**DE CAMBIOS, POR MONEDAS**  
**(Gran Bretaña, Estados Unidos, Japón y Canadá)**



les, en relación con el aumento de la actividad general de los mercados de cambios (116 por 100).

b) En contraposición con lo anterior, los sensibles mayores aumentos de la actividad del yen japonés (145 por 100) y del marco alemán (127 por 100) respecto a las correspondientes monedas locales

c) El todavía mayor aumento de la actividad cambiaria (186 por 100) que no se refiere ni a los

casos anteriores ni al negocio cruzado entre el dólar, por un lado, y el marco alemán, yen japonés o libra esterlina, por otro, cuando estas últimas divisas no son la moneda local de cada uno de los centros considerados.

En la comparación de los incrementos que acabamos de mencionar, hay que tener en cuenta que todos los relativos al negocio con moneda local, salvo el caso del marco alemán, se re-

fieren, por razones obvias, a tres de los cuatro centros considerados. Algo parecido sucede con el negocio cruzado mencionado en el párrafo anterior, que aparece identificado individualmente para los tres casos señalados en el gráfico 4, ya que, salvo el caso del marco alemán (tres centros), los porcentajes respectivos se refieren, por construcción, a sólo dos de dichos centros.

Los incrementos del negocio cruzado que aparecen en el gráfico 4 resultan, en general, coherentes con la idea antes señalada de diversificación, especialmente en el caso de las relaciones dólar/libra (180 por 100) y dólar/yen (131 por 100), referidas básicamente —teniendo en cuenta que Canadá juega, en ambos casos, un menor papel— a Tokio y Londres, respectivamente. En lo que se refiere a la relación dólar/marco, la idea de diversificación aparece también, aunque más matizada, ya que el porcentaje resultante (82 por 100) es, básicamente, fruto del equilibrio entre un fuerte incremento en Tokio (192 por 100) y uno bastante más modesto en Londres (67 por 100) (véase BIS, 1990).

Las consideraciones que hemos realizado en relación con las tendencias precedentes nos permiten esperar razonablemente que la tendencia hacia la diversificación de las monedas se mantenga en el futuro inmediato, aunque no deberían minimizarse las cautelas que también hemos puesto de manifiesto.

### **III. MERCADOS CREDITICIOS**

La virtualidad de los mercados crediticios externos ha descansado desde sus orígenes en la definición de un diferencial re-

gulador respecto a los principales mercados domésticos, el cual ha otorgado a los principales oferentes en los euromercados ventajas competitivas respecto a sus equivalentes domésticos, especialmente obvias en la intermediación de grandes volúmenes de liquidez. La estrecha sustitución de las facilidades crediticias ofrecidas en esos mercados sobre sus equivalentes domésticas se ha presentado especialmente asociada a la importancia de las restricciones derivadas de los distintos sistemas de control de cambios, a las exigencias en términos de coeficientes bancarios y, en última instancia, al grado de amplitud y profundidad de los principales mercados domésticos. Consecuentemente, cualquier alteración significativa en la contrapartida doméstica de los mercados externos determina alteraciones en la ventaja de referencia y, en definitiva, en la importancia de los primeros como distribuidores de liquidez internacional.

La asunción de esta premisa, no por elemental menos relevante, es de todo punto necesaria para explicar las alteraciones coyunturales y disponer de una cierta capacidad de anticipación ante un escenario previsiblemente dominado por la persistencia de procesos desreguladores en los principales mercados financieros domésticos, especialmente en la Europa comunitaria.

Sobre esa base, es posible aislar algunos factores que están determinando un cambio de tendencia en la actividad de esos mercados externos y, en todo caso, un descenso en el volumen de intermediación:

a) Persistencia del alejamiento de los prestatarios pro-

cedentes de países con elevado riesgo crediticio.

b) Descenso en las necesidades de financiación de prestatarios soberanos de países industrializados.

c) Menor regulación, y por tanto mayor eficiencia, en los mercados financieros domésticos, en especial en sus segmentos de financiación para prestatarios públicos. Tendencia que va asociada a la expansión de los mercados de valores en los principales países de la OCDE y a la mayor liquidez de éstos.

d) Alteración en el signo de las regulaciones sobre movimientos de capital, especialmente en lo que se refiere a fomentar las entradas del mismo: España, países del Sudeste asiático, etcétera.

En la medida en que estos cambios en los mercados financieros domésticos han estado motivados por la propia existencia de los euromercados, cobra razón la afirmación de que éstos pueden ser víctimas de su propio éxito, pasando a desempeñar más un papel de mero mercado residual, vinculador de los mercados nacionales (OCDE, 1990, página 61).

### **1. Préstamos sindicados**

La financiación bancaria mediante préstamos sindicados, principal vía de distribución de liquidez internacional desde la emergencia de los euromercados, ha sido, indudablemente, la que ha estado sometida a un proceso de transformación más intenso durante los años ochenta. La respuesta a la crisis de solvencia de los países en desarrollo, en 1982, supuso una alteración sustancial en los planteamientos básicos de la gestión de

CUADRO N.º 2

**FONDOS CAPTADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES  
POR GRANDES GRUPOS DE INSTRUMENTOS**

	IMPORTE (m.m. dólares)			COMPOSICIÓN RELATIVA (Porcentaje)			VARIACIÓN (Porcentaje)	
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	88/87	89/88
Bonos .....	180,8	227,1	253,9	46,0	50,1	58,9	25,6	11,8
Acciones .....	18,2	7,7	8,1	4,6	1,7	1,9	-57,7	5,2
Préstamos sindicados .....	91,7	125,5	96,8	23,3	27,7	22,5	36,9	-22,9
Eurobonos .....	31,2	16,6	6,8	7,9	3,7	1,6	-46,8	-59,0
Papel comercial .....	71,0	76,6	65,3	18,1	16,9	15,2	7,9	-14,8
TOTAL .....	392,9	453,5	430,9	100,0	100,0	100,0	15,4	-5,0

Nota: Euronotas y papel comercial incluyen otras facilidades análogas.

este tipo de operaciones por parte de los principales bancos internacionales, lo que condujo, en una primera fase, a una severa contracción en el volumen de préstamos y a la pretensión de dotar de liquidez a las carteras a través del desarrollo de mecanismos de intercambio de tales préstamos (novaciones, subparticipaciones) y, en definitiva, al desarrollo de un mercado secundario específico, centrado mayoritariamente en los préstamos de países en desarrollo (1).

Tras un largo período, cuando menos, de estancamiento (2), la financiación intermediada inicia, a partir del último trimestre de 1986, una apreciable recuperación en su capacidad movilizadora de recursos crediticios, con características claramente diferenciadas respecto al período anterior, culminando en el registro de un volumen de préstamos en 1988 (126.000 millones de dólares según la OCDE, cuadro n.º 2) sin precedentes, el cual desciende, sin embargo, de forma significativa al año siguiente.

