PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS

OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.250 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:
Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.
Teléfonos: 350 44 00/02.

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

50

1995

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA
(Presidente)
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA
(Presidente de Honor de la CECA)
MARIANO NAVARRO RUBIO
(Presidente de Honor de la Fundación FIES)
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ
LUIS CORONEL DE PALMA
FRANCISCO FERNANDEZ-JARDON
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
DIEGO FUENTES TALAVERA
JESUS MUZAS RUBIO
JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MARTIN OLLER SOLER
JOSE ORTEGA GONZALEZ
JUAN RAMON QUINTAS SEOANE
JUAN PABLO SANCHEZ SANCHEZ-SECO
AVELINO VILA OTERO

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA
(Director)
XAVIER ALKORTA ANDONEGUI
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ
ALFONSO CASTILLA ROJAS
CARLOS EGEA KRAUEL
JULIO FERNANDEZ GAYOSO
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO
JUAN ANTONIO MAROTO ACIN
FERNANDO GONZALEZ OLIVARES
(Redactor-Jefe)
CARMELA MARTIN GONZALEZ
JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JOSE LUIS RAYMOND BARA
FRANCISCO REVILLA IRANZO
JOSE MANUEL RODRIGUEZ CARRASCO
EMILIO TORTOSA COSME
JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

LAXES, S. L. Ediciones
Donoso Cortés, 22. 28015 Madrid

Depósito legal: M. 7.461.—1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

Introducción. **5**

Configuración jurídica de los contratos de futuros y opciones. *Agustín Madrid Parra.* **9**

El desarrollo de los productos derivados y sus consecuencias en los mercados financieros. *Juan Antonio Ketterer.* **34**

Regulación de los productos derivados. *J. C. W. Osborn.* **50**

Diversificación de los productos derivados y su utilización por la empresa. *Luis Costa Ran.* **56**

Productos derivados: uso y abuso. *James Rodríguez de Castro.* **77**

Estructura de los tipos de interés y teorías sobre la predicción de tipos de interés. *Bernardo García de Bernardo.* **82**

El control y medición del riesgo de tipo de interés desde una óptica de supervisión prudencial. *Javier de la Cruz González.* **91**

Control y gestión del riesgo de interés en las Cajas de Ahorros: un enfoque práctico. *Luis María Abadíe Muñoz* e *Iñaki Caminos Otermín.* **106**

La gestión en las entidades financieras y la volatilidad de los mercados. *Manuel Antonio Méndez del Río.* **117**

La evolución de los tipos de interés a corto plazo ante la globalización de los mercados. *Begoña García Greciano* y *Bernardo García de Bernardo.* **124**

Problemática fiscal de los instrumentos financieros derivados. *Eduardo Ramírez Medina.* **132**

Panorámica contable de los nuevos instrumentos financieros. *José Luis Cea García.* **142**

La globalización y las economías europeas. *Rob van Esch.* **180**

Reconciliar la seguridad social con el mercado. *Jacques Bichot.* **191**

Política económica, comportamiento y respuestas del mercado financiero en los países industrializados. *Mickey D. Levy.* **199**

Clausura de las XIII Sesiones de Trabajo de Tesorería. *Juan Cruz Alli.* **209**

Lista de Asistentes a las XIII Sesiones de Trabajo de Tesorería. **211**

INTRODUCCION

Las XIII Sesiones de Trabajo de Tesorería, desarrolladas los días 17 y 18 de noviembre de 1994 en Pamplona, y organizadas, como ya es habitual, conjuntamente por la Caja de Ahorros de Navarra y la Fundación FIES de CECA, con la colaboración de la Fondation Internationale des Sciences Humaines, han abordado, en esta ocasión, un tema que, quizá, goza de una actualidad excesiva. Excesiva porque, desgraciadamente, han sido demasiado numerosos los casos en que una actuación improcedente con derivados financieros ha generado pérdidas importantes para las empresas que no han sido capaces de ponderar adecuadamente los riesgos en que se incurre operando con estos nuevos instrumentos financieros.

Y justamente este especial tinte de escándalos financieros es lo que hacía más necesario plantear con rigor el análisis de los productos derivados en los momentos actuales. Es evidente que, aparecidos como instrumentos de cobertura que tienen justamente por objeto tratar de controlar y prevenir riesgos, han sido muchas veces utilizados como puros mecanismos especulativos. En esta función pronto se conocen los casos en que han generado pérdidas, pero es más difícil saber a quiénes les ha ido bien en su utilización.

Al plantear cuál debería ser el contenido general de las Sesiones (que, como siempre, habría de nutrir posteriormente un número de PERSPECTIVAS) se consideró que el nivel general de los participantes en las reuniones y de los lectores de la revista hacía posible no tener que insistir demasiado en aspectos muy generales de los productos derivados, que son suficientemente conocidos por el círculo de personas que integran el ámbito al que habitualmente nos dirigimos. Es, evidentemente, innecesario repetir ahora lo que es un *swap* o un *forward.* Sin embargo, se consideró útil que un jurista, especialista en Derecho Mercantil como es el profesor **Agustín Madrid Parra**, se ocupara, desde su perspectiva propia, de la regulación de los contratos de futuros y opciones que cuentan ya en nuestro sistema con mercados regulados. Y ello porque entendimos que quienes a diario trabajan en los mercados pueden tener interés en conocer con algún detalle las características jurídicas de los instrumentos con que operan.

El segundo de los trabajos trata de dar respuesta a una pregunta clave: ¿cuáles han sido los factores que han contribuido a la evolución de los mercados derivados financieros? **Juan Antonio Ketterer**, de probada experiencia en este ámbito, señala, aparte de otras conclusiones, que los mercados de derivados son mercados de inversores, en tanto que los mercados de activos al contado son mercados diseñados para y por los emisores. En segundo lugar subraya que los instrumentos derivados son mucho más que instrumentos de protección frente al riesgo; son instrumentos de gestión integral de carteras. Por último, al contrastar los mercados organizados con los mercados *over the counter* señala cómo los primeros tienen el atractivo de la liquidez y los segundos el de su mayor flexibilidad. En cuanto a riesgos, indica que pueden ser importantes si no se es capaz de manejarlos adecuadamente y hace notar el protagonismo que están asumiendo las notas estructuradas, en la medida en que permiten superar la contradicción «mercado de emisiones-mercado de inversores» e incorporar un gran número de elementos de valor añadido.

J. C. W. Osborn, como buen supervisor bancario, muestra su preocupación por el adecuado control de los riesgos que se asumen al operar con estos instrumentos y se muestra partidario de que las entidades de crédito diseñen sus propios modelos para el desempeño de esta función, aconsejando que su complejidad no vaya más allá de las posibilidades de una utilización racionalmente efectiva y satisfactoria.

¿Cuál ha sido el desarrollo de los mercados de productos derivados? **Luis Costa Ran** estudia la distribución espacial de los mercados organizados mundiales y sus consecuencias estratégicas, así como las corrientes de diversificación instrumental, poniendo de manifiesto ciertos aspectos de carácter interactivo y estratégico. Hace, asimismo, mención de los proyectos de futuros agrarios (naranja en Valencia; productos cárnicos, cereales y otros, en Barcelona) y analiza los efectos de la diversificación en los mercados OTC.

En la misma línea de análisis, **James Rodríguez de Castro** explica las razones de la creciente utilización de los productos derivados en el ámbito empresarial y trata de formular una tipología de los abusos en que han incurrido las empresas distinguiendo tres categorías. La primera es aquella que comprende los que se producen como consecuencia de una excesiva especulación o una utilización improcedente de estos instrumentos. La segunda es la que se debe a la inexperiencia de los agentes, y la tercera y última, la formada por los abusos contables o los generados por una legislación inadecuada.

En el ámbito financiero, la conexión entre tipos de interés y productos financieros es evidente. Por ello, el bloque de artículos que, a continuación, se referencian se preocupan de las cuestiones relativas a este punto.

En primer término, **Bernardo García de Bernardo** trata de dar información sobre las distintas teorías que se aplican para determinar el comportamiento futuro de los tipos de interés y los factores que influyen en su comportamiento. Concluye, sin embargo, recalcando la necesidad de formar opiniones propias, ante lo aleatorio de las previsiones teóricas de los analistas.

Por su parte, **Javier de la Cruz**, desde la posición de la supervisión bancaria, reseña las principales ideas que hoy priman en España sobre el control y medición del riesgo de tipo de interés. La idea clave de su trabajo es que el control y la gestión del riesgo de tipo de interés debe descansar fundamentalmente en los propios gestores de las entidades, que deben ser quienes elijan libremente el modelo a seguir, quedando el papel de supervisor limitado a establecer el conjunto de requisitos mínimos que debe cumplir el modelo.

Luis María Abadíe Muñoz e **Iñaki Caminos Otermín** distinguen en su trabajo los riesgos de mercado y la actividad minorista de las Cajas de Ahorros para profundizar en las técnicas de gestión de riesgos de modo diferenciado. Los modelos de simulación que diseñan permitirían, en un paso siguiente, poder analizar, desde el punto de vista del riesgo de interés, las variaciones en el valor financiero de los recursos propios de una caja de ahorros, cubriendo así el objetivo estratégico más importante de la gestión financiera de cualquier empresa.

El estrechamiento de los márgenes financieros y la creciente volatilidad de las cuentas de resultados de las entidades son motivo suficiente para **Manuel Antonio Méndez del Río** para reflexionar sobre la bondad de los sistemas de gestión utilizados por las entidades financieras y sobre su aparente ineficacia en entornos volátiles. La determinación de la calidad de la gestión de entidades financieras ha seguido diversos caminos. Unas veces, asimilándola a los procesos manufactureros e industriales, se ha fijado en base a la capacidad de la entidad de encontrar equilibrios óptimos entre los niveles obligatorios de reservas, los de activos líquidos y los de préstamos y créditos. Otro enfoque considera el pasivo como el producto típico de la actividad bancaria, constituyéndose éste en la variable de decisión. Desde esta perspectiva, la clave de la gestión vendría determinada por la habilidad de encontrar equilibrios óptimos entre el nivel de recursos propios y el de recursos ajenos y la composición de éstos a través de una producción diferenciada.

Por último, la teoría de carteras trata de superar estas perspectivas considerando la actividad bancaria compuesta por un conjunto de activos financieros cuyas rentabilidades pudieran considerarse exógenas.

Estas teorías se han visto profundamente afectadas por los intensos cambios que se han producido en el ámbito financiero y crediticio, que han obligado a las entidades a desarrollar nuevos esquemas de gestión, similares a los de otras industrias habituadas a entornos competitivos. Pero el autor señala que el factor diferencial clave respecto de éstas es que las entidades financieras viven básicamente del riesgo, que constituye el fundamento de su negocio.

Tras analizar las distintas medidas de rentabilidad ajustadas a riesgo considera que merecería la pena explorar la optimización de estructuras de balance.

El último de los trabajos de este bloque es el que aparece firmado por **Begoña García Greciano** y **Bernardo García de Bernardo** en el que se destaca el protagonismo adquirido por los tipos de interés a corto del mercado interbancario ante la globalización de los mercados desde una doble vertiente. Internamente, analizando la evolución del tipo interbancario a corto como variable instrumental de la política monetaria y su relación con los tipos de intervención del Banco de España. Desde una perspectiva internacional, analizando si la liberalización de los mercados ha contribuido a la convergencia en los tipos de interés dentro de la Unión Europea, examinando, por último, el grado de asociación de tipos a corto entre distintos países.

En toda operación financiera los aspectos fiscales y contables constituyen puntos de especial interés. Por eso se incorporan dos trabajos, uno de **Eduardo Ramírez** y otro de **José Luis Cea** en los que, respectivamente, se abordan cada una de estas perspectivas.

Por último, y como es habitual en las Sesiones de Trabajo, al margen del análisis específico de los productos financieros derivados, como tema dominante de las reuniones, la curiosidad de los expertos en Tesorería va más allá de las labores propias de su quehacer cotidiano y reclama mayor información sobre problemas económicos de carácter

general que tienen una especial urgencia en cada momento. En este sentido las aportaciones de **Rob van Esch**, **Jacques Bichot** y **Mickey D. Levy** tratan de ampliar el espacio cultural económico en que se mueven las Sesiones, refiriéndose a las cuestiones relacionadas con la globalización de la economía, las posibles vías de futuro de la seguridad social y la articulación de políticas económicas favorecedoras del desarrollo.

Una advertencia final —que es también nota de agradecimiento— debe hacerse. En este número no se ha recogido la intervención de **Juan Ramón Jiménez**, Consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra que, en la sesión de apertura, dio, como es ya tradición, cumplida cuenta de la situación económica de Navarra a finales de 1994. Tampoco se publica el interesante coloquio que bajo el título «Panel sobre previsiones económicas» y presidido por el profesor **Fuentes Quintana** se desarrolló por **Julio Alcaide**, **Federico Prades** y **Angel Laborda**. Las razones que han aconsejado no incluir estos trabajos en este número son puramente de coyuntura. El ritmo de los acontecimientos económicos es lo suficientemente rápido como para dejar muy desfasados los datos que se utilizaron en estas intervenciones —que tuvieron lugar a mediados de noviembre de 1994—. Al difundirse esta publicación, en la primavera de 1995, las cifras se han alterado y nuevos acontecimientos acaparan la atención de quienes siguen, al día, la evolución de la coyuntura económica, por lo que consideramos casi una falta de respeto a nuestros lectores publicar ahora datos o reflexiones que no estarían debidamente actualizados.