Esa «nueva etapa» en la actividad del mercado de préstamos sindicados estará, ante todo, ca-

racterizada por una alteración en la composición de los prestatarios y, con ella, en la necesaria adecuación de las características básicas de las operaciones en términos de una mayor flexibilidad. Todo ello en un contexto de crecimiento económico en los países de la OCDE propiciador del incremento en la actividad de los mercados.

En efecto, la recuperación del volumen de actividad en este mercado ha sido paralela a la sustitución de los habituales prestatarios soberanos por las empresas, especialmente aquéllas inmersas en procesos de fusión, absorción o cualquier otro tipo de reestructuración. Los prestatarios públicos del área de la OCDE han desviado la cobertura de sus necesidades de financiación hacia los más competitivos mercados de bonos y de euronotas a medio plazo, y hacia sus más desarrollados mercados domésticos. Tal ha sido el caso de los riesgos soberanos más habituales de este mercado: Reino de Suecia, Bélgica o España.

Los prestatarios empresariales han cubierto ampliamente ese hueco dejado por los gobiernos

y agencias públicas. Las ventajas que este tipo de préstamos presenta frente a las emisiones de eurobonos (rapidez en su concertación, discreción) y los costes relativamente más bajos respecto a operaciones de financiación específicas en los mercados domésticos (los préstamos para *leveraged buy-outs* en Estados Unidos han llegado a ser un 3 por 100 más caros que las sindicaciones de préstamos en eurodólares) determinaron que, en 1988, el 80 por 100 de los préstamos firmados lo fueran por empresas privadas industriales, de los que el 35 por 100 financiaron específicamente operaciones de fusión, mayoritariamente localizadas en Estados Unidos. Los atributos asociados a la estabilidad y certeza de las relaciones bancarias definen su ventaja especialmente para los prestatarios europeos, para los que los mercados domésticos alternativos, fundamentalmente los de papel comercial, disponen de un menor grado de desarrollo respecto al de Estados Unidos.

Como lógica consecuencia de esa mayor orientación de la financiación bancaria a los pres-

tarios empresariales, las operaciones han sufrido una progresiva adaptación a las exigencias de la gestión financiera global de los demandantes y a la complejidad o características específicas de los destinos inversores. Tal es el caso de las modalidades conocidas como *multi-option facilities (MOF)*, denominación genérica para aquellos mecanismos de captación de fondos comprensivos de operaciones crediticias y programas de acceso al mercado monetario, documentados en un único contrato y administrados por un solo agente en representación de un sindicato bancario (3). La combinación de los atributos de la financiación bancaria tradicional sobre una base *roll-over* los de los mecanismos competitivos de subasta asociados a programas de euronotas son, junto a la pretensión de concentración de diversos servicios bancarios en un solo agente, una síntesis suficientemente ilustrativa de ese cambio de tendencia hacia una mayor racionalización en las relaciones bancarias, adecuándolas a las exigencias de flexibilidad operativa de la gestión financiera de las grandes empresas industriales. Aunque los márgenes para las entidades prestamistas sean, en general, inferiores a los de la financiación convencional, la contrapartida del establecimiento de un vínculo a largo plazo con los prestatarios puede llegar a compensar dicha diferencia.

El acceso a los mercados externos para satisfacer las necesidades de financiación de reestructuraciones empresariales (especialmente *leveraged buy-outs*) en Estados Unidos y Europa, y en menor medida financiación específica de proyectos de inversión (*project finance*), también ha encontrado respuesta en la ex-

tensión de una modalidad crediticia específica en forma de deuda subordinada, genéricamente conocida como *mezzanine*, de rendimiento superior a la financiación bancaria convencional y a las acciones. La captación de deuda bajo esta denominación toma en Estados Unidos la forma de bonos con baja calificación crediticia, mientras que en Europa es cualquier forma de deuda bancaria con *warrants*.

El comportamiento de este mercado en el pasado año, y en los primeros meses del presente, ha acusado el impacto de la reducción en el número de esas operaciones de reestructuración en los últimos años, y la correspondiente desviación hacia los mercados domésticos de algunas de ellas (4). Sin menoscabo de la importancia que este tipo de financiación pueda seguir teniendo para los prestatarios públicos y privados procedentes de países desarrollados, o de su capacidad de adaptación a las exigencias innovadoras que la gestión financiera de los grandes prestatarios determine, el mantenimiento de su crecimiento exige, en nuestra opinión, la vuelta al mismo de prestatarios procedentes de países en desarrollo y, en última instancia, de sistemas financieros que doten de relevancia a las tradicionales ventajas reguladoras y de escala que han definido este mercado frente a los mercados domésticos. El horizonte de reconstrucción industrial abierto en los países de Europa del Este podría constituir, en este sentido, el factor de realimentación de este tipo de financiación.

## 2. Emisiones internacionales de bonos

En cierta medida, los desarrollos observados en este mercado y las eventuales tendencias emergentes son subsidiarios de los correspondientes desarrollos en las modalidades tradicionales de financiación bancaria. Especialmente obvia es, en este sentido, la explicación de la fase expansiva que inicia este mercado a partir de la denominada crisis de la deuda en 1982, paralelamente al proceso de *securitization* al que dan lugar las nuevas orientaciones en la gestión de activos bancarios, y a la pérdida de ventaja relativa sobre los principales prestatarios en el acceso a los mercados monetarios, que determina el deterioro en la calidad crediticia de los principales bancos prestamistas. En el año 1985, que marca el más agudo descenso en el volumen de préstamos sindicados, se duplicaron las emisiones de eurobonos respecto al nivel de 1982.

Superada la crisis que siguió al *crash bursátil* de 1987 (para muchos analistas, preludio de la extinción de este mercado), los desarrollos previsibles en este mercado apuntan a la reducción de su diferenciación respecto a sus principales equivalentes domésticos y, en última instancia, a la dificultad de rentabilizar una presencia activa en los mismos para los principales bancos de inversión, con la consiguiente alteración en la estructura industrial del sector. Más concretamente, pueden particularizarse las siguientes tendencias:

- a) Dependencia creciente de los principales mercados de capitales domésticos y, en especial, de sus procesos liberalizadores.
- b) Incremento de la compe-

CUADRO N.º 3

## NUEVAS EMISIONES EXTERNAS DE BONOS

	IMPORTE (m.m. dólares)			COMPOSICIÓN RELATIVA (Porcentaje)			VARIACIÓN (Porcentaje)	
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	88/87	89/88
Bonos tipo fijo .....	121,3	160,2	153,7	67,1	70,5	60,5	32,1	-4,1
Notas tipo flotante .....	13,0	22,3	17,4	7,2	9,8	6,9	71,5	-22,0
Convertibles .....	18,2	11,3	13,4	10,1	5,0	5,3	-37,9	18,6
Con warrant .....	24,8	29,7	66,7	13,7	13,1	26,3	19,8	124,6
Cupón cero .....	1,5	1,1	2,2	0,8	0,5	0,9	-26,7	100,0
Otros .....	2,0	2,5	0,5	1,1	1,1	0,2	25,0	-80,0
TOTAL .....	180,8	227,1	253,9	100,0	100,0	100,0	25,6	11,8
TOTAL TIPOS CAMBIOS CONS.	169,8	205,9	243,8				21,3	18,4

tencia en los segmentos de mercado convencionales, y del consiguiente grado de concentración y especialización de las firmas activas en el mismo.

c) Ampliación del rango de monedas en la denominación de los títulos.

En lo que se refiere a la primera tendencia, hay que tener en cuenta que la sensibilidad del mercado internacional de bonos al comportamiento de los principales mercados de capitales domésticos ha marcado su evolución desde su nacimiento al comienzo de la década de los sesenta y, más especialmente, a medida que el proceso de liberalización de aquéllos se acentuaba a partir de los años ochenta. Esta mayor apertura de los mercados domésticos ha ido restando significación a las fronteras establecidas respecto a los euromercados, y a la propia compartimentación de éstos, reduciendo, en definitiva, sus ventajas específicas.

El exponente quizás más ilustrativo de esa aparente vulnerabilidad lo encontramos en las premoniciones que siguieron al

crash bursátil de 1987 y, más recientemente, en el grado de afectación que la volatilidad del mercado de valores japonés tiene sobre el que ha sido en los últimos años el segmento más activo: las emisiones vinculadas a las posibilidades de conversión de la deuda en capital social de los emisores (bonos convertibles y bonos con *warrants*). En efecto, los dos últimos años de la pasada década inauguran una etapa de dominio japonés en el mercado de emisiones de bonos, derivada fundamentalmente de la franquicia casi absoluta de que disponen las principales firmas de inversión de aquel país sobre las emisiones de bonos con *warrants* de empresas japonesas y de la amplia base de inversores en estos títulos, procedentes igualmente de dicho país. Basta recordar que durante 1989 el 32 por 100, aproximadamente, de las nuevas emisiones de bonos internacionales lo fueron en estas modalidades (cuadro n.º 3), y que de ellas prácticamente el 97 por 100 correspondieron a prestatarios japoneses.

La importancia de este tipo de emisiones en el sostenimiento de

la actividad global del mercado es hoy tanto más preocupante cuanto menores son las posibilidades de mantenimiento de su ritmo de actividad. El descenso registrado en los últimos meses de 1989 y en el primer trimestre de 1990 puede, en efecto, ser el resultado de la inusual volatilidad que ha mostrado la Bolsa japonesa, pero la eventual mayor estabilidad de ésta en los próximos meses difícilmente podrá neutralizar el impacto de la nueva regulación (desregulación) propuesta por el Ministerio de Finanzas japonés, al inicio de este año, sobre el posible reflujo de las emisiones con *warrants* al mercado de Tokio. En efecto, la relajación de las regulaciones oficiales sobre este tipo de emisiones en el mercado doméstico japonés, y su clasificación estándar, puede reducir significativamente la ventaja que hasta ahora definía el euromercado, aún considerando los costes de los *swaps* en yenes a que se veían sujetas estas emisiones mayoritariamente denominadas en dólares estadounidenses.

La previsible repatriación de los emisores japoneses afectará,

ante todo, a las cuentas de resultados de las principales firmas de inversión, en los últimos tiempos líderes del mercado de eurobonos, tanto en la suscripción de nuevas emisiones como en el mantenimiento del correspondiente mercado secundario. Este hecho las enfrentará a una mayor competencia, en la medida en que otros bancos japoneses no establecidos en el euromercado podrán participar en este tipo de emisiones. Por otra parte, la «interiorización» de este mercado incorporará cargas fiscales ausentes en los mercados *off-shore*, con el consiguiente efecto en la cuenta de resultados. Esta influencia tiene, sin embargo, un paliativo en el desfavorable comportamiento de la Bolsa de Tokio en los primeros meses de 1990, que no favorece el lanzamiento de este tipo de emisiones dentro o fuera del país.

La segunda tendencia antes mencionada hace referencia al aumento de la competencia en el mercado, y al consiguiente descenso en la rentabilidad de los participantes en el mismo, que se viene observando con carácter irreversible en los últimos meses. Este fenómeno permite dar cumplida cuenta de los procesos de adecuación estratégica y redimensionamiento de las principales firmas, como lógica consecuencia de la sobresaturación que hoy domina la industria y de los previsibles descensos en los volúmenes de emisión, teniendo en cuenta el significativo descenso de la rentabilidad de este tipo de actividad que tal entorno provoca.

Los factores comentados se traducen en el menor grado de viabilidad que, para un buen número de bancos, tienen hoy las actividades en eurobonos —y en otros segmentos de los mercados crediticios internacionales—, de-

terminando su abandono, con la consiguiente aceleración del proceso de concentración de este negocio en un relativamente reducido número de firmas con entidad suficiente para enfrentarse a incrementos significativos en el grado de competencia y a la asunción de riesgos que ésta provoca. Dos recientes elementos se han señalado como exponentes de este proceso: los nuevos métodos de fijación de precios en la sindicación de nuevas emisiones y la extraordinaria volatilidad de los mercados de valores en los primeros meses de 1990.

Un claro exponente del primer elemento lo constituye el nuevo método de sindicación de nuevas emisiones conocido como de *re-oferta a precio fijo (fixed price re-offering)*, iniciado en septiembre de 1989 e impuesto rápidamente en el lanzamiento de grandes emisiones en dólares estadounidenses. La característica fundamental de este sistema radica en que el precio de emisión se fija en términos de un diferencial (*spread*) fijo sobre el tipo de referencia, que, para el caso específico de las emisiones en dólares, es el correspondiente a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Los miembros del sindicato de colocación asumen el compromiso de no vender los bonos por debajo de ese precio fijo, evitando de esa forma las negociaciones en torno a la fijación del precio entre los sucesivos escalones del proceso de distribución primaria de los bonos. Un mecanismo de este tipo no evita, sin embargo, la necesidad de consenso sobre dicho *spread*, que, lógicamente, debe proporcionar un precio atractivo para los inversores finales. En definitiva, se trata de un sistema concebido para sindicatos de colocación relativamente reducidos, más dis-

ciplinados y que proporcionen cuotas de reparto superiores para cada uno de sus miembros. Sus ventajas son tanto más evidentes en emisiones con una demanda institucional mayoritaria y, en consecuencia, mucho menores en los sectores más orientados a la demanda minorista, razones por las que ha iniciado su andadura con las emisiones denominadas en dólares de Estados Unidos.