Por último, el número se cierra con las palabras pronunciadas en el acto de clausura por el Excelentísimo Sr. D. **Juan Cruz Alli**, Presidente del Gobierno y de la Caja de Ahorros de Navarra.

CONFIGURACION JURIDICA DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES

Agustín Madrid Parra

INTRODUCCION

Conviene desde un primer momento acotar el objeto sobre el que versará el examen o reflexión que a continuación se hará. En el ámbito de los denominados «productos derivados» se encuentran variados instrumentos financieros. Como concepción genérica, en el sistema financiero se entiende por «producto derivado» aquel instrumento financiero cuyo valor depende del valor que, a su vez, tenga un activo (subyacente: elemento patrimonial o índice) en el que se basa. Aquí serán examinados dos tipos de contratos, considerados derivados, como son los de futuros y opciones, sin entrar en otros como los de permuta financiera (*swap*).

Hecha esta primera acotación, se impone también la necesidad de señalar la óptica desde la que se hará el examen de dichos contratos. Probablemente, el máximo interés que despierten los contratos de futuros y opciones sea de índole económica. Son instrumentos financieros y, por tanto, su importancia viene de la mano de la función económica que desempeñan. De ahí que preocupe el estudio del impacto de dichos instrumentos en los mercados de capitales, el funcionamiento de los propios mercados de futuros y opciones, así como la interrelación entre los mercados de contado y los de operaciones a plazo. Reconocida la importancia de la perspectiva económica, ahora se pretende hacer una aproximación jurídica al tema. Los mercados de futuros y opciones se asientan sobre la base de la negociación de unos contratos que son algo más que meros instrumentos financieros: son instrumentos jurídicos. Se insertan en el ámbito de las instituciones jurídicas que conforman nuestro ordenamiento.

Diversas son, a su vez, las atalayas desde las que el jurista puede escudriñar y desbrozar las instituciones que rigen una determinada realidad socioeconómica. Pueden ser objeto de examen desde una óptica constitucional, penal, fiscal, etc. Aquí se pretende hacer una aproximación desde una perspectiva jurídico-mercantil. Se trata de conocer y examinar las notas características que configuran estos contratos y el régimen jurídico sustantivo que les es aplicable. Con frecuencia, en materia contractual, donde prima el principio de autonomía de la voluntad (art. 1.255 Código civil), la tarea ha de ser la de examinar el clausulado de concretos contratos elaborados y utilizados por las partes a fin de establecer su naturaleza jurídica y, en consecuencia, el régimen jurídico aplicable. Sin embargo, las presentes reflexiones vienen intituladas como «configuración jurídica», no «naturaleza jurídica», de los contratos de futuros y opciones. Ello obedece a dos motivos.

Un primer motivo se encuentra en la existencia en España de un régimen jurídico específico regulador de los contratos de futuros y opciones, así como de los mercados en que se negocian. Lo relevante, pues, es conocer el régimen jurídico aplicable. Cuando un concreto tipo de contrato no cuenta con una regulación jurídica específica es necesario realizar un doble proceso: primero inductivo, y, luego, deductivo. Examinadas las características propias del contrato, se califica la naturaleza jurídica del mismo. Esta tarea de clasificación jurídico-dogmática tiene como finalidad deducir el régimen jurídico aplicable. En el caso de los contratos de futuros y opciones, con independencia de cuál pueda ser la calificación dentro de las distintas categorías dogmáticas, existe un régimen jurídico específico aplicable. Lo importante, pues, es examinar ese régimen jurídico. Si en la práctica llegase a existir un conflicto de intereses donde se pusiera de manifiesto la insuficiencia de la regulación jurídica propia, entonces sería necesario acudir a las categorías jurídico-dogmáticas generales para, en función de la naturaleza jurídica, aplicar las normas supletorias procedentes. De ahí que sea conveniente no olvidarse de la naturaleza jurídica de los contratos de futuros y opciones, si bien con el carácter secundario señalado.

El segundo motivo por el que se hace hincapié en la «configuración jurídica», más que en la «naturaleza jurídica», de los contratos de futuros y opciones estriba en la dificultad de reconducir, de una manera unívoca, a una sola categoría jurídica la variedad de supuestos que se dan dentro de los contratos de futuros o de los contratos de opción. Hace ya casi

veinte años, Olivencia señalaba «la imposibilidad de reconducir a naturaleza jurídica unitaria las diferentes figuras que el Derecho español engloba indiscriminadamente bajo la común denominación de operaciones a plazo» (Olivencia, 1977, pág. 73). Tal afirmación se hacía cuando, no obstante, la existencia del entonces vigente artículo 76 del Código de Comercio, desarrollado en el Reglamento de Bolsas, la Ley de 23 de febrero de 1940 (hoy derogada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) prohibía «la contratación de operaciones a plazo en todas sus modalidades». Hoy, sin embargo, existen en España mercados organizados de futuros y de opciones, con sus normas reguladoras, en los que se negocian contratos sobre renta fija y sobre renta variable, sobre tipos de interés, sobre índices o sobre acciones concretas. Aunque se puedan encontrar líneas maestras en la configuración jurídica de cada tipo de contrato, que permita reconducirlo hacia alguna categoría jurídica común, hay que partir ya de la constatación de la dificultad y relatividad de tal pretensión. Lo importante, dicho sea una vez más, es el régimen jurídico aplicable conforme a la configuración que en el ordenamiento se hace del contrato.

I. CONTRATOS DE FUTUROS

Sin perjuicio de las matizaciones que después se hagan, conviene partir de un primer concepto instrumental de contrato de futuros, que permita saber de qué instrumento jurídico-financiero se está hablando. Con el contrato de futuros se formaliza una compraventa en la que se pospone el cumplimiento de las obligaciones de las partes (entrega de la cosa y pago del precio) a una determinada fecha. Se trata de una modalidad de las llamadas operaciones a plazo. Las opciones, como luego se verá, instrumentan otra modalidad de operaciones a plazo.

1. Antecedentes

La existencia de mercados organizados especializados en la negociación de contratos de futuros y opciones se presenta como una novedad reciente en España. La estructuración de dichos mercados tiene lugar en la presente década final del siglo XX. Sin embargo, los contratos de futuros y de opciones son viejas instituciones jurídicas. Los contratos de entrega futura de productos (*commodities*) parecen existir desde tiempo inmemorial. Se iniciaron en relación con productos agropecuarios y metales. Las partes contratantes buscaban protección contra las fluctuaciones de precios experimentadas por dichos productos.

Se tienen noticias (Keen, 1984, pág. 397) de un primer mercado organizado de futuros ya en el siglo XVII en Japón, en el que se negociaban contratos de futuros sobre el arroz. Más tarde, en el siglo XIX aparecen ya operaciones de futuros en Inglaterra. Es, sin embargo, en Estados Unidos, en la ciudad de Chicago, donde toman auge y se desarrollan los mercados de futuros, a partir de mediados del siglo XIX.

En España, el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe favorable del Banco de España, autorizó en septiembre de 1989 la creación de los mercados de futuros y opciones. El 8 de noviembre del mismo año, OM Ibérica, S. A. inició la contratación de opciones en Madrid, y el 16 de marzo de 1990 MEFF, S. A. comenzó la contratación de futuros en el MEFF (Mercado de Futuros Financieros) de Barcelona.

Sin embargo, las operaciones a plazo estuvieron ya contempladas en nuestro ordenamiento jurídico mucho antes. Los antecedentes normativos de nuestros actuales mercados de futuros y opciones se jalonan en una historia de «amor y desamor» en relación con las operaciones a plazo. He aquí algunas pinceladas de dicha historia, de cuyas vicisitudes ya se hiciera eco la Exposición de Motivos de nuestro centenario Código de Comercio de 1885.

En dicha Exposición de Motivos se hace referencia al Real Decreto de 10 de septiembre de 1831, en el que se legisló por primera vez sobre las operaciones a plazo, y se afirma: «A pesar de las fluctuaciones de la opinion y de las vacilaciones de los Gobiernos, la verdad es que, con prohibicion ó sin ella, las operaciones á plazo han continuado practicándose, lo mismo en la Bolsa de Madrid que en las Bolsas extranjeras, siendo impotentes los esfuerzos del legislador y los anatemas de la opinión pública para suprimirlas, quedando reducida la cuestión, en los momentos presentes, á saber si el legislador debe ó no prestarles fuerza jurídica, haciendo obligatorios los pactos que celebren los particulares, cualesquiera que sean las condiciones estipuladas».

Las operaciones bursátiles a plazo fueron absolutamente prohibidas en el Real Decreto de 5 de abril de 1846. No obstante, la contratación ilegítima y clandestina continuó fuera de la Bolsa (véase Olivencia, 1970, pág. 241).

El Real Decreto de 8 de febrero de 1854 autorizó de nuevo las operaciones a plazo, siempre que éste no excediese del último día del mes inmediato y que existiesen en poder del vendedor los títulos que se propusiese vender. Pero las operaciones a plazo continuaron realizándose sin cumplir este requisito de la previa existencia de la cosa vendida en poder del vendedor, llegando la contratación hecha de esta forma a constituir —según se dice en la Exposición de Motivos del Código de 1885— «el principal alimento de las negociaciones bursátiles».

En consecuencia, el Código de Comercio de 1885 dispuso en el párrafo primero de su artículo 75: «Las operaciones que se hicieren en Bolsa se cum-

plirán con las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes, pudiendo ser al contado o a plazo, en firme o a voluntad, con prima o sin ella, expresando, al anunciarlas, las condiciones que en cada una se hubiesen estipulado».

El planteamiento totalmente liberal del Código de 1885 se vio truncado por la Ley de 23 de febrero de 1940, que prohibió la contratación de operaciones a plazo sobre títulos mobiliarios en todas sus modalidades mientras no se dispusiera por Ley lo contrario. La Ley 2/1962, de 14 de abril, de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca, previó su restablecimiento en la base novena, y el artículo 23 del Decreto-ley 7/1964, de 30 de abril, restableció la posibilidad de operaciones a plazo sobre títulos de cotización calificada, aunque estableciendo que «corresponderá al Gobierno determinar el momento en que dicha contratación haya de iniciarse, y al Ministro de Hacienda autorizar las clases y modalidades que en cada momento puede revestir». Pero la autorización del gobierno no llegó a producirse.

Sin perjuicio de la regulación general de operaciones al contado y a plazo contenida en el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, aprobado por Decreto 1.506/1967, de 30 de junio, la regulación específica que ha impulsado la aparición de mercados especializados en operaciones a plazo de futuros y opciones se ha desarrollado en el ámbito de la Deuda Pública. Sobre la base de la habilitación contenida en los artículos 101 y 102 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, y el artículo 38.4 de la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, autorizó en su artículo 12.7 al Ministerio de Economía y Hacienda para establecer «las operaciones que podrán realizarse en el mercado secundario encomendado a las Entidades Gestoras». A tenor de dicha autorización, la Orden de 19 de mayo de 1987 permitió en su artículo 10 la realización o gestión de operaciones de compraventa simple a plazo, a las que definía como «aquéllas en que la transmisión del valor se efectúe en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación».

Igualmente, el Real Decreto 505/1987 facultaba al Ministerio de Economía y Hacienda para encomendar al Banco de España la fijación del procedimiento de cotización y demás prácticas a observar por las entidades gestoras. Dicha encomienda se efectuó en el artículo 22 de la Orden de 19 de mayo de 1987. Pero a su vez la Orden condicionó la autorización de las operaciones en compraventa a plazo entre las entidades gestoras y sus comitentes a la organización previa del mercado de plazo entre titulares en cuentas en la Central de Anotaciones y a la ulterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. En consecuencia, el Banco de España dictó la Circular 12/1988, 8 de septiembre, sobre anotaciones en cuenta de Deuda del Estado y operaciones a plazo, permitiendo a las entidades titulares de cuentas en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado contratar entre ellas, a partir del 1 de diciembre de 1988, operaciones de compraventa simple a plazo sobre Deuda del Estado representada mediante anotaciones en cuenta.

El nuevo reconocimiento legal de las operaciones a plazo se encuentra actualmente en el artículo 38 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: «Las operaciones que se hicieran en los mercados secundarios oficiales de valores se cumplirán en las condiciones y en el modo y forma que hubiesen convenido los contratantes, pudiendo ser al contado o a plazo en sus diversas modalidades».

Antes de que en julio de 1989 entrase en vigor la Ley del Mercado de Valores, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, haciendo uso de la delegación contenida en la Orden de 19 de mayo de 1987, mediante la Resolución de 21 de marzo de 1989, sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada, procedió a autorizar la contratación a plazo con particulares de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, así como el establecimiento por las entidades gestoras de un sistema de compensación y liquidación que permitiera la contratación de futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada. En concreto, se permitió la compraventa aplazada de un valor nocional o de una combinación o cesta de valores, cuyo precio y demás características derivasen de valores concretos de Deuda del Estado representados en anotaciones en cuenta.

En el Preámbulo de dicha Resolución se anunciaba ya que la contratación de tales instrumentos «pudiera ser el embrión de un más amplio desarrollo en España de mercados de futuros financieros, en los que podría negociarse en su día una gama más amplia de contratos, y a los que el Gobierno, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 31 y 59 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, pudiera elevar oportunamente a la condición de mercado secundario oficial».