El segundo elemento coadyuvante a la concentración en este segmento de los mercados financieros internacionales radica en la inestabilidad dominante en los principales mercados de valores, que se traduce, tanto para los bancos suscriptores como para los creadores de mercado, en una mayor asunción de riesgo, difícilmente gestionable para bancos con escaso volumen de negocio.

Esta intensificación de la competencia aparece también en las actividades de distribución. Frente a la competencia centrada en las mesas de contratación que dotan de liquidez al mercado, o en la disposición de nutritas redes de distribución alimentadas por una amplia gama de productos, está ganando progresivamente terreno la definición de servicios altamente especializados, propios de las líneas de *corporate finance*, vinculados estrechamente a los mercados primarios.

Es en este contexto en el que la configuración de instrumentos financieros con respaldo en activos (*asset-backed*), con un diseño estrechamente ajustado a las necesidades de inversores y prestatarios, seguirá cobrando importancia, impulsando el proceso de *titulización*, presente en los mercados desde comienzos de la pasada década.

Por último, la misma libera-

CUADRO N.º 4

## EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES MONEDAS DE DENOMINACION DE BONOS EXTERNOS

	IMPORTES (m.m. dólares)			COMPOSICION RELATIVA (Porcentaje)			VARIACION (Porcentaje)	
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	88/87	89/88
Dólar .....	58,1	84,7	126,5	38,8	41,2	51,9	45,8	49,4
Yen .....	3.786,3	2.820,5	3.287,2	13,7	8,4	8,3	-25,5	16,5
Franco suizo .....	36,5	38,1	30,5	12,9	11,1	7,5	4,4	-19,9
Marco .....	27,0	41,4	31,1	8,0	10,1	6,4	53,3	24,9
Libra .....	9,3	13,4	11,6	7,8	9,4	6,8	44,1	-13,4
Dólar Australia .....	12,7	10,7	8,4	4,9	3,4	2,3	-15,7	-21,5
ECU .....	6,5	9,5	12,1	4,0	4,9	5,2	46,2	27,4
Dólar Canadá .....	8,0	16,3	13,4	3,4	5,7	4,0	103,8	-17,8
Franco francés .....	15,0	17,5	32,9	1,3	1,3	2,1	16,7	88,0
Florín .....	4,3	5,6	4,6	1,1	1,2	0,9	30,2	-17,9
TOTAL MONEDAS PRINCIPALES.				95,9	96,7	95,4	22,3	16,8
TOTAL GENERAL (*) .....				169,8	205,9	243,8	21,3	18,4

(\*) A tipos de cambios constantes.

lización de los mercados domésticos amplía el espectro de monedas susceptibles de ser utilizadas en éstos por prestatarios procedentes de otros países —o por organismos supranacionales—, a la vez que incorpora, en algunas ocasiones, la posibilidad de la utilización de aquéllas en euroemisiones. Un caso en esta dirección lo constituye la peseta, que no sólo ha visto la consolidación de las emisiones denominadas *bonos matador*, sino que, además, fue testigo en 1989 de los primeros intentos de emisiones en europeetas, que no fueron bien recibidas por las autoridades españolas, quienes intervinieron para provocar su retirada o su cambio de diseño (5).

Esta ampliación del espectro de monedas coexiste, sin embargo, con la presencia de un elevado grado de concentración entre las diez principales, que, aunque descendió significativamente en 1989, permanece por encima del 95 por 100 (cuadro número 4).

Es preciso destacar en este contexto la relevancia que cobraron las emisiones en ECUS, que en el pasado año llegaron a duplicar el volumen de tres años antes, hasta alcanzar un contravalor de 12.100 millones de dólares. La creciente institucionalización de este segmento se presenta estrechamente asociada a la preferencia de los inversores por títulos con esta denominación, que previsiblemente se verá incrementada a medida que se vayan haciendo realidad práctica tanto el mercado único europeo como el proceso hacia la correspondiente unión monetaria.

#### IV. FUTUROS Y OPCIONES FINANCIEROS

La reciente incorporación de nuestro país al mundo de los futuros y opciones, de historia relativamente corta a nivel mundial en lo que se refiere a los mercados organizados de estos instrumentos financieros, justifica que

nos ocupemos de analizar algunas de las tendencias que pueden observarse en la actualidad en este importante campo de las finanzas modernas —globalización geográfica, innovación tecnológica, y generación de nuevos instrumentos—, aun a sabiendas de que pueden considerarse totalmente independientes entre sí.

Nuestro análisis parte de la base de que los futuros y opciones están dejando progresivamente de ser unos instrumentos exóticos y con un carácter altamente especulativo, según el cual resultarían poco deseables para la gestión prudente de riesgos financieros. Por el contrario, tanto los futuros financieros como las opciones de análogo carácter surgen y se desarrollan fundamentalmente con una orientación básica de instrumentos de cobertura de riesgos. Ahora bien, para que cumplan esta finalidad, debe existir un número suficiente de contrapartes dispuestas a asumir los correspondientes riesgos que se desean cubrir, lo que supone,

inevitadamente, un cierto tipo de especulación sobre la evolución futura de éstos.

Esta afirmación resulta tanto más válida cuanto que la asunción de dichos riesgos por parte de entidades de crédito, acostumbradas por la propia naturaleza de su actividad a la transformación de riesgos, despierta la posibilidad de abrir nuevas líneas de productos bancarios con tal finalidad, lo que no ha dejado de ser explotado por algunas entidades, aunque no siempre con la adecuada valoración de los riesgos incurridos. Estas líneas de productos, cuyo antecedente más inmediato son los contratos a plazo en el campo de las divisas, tienen su más amplio desarrollo en torno a las opciones, y ello por una razón fundamental: los futuros, por su propia concepción, van unidos en la práctica a la presencia de un mercado organizado, mientras que las opciones, aunque también se pueden negociar en mercados organizados, son susceptibles de ser contratadas también bilateralmente entre, por ejemplo, una entidad bancaria y su clientela. De hecho, las primeras opciones existentes en España, las reguladas en la Circular 9/88 del Banco de España, relativas a divisas, pertenecen a este segundo grupo.

## 1. Globalización

La principal manifestación de este proceso de globalización geográfica se deriva de la pérdida de importancia de los mercados situados en la ciudad tradicionalmente considerada como capital mundial de estos instrumentos financieros: Chicago. Por lo que respecta a los futuros, por ejemplo, los dos principales mercados mundiales —*Chicago Board of Trade* (CBOT) y *Chicago Mercantile Exchange*

CUADRO N.º 5  
PRINCIPALES CONTRATOS MUNDIALES DE FUTUROS Y OPCIONES

Orden	Contrato	Tipo	Bolsa	Volumen de negocio 1989
1	Bonos Tesoro Estados Unidos.	Futuro	CBOT	70.303.195
2	S & P 100 .....	Opción	CBOE	58.371.337
3	Eurodólar .....	Futuro	CME	40.818.269
4	Bonos Tesoro Estados Unidos.	Opción	CBOT	20.784.019
5	Petróleo WTI .....	Futuro	NYMEX	20.534.865
6	Bonos Tesoro Japón (10a)	Futuro	TSE	18.941.890
7	Bonos Tesoro Francia .....	Futuro	MATIF	15.004.901
8	S & P 500 .....	Futuro	CME	10.560.455
9	Oro .....	Futuro	COMEX	9.988.577
10	Soja .....	Futuro	CBOT	9.634.802
11	Maíz .....	Futuro	CBOT	9.270.784
12	Marco alemán .....	Futuro	CME	8.186.221
13	Yen japonés .....	Futuro	CME	7.823.739
14	<i>Major Market Index (MMI)</i> .....	Opción	AMEX	7.323.177
15	Depósitos libra a 3 meses .....	Futuro	LIFFE	7.151.628
16	<i>NIKKEI 225</i> .....	Opción	OSE	6.610.435
17	S & P 500 .....	Opción	CBOE	6.273.911
18	Azúcar .....	Futuro	CSCE	6.243.361
19	Notas Tesoro Estados Unidos.	Futuro	CBOT	6.109.518
20	Franco suizo .....	Futuro	CME	6.093.885
21	Fuel oil .....	Futuro	NYMEX	5.740.967
22	Petróleo VTI .....	Opción	NYMEX	5.685.953
23	<i>NIKKEI 225</i> .....	Futuro	OSE	5.442.647
24	Bonos alemanes .....	Opción	LIFFE	5.355.177
25	Marco alemán .....	Opción	PHLX	5.276.534
26	<i>OMX 30</i> (Suecia) .....	Opción	SOM	5.016.222
27	Harina de soja .....	Futuro	CBOT	4.486.865
28	Plata .....	Futuro	COMEX	4.376.611
29	Aceite soja .....	Futuro	CBOT	4.300.797
30	Ganado .....	Futuro	CME	4.265.710
Total 30 primeros .....				395.976.452
Total 20 futuros .....				267.956.510
Total 10 opciones .....				128.019.942
Porcentaje opciones .....				32,33
Total 18 financieros .....				306.170.626
Total 12 no financieros .....				89.805.826
Porcentaje no financieros .....				22,68

*change* (CME)—, pese a haber registrado un crecimiento espectacular del 70 por 100 en los últimos 4 años, han perdido cuota de mercado, reduciendo su participación en la industria mundial a niveles en torno al 50 por 100, cuando superaban el 70 por 100 al comienzo de los años ochenta. Dichos mercados, junto con su homónimo de opciones —*Chicago Options Board Exchange*

(CBOE)—, negociaron los cuatro contratos con mayor volumen de negocio en el mundo durante 1989; considerando tanto los relativos a instrumentos financieros como los de carácter no financiero, 6 de los 10 mayores, así como 15 de los 30 primeros contratos (cuadro n.º 5).

Esta pérdida de importancia relativa de los mercados de

Chicago no se debe, pues, a posibles deméritos suyos, sino a la extensión de este tipo de mercados a otros lugares del mundo, con un crecimiento, en algunos casos, muy acelerado. Así, entre los 30 primeros contratos de futuros y opciones antes citados, 7 de ellos se negocian fuera de Estados Unidos, bien en Japón, bien en países europeos (Francia, Gran Bretaña y Suecia).

Para contrarrestar esta tendencia descentralizadora a nivel mundial de los mercados de futuros y opciones, las grandes bolsas de Chicago, en colaboración con empresas transmisoras de servicios de información financiera en tiempo real, han iniciado el desarrollo de proyectos de mercados automatizados que permitan extender a las 24 horas del día las posibilidades de negociación limitadas por el horario establecido, que ha ido ampliándose en el transcurso del tiempo, precisamente como una vía adicional para intentar contrarrestar la misma tendencia. El potencial que pueda desarrollar un mercado de este tipo es, hoy por hoy, una incógnita; de tal forma, que los propios agentes de los mercados difícilmente coinciden en las consecuencias que puede tener para el futuro de la industria.

Desde el punto de vista europeo, el principal interés que presenta la globalización geográfica tiene un significado más concreto. En efecto, la observación de la historia más reciente nos permite comprobar cómo, uno tras otro, los distintos países europeos se han ido incorporando a la nómina de los que cuentan con algún mercado de futuros y opciones, en algunos casos —entre ellos, España— por partida múltiple. Dicha nómina se inició concretamente con opciones, en 1978, con el proyecto

que dio lugar a la *European Options Exchange* (EOE), inicialmente pensada, como se observa claramente en su denominación, como un mercado pan-europeo centrado en las plazas de Amsterdam y Londres, proyecto que fracasó tan pronto como la Bolsa de esta última ciudad prefirió abrir su propio mercado de opciones, el *London Traded Options Market* (LTOM).

La situación actual es justamente la contraria de la que pretendía el proyecto inicial de la EOE, ya que son escasos los países europeos occidentales que todavía no cuentan bien con un mercado de futuros y opciones en funcionamiento, bien con un proyecto concreto de ponerlo en marcha en el inmediato futuro, como es el caso de Bélgica, que espera inaugurar uno en 1991. El único mercado europeo que ha terminado configurándose con un alcance multipaís, OM de Suecia, ha creado filiales en colaboración con otras entidades —salvo en Londres, donde la filial lo es al 100 por 100— en otros países europeos, entre ellos España.

Esta dispersión de esfuerzos entre los diversos centros financieros europeos no deja de suscitar algunas preocupaciones acerca de la viabilidad a largo plazo de unos mercados de tamaño relativamente reducido que, además, se encuentran dentro de la misma zona horaria de actuación. Esta inquietud no debe considerarse teórica, ya que reproduce, en otra dimensión, la que ya existe en torno a los mercados de valores de nuestro continente, cuya trascendencia, a nivel internacional, resulta en la actualidad muy dispar.

Como fruto de esta situación, es de esperar que se produzca

una cierta agresividad comercial por parte de los distintos mercados emergentes, orientada, fundamentalmente, a justificar su lugar dentro de la industria global de futuros y opciones. En este contexto, no puede olvidarse que la supervivencia de cualquier mercado no puede darse por garantizada por el mero hecho de su existencia (ya se ha dado el caso en Europa, concretamente en Suecia, de un mercado que ha tenido que cerrar sus puertas al poco tiempo de nacer), como tampoco la de sus productos, por muy bien diseñados que estén (recientemente, OM de Francia tuvo que capitular en el campo de los índices bursátiles frente al MATIF —*Marché à Terme International de France*—, más estrechamente relacionado con la Bolsa de París que el anterior).