En 1990 se dio rango legal expreso —y directo— a la habilitación al Ministro de Economía y Hacienda permitiéndole autorizar el establecimiento de mercados de productos derivados en general, sin necesidad de circunscribirse a la deuda pública anotada. Así, en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 se modificó, entre otros, el artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores. A tenor de esta modificación se autorizó la negociación de contratos de futuros y opciones sobre el MIBOR a tres meses en los mercados secundarios de valores no oficiales, esto es, en los mercados de productos derivados ya existentes: los futuros en el MEFF, y las opciones en el OM Ibérica, S. A., primero, y en el MOFEX, después.

El reconocimiento y regulación de los mercados

de futuros y opciones como mercados secundarios con carácter oficial se produce en el Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones (*BOE* núm. 310, de 27 de diciembre de 1991), que se dicta en desarrollo y al amparo de los artículos 31 y 59 de la Ley del Mercado de Valores. Se siguen los criterios reguladores de las bolsas de valores y del mercado de la deuda pública, y, más concretamente, lo dispuesto en el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, sociedad de bolsas y fianza colectiva. Debido a la singularidad técnica de los mercados de futuros y opciones, se encomiendan a la propia Sociedad Rectora —a diferencia de lo que ocurre en el mercado bursátil— las funciones de compensación y liquidación, así como se establece un régimen más rígido de garantías bajo el principio de actualización diaria, base de la seguridad del mercado.

El Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, contiene la regulación básica que establece la estructura de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones a la vez que configura jurídicamente los contratos objeto de negociación en dichos mercados. La entrada en vigor de este Real Decreto no supuso la inmediata derogación de la Resolucion de 21 de marzo de 1989, sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada. Al contrario, se prevé la vigencia, al menos parcial, de dicha Resolución. Así, la Disposición Transitoria 2 del Real Decreto 1.814/1991 establece: «En tanto que, de acuerdo con lo previsto en la disposición final del presente Real Decreto, no se dicten las disposiciones necesarias para su desarrollo, permanecerán vigentes aquellas normas contenidas en la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de 21 de marzo de 1989, sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre Deuda del Estado Anotada, que no se opongan a lo previsto en el mismo».

Al amparo de la nueva normativa se aprobaron en España dos mercados secundarios oficiales. En cada uno de ellos se negocian futuros y opciones. Son:

— MEFF Renta Fija: Aprobado por Orden de 8 de julio de 1992, por la que se autoriza el mercado de «MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima», con el carácter de mercado secundario oficial (*BOE* de 15 de julio de 1992).

— MEFF Renta Variable: Aprobado por Orden de 8 de julio de 1992, por la que se autoriza el mercado de «MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad Anónima», con el carácter de mercado secundario oficial (*BOE* de 15 de julio de 1992).

2. Concepto

El contrato de futuros ha sido definido (González del Río, 1990, pág. 239) como «aquél por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato».

Quizá convenga matizar esta definición en el sentido de referirse mejor al momento de perfección del contrato, y no a la firma del mismo. Ciertamente, el precio queda fijado en el momento de la firma del contrato. Pero, evidentemente, ello es así cuando hay firma del contrato entendida ésta en sentido tradicional o, incluso cuando se utilice la llamada firma electrónica. Pero cuando se lleva a cabo la negociación en el contexto de un mercado informatizado, la celebración de contratos se puede realizar mediante la emisión del consentimiento y consiguiente perfección del contrato sin la existencia formal de la firma. En tal caso, el precio queda fijado en el momento de la perfección, no existiendo «momento de la firma».

El examen que aquí se hará de los contratos de futuros —y de opciones— se centrará fundamentalmente en la configuración jurídica genérica de los contratos que son objeto de negociación en los mercados secundarios de futuros y opciones españoles, al amparo de su regulación específica contenida en el Real Decreto 1.814/1991. No obstante, y en cuanto sea conveniente para una mejor comprensión de las instituciones jurídicas, se harán las referencias necesarias a las características de estos contratos al margen de su estructuración como instrumentos financieros utilizados en un mercado secundario organizado.

Quede, pues, claro que se trata de examinar los contratos de futuros financieros teniendo como telón de fondo los contratos de futuros sobre productos (*commodities*). La evolución y desarrollo histórico de estos instrumentos va siguiendo un proceso de «espiritualización», precisamente desde los contratos sobre productos agropecuarios y metales a los que tienen como activo subyacente tipos de interés o un determinado índice. Sin embargo, en España el proceso de implantación de mercados organizados ha seguido justamente el proceso contrario. No se ha comenzado con el mercado sobre cítricos en Valencia, sino con los mercados de futuros financieros y opciones financieras de Madrid y Barcelona.

De ahí que el propio desarrollo normativo de la materia se haya centrado en la regulación de los mercados financieros, previendo la aplicación de las mismas normas, en cuanto sea posible, a los mercados no financieros, y autorizando al Ministro de Economía y Hacienda para dictar reglas especiales aplicables a estos últimos mercados (disposiciones adicional y final del Real Decreto 1.814/1991).

Se parte, pues, aquí de un concepto amplio de contrato de futuros, como el que se ha dado. Ese es el panorama de fondo. El primer plano viene dado por el concepto de futuros financieros que se contiene en el Real Decreto 1.814/1991. Según el artículo 1.º2.*a)* del Real Decreto, se entenderán por futuros financieros «los contratos a plazo sobre valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera, que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador».

3. Finalidad

Antes de entrar a examinar las características del contrato, conviene hacer referencia a la finalidad o finalidades a las que puede servir. No se pretende ahora entrar a examinar con detenimiento el uso —o usos— que en el sistema financiero se puede hacer de estos contratos. Ciertamente será diferente el objetivo que busque un gestor de un fondo de inversión al pretendido por el responsable de la tesorería de una determinada entidad.

Aquí se quiere hacer referencia a las distintas finalidades a las que puede servir un contrato de futuros desde la perspectiva jurídica de la causa de los contratos, entendida ésta como la finalidad socioeconómica a la que el contrato está dirigido. Sabido es que el artículo 1.261.3.º del Código civil exige la existencia de una causa como requisito esencial para la validez de los contratos. Por su parte, el artículo 1.275 del Código civil dispone: «Los contratos sin causa, o con causa ilícita, no producen efecto alguno. Es ilícita la causa cuando se opone a las leyes o a la moral».

Con independencia de los «motivos personales» que puedan llevar a la celebración de un contrato de futuros, estos instrumentos pueden servir para alguna de las siguientes finalidades o funciones:

a) Función de cobertura: para protegerse —mediante un contrato de futuros— de los riesgos que implican las oscilaciones en el valor económico del elemento subyacente (valores, tipos de interés o índices) del contrato. Esta es la principal función o finalidad de los contratos de futuros, al menos en lo que se refiere a su origen y desarrollo histórico.

b) Función de especulación: se hace un pronóstico de la evolución que seguirán los precios y se adopta la consiguiente posición en el mercado asumiendo las consecuencias económicas favorables o contrarias según se cumplan o no las expectativas. El pronóstico estará basado en el conocimiento y estudio detenido de la evolución de la economía y de los mercados. No obstante, al no existir un determinismo absoluto, siempre quedará un «alea», que colocará la especulación en la línea de los juegos de azar. Ello no significa la carencia de causa lícita. El juego no prohibido tiene una causa justa (art. 1.801 Código civil).

c) Función de arbitraje: se trata de obtener un beneficio a través del aprovechamiento de las situaciones anómalas de desajuste en los precios entre diferentes mercados. El ejercicio de esta función requiere un exhaustivo conocimiento de los mercados y sus distintos segmentos, así como la disponibilidad de medios técnicos que permitan la rápida toma de decisiones y su ejecución inmediata.

4. Características

Se hará ahora un recorrido por las principales características que configuran jurídicamente los contratos de futuros. El examen se hará teniendo en cuenta la evolución desde los contratos de futuros individualizados a los normalizados («estandarizados»).

a) *Tipificación mercantil*

El de futuros ha sido un contrato atípico, que, como otros contratos novedosos, se ha introducido en nuestro tráfico jurídico mercantil en respuesta a una demanda de los agentes socioeconómicos. Sobre la base del principio de la autonomía de la voluntad (art. 1.255 Código civil), las partes contratantes han ido estableciendo las cláusulas y rasgos del contrato que venían a satisfacer la necesidad de atender determinadas funciones económicas. La primigenia función prestada por el contrato corresponde a la finalidad «aseguramiento» buscada por las partes.

Los contratantes coincidían en dos intereses contrarios, pero complementarios. Una parte busca asegurarse para un momento futuro la venta de un determinado producto. La otra parte pretende la adquisición de este producto en dicho momento futuro al precio fijo ya pactado de antemano. Se puede decir que esta es una vieja función de este contrato atípico configurado por las partes contratantes. La novedad se presenta en la medida en que en la relación contractual empiezan a adquirir relevancia las consecuencias económicas del contrato en función de las circunstancias del mercado en el momento en que el contrato ha de ser ejecutado. Lo fundamental no es ya tanto la transmisión del activo subyacente cuanto las consecuencias económicas favorables o desfavorables para los contratantes en razón de la evolución de los precios en el mercado.

Es esta vertiente novedosa del contrato de futuros la que se encuentra como trasfondo de la sentencia del Tribunal Supremo de 19 de noviembre de 1990 que, antes de que se regulasen los mercados

de futuros y opciones se refería a la «categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuros (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir unos compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta que o cuando se produzca el momento o *dies ad quem* ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada, tal y como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo o en los intercambios previstos, anticipadamente, para su posterior distribución o comercialización sobre productos energéticos)». Se ha de entender que la cuantificación a la que se refiere la sentencia no es la del precio, que está perfectamente predeterminado, sino a las consecuencias económicas de pérdidas o ganancias en la operación que sólo se podrán concretar en la fecha de vencimiento o *dies ad quem.*

En la actualidad, el contrato de futuros no es un contrato atípico. Se encuentra contemplado y definido en el artículo 1.º2.*a)* del Real Decreto 1.814/1991. Verdad es que, en esta definición, ya vista, se diseña una estructura de contrato pensado para su negociación en un mercado organizado. Pero el precepto recoge el concepto general de contrato de futuros como operación a plazo, estableciendo los requisitos de «estandarización» necesarios para su configuración diferenciada del contrato de futuros individualizado o *forward.*

Tanto bajo su anterior condición de contrato atípico como una vez tipificado, el contrato de futuros tiene una clara naturaleza mercantil. Baste señalar algunos razonamientos que de forma concurrente llevan a esa misma conclusión:

1.º) Argumento de carácter general: Se trata de uno de los actos de comercio a los que se refiere el artículo 2.º del Código de comercio: «Serán reputados actos de comercio los comprendidos en este Código y cualesquiera otros de naturaleza análoga». Aunque este contrato no esté regulado en el Código, no hay que acudir a la regla de la analogía para calificarlo como mercantil. El párrafo 2.º del artículo 2.º del Código tenía pleno sentido cuando el propio Código respondía a una pretensión omnicomprensiva de toda la regulación mercantil. Sin embargo, cuando aumentan los «vacíos» —artículos en blanco— del Código, porque su contenido ha pasado a ser regulado por normas mercantiles fuera de este cuerpo legal, hay que entender como mercantil no sólo la materia contenida en el Código, sino también en el resto de normas que junto con el Código constituyen el conjunto de la legislación mercantil. Tal es el caso de la Ley del Mercado de Valores, que contiene la regulación general que permite la creación de mercados, oficiales [arts. 31.*c)* y 59] o no (art. 77, último párrafo), como son los de futuros y opciones.

2.º) Argumento específico: La propia configuración de los contratos de futuros y opciones como valores anotados en cuenta, con remisión al régimen general establecido para dichos valores en la Ley del Mercado de Valores. Literalmente el artículo 1.º5 del Real Decreto 1.814/1991 dispone: «Los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente Sociedad Rectora a las que será de aplicación, con las adaptaciones que impongan las especiales características de aquéllos, el régimen contenido en el capítulo II del título I de la Ley del Mercado de Valores». El referido capítulo II comprende los artículos 5 a 12, y se intitula «De los valores representados por medio de anotaciones en cuenta».

3.º) Argumento a mayor abundancia: Cuando el activo subyacente está constituido por elementos como los productos agropecuarios, energéticos, o metales, la compraventa puede ser calificada como mercantil, ya que el supuesto es subsumible en el contemplado por el artículo 325 del Código de comercio al darse el supuesto en él contemplado: «Será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron, o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa». Tratándose de activos financieros, la naturaleza mercantil proviene precisamente de su carácter financiero y del hecho de ser empresarios quienes, en el ámbito de su actividad económica específica, celebran contratos de futuros. En el caso de productos físicos, el comprador es un empresario que revende, en la misma forma que compró o una vez se ha llevado a cabo una transformación industrial del producto.

b) *Operación a plazo*

Se trata de un contrato u operación «a plazo», pero no de una compraventa con precio aplazado. Hay dos diferencias significativas:

1.ª) La compraventa con precio aplazado no permite realizar operaciones especulativas. El contrato de futuros, sí. Según una sentencia del Tribunal Supremo de 26 de noviembre de 1987, existe una fundamental distinción entre operaciones a plazo y operaciones con precio aplazado, porque en éstas lo único que queda aplazado es el pago efectivo de un precio convenido desde que el contrato se perfecciona, quedando eliminada la búsqueda del lucro en aleatorias diferencias perseguidas por las operaciones a plazo. Según esta sentencia la operación a plazo es una modalidad de la compraventa mercantil (véase Angel Yagüez, 1988, pág. 249).