A la vista de este panorama, cabría pensar que una defensa de los mercados locales de futuros y opciones podría descansar en productos basados en instrumentos del propio país. Por ejemplo, el nuevo mercado de futuros japonés, TIFE (*Tokio International Financial Futures Exchange*), abierto el pasado 30 de junio, aun comenzando con tres contratos, sitúa el 99 por 100 de su volumen de negocio en aquél que es propiamente local: tipos de interés en el euroyen (el primero de su género en el mundo), siendo los otros dos contratos los relativos al eurodólar y al tipo de cambio yen/dólar. Sin embargo, esta línea de actuación también tiene sus contraejemplos, en la medida en que el retraso, hasta los primeros días de 1990, en la puesta en marcha del DTB (*Deutsche Termin Börse*) alemán ha permitido al mercado LIFFE (*London International Financial Futures Exchange*), el más antiguo y también el más diversifi-

cado en gama de productos entre los mercados europeos de futuros, adelantarse al primero en el lanzamiento de futuros y opciones sobre tipos de interés alemanes.

Dentro de este marco general, hay que situar los dos proyectos concretos de mercados organizados de futuros y opciones en España. OM Ibérica, por un lado, y MEFFSA (*Mercado de Futuros Financieros*), por otro. Ambos se han constituido al amparo de una Resolución, de 21 de marzo de 1989, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre deuda del Estado anotada. Por tanto, han iniciado su andadura con productos relacionados con esta última, sin perjuicio de que, para un futuro más o menos inmediato, tengan otros proyectos en cartera, que tienen el inconveniente, hoy por hoy, de carecer de legislación específica que les sirva de soporte.

El hecho de que la experiencia española en mercados organizados de futuros y opciones haya comenzado en el campo de la deuda pública no sólo es coherente con la experiencia de otros países, sino que, además, está plenamente justificado por la previsible mayor volatilidad de los tipos de interés en el futuro inmediato, dentro y fuera de nuestro país, tanto por razones de política económica (políticas monetaria y cambiaria) como, más a largo plazo, por el necesario acercamiento del nivel de los tipos de interés españoles a los vigentes en otros países comunitarios, en un régimen de mercado único con plena libertad de movimientos de capitales, máxime si se tiene en cuenta el proyecto de unión monetaria europea.

En este sentido, no puede sino darse la bienvenida a los nuevos mercados españoles, así como desecharles los mayores éxitos, aunque hubiésemos preferido que todos los esfuerzos en este terreno se hubiesen unificado en torno a un solo proyecto, ya que si, como antes hemos afirmado, puede ponerse en duda la racionalidad de la dispersión de esfuerzos que se observa en la actualidad a nivel europeo, con mayor razón para España, que no se ha caracterizado por ser un país especialmente líder en materia de innovaciones financieras. Como muestra, nuevamente, de que esta preocupación no debe entenderse en un sentido puramente especulativo, debemos señalar los pasos ya dados hacia la fusión entre los dos mercados del ramo presentes en Londres (LTOM y LIFFE), así como la entrada del MATIF francés en el capital de su mercado rival, OM de Francia.

En todo caso, los futuros y opciones que se están negociando, o que lo hagan en el futuro, en los mercados españoles, deben considerarse ya como elementos integrantes del catálogo global de esta industria. Por si hubiese alguna duda al respecto, la Orden de 4 de febrero de 1990 sobre inversiones extranjeras en España —publicada en el *BOE* del 6 de marzo—, en su artículo 15, autoriza, con carácter general, la formalización por no residentes de contratos de futuros o de opciones sobre valores cuando sean emitidos en España, siempre que la inversión extranjera en tales valores se encuentre liberalizada y no sometida a verificación previa de acuerdo con la legislación de inversiones extranjeras, sin perjuicio del cumplimiento de las disposiciones reguladoras de dichos mercados.

El artículo 37 de esta misma disposición establece los códigos estadísticos aplicables a los correspondientes cobros o pagos exteriores.

## 2. La influencia de la tecnología

Tradicionalmente, los mercados de futuros y opciones han estado basados en sistemas de negociación de viva voz en los correspondientes coros. Sin embargo, esta forma de actuación ha sido puesta recientemente en evidencia por el desarrollo de los sistemas de negociación automatizados, los cuales presentan algunas ventajas sobre los anteriores:

a) Al ser más impersonales, resultan menos propensos a abusos y más fáciles de controlar, en la medida en que se disponga de los registros adecuados de cómo se ha llevado la negociación automatizada.

b) Mayor adecuación a las necesidades de los inversores institucionales, que son los que progresivamente van dominando en toda clase de mercados financieros.

c) Una mayor eficiencia en términos de los costes y tiempos que conlleva el proceso de las transacciones.

La primera ventaja ha adquirido una mayor fuerza a raíz de los escándalos que han provocado recientemente ciertas prácticas en los grandes mercados de Chicago. Sin embargo, al margen de los problemas que plantea la existencia de transacciones prenegociadas fuera del sistema automatizado, la presencia del llamado «delito informático» en otros campos de actividad nos hace dudar de que la solución al

problema venga exclusivamente por esta vía, aun cuando las posibilidades de control se incrementen con un uso adecuado de ésta. En nuestra opinión, la ética no es sustituible sin más por la técnica.

Por tanto, las ventajas que parecen disponer de más fundamento real para los sistemas de negociación automatizada son las dos últimas, que no son exclusivas de los mercados de futuros y opciones, sino que afectan a todos los mercados financieros en general. Por ejemplo, el año pasado la Bolsa de Nueva York introdujo la posibilidad de negociar en una sola transacción una cartera completa de títulos a través de las llamadas *ESP* (*Exchange Stock Portfolio*), inicialmente basadas en el índice *S&P 500*, para las cuales ha sido necesario poner en marcha una estructura de mercado novedosa.

La mayor eficiencia de la negociación automatizada, en términos de costes y tiempos, junto con las presiones competitivas mencionadas en el punto anterior, explican que la mayoría de los mercados de futuros y opciones de nueva planta hayan optado de entrada por esta forma de negociación, que, además, ha estado estimulada en algunos países de estructura federal (Alemania, Suiza) por la especial necesidad de universalizar en el conjunto del país el acceso al sistema, evitando las suspicacias que podría despertar una localización más concreta del mercado. Sin embargo, de ahí no se deriva que estos mercados hayan tenido un éxito importante, en gran medida porque la mayoría de las bolsas que han iniciado su actividad con sistemas de negociación automatizada no han sido muy relevantes en términos de la industria global.