2.ª) En la compraventa con precio aplazado se entrega la cosa y se pospone el pago del precio. En el contrato de futuros cabe la compraventa de cosa futura. Es más, en sus orígenes el contrato de futuros nace como medio de asegurarse un precio

determinado para la venta de productos, agrícolas o de otra índole, que se obtendrían en el futuro. Si se quiere, se puede decir que el contrato de futuros es una compraventa con precio aplazado, pero en la que la entrega de la cosa se pospone también. En cualquier caso, se cumple, en principio, el supuesto contemplado por el artículo 1.445 del Código civil: «Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente».

Lo específico en la operación a plazo es que el tiempo se convierte en un elemento esencial que afecta a la obligación principal de cada una de las partes, a saber: la entrega de la cosa y el pago del precio. Se aplaza el cumplimiento de ambas obligaciones, no de una solamente. Esa es la diferencia respecto de la compraventa con precio aplazado, o aquella otra en la que se pague al contado pero se aplace la entrega de la cosa (véase Olivencia, 1977, páginas 72, 86). Para ambas partes es fundamental y relevante que la ejecución del contrato esté pospuesta. La cuestión no es de «eficacia», sino de «ejecución» del contrato (véase Olivencia, 1977, página 71). Perfeccionado el contrato en el momento de su celebración, el mismo es eficaz; pero la ejecución queda pospuesta, tanto para comprador como para vendedor hasta el momento futuro preestablecido.

Se trata de un contrato de ejecución futura, pero no de una compraventa de cosa futura en sentido estricto, aunque en el contrato de futuros quepa la compraventa de cosa futura. El artículo 1.271 del Código civil dispone que pueden ser objeto de contrato todas las cosas que no están fuera del comercio de los hombres, aun las futuras. De hecho habrá supuestos en que el contrato de futuros —especialmente si el elemento subyacente es un producto agrícola— tendrá como objeto una cosa futura. Pero se da en tal caso una mera cuestión de hecho. El objeto del contrato es una determinada cantidad de un producto con unas determinadas cualidades y especificaciones, que se deberá entregar en una fecha futura, con independencia de que pudiera existir ya o no —es obvio que habrá supuestos en que la propia descripción del producto objeto del contrato ponga de manifiesto que el mismo no existe al momento de la perfección del contrato—. No se está en presencia de una *emptio rei speratae* como puede ser la compraventa anticipada de una cosecha futura. El contrato de futuros no tiene por objeto una concreta cosecha futura, por ejemplo, sino una cantidad de producto que el vendedor tendrá que entregar en la fecha pactada. El vendedor puede tener la expectativa de obtenerlo en una determinada cosecha, cuya venta anticipada a un determinado precio se asegura mediante la celebración del contrato. Pero sobre él recae el riesgo de la cosecha, ya que, si no la obtiene, en todo caso el vendedor tendrá que adquirir y poner a disposición del comprador el producto objeto del contrato.

Esta visión que se acaba de ofrecer de los contratos de futuros (no necesariamente normalizados) es la más tradicional y pegada al Código civil. Desde tal perspectiva es plenamente aplicable la afirmación antes recogida del Tribunal Supremo en el sentido de que la operación a plazo es una modalidad de la compraventa mercantil. Por tanto, el contrato de futuros, en cuanto operación a plazo, es una modalidad de la compraventa mercantil. La modalidad reside precisamente en la importancia del plazo. Este es especialmente relevante para ambas partes contratantes. El aplazamiento en el cumplimiento de las obligaciones nacidas del contrato afecta no sólo a una parte, sino a los dos contratantes.

Ahora bien, en la medida en que adquiere mayor relevancia el plazo, destaca lo especial sobre lo general. La compraventa es la categoría jurídica que constituye el género. La operación a plazo es la especie en la que destacan ciertos rasgos peculiares. En la medida en que se incrementa la dosis de lo específico frente a lo genérico resulta más difícil seguir encuadrando la especie en el género. Esto es lo que sucede en el contrato de futuros al adquirir gran relevancia el plazo. Este traspasa los umbrales de los meros motivos personales para afectar a la causa del contrato. Sabido es que la causa (finalidad socioeconómica perseguida) por el contrato de compraventa es el cambio de cosa por precio, es decir, cambiar cosas por dinero. Así sucede también en la modalidad de compraventa a plazo y en el contrato de futuros.

Sin embargo, en la negociación de futuros lo fundamental puede llegar a ser, no ya el cambio aplazado de cosas por dinero, sino la pretensión de obtener un beneficio económico, con el riesgo de que pueda ser una pérdida, en función de la diferencia que pueda existir entre el precio aplazado y el existente en el mercado en el momento de ejecución del contrato. En tal caso, ciertamente se difumina la condición de compraventa de la operación. No obstante, formalmente se sigue utilizando el esquema de la compraventa. Hay un activo subyacente que constituye el objeto de la compraventa u operación a plazo. Es en el momento de la ejecución cuando hay un proceso de «simplificación» o «espiritualización». En realidad hay una ficción jurídica. Cuando la ejecución de los contratos de futuros se lleva a cabo en el contexto de mercados organizados, donde el activo subyacente goza de liquidez, el resultado económico es el mismo si se procede a la entrega de la cosa a cambio del precio que si se procede a la liquidación por diferencias. Aunque quepa la posibilidad de ejecución simplificada del contrato mediante liquidación por diferencias, en este supuesto cabe la posibilidad de la realización material de la entrega.

Mas cuando el activo subyacente es un índice referido a la cotización de un conjunto o cesta de valores, entonces la entrega material se hace prác-

ticamente imposible. Este supuesto implica ya un paso más en ese proceso de simplificación o espiritualización, tan frecuente en el Derecho como reflejo de la realidad socioeconómica. Se sigue aplicando el mismo esquema formal de una operación (compraventa) a plazo, con liquidación por diferencias, pero en la que ya no es posible la entrega material de la cosa. Se puede seguir calificando como compraventa la operación; pero es evidente que habrá muchas normas relativas al régimen de la compraventa que no resultarán aplicables a los contratos de futuros liquidados por diferencias. Tal puede ser, por ejemplo, el régimen relativo al saneamiento por evicción o por vicios de la cosa (artículo 1.474 y sigs. del Código civil). En cualquier caso, no se trata de alcanzar el prurito intelectual de subsumir los contratos de futuros, con un perfecto encaje, en una de las categorías jurídicas señeras de nuestro ordenamiento jurídico. Lo importante es saber qué régimen jurídico se ha de aplicar a una determinada institución jurídica. Aquí, tratándose de un contrato con sus propias especialidades, existe un régimen jurídico específico establecido en las normas reguladoras del mercado. Y será en lo no previsto por dichas normas, en lo que se aplicará el régimen general de la compraventa, como contrato paradigmático, en la medida en que lo permita la propia naturaleza del contrato de futuros.

Supuesto distinto, en el que resulta aún más difícil mantener el esquema de la compraventa, es el de los contratos de futuros sobre tipos de interés. Todavía en los futuros sobre divisas se podría mantener la ficción de que se compra una cosa, que es una determinada cantidad de moneda extranjera. Aunque esa cosa sea dinero, lo relevante es que sea esa determinada moneda y no otra, que se adquiere con carácter definitivo mediante compraventa. Pero en los futuros sobre tipos de interés el objeto del acuerdo no es una cosa, sino una acción, cual es la de prestar o pedir prestado en un momento futuro una determinada cantidad de dinero al tipo de interés prefijado (véase Madrid, 1994, pág. 38). Aquí lo especialmente relevante es el tipo de interés pactado con antelación, aunque obviamente las concretas consecuencias económicas serán de mayor o menor cuantía en función de la cantidad sobre la que se haya pactado que se aplicará dicho tipo de interés.

En los contratos de futuros sobre tipos de interés, formalmente el dador o «comprador» estaría obligándose a «comprar» un certificado de un depósito a un tipo fijo, es decir, estaría adoptando una posición similar a si estuviera haciendo un depósito; el tomador o «vendedor», por el contrario, está «vendiendo» un certificado de depósito al tipo prefijado, esto es, estaría tomando un depósito. En la literatura sobre futuros se suele hablar también en este caso de «compraventa de futuros». En realidad se aplica el mismo esquema contractual que para los demás tipos de contratos de futuros. Todos ellos cumplen las mismas funciones de cobertura, especulación o arbitraje. El proceso de simplificación económica en la ejecución mediante liquidación por diferencias es también coincidente. Por eso se sigue aplicando el mismo esquema de la «compraventa» de una «cosa»: un teórico certificado de depósito. Sin embargo, en la causa del contrato lo relevante para las partes no es el intercambio de ese certificado por un precio (que sería lo propio de la compraventa). «Ninguna de las partes se obliga a entregar una cosa determinada (ni un derecho) y la otra a pagar por ella un precio ni, mucho menos, a comprar una cosa con ánimo de revenderla y lucrarse en la reventa» (Díaz Ruiz, 1993, págs. 164, 222). Sólo se busca el resultado económico derivado de la aplicación del tipo de interés pactado en relación con el existente en el mercado en el momento de la ejecución del contrato.

Los contratos de futuros, pues, son operaciones a plazo, normalmente compraventas, pero con especialidades propias que llegan hasta el punto de quedar sólo con el ropaje de la compraventa, pero sin ser tal en el caso de los futuros sobre tipos de interés. En realidad, el régimen jurídico propio establecido en las normas reguladoras de estos contratos recoge el hecho resultante de un proceso de simplificación («espiritualización») en la fase de ejecución de los contratos de futuros. Se mantiene la estructura de la compraventa, pero poniendo la institución jurídica al servicio de funciones de cobertura de riesgos financieros, especulación o arbitraje. El dato de Derecho positivo es que el concepto de futuros financieros del Real Decreto 1.814/1991 (artículo 1.º2.*a*) contempla una amplia gama de elementos que pueden ser objeto del contrato: valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera. Pero el propio Real Decreto, en su artículo 7.º2, estructura la contratación sobre la base de la compraventa: así habla de «comprador» y de «vendedor» para los contratos de futuros en general. Por lo que hay que estimar que, a los efectos de la normativa reguladora del mercado, los contratos de futuros son compraventas (Uría, 1994, pág. 645).

En la práctica puede resultar difícil diferenciar en cada caso si la motivación personal de un inversor es la cobertura o la especulación. De igual manera, en la teoría, puede ser difícil diferenciar entre la causa del contrato y el uso o motivación que lleva a cada contratante a su celebración. De ahí que se pueda mantener el esquema formal de la compraventa, aunque el resultado económico buscado por las partes no sea ya tanto el cambio de cosa por dinero, sino la cobertura frente al riesgo de las variaciones de precios en el mercado (o especulación o arbitraje en su caso).

c) *«Normalización»*

Es un contrato «normalizado». La denominación

«contratos de futuros» se aplica exclusivamente a los contratos que se negocian en los mercados organizados. No incluye los contratos individualizados, que se conciertan fuera de dichos mercados *(over the counter),* cuyo contenido las partes contratantes diseñan a la medida de sus necesidades. El contrato de futuros es de contenido reglado. Las partes contratantes no pueden fijar libremente sus cláusulas. Tanto las condiciones del contrato como las garantías a prestar son estándar. No cabe cláusula particular alguna. Ya la norma 3.*b)* de la 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 establecía que el objeto del contrato ha de «ser normalizado en cuanto a las características de los tipos de valores contratados y al importe nominal y vencimiento de cada contrato». El Real Decreto 1.814/1991, por su parte, es taxativo cuando en la definición de los contratos de futuros financieros —art. 1.º2.*a)*— dice que éstos «tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento».

Cabe, pues, hablar de un sentido amplio y otro restringido de la denominación «contrato de futuros». Desde un punto de vista jurídico nada quita o pone a la naturaleza del contrato el hecho de que su contenido se pacte en cada caso o esté normalizado. Sin embargo, en la práctica, esto es, en el tráfico jurídico mercantil, la expresión «contrato de futuros» se ha consolidado en su sentido restringido o estricto, es decir, como contrato normalizado que excluye y se contrapone a los «contratos a plazo» (individualizados). Considerando, pues, el contrato de futuros desde una vertiente más económica, se le define —restringiéndolo a su carácter normalizado— como «un acuerdo por el que se pacta la compraventa de una cantidad estandarizada de un activo determinado, de una calidad específica, en una fecha futura estipulada y a un precio acordado en el momento de formalizarse el contrato» (Sánchez Dardiñá, 1991, pág. 18).

Haciendo hincapié en la misma idea, se ha definido también el contrato de futuros como «un acuerdo estandarizado, intercambiado en una bolsa o mercado organizado, que tiene como objeto la entrega de un bien, en una fecha futura, pero con un precio establecido en el momento del acuerdo», (Soler, 1989, págs. 54-55) señalándose que el carácter estándar del contrato hace referencia a las siguientes variables:

— *Tipo de instrumento:* cada mercado de futuros negocia contratos únicamente sobre algunos activos financieros. Es decir, no todos los activos financieros negociados al contado lo son también en el mercado de futuros, ya que, si así fuera, muchos de los mercados resultantes no generarían el volumen de negocio necesario para mantener una liquidez suficiente.

— *Cantidad:* cada contrato se emite por una cantidad estándar.

— *Fecha de entrega:* el activo subyacente debe ser intercambiado en uno de los cuatro meses establecidos por la cámara de compensación: marzo, junio, septiembre y diciembre.