El principal problema que plantea toda negociación automatizada es su seguridad ante averías en los equipos o caídas en los sistemas informáticos, para las cuales, hoy por hoy, no existen mecanismos de cobertura total. En general, ante situaciones de este tipo están previstos mecanismos alternativos de negociación (por ejemplo, vía telefónica), pero el problema real reside en que el sistema de negociación automatizada tiene más posibilidades de fallar cuando resulta más necesaria su utilización eficaz; esto es, en épocas u horas punta cuya intensidad de actividad puede responder a la sorpresa derivada de acontecimientos imprevistos por los mercados.

Por otra parte, cuando hablamos de sistemas de negociación automatizada, hay que tener en cuenta la diversidad de posibilidades que se encierran bajo este concepto. En principio, podemos hablar de dos tipos fundamentales de sistemas. Por un lado, aquellos fundamentalmente orientados hacia el «casamiento» de órdenes y, por otro, los más avanzados, que intentan reproducir en los terminales el entorno negociador de un corral real. El primero que ha echado a andar de estos últimos ha sido el *APT* (*Automated Pit Trading*), lanzado por el *Liffe* de Londres. Sin embargo, el proyecto que mayor interés futuro despierta es el que pueda resultar de las conversaciones actualmente en curso entre los dos grandes mercados de Chicago, *CBOT* y *CME*, que inicialmente tenían la intención de desarrollar sus propios sistemas por separado (*Aurora* y *Globex*, respectivamente).

Los dos mercados españoles del ramo han optado, de una u otra forma, por la negociación automatizada, aunque el hecho

de que no hayan alcanzado todavía todo el potencial inicialmente previsto, dada su reciente puesta en marcha, no les ha permitido contrastar sus capacidades técnicas ante situaciones más o menos límite de actividad negociadora.

### 3. Nuevos productos

Aunque los futuros y las opciones se han venido considerando como una manifestación más de los modernos procesos de innovación financiera, esta circunstancia no puede hacernos olvidar que uno y otro instrumentos han desarrollado sus propias innovaciones en los últimos tiempos, con mayor amplitud en el campo de las opciones como consecuencia del motivo apuntado en la introducción de esta parte del trabajo.

Parte de las innovaciones en esta materia tienen su origen en las propias bolsas de futuros y opciones. Entre ellas, debemos destacar las *participaciones en índices bursátiles* por la disputa desatada en Estados Unidos sobre a qué órgano regulador, de los dos que tiene en este campo, le corresponden las competencias sobre ellas. Estas participaciones fueron lanzadas en 1989 por varias bolsas de opciones de aquel país con un cierto éxito inicial, ya que están pensadas para permitir la negociación de cartillas completas de valores, pero han desaparecido temporalmente del mapa financiero, una vez que la mencionada disputa se resolvió judicialmente, en primera instancia, a favor del órgano regulador de los futuros y en contra de las bolsas promotoras.

En una dirección análoga a la anterior, en el sentido de que ambas iniciativas van orientadas a

facilitar el acceso a los mercados por parte de los inversores institucionales, se encuentra la propuesta, todavía en estudio por el órgano regulador, realizada por la CME de extender a los mercados de futuros la posibilidad de negociación por bloques (*block trading*) que ya existe en las bolsas de valores, y que presenta especiales problemas en su aplicación a los mercados de futuros.

Sin embargo, la mayor capacidad de innovación, al menos en términos cualitativos, procede de las opciones negociadas fuera de las bolsas (*over-the-counter*, OTC), ya que, al ser contratos de negociación bilateral, ofrecen las mayores libertades posibles para la negociación entre las partes y, en consecuencia, disponen de más flexibilidad para adaptarse a las necesidades concretas de clientes particulares. Estas opciones tienen un campo especialmente abonado en materia de divisas, como consecuencia de la elevada participación de los bancos en los mercados de cambios, la cual los convierte en oferentes naturales de aquéllas para su clientela. En Londres, capital mundial de dichos mercados, se ha desarrollado incluso un mercado semiformalizado de tales opciones: *London Interbank Currency Options Market* (LICOM).

Recientemente, en esta misma plaza, teniendo en cuenta el entorno jurídico institucional que favorece la presencia en ella de buena parte de la actividad financiera internacional, ha emergido un mercado extrabursátil de opciones sobre acciones y, sobre todo, índices, especialmente a partir del *crash* bursátil de octubre de 1987, que puso de manifiesto los peligros de confiar incondicionalmente en la liquidez que ofrecen los mercados organizados. Algunas estimaciones si-

túan el tamaño de este mercado sobre dos o tres veces el que tiene lugar en el mercado LTOM. La actividad de los mercados organizados de opciones se ve, de alguna forma, incentivada por el mercado extrabursátil, dada la lógica necesidad por parte de las entidades bancarias emisoras de estas opciones de cubrirse, a su vez, de los riesgos asumidos, en ocasiones muy elevados.

Hay que tener en cuenta que, a través de las emisiones de bonos con *warrants* (que no son otra cosa que una modalidad de las opciones), los mercados internacionales de bonos se han visto alimentados, como hemos visto anteriormente, de opciones de esta clase en los últimos años; especialmente en 1989, cuando tales emisiones llegaron a duplicar la importancia relativa registrada en los dos años precedentes: un 26,3 por 100 del total de emisiones internacionales de bonos, frente a un 13,1 por 100 en 1988 y un 13,7 por 100 en 1987.

En materia de tipos de interés, los productos más desarrollados son aquellas opciones que, de una u otra forma, limitan el riesgo derivado de la evolución de aquéllos cuando el instrumento financiero principal está denominado a interés variable, como son *caps*, *floors* y *collars*; de todos los cuales, según la ISDA (*International Swap Dealers Association*), se negociaron en la primera mitad de 1989 unos 147.000 millones de dólares. Según la misma fuente, las opciones sobre *swaps*, denominadas *swaptions*, alcanzaron los 40.000 millones.

Una innovación muy interesante es la denominada *opción asiática*, u opción sobre medias, que permite recibir, en su caso, la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio medio du-

rante el período de vigencia de la misma, que —dado que en este aspecto son siempre de tipo europeo— coincide con el vencimiento de la opción. El nombre de opción asiática se deriva de la circunstancia de que la primera vez que se utilizó tuvo lugar en Tokio. Esta clase de opción nació en los mercados de mercancías con objeto de impedir alteraciones indebidas en su oferta, y por tanto en los precios de las opciones, al tiempo de la expiración. En definitiva, se trata de reducir la volatilidad asociada al activo principal (especialmente aquella que puede deberse a intervenciones interesadas en los mercados) mediante una técnica tan elemental como es el empleo de un promedio. En 1989, este tipo de opciones se ha extendido a instrumentos financieros, especialmente en relación con las divisas.