Todas las condiciones que configuran el contrato y el régimen jurídico general al que está sometido se encuentran predeterminados. Además de la normativa general (publicada en *BOE*) aplicable a los contratos, cada tipo concreto de contrato está estructurado conforme a unas condiciones generales, incorporadas como anexo al Reglamento que rige para cada mercado, de forma que éste y aquéllas, sometidas a autorizacion por parte de la autoridad económico-administrativa, establecen todas las cláusulas y detalles pormenorizados que configuran cada tipo concreto de contrato objeto de negociación en el mercado.

La única variable no estandarizada, que permanece en el ámbito de la autonomía de la voluntad, es el precio, que se establece como resultado de las negociaciones entre vendedores y compradores, en forma de cotización. Todos los demás elementos del contrato están predeterminados. Se presenta, pues, un contrato de adhesión, respecto del cual a la voluntad de las partes sólo queda accesible la decisión de celebrarlo o no, y llegar a la fijación de un precio mediante un sistema de cotización en el que se cruzan oferta y aceptación.

Esta es la diferencia que distingue a los contratos de futuros de los contratos *forward.* El contrato a plazo individualizado (*forward*) es una operación de compraventa en la que tanto la obligación de entrega de la cosa como de pago del precio pactado se posponen hasta una fecha determinada. Hay, pues, coincidencia entre el concepto básico de este contrato y el de futuros. La diferencia radica en el hecho de que los contratos *forward* son hechos «a medida», es decir, pactados por las partes estableciendo el contenido que a ambas conviene; mientras que los contratos de futuros son normalizados y negociados en un mercado organizado donde cotizan. La normalización de los contratos de futuros es una exigencia dimanante del hecho de ser negociados en un mercado organizado con cotización. Entre otras cosas, mercado significa agilidad y liquidez. Sería imposible el funcionamiento ágil de un mercado si las partes se tuvieran que poner de acuerdo en cada transacción sobre todos los elementos y detalles integrantes del contrato. Y, desde luego, sería imposible su cotización en un mercado secundario si difícilmente hubiera dos contratos iguales. La estandarización es una exigencia tan inherente al propio mercado, que dicho requisito, como se ha puesto de manifiesto, llega a integrar la definición misma del contrato. A diferencia de los contratos a plazo individualizados, los contratos de futuros cotizados son contratos normalizados con idéntico contenido en cada tipo.

d) *Valor anotado*

¿Un contrato de futuros puede ser calificado como un valor anotado? La simple respuesta afirmativa o negativa sería en todo caso incompleta, y, por tanto, induciría a error. En cuanto hay una calificación jurídica de los contratos de futuros, se ha de acompañar la imprescindible matización. Así ha sucedido cuando antes se ha dicho que es una operación a plazo y, por tanto, una compraventa. En el Real Decreto 1.814/1991 hay normas que parecen presuponer que los contratos —tanto de futuros como de opciones— son valores. Así, por ejemplo, se hace referencia a la «emisión» (art. 1.º3), a la representación exclusivamente mediante anotaciones en cuenta (art. 1.º5), a las condiciones generales de los contratos como equivalentes de la escritura constitutiva de los valores anotados (art. 3.º2.*h*), a la supervisión y control por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (arts. 5.º y siguientes).

Hay que partir de la constatación de que en nuestro ordenamiento jurídico no existe una regulación general de los títulos valores, ni un concepto general de título valor. Según parece desprenderse de los primeros artículos de la Ley del Mercado de Valores (LMV), habría que hablar de valores en general (o si se dice «títulos valores», no haciendo referencia a la forma de representación mediante papel), que pueden estar representados por medio de títulos (papel) o por medio de anotaciones en cuenta. Pero esta doble posibilidad de representación sólo cabe para los valores negociables (art.5.º LMV). Los valores no negociables, pues, sólo pueden estar representados mediante títulos de papel. Pero, a su vez, no todos los valores negociables pueden, indistintamente, estar presentados por medio de títulos o de anotaciones en cuenta. Hay casos en los que se exige la necesaria representación mediante anotaciones en cuenta. Así, por ejemplo, para las acciones y obligaciones que vayan a ser objeto de negociación en un mercado secundario (disp. adic. 1.ª5 Ley de Sociedades Anónimas). Otro ejemplo sería el aquí referido del artículo 1.º5 del Real Decreto 1.814/1991 que literalmente dispone: «Los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente Sociedad Rectora a las que será de aplicación, con las adaptaciones que impongan las especiales características de aquéllos, el régimen contenido en el capítulo II del título I de la Ley del Mercado de Valores». (El referido capítulo II comprende los artículos 5 a 12, y se intitula «De los valores representados por medio de anotaciones en cuenta»).

El tenor literal del precepto transcrito y la remisión que se hace al capítulo de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta de la Ley del Mercado de Valores ponen de manifiesto que la norma está considerando a los contratos como valores anotados. Sin embargo, la propia norma hace referencia a que se han de tener en cuenta las peculiaridades de los contratos de futuros y opciones. Estos contratos se rigen por su normativa específica, que fundamentalmente se encuentra en el Real Decreto 1.814/1991. Por eso el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, excluye de su ámbito de aplicación (art. 1) «las operaciones relativas a los contratos de futuros y opciones». No obstante, tanto los futuros como las opciones son perfectamente subsumibles en el concepto general de valor negociable que el Real Decreto 291/1992 contiene en su artículo 2.1.*f):* «Cualquier otro derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea la denominación que se le dé, que, por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera».

Es obvio que del contrato de futuros nacen correlativamente con las obligaciones de las partes los correspondientes derechos para la otra parte. Así, vista la relación jurídica desde ambos polos, negativo y positivo, es decir, desde la posición deudora y acreedora, a la obligación de entrega de la cosa por parte del vendedor corresponde el derecho a la misma por parte del comprador. En relación con la obligación de pago por parte del comprador, corresponde un derecho de crédito en la correspondiente cuantía por parte del vendedor. Por tanto, se puede afirmar que el titular de un contrato de futuros ostenta un derecho de contenido patrimonial.

Sin embargo, hay que matizar el hecho previo de la emisión así como la posible transmisión del contrato.

En el caso de los contratos de futuros y opciones no se da una emisión *stricto sensu* en los términos que contemplan los artículos 25 a 30 de la Ley del Mercado de Valores. No existe en este caso la clara diferencia entre mercado primario y mercado secundario. Las emisiones de valores tienen lugar en el mercado primario. Después se pueden transmitir, en su caso, mediante negociación en mercados secundarios. Sin embargo, en los contratos de futuros no existe la colocación formal de un determinado número de valores (contratos) en el mercado, que son suscritos y que, posteriormente, son objeto de cotización en un mercado secundario especializado. El contrato o valor nace con la inscripción de su celebración en el correspondiente registro contable de la Sociedad Rectora del mercado (art. 8, párrafo 1.º, LMV), y su vida permanece inalterada hasta su extinción por cumplimiento de las obligaciones (art. 1.156 Código civil) en la fecha prevista.

Aunque se hable de transmisión de los contratos, en realidad, desde un punto de vista jurídico, no se produce la circulación de un valor. En términos económicos se dice que se «cierran posiciones». Es decir, se celebra en el mercado un contrato igual, pero adoptando la posición contraria en la relación

contractual, de forma que las consecuencias económicas se neutralizan, siendo objeto de compensación en la correspondiente cámara del mercado, que ostenta la Sociedad Rectora. En Bolsa se proporciona liquidez a los valores en ella cotizados, tales como las acciones, facilitando su transmisión a través de compra y venta. En el mercado de futuros se proporciona liquidez a los valores en él cotizados, que son los propios contratos de futuros (aunque al vencimiento éstos puedan producir la transmisión del activo subyacente), facilitando la «circulación» de los contratos.

Sin embargo, los cambios de posiciones en el mercado no significan en sentido estricto una cesión de contrato. Obviamente, si «circulasen» o se «transmitiesen» los propios contratos, se estaría en presencia de la institución jurídica conocida como cesión de derechos, o incluso, en este caso, se estaría ante la llamada cesión del contrato, si éste fuere entendido como un todo que es a su vez objeto de transmisión entre dos partes mediante compra y venta. En definitiva, se trataría de utilizar el mecanismo de la subrogación para transferir posiciones en el mercado. Quien fuese parte en un contrato de futuros como comprador o vendedor cedería su posición a un tercero que se subrogaría en ella como comprador o vendedor, según el caso. Este procedimiento requeriría la entrada en la escena del mercado de un nuevo tipo de negocio jurídico, que sería el que articulase la relación jurídica entre «cedente» y «cesionario».

Pero no sucede así. Se busca una mayor simplicidad. En el mercado de futuros sólo se negocian contratos de futuros. No hay otro tipo de negocios jurídicos que permitan cesiones de contratos o derechos. Sin embargo, hay que proporcionar liquidez al mercado. Se tiene que facilitar la «salida» de quien contrató. Ciertamente se hace. Pero no mediante cesión o transmisión alguna de contratos o posiciones, sino sencillamente realizando una negociación exactamente igual, es decir, celebrando un nuevo contrato de futuros, pero esta vez de signo contrario. El resultado es que se facilita el cambio de posiciones adoptadas por un procedimiento ágil y de esta forma se proporciona liquidez al mercado, que es, en definitiva, el objetivo buscado. En la definición de los contratos en el artículo 1.º2 del Real Decreto 1.814/1991 aparece la siguiente expresión: «... que se negocien y *transmitan* en un mercado organizado...». Evidentemente, el vocablo *transmitan* ha de ser entendido en sentido económico, y no estrictamente jurídico como transmisión equivalente a cesión de contrato, según se acaba de exponer.

Al hilo de la cuestión planteada y visto que los contratos en sí mismos no son objeto de transmisión, cabe hacerse la siguiente pregunta: ¿Qué sentido tiene entonces la configuración de los contratos de futuros como valores representados mediante anotaciones en cuenta? De la regulación de esta materia en la Ley del Mercado de Valores se desprende claramente que la anotación en cuenta reconoce y atribuye uno o varios derechos —con las obligaciones o condiciones anejas que hubiere establecidas— a su titular, y que la representación mediante anotación tiene como finalidad facilitar y agilizar la transmision de los propios valores. Mas, cuando se hace esta afirmación no se quiere decir que la finalidad sea la transmisión del valor en sí, sino de los derechos —y obligaciones inherentes, en su caso— representados por anotación en cuenta.

Partiendo de esta idea, hay que entender que es esta última finalidad la que se busca al configurar los contratos de futuros —y opciones— como valores representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta. Aunque los contratos en sí mismos no sean objeto de transmisión, en razón de la articulación jurídica que se hace del mercado, sí que son objeto de cambio y compensación las posiciones acreedoras y deudoras de los contratantes. Qué duda cabe que en un mercado moderno, totalmente informatizado, donde se prescinde en buena medida del papel para acudir a la negociación electrónica sobre la base de información en tiempo real, no tiene sentido hablar de la plasmación escrita de cada uno de los concretos contratos y el subsiguiente trasiego de documentación como consecuencia de la negociación diaria. Es, por tanto, aquí donde encuentra su explicación la configuración de los contratos de futuros como valores anotados en cuenta. Es una necesidad derivada de la agilidad que el mercado requiere para instrumentar, registrar y contabilizar los distintos cambios de posiciones, jurídico-económicas, que los contratantes llevan a cabo, con independencia del concreto procedimiento jurídico empleado —en este caso, la negociación de nuevos contratos.

En definitiva, se trata del recurso, una vez más, a la ficción jurídica, como instrumento de simplificación en dos momentos diferentes de la vida de toda norma jurídica: en el momento de su elaboración (en cuanto técnica legislativa) y en el de su aplicación. De esta forma no hay que crear nuevas figuras o tipos. Se atiende a la realidad del tráfico económico, sin necesidad de crear nuevas instituciones jurídicas. Basta con disponer que algo equivale a una institución jurídica ya establecida. Tal sucede en el caso que nos ocupa cuando el Real Decreto 1.814/1991 dispone (art. 3.º2.*h*) que las condiciones generales de los contratos objeto de negociación, una vez aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (o por el Ministro de Economía y Hacienda, en caso de avocación), surtirán «los efectos de la escritura mencionada en el artículo 6.º de la Ley del Mercado de Valores». Dicha escritura es la que permite la constitución de valores representados mediante anotaciones en cuenta. Es un requisito exigido por la Ley del Mercado de Valores. En la escritura se recoge el contenido de los valores objeto de la emisión. Se busca así una constancia

indubitada del conjunto de derechos y obligaciones inherentes a cada valor a la vez que se permite la facilidad y agilidad para su negociación. El contenido del valor (contrato de futuros) está fijado en las condiciones generales. Sin embargo, su negociación y constitución (perfeccionamiento), en cada caso, se llevan a cabo por medios electrónicos en el momento de coincidir oferta y aceptación.

Se puede llegar a la conclusión de que los contratos de futuros son valores representados mediante anotaciones en cuenta, a pesar de ser contratos con las peculiaridades vistas. Hay quien considera (Uría, 1994, pág. 643) que los nuevos productos de naturaleza financiera «difícilmente podrían ser incluidos en la amplia categoría de los "valores"». Hay quien subraya las especialidades vistas y a partir de ahí concluye que «no puede decirse que los contratos de Futuros en sí mismos sean valores» (Díaz Ruiz, 1993, págs. 178, 202), aunque, manteniendo la excepción de los futuros sobre tipos de interés, también se afirma que dentro de la categoría de valores negociables «sí cabrían otros contratos de futuros distintos de los Futuros sobre intereses, y, probablemente, todo tipo de opciones, especialmente las incorporadas a títulos como los llamados *warrants*» (Díaz Ruiz, 1993, pág. 180).

e) *Cotización*

Según la dicción literal del artículo 1.º2.*a)* del Real Decreto 1.814/1991, en la definición de futuros financieros, como ya se ha visto, se indica que serán contratos «que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide». Da la impresión que el propio contrato ha de ser el objeto que cotiza y se negocia en un mercado. Tan es así que en la «jerga» o lenguaje propio del mercado se dice que se compran o se venden determinado número de futuros. El lenguaje utilizado puede llevar a la falsa creencia, desde un punto de vista jurídico, de que el objeto de negociación, esto es, la cosa que se compra y vende en el mercado son los propios futuros. El hecho de su configuración como valores —con las matizaciones hechas—, lleva a considerar que son otro valor más que se compra y vende en un mercado organizado.

Desde un punto de vista económico puede ser cierto que los contratos de futuros se negocian en el mercado, donde la cotización refleja el precio que se paga por ellos. Sin embargo, desde un estricto punto de vista jurídico, no se puede decir que se compran o se venden contratos como se compran o se venden acciones o cualquier otro valor. Igual que en la compraventa de acciones en Bolsa lo que se hace es fijar el precio de la acciones (y no se compra o se vende el contrato de compraventa), en el caso de los contratos de futuros lo que se hace en el mercado es fijar el precio del activo subyacente que se abonará en una fecha futura.

Una vez celebrado un contrato de futuros, se haya adoptado una posición compradora o vendedora, la evolución del precio del activo subyacente en el mercado de contado irá marcando una ganancia o una pérdida. En este sentido, el contrato de futuros constituye un elemento positivo o negativo en el propio patrimonio, cuyo titular se puede deshacer del mismo en el mercado. A este respecto se podría hablar también de venta del contrato, en cuanto implica deshacerse del mismo. Pero, como ya se ha indicado, ni siquiera cuando ya existe el contrato, éste puede ser objeto de «venta». Aunque en el propio concepto de futuros financieros se hable de «transmisión» de los contratos, éstos en sí mismos no son objeto de negociación. Desde un punto de vista económico se consigue la «transmisión» del contrato, es decir, desprenderse de las consecuencias económicas de la posición abierta como comprador o como vendedor. Pero la forma de conseguirlo, desde la perspectiva de la instrumentación jurídica, no es mediante la cesión del contrato, sino celebrando otro igual de signo contrario.

Los contratos han de ser normalizados para que puedan cotizar en un mercado organizado. Y tal cotización es necesaria para proporcionar liquidez, esto es, para poder «desprenderse de algo en el mercado». Lo que sucede es que cuando alguien se desprende de una cosa en el mercado, puede tener lugar la obtención de una ganancia o la realización de una pérdida. Así suele ser cuando se vende algo en el mercado. Pero en los mercados de futuros se consigue el mismo resultado sin vender nada. No se vende el contrato o futuro existente. Ni siquiera se produce la extinción del contrato. Tan sólo se celebra otro contrato que produce exactamente los efectos económicos contrarios. Se produce así una «compensación económica», gracias a la interposición de la Sociedad Rectora del mercado como contraparte en la relación obligacional y como cámara de compensación. Pero jurídicamente ésta —la compensación— no tiene lugar hasta el momento de vencimiento de los dos contratos (aquel con el que se abrió la posición y aquel con el que se cerró). El artículo 1.196 del Código civil es taxativo cuando dice: «Para que proceda la compensación, es preciso: ... 3.º Que las dos deudas estén vencidas». Ello tendrá lugar en la fecha prevista para el vencimiento de los contratos, aunque por el hecho de la cotización en el mercado, se pueda «deshacer» (económicamente) la posición antes. Luego, con el vencimiento, tendrá lugar, jurídicamente, la compensación, y con ella, la extinción de las respectivas obligaciones, conforme al artículo 1.116 del Código civil.

La cotización, pues, de los contratos de futuros en un mercado organizado permite la liquidez de los mismos. Produce la ficción de su circulación o transmisión. Se consigue el efecto económico, si bien mediante una peculiar instrumentación jurídica, derivada de la propia estructura y funcionamiento de

estos mercados especializados, que, desde luego responden al concepto de mercado organizado contemplado en la, ya varias veces modificada, Circular 4/1991, del Banco de España, en la que «se entiende por mercados organizados aquellos en los que, teniendo establecido un sistema de depósitos en garantía actualizables diariamente en función de las cotizaciones registradas, exista un centro de compensación que organice la cotización y negociación del mercado, registre sus operaciones y se interponga entre las partes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador» (último párrafo del número 11 de la norma quinta de la Circular 4/1991, de 14 de junio, a entidades de crédito sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros).

f) *Carácter consensual*

Como toda compraventa, es un contrato consensual que se perfecciona por el mero consentimiento de las partes, naciendo desde ese momento las obligaciones entre ellas (entrega futura de la cosa y pago del precio en esa misma fecha futura). Se da exactamente el supuesto que contempla el artículo 1.450 del Código civil: «La venta se perfeccionará entre comprador y vendedor, y será obligatoria para ambos, si hubieren convenido en la cosa objeto del contrato, y en el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado». Igualmente se han de predicar del contrato de futuros las demás notas características de todo contrato de compraventa, como son su carácter bilateral (obliga a prestaciones para ambas partes contratantes), oneroso y sinalagmático (cada una de las prestaciones de las partes constituye el contravalor de la otra; es decir, las prestaciones son recíprocas).

Aunque sea sabido, conviene recordar aquí que el carácter consensual del contrato implica que no tiene efectos traslaticios de la propiedad. Es decir, no se trata de un contrato de naturaleza real. Sobre la base del artículo 609 del Código civil, es necesaria la *traditio* o entrega de la cosa para que tenga lugar la transmisión de la propiedad sobre la misma. Se está haciendo aquí referencia a la teoría del título y el modo para la transmisión de la propiedad. El título es el contrato de futuros. El modo es la entrega. Esto es así si se quiere obtener la propiedad del activo subyacente objeto del contrato de futuros. Ahora bien, como ya se ha indicado, en los contratos de futuros puede no haber entrega de la cosa, produciéndose la liquidación por diferencias. Así lo prevé expresamente el artículo 5.º4 del Real Decreto 1.814/1991, que dispone: «Podrán negociarse tanto contratos cuyo cumplimiento exija la entrega efectiva, al precio convenido, del valor o instrumento financiero a que se refieran o de otro que resulte financieramente equivalente de acuerdo con lo en ellos previsto, como contratos cuya liquidación se efectúe por diferencias, abonándose por la parte obligada el importe que resulte de la diferencia entre el precio inicialmente convenido y el precio de liquidación, determinado de acuerdo con lo previsto en sus propias condiciones generales».

De hecho hay contratos en cuyas condiciones generales sólo se contempla la posibilidad de liquidación por diferencias. Tal es el caso de los contratos sobre tipo de interés o sobre índice (como el Ibex-35). En estos casos, pues, la simplificación que, en términos económicos, se lleva a cabo en el momento de la ejecución del contrato hace que no tenga lugar la entrega efectiva de la cosa y, por tanto, no se produce el efecto traslativo de la propiedad.

Como se ha indicado, el contrato se perfecciona al concurrir el consentimiento de las partes sobre el objeto y causa del contrato. Sin embargo, el proceso de formación del contrato y de conformación de la voluntad de las partes no sigue los derroteros habituales de cualquier contrato precedido por una negociación entre las partes en la que se discuta cada una de las cláusulas del contrato. El contrato de futuros está normalizado y es objeto de negociación en un mercado organizado. El contenido del contrato está fijado en la condiciones generales que lo configuran. Lo único que se puede fijar es el precio. Este queda determinado por medios electrónicos en el momento en que se cruzan oferta y demanda (art. 1.262 Código civil). Tal concurrencia implica el consentimiento o aceptación, no sólo del precio, sino de la totalidad de las condiciones generales del contrato, que se regirá, además, por las reglas que rigen el propio mercado, recogidas —básicamente— en el Reglamento del Mercado, el Real Decreto 1.814/1991 y la Ley del Mercado de Valores.

Se trata de negociación o contratación entre ausentes. Cuando los contratos se celebran por correspondencia, el artículo 54 del Código de comercio determina que «quedarán perfeccionados desde que se conteste aceptando la propuesta o las condiciones con que ésta fuere modificada». De este precepto deduce la doctrina que la perfección de los contratos mercantiles se produce desde el momento de la declaración de la aceptación, que es «la solución que con mayor prontitud y celeridad genera el nacimiento del vínculo contractual, es decir, desde que existe coincidencia de voluntades entre oferente y aceptante, aun antes de que aquél la conozca» (Broseta Pont, 1991, pág. 423). En el Código civil, sin embargo, se retrasa el momento de perfección del contrato: «La aceptación hecha por carta no obliga al que hizo la oferta sino desde que llegó a su conocimiento» (art. 1.262 Código civil).

En la contratación en los mercados de productos derivados, la perfección del contrato tiene lugar desde que existe coincidencia de voluntades entre oferente y aceptante, aunque tanto la emisión de la oferta como de la aceptación se hacen por medios electrónicos, mediante la introducción en el sistema

electrónico de la correspondiente orden. La determinación de esa coincidencia se produce por un ordenador central al constatar la existencia de órdenes coincidentes en sentido contrario, que son casadas automáticamente. Dicho proceso se lleva a cabo conforme a los criterios, principios y reglas que rigen el propio mercado, tales como el mejor precio, o, a igualdad de precio y calidad, la prioridad en el tiempo. No es que se contrate con una máquina, sino que el ser humano expresa su voluntad a través de la máquina y la utiliza como instrumento que agilice y facilite la propia negociación.

Por otra parte, se ha de señalar que los contratos no se negocian directamente por las partes interesadas. Salvo que los miembros del mercado negocien por cuenta propia, en el resto de los casos se produce una interposición, no ya sólo a la hora de negociar en el mercado, sino en el momento de perfección del contrato y adquisición de la titularidad del mismo, es decir, de los derechos y obligaciones dimanantes de éste. El miembro liquidador es el único que aparece como titular de derechos y obligaciones.

La interposición a la que se está haciendo referencia se articula jurídicamente mediante un contrato de comisión entre el cliente y el miembro del mercado al que acude. Se trata de un supuesto que reúne los requisitos que contempla el artículo 244 del Código de comercio al configurar el contrato de comisión mercantil: «Se reputará comisión mercantil el mandato, cuando tenga por objeto un acto u operación de comercio y sea comerciante o agente mediador del comercio el comitente o el comisionista». Según el artículo 245 del mismo cuerpo legal el «comisionista podrá desempeñar la comisión contratando en nombre propio o en el de su comitente». El segundo supuesto implica otorgar un poder de representación a favor del comisionista. Esto supondría un mayor grado de complejidad en un mercado tan tecnificado y sofisticado como es el de futuros. De ahí que se opte por el primer caso que contempla el artículo 245 citado, en el que se da una representación indirecta, es decir, el comisionista no da a conocer el nombre del comitente, quedando directamente obligado con el tercero, como si el negocio fuese propio, si bien deberá trasladar los efectos o resultados del negocio de ejecución —el contrato de futuros— a su comitente (art. 246 Código de comercio). En el hecho de que el miembro del mercado actúe en nombre propio, pero por cuenta ajena, va implícita una relación de carácter fiduciario. Frente a terceros el titular es el miembro contratante. El cliente —beneficiario en la relación fiduciaria— sólo ostenta derechos en su relación interna con el comisionista. En definitiva, se trata de un supuesto más en el sector financiero de los denominados negocios fiduciarios, basados en la confianza (fiducia).

En punto al carácter consensual del contrato de futuros y a su perfección, hay que señalar una importante peculiaridad. Como se ha indicado, el contrato se perfecciona por el concurso de oferta y aceptación. Pero he aquí la paradoja; dado tal concurso, el contrato no se perfecciona entre oferente y aceptante. En el preciso momento en que se perfecciona el contrato se produce una ficción jurídica que da lugar, en realidad, a la perfección de dos contratos complementarios. En lugar de perfeccionarse un contrato entre los dos miembros del mercado contratantes, el negocio jurídico celebrado entre ambos se formaliza o instrumenta mediante su desglose en dos. En la relación jurídica entre ambos se interpone la Sociedad Rectora del mercado, que frente a cada parte contratante se subroga en la posición de la otra. Si se subrogase en la posición de ambas en el mismo contrato, éste quedaría vacío de contenido y sin sentido al coincidir la condición de comprador y vendedor en la misma persona (art.1.156 Código civil). La ficción consiste, pues, en sustituir la relación jurídica surgida del contrato negociado por otros dos contratos de contenido económico equivalente para cada una de las partes, pero con la ventaja añadida de que la nueva contraparte en la relación contractual no es ya un miembro o cliente anónimo del mercado, sino la Sociedad Rectora de éste que garantiza el buen fin del contrato. La Sociedad Rectora, pues, no negocia, pero por subrogación resulta compradora frente al vendedor y, en los mismos términos, vendedora frente al comprador (arts. 1.º2.*a*, y 7.º2 Real Decreto 1.814/1991).

g) *Compensación*

Los contratos de futuros son susceptibles de compensación. Esta se lleva a cabo tanto en el momento final de la ejecución del contrato a su vencimiento como en la liquidación diaria. El artículo 7.º3 del Real Decreto 1.814/1991 establece: «La Sociedad Rectora no tendrá la condición de miembro negociador del correspondiente mercado, pero gestionará y ordenará el régimen de compensación y liquidación de los contratos, y realizará en el mercado las operaciones encomendadas en este Real Decreto».

La existencia de cámaras de compensación es frecuente y normal en los mercados. La peculiaridad que se presenta en los mercados de productos derivados como son los futuros y las opciones es que la entidad que actúa como cámara de compensación no es ajena a las relaciones jurídicas que son objeto de compensación. No se liquidan y compensan en una cámara derechos y obligaciones ajenos. El artículo 1.º del Real Decreto 1.814/1991 establece en relación con los contratos que la «Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador» (también en artículo 7.º2).

La propia Sociedad Rectora del mercado es cámara de compensación, por cuanto en ella misma concurren todas las posiciones acreedoras y deudoras existentes en el mercado. Ella no tiene la condición de miembro del mercado. No mantiene posiciones abiertas. Desde un punto de vista económico y jurídico se compensan y neutralizan sus posiciones acreedoras y deudoras. La interposición de la Sociedad Rectora, haciendo que cada acuerdo de dos miembros del mercado se convierta en dos contratos simétricos, pero de signo contrario para la entidad, es un instrumento de seguridad y agilidad en el funcionamiento del mercado.

La compensación de los contratos, en sentido jurídico estricto, sólo se lleva a cabo en el momento final de liquidación al vencimiento de los mismos. Sólo entonces se trata de obligaciones vencidas, susceptibles de compensación conforme al artículo 1196.3 del Código civil.

Como es sabido, en el momento de la ejecución o liquidación al vencimiento del contrato cabe una doble posibilidad: que el vendedor entregue la cosa recibiendo del comprador el precio pactado, o que el contrato se liquide por diferencias. En la generalidad de las distintas clases de contratos, en razón del activo subyacente de los mismos, sería materialmente posible tanto la ejecución mediante entrega como la liquidación por diferencias. Por ejemplo, en las condiciones generales del contrato sobre el bono nocional, tanto a tres como a diez años, se establece la entrega obligatoria. Subyace la idea de que quien no cierra su posición y espera al vencimiento del contrato celebró el mismo con la finalidad de entregar o recibir una determinada cantidad de valores de la Deuda Pública Anotada. Naturalmente, si no era esa la pretensión, bastará con que comprador o vendedor cierre su posición en el mercado antes del vencimiento del contrato, negociando otro contrato igual, pero con posición compradora o vendedora en sentido opuesto.

Se puede hablar de una «ejecución» y compensación anticipadas del contrato. Aunque desde una estricta óptica de técnica jurídica no sea correcto decirlo así, lo cierto es que la posibilidad combinada de cierre de posiciones y liquidación por compensación diaria de los contratos equivale a una ejecución anticipada de los mismos. No se trata de ningún tipo de aberración jurídica. Formalmente los contratos tienen claramente establecida su fecha de vencimiento. Y formalmente tampoco hay ejecución anticipada de los mismos. Pero el resultado económico equivale a ello. Base jurídica para hacerlo así existe. En realidad está previsto en el Real Decreto 1.814/1991 (arts. 3.º2.*d* y 18) y en el propio contrato, tanto en las condiciones generales del mismo como en el Reglamento del mercado, que es asumido y se integra en el conjunto de condiciones bajo las que se contrata.

Sólo en los casos de entrega al vencimiento hay diferencia entre las liquidaciones diarias y la de vencimiento, ya que ésta implica, como consumación del contrato, la entrega de la cosa (activo subyacente) y el pago del precio, mientras que diariamente sólo hay liquidación de pérdidas y ganancias. Sin embargo, cuando está excluida la entrega de la cosa, siendo la liquidación al vencimiento por diferencias, el resultado es también el de una liquidación de pérdidas y ganancias. Quien contrata en el mercado no tiene opción a liquidar unos días sí y otros no, o sólo al vencimiento. Obligatoriamente hay liquidación diaria (art. 18.1 Real Decreto 1.814/1991), como mecanismo de seguridad para evitar la acumulación de pérdidas ante las cuales el contratante pudiese luego resultar insolvente. Cuando sólo hay liquidación por diferencias, pues, la propia configuración de la condiciones del contrato y del mercado hace que no quepa plantearse distinciones entre la ejecución del contrato al vencimiento y las liquidaciones diarias. La facultad que sí tiene todo contratante en el mercado de futuros es la de cerrar su posición con antelación a la ejecución o liquidación del contrato en la fecha de vencimiento.

La Sociedad Rectora realiza diariamente la compensación y liquidación de las transacciones efectuadas en el día en el mercado, poniendo a disposición de los miembros el detalle y resultado de su liquidación y la de sus clientes en su caso. Cada día, al cierre del mercado, la Sociedad Rectora calcula, para todos los futuros abiertos, las pérdidas o ganancias producidas en esa sesión.

Al vencimiento de los contratos la Sociedad Rectora realiza las entregas, recepciones y liquidaciones a los miembros liquidadores de los correspondientes activos o de las diferencias en efectivo. Para ello comunica a los miembros del mercado las instrucciones de liquidación respecto a todos los contratos registrados en sus cuentas que se vean afectados por la liquidación.

En cualquier caso, la liquidación de efectivos se lleva a cabo por compensación multilateral de los saldos acreedores y deudores de efectivo de cada miembro. Los cargos y abonos se hacen por el saldo neto de todas las cuentas de cada miembro.

h) *Garantías*

Es sabido que los contratos de futuros tienen su origen en la necesidad de cobertura frente al riesgo de oscilaciones en los precios. El mercado articula un mecanismo por el cual se desplaza y comparte ese riesgo. De ahí que, para hacer posible su función principal, el mercado permita y se beneficie de la presencia de inversores motivados por un interés especulativo que asumen riesgos y por ello obtienen la correspondiente rentabilidad.

Pero precisamente porque se está «jugando con riesgo» es fundamental garantizar la seguridad del sistema. El mercado funcionará y servirá a los fines

para los que está diseñado, si tiene solidez y garantiza totalmente el cumplimiento de las obligaciones nacidas de todos y cada uno de los contratos negociados en el propio mercado. Entre los elementos de seguridad del mercado se encuentran:

— La interposición o subrogación contractual de la Sociedad Rectora para garantizar el buen fin de los contratos.

— La constitución de depósitos de garantía (cfr. artículo 39 LMV).

— El seguimiento diario de la posición, es decir, del riesgo asumido por cada miembro y cliente del mercado con la necesidad de liquidar diariamente.

Ya se ha mencionado el fenómeno de la interposición o subrogación de la Sociedad Rectora, y se ha hecho referencia a la liquidacion diaria como medio de control del riesgo asumido por las posiciones abiertas.

Baste aquí señalar, en relación con la interposición de la Sociedad Rectora, que al ser ésta contraparte en todos los contratos que se negocian, es ella la que resulta contractualmente vinculada en cada caso. De ahí que tanto los miembros del mercado como los clientes no tengan que preocuparse por la solvencia o garantía de quien en principio promovió la orden que casó con la suya. Es más, la negociación se lleva a cabo al margen de la identidad de oferente y aceptante. Frente a todo contratante en el mercado es la Sociedad Rectora la que responde, no en garantía, sino estando directamente vinculada como parte del contrato. Ciertamente la interposición de la Sociedad Rectora, tiene entre sus motivos la búsqueda de la seguridad y garantía en relación con el cumplimiento de las obligaciones que emanan de los contratos concertados en el mercado. Pero su articulación jurídica no se realiza mediante las figuras de garantía o afianzamiento existentes en el ordenamiento jurídico, sino adoptando la posición de obligado directo en la propia relación contractual.

La solvencia de la Sociedad Rectora viene propiciada por el hecho de la exigencia de unos recursos propios no inferiores a mil quinientos millones de pesetas (art. 10.1 Real Decreto 1.814/1991) y el sometimiento a un estricto control administrativo.

Al intervenir la Sociedad Rectora como contraparte en todos los contratos garantizando el buen fin de éstos da, por un lado, seguridad a la otra parte cuando resulta acreedora; mas, por otro lado, se establecen una serie de requisitos y cautelas que aseguren el cumplimiento de esa otra parte —miembros o clientes— cuando resultan deudores de la Sociedad Rectora. En última instancia, es el aseguramiento del cumplimiento de las obligaciones contraídas por quienes participan en el mercado ante las posibles deudas futuras lo que proporcionará solidez al mercado. Para ello se establece el siguiente sistema de garantías.

Hay una primera clase de garantía genérica basada en la limitación del acceso al mercado como miembros del mismo. Sólo determinadas entidades especializadas pueden ser miembros del mercado. El ordenamiento les exige disponer de unos recursos propios mínimos a la vez que las somete a un especial seguimiento y control administrativo. Sólo pueden adquirir la condición de miembro de un mercado de productos derivados (futuros y opciones) las sociedades o agencias de valores, las entidades oficiales de crédito, los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades mediadoras del mercado de dinero (art. 15.2 Real Decreto 1.814/1991). Además, esta garantía genérica viene acompañada de otra medida para hacerla eficaz. Consiste en el hecho, ya señalado, de que los miembros del mercado contratan en nombre propio y son titulares frente a la Sociedad Rectora de todas las posiciones abiertas, tanto de aquéllas que lo son por cuenta propia como de aquéllas abiertas por cuenta de terceros.

El instrumento jurídico específico para asegurar el cumplimiento de las obligaciones consiste, generalmente, en la constitución de depósitos de garantía afectos al cumplimiento de las obligaciones derivadas de los contratos negociados. Se pueden distinguir las siguientes clases de garantías (art. 17.2 del Real Decreto 1.814/1991):

a) La Sociedad Rectora exige una garantía inicial de carácter permanente a los miembros cuando entran a formar parte del mercado. La finalidad de esta garantía general es la de asegurar a su vez la constitución de depósitos en garantía por posiciones abiertas y la liquidación de pérdidas.

b) Por otra parte, se exige una garantía diaria, que es de carácter variable en relación con las posiciones tomadas en el mercado, y exigible a todos los miembros y clientes con contratos abiertos registrados en sus cuentas. A este respecto el artículo 18.1 del Real Decreto 1.814/1991 dispone: «El importe de las garantías deberá ser actualizado diariamente, al cierre de la sesión, en función de la evolución de las cotizaciones».

c) Se prevé también la posibilidad de exigir una garantía extraordinaria, consistente en una aportación adicional a la garantía diaria, exigible a los miembros y clientes por circunstancias excepcionales de mercado o por tratarse de posiciones que la Sociedad Rectora estime de alto riesgo.

La materialización de las garantías por parte de los miembros y clientes puede realizarse (art. 19.1 Real Decreto 1.814/1991):

a) Mediante cuentas a la vista, o a plazo no superior a un mes, depósitos en metálico, valores de renta fija emitidos a plazo no superior a dieciocho meses y admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial, y participaciones en fondos de inversión en activos del mercado mone-

tario, siempre que el depósito o garantía se constituya en entidades diferentes al miembro del mercado operante, cuya titularidad ostentarán los miembros y clientes que constituyan la garantía.

b) Mediante prenda de valores.

c) A través de cualquier otra forma que, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, suponga una garantía suficiente y líquida de cobertura de riesgos o que, con carácter general, se establezca por la misma mediante circular.

Como medida de prudencia financiera, el artículo 19.2 del Real Decreto 1.814/1991, sin embargo, determina: «No podrán considerarse garantía suficiente los avales o créditos concedidos por los miembros del mercado a sus clientes, ni los concedidos a tales miembros por Entidades pertenecientes a su mismo grupo». Cuando el Real Decreto 1.814/1991 hace esta exclusión, es porque cabe no sólo la constitución de depósitos en garantía y de un derecho real de garantía como es la prenda sobre valores, sino también la aportación de avales, que normalmente serán bancarios, y que constituyen una garantía no ya de naturaleza real sino personal, puesto que el aval bancario, por ejemplo, no es sino una fianza, regulada en los artículos 1.822 a 1.856 del Código civil y 439 a 442 del Código de comercio.

La constitución de las garantías tiene como finalidad asegurar el cumplimiento de sus obligaciones por parte de todos los participantes en el mercado, tanto miembros como clientes. Se trata de la constitución de garantías, no de la transmisión de la propiedad o titularidad de los derechos que constituyan dicha garantía. Esto último sólo tendrá lugar en caso de incumplimiento de las obligaciones garantizadas y consiguiente ejecución de la garantía. En consecuencia, mientras tanto, los rendimientos de los bienes o derechos sobre los que se hayan constituido las garantías corresponderán a sus titulares, no a la Sociedad Rectora del mercado, que es titular sólo del derecho de garantía. Los miembros liquidadores, respecto de sus clientes y de otros miembros que liquiden a través de ellos, son los responsables de la constitución y mantenimiento de las garantías con los ajustes procedentes, según resulte de la liquidación diaria. El importe exigido corresponde al neto de todos los contratos registrados en cada cuenta.

Si bien el régimen jurídico básico regulador de los mercados y contratos de futuros y de opciones se encuentra en el Real Decreto 1.814/1991, ya se ha producido la publicación de alguna norma de rango legal dirigida precisamente a proporcionar seguridad a dichos mercados mediante el aseguramiento de la eficacia de las garantías constituidas. Un riesgo que acecha siempre en el curso normal de los negocios es que el deudor incurra en una situación concursal. De ahí que se haya dicho que el Derecho concursal constituye el «banco de prueba» de las instituciones jurídicas. La posición jurídica de un acreedor estará realmente garantizada en la medida en que resulte «inmune» o indemne ante un procedimiento concursal.

Pues bien, precisamente para asegurar en todo caso la eficacia de las garantías constituidas a favor de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones, la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero (*BOE* núm. 90, de 15 de abril de 1994), ha establecido en el número 1 de su disposición adicional séptima lo siguiente: «Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones gozarán de derecho absoluto de separación respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros y clientes hubieran constituido o aceptado en favor de aquéllas en razón de las operaciones realizadas en los mercados citados, en caso de que tales miembros o clientes se vieran sometidos a un procedimiento concursal. Sin perjuicio de lo anterior, el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa patrimonial concursal del cliente o miembros en cuestión.»

Se establece, pues, un derecho de separación *ex iure crediti.* Los bienes o derechos sobre los que recae la garantía pertenecen al deudor concursal y, por tanto, forman parte de su masa patrimonial. Lo que sucede es que el titular del derecho de separación puede proceder a la satisfacción de su crédito sobre el determinado bien del patrimonio que constituye la garantía. Además, tratándose de un derecho absoluto de separación, significa que su ejecución se podrá realizar al margen de los propios avatares del concurso (Uría, 1994, pág. 1.006). Evidentemente, en la medida en que sea hecha efectiva la garantía, se reducirá la masa concursal. El sobrante, si lo hubiere, en cuanto que es propiedad del deudor, pasará a reintegrar la masa patrimonial del concurso.

Si la garantía estuviese constituida por dinero, el derecho de separación sería *ex iure crediti* si se hubiera constituido un depósito cerrado del mismo o con identificación de numerario, cosa que puede ser poco frecuente. Lo normal será que se constituya un depósito irregular de dinero, con lo cual el depositario, dado el carácter fungible del dinero, adquiere la propiedad del mismo, mientras que el depositante ostenta un derecho de crédito frente al depositario. En tal caso, para el supuesto de concurso del depositante, el depositario realmente ha ejercido un derecho de separación *ex iure dominii.* En el caso de que la garantía para operar en el mercado de futuros y opciones esté constituida por dinero, lo normal será que se constituya un depósito en una entidad de crédito afecto en garantía al cumplimiento de las obligaciones derivadas de la participación

en el mercado. En el supuesto de incoación de un procedimiento concursal, bastará con aplicar la cantidad necesaria al cumplimiento de las obligaciones existentes y reintegrar el resto a la masa concursal.

En la línea de asegurar y proteger el mercado, la Ley no sólo establece de forma expresa el derecho de separación absoluto, sino que además en el párrafo segundo del número 1 de la disposición adicional séptima de la citada Ley 3/1994 se preceptúa: «En caso de quiebra de un miembro o de un cliente de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado sólo será impugnable al amparo de lo dispuesto en el párrafo segundo del artículo 878 del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución o afectación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de mercado».

Aun existiendo la garantía con un derecho de separación absoluto, la declaración de quiebra puede dar al traste con la misma si le afecta el período de retroacción. El tenor literal del párrafo segundo del artículo 878 del Código de comercio es tajante: «Todos sus —del quebrado— actos de dominio y administración posteriores a la época a que se retrotraigan los efectos de la quiebra serán nulos». Por tanto, conforme a este precepto, bastaría con que al ser declarada la quiebra de un miembro o cliente del mercado de futuros y opciones, se fijase la fecha de retroacción en un momento anterior al de la constitución de las garantías necesarias a fin de operar en el mercado, para que las mismas devengan nulas de pleno derecho. Ello supondría efectivamente un elemento de inseguridad. Lo que hace el precepto transcrito de la Ley 3/1994 es eliminar el automatismo en tan radicales efectos jurídicos. Siguiendo otros precedentes legislativos (véase Madrid, 1993, pág. 32) y doctrinales (véase Vicent Chuliá, 1994, pág. 564), la Ley somete la posible nulidad de las garantías a dos requisitos: que se ejercite por los síndicos de la quiebra la correspondiente acción de impugnación, y que se demuestre la existencia de fraude en el procedimiento judicial.

No sólo se elimina el carácter automático de la nulidad de pleno derecho (máxima sanción jurídica en Derecho patrimonial), imponiendo el ejercicio de acciones para que se declare la nulidad, sino que, además, tal posibilidad de anulación se limita y circunscribe al supuesto de la existencia demostrada de fraude en la constitución de las garantías. En tal supuesto, la responsabilidad, evidentemente, abarcará a quien, en su caso, en confabulación con el deudor quebrado, cometió o se benefició del fraude.

Esta especial protección frente al artículo 878 del Código de Comercio ampara las garantías constituidas para asegurar el cumplimiento de las obligaciones dimanantes de los contratos de futuros y opciones. Sin embargo, no afecta a la perfección de dichos contratos y consiguientes obligaciones. Al tener las garantías carácter accesorio de la obligación principal, la pretendida finalidad tuitiva de la norma contenida en la Ley 3/1994 quedará frustrada si se aplica la nulidad retroactiva *ex* artículo 878 del Código de Comercio a la propia celebración de los contratos de futuros y opciones, siendo declarada nula la obligación a la que da cobertura la garantía «pretendidamente protegida».

5. Obligaciones de las partes

Las principales obligaciones de las partes en los contratos de futuros han sido ya mencionadas en los apartados anteriores. En los dos apartados siguientes lo único que se hace es citarlas a efectos sistemáticos.

a) *Obligaciones del vendedor*

En todo contrato de compraventa la principal obligación del vendedor es la de entregar la cosa en la fecha prevista. En los contratos de futuros se suele tratar de una operación a corto plazo (varios meses), al final del cual el vendedor ha de cumplir con su obligación de entrega del producto o activo subyacente.

El cumplimiento de la obligación de entrega de la cosa, mediante la realización de la prestación consistente en transmitir el producto previsto al comprador, viene a satisfacer el interés de éste en obtener ese producto en ese momento al precio que se fijó en el momento en que se perfeccionó el contrato de futuros. En una estricta operación de previsión y aseguramiento de venta para una parte y de compra para otra de un determinado producto a un precio prefijado, el interés de ambas partes es contrapuesto y, por ello mismo, complementario. De ahí que ambos contratantes estén interesados en que la consumación o ejecución del contrato implique la *traditio* de la cosa.

Sin embargo, puede estar previsto en el propio contrato que la ejecución o liquidación del mismo se pueda llevar a cabo no ya mediante entrega de la cosa, sino mediante liquidación por diferencias. Habrá, pues, que estar a los propios términos contractuales para saber si procede la liquidación mediante entrega o por diferencias.

En un contexto de mercado debe resultar, al menos teóricamente, indiferente que la obligación de entrega de la cosa se realice mediante la *traditio* o mediante liquidación por diferencias, ya que tanto vendedor como comprador pueden, en su caso, enajenar o adquirir en el mercado ese mismo producto al precio de mercado con respecto al cual se establece la diferencia en menos o en más sobre el pactado en el contrato de futuros.

La posibilidad de liquidación por diferencias no afecta, por sí misma, a la naturaleza del contrato ni al objeto del mismo. Sólo significa un proceso de «espiritualización» en su ejecución, en pro de una mayor agilidad y eficacia a la hora del cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato. Cuando se acude a los mercados de futuros, los contratantes no están haciendo del concreto activo subyacente de cada contrato elemento esencial del mismo. Es una conclusión evidente que se deduce de la fungibilidad del objeto del contrato: es indiferente «ese» concreto elemento u otro fungible con él. Por otra parte, resulta indiferente el concreto subyacente si se trata de una pura operación de cobertura, y mucho más indiferente es si la contratación responde a una operación de especulación o de arbitraje.

Donde realmente se percibe con toda nitidez que la obligación de entrega de la cosa por parte del vendedor se «espiritualiza» es en el supuesto de contratos de futuros sobre índice. En este caso no es que se dé la opción a entregar o liquidar por diferencias. De entrada está descartada la entrega de la «cosa», que sería el índice, algo absolutamente inmaterial, inaprehensible físicamente y, por tanto, no susceptible de ser sometido a *traditio*.

Tratándose de contratos de futuros sobre índice, desaparece la obligación de la entrega física de la cosa, liquidándose el contrato por diferencias. El efecto es exactamente el mismo, aunque la ejecución es mucho más ágil y rápida. Teóricamente, el vendedor tendría que entregar la cantidad de valores o bienes contratados en el porcentaje con que se computan en el índice de referencia. El valor de la cosa a entregar es el que precisamente refleja el índice. Como en el primer caso señalado de contrato de futuros sobre un producto agrícola, por ejemplo, también aquí se ejecuta el contrato —pero ahora como única posibilidad— realizando una transacción económica equivalente a la entrega de la cosa y la percepción del precio que se pactó en el contrato. Si el precio de lo que tendría que entregar el vendedor (reflejado en el índice de referencia) está por encima del precio pactado en el contrato de futuros, la liquidación supondrá que el vendedor tendrá que abonar la diferencia entre ambos al comprador, o viceversa si fuese al contrario. En el caso de futuros sobre índice se llega a negar que se trate de un contrato de compraventa (Larraga, 1991, pág. 350).

b) *Obligaciones del comprador*

Su obligación fundamental es la del pago del precio pactado. Es la obligación del comprador que en el sinalagma contractual supone la equivalencia correspondiente a la obligación de entrega por parte del vendedor. Resulta aplicable el artículo 1.500 del Código civil, que establece: «El comprador está obligado a pagar el precio de la cosa vendida en el tiempo y lugar fijados por el contrato. Si no se hubieren fijado, deberá hacerse el pago en el tiempo y lugar en que se haga la entrega de la cosa vendida». El carácter normalizado de los contratos de futuros hace que el tiempo, lugar y forma de pago por parte del comprador estén preestablecidos, sin que las partes puedan introducir acuerdo alguno al respecto. En la negociación de los contratos, las partes sólo deciden un elemento de un contrato normalizado; dicho elemento es precisamente el precio. Pero sobre el mismo sólo pueden decidir la cuantía.

La materialización del pago presenta algunas especialidades derivadas precisamente de la específica configuración de los contratos de futuros:

1.ª) El pago viene articulado y garantizado a través de una cámara de compensación. Se vincula a un sistema de garantías. Como requisito previo para negociar, es imprescindible haber realizado un depósito que alcance un determinado porcentaje del precio del contrato. Las liquidaciones diarias en el mercado vienen a suponer una revisión de dicho depósito. Se trata de constatar cada día que el valor de mercado del activo subyacente contratado más el depósito de garantía son suficientes para realizar el pago del precio que se pactó en el contrato. Obviamente, si el precio de mercado del activo subyacente desciende, el comprador ha de incrementar su depósito. Si no lo hiciese así, se procedería a efectuar una operación de signo contrario en el mercado, cancelando de esta forma la «posición abierta» que tenía el comprador, que deberá asumir los perjuicios que ello le causare.

2.ª) El sistema de garantía establecido en el mercado asegura el pago el día del vencimiento. El pago se instrumenta a través de la cámara de compensación. La cuantía exacta que efectivamente ha de entregar el comprador corre paralela a la doble posibilidad vista en relación con la obligación de entrega de la cosa, es decir, si efectivamente hay *traditio* o si se produce una liquidación por diferencias.

II. CONTRATOS DE OPCIONES

Sin perjuicio de los diferentes conceptos que después se examinarán, baste señalar como punto de partida que los mercados de opciones se estructuran en torno a la negociación de dos clases de contratos de opción:

a) Una opción de compra: que confiere el derecho, pero no la obligación, de comprar el activo subyacente objeto del contrato al precio de ejercicio. El vendedor de la opción tiene la obligación de vender dicho activo si el comprador ejercita su derecho.

b) Una opción de venta: que confiere el derecho de vender el activo subyacente objeto del contrato al precio de ejercicio. El vendedor tiene la obligación de comprar dicho activo si el comprador ejerce su derecho.

1. Antecedentes

El contrato de opción es una vieja institución jurídica. Se ha utilizado en el tráfico como instrumento para asegurarse la posibilidad de realizar una compra o una venta en un momento futuro. Durante siglos se han negociado en bolsa. La primera bolsa especializada en la negociación de opciones sobre acciones abrió sus puertas en Chicago en 1973. Después los mercados de opciones se han expandido por todo el mundo.

2. Concepto

El concepto básico de opción es único. Sin embargo, a efectos de una mejor comprensión y entendimiento de su uso en el tráfico jurídico económico, conviene ofrecer tres definiciones que van desde la más genérica, sin connotación alguna en relación con el activo subyacente ni mercado alguno, pasando por la opción relativa a una compraventa, y terminando con el concepto tipificado a efectos de los mercados secundarios oficiales.

a) Concepto amplio: se puede definir el contrato de opción como aquél por el cual una de las partes, a cambio de un precio (prima), concede a otra la facultad de decidir sobre la celebración de un contrato principal en un momento dado o durante un tiempo determinado (Cachón, 1990, pág. 165).

b) Concepto limitado (opción sobre compraventa): desde esta perspectiva una opción es un contrato que otorga al comprador el derecho (no la obligación) a comprar o vender, mediante el pago de un precio, un activo a un precio establecido en un momento dado o durante un período de tiempo determinado (Costales, 1990, pág. 250).

c) A los efectos de los mercados financieros, el Real Decreto 1.814/1991 ofrece una definición descriptiva, referida a las opciones financieras, pero aplicable también a las no financieras. Según el artículo 1.º2.*b)* del Real Decreto regulador de los mercados oficiales de futuros y opciones, se entiende por opciones financieras «los contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices, futuros u otros instrumentos financieros; que tengan normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio, así