Como la volatilidad subyacente es, por construcción, menor, y por tanto también lo son las posibles ganancias potenciales para su poseedor, este tipo de opciones resultan más baratas que las opciones normales (en torno a un 60-65 por 100 del precio de estas últimas). Por otra parte, también por construcción, el riesgo de la opción se reduce a medida que va transcurriendo su tiempo de vigencia, ya que se van conociendo con certeza los sucesivos términos que van a entrar en la media final, cuya comparación con el precio de ejercicio es la que proporciona el resultado de la opción.

Por último, el desarrollo de los futuros y las opciones ha terminado por causar impacto dentro de la industria de inversión colectiva, a tenor del desarrollo que han registrado los fondos basados en ambos productos financieros, originarios de Estados Uni-

dos, de los que se estima que en la actualidad tienen, en todo el mundo, un valor algo inferior a 10.000 millones de dólares, importe que, aun siendo relativamente reducido, ha registrado un espectacular incremento en los últimos años.

Como cualquier otro tipo de fondos de inversión, los basados en futuros y opciones persiguen la diversificación de los riesgos incurridos, a la vez que la consecución de un nivel aceptable de rentabilidad. En este sentido, una reciente innovación es la que se deriva de los denominados *fondos garantizados*, en los cuales buena parte de la inversión inicial se invierte en bonos del Tesoro cupón cero (por tanto, con rendimiento seguro al vencimiento), mientras que el resto se dedica a la inversión en futuros y opciones. Los rendimientos que se obtengan de la operación con estos instrumentos se reinvierten en los mismos, lo que, dado su elevado grado de apalancamiento financiero, podrá suponer en algunos casos unas tasas de rentabilidad espectaculares sobre la inversión realizada, mientras que la porción invertida en los bonos cupón cero ayuda a garantizar un cierto rendimiento mínimo.

## V. CONCLUSIONES

El análisis de tres importantes pilares del sistema financiero internacional actual —representados por otros tantos tipos de mercados: de cambios, crediticios y de cobertura de riesgos— permite destacar algunas conclusiones relevantes para el sistema financiero español.

En primer lugar, la evolución seguida por los principales mercados de cambios del mundo po-

sibilita prever para el inmediato futuro una mayor importancia del mercado español de divisas, una participación más directa en él de entidades que no cuentan actualmente con delegación de funciones en esta materia, así como una mayor sofisticación de los instrumentos empleados. Como consecuencia de la diversificación del espectro de monedas observada a nivel mundial, cabe asignar un cierto protagonismo a la peseta, aun cuando ésta difícilmente llegará a alcanzar la relevancia de otras monedas de nuestro entorno europeo. Estas tendencias estarán apoyadas por sucesivos grados de liberalización de la legislación española de control de cambios, dirección en la que se viene caminando desde hace algún tiempo.

El desarrollo de los mercados crediticios internacionales, así como la mayor integración internacional de nuestra economía, deben fomentar la presencia continuada de prestatarios españoles en aquéllos, o bien en otros mercados domésticos. En la dirección contraria, del desarrollo y la liberalización de nuestros mercados de valores cabe esperar una mayor presencia en éstos de prestatarios extranjeros, así como una participación más intensa de la peseta como moneda de denominación de operaciones financieras internacionales.

La inauguración en nuestro país de los primeros mercados organizados de futuros y opciones debe considerarse un paso positivo en la modernización de nuestro sistema financiero, aun cuando no resulta muy deseable la dispersión de esfuerzos con que se ha comenzado. En todo caso, la novedad y la mayor sofisticación que tales instrumentos conllevan permite esperar un proceso más bien lento de penetra-

ción progresiva de su uso por parte de entidades españolas.

Todas estas conclusiones se refieren al sistema financiero español considerado aisladamente. No obstante, en la medida en que nuestro país se encuentra inmerso en un proceso de construcción de un espacio financiero europeo, deben relativizarse en la medida en que dicho espacio pueda hacer desaparecer progresivamente las fronteras que separan los distintos sistemas nacionales que lo forman, sin excluir la posibilidad de llegar a disponer de una moneda común. Resulta evidente que un proceso de este tipo puede llegar a difuminar la propia entidad de los sistemas financieros de los países comunitarios, si es que entonces puede seguirse hablando de ellos con propiedad, razón por la cual nos parece importante señalar expresamente esta salvedad.

<p><b>NOTAS</b></p> <p>(1) Puede verse, a este respecto, ONTIVEROS y REYNES (1990).</p> <p>(2) Una descripción de este periodo de estancamiento en la actividad del mercado de préstamos sindicados se encuentra en ONTIVEROS (1988).</p> <p>(3) Una descripción de este tipo de instrumentos se encuentra en BANK OF ENGLAND (1988) y en ALLEN (1990).</p> <p>(4) La monografía de AFI (1990b) apunta una detallada descripción de los euromercados en 1989.</p> <p>(5) Puede verse, a este respecto, AFI (1990b).</p>	<p><b>BIBLIOGRAFIA</b></p> <p>ALLEN, T. J. (1990), «Developments in the international syndicated loan market in the 1980s», <i>Bank of England Quarterly Bulletin</i>, febrero, páginas 71-77.</p> <p>AFI (Analistas Financieros Internacionales) (1989), «El mercado español de divisas en un contexto internacional», <i>Análisis Mensual</i>, número 23, noviembre, págs. 5-12.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— (1990a), «Los mercados de cambios en el mundo: especial referencia a España», <i>Análisis Mensual</i>, n.º 27, marzo, págs. 5-18.</li> <li>— (1990b), <i>Los mercados financieros internacionales en 1989</i>, Serie Monografías, abril.</li> </ul> <p>ALZOLA, J. L. (1989), «El mercado de divisas en España: volumen y composición», Banco de España, <i>Boletín Económico</i>, septiembre, páginas 23-29.</p>	<p>BANK OF ENGLAND (1988), <i>Quarterly Bulletin</i>, mayo.</p> <p>BIS (Bank for International Settlements) (1990), <i>Survey of foreign exchange market activity</i>, Basilea, febrero.</p> <p>FISHER, D. J., y otros (1989), «The market in foreing exchange in London», <i>Bank of England Quarterly Bulletin</i>, vol. 29, n.º 4, noviembre, págs. 531-535.</p> <p>OCDE (1990), <i>Financial Market Trends</i>, n.º 45, febrero.</p> <p>ONTIVEROS, E. (1988), «Cambios de orientación en la actividad de los mercados financieros internacionales», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, Suplementos sobre el Sistema Financiero</i>, n.º 23.</p> <p>— y REYNES, A. (1990), «El mercado secundario de deuda. Un análisis empírico», <i>Desarrollo</i>, número 16, págs. 34-44.</p>
---	--	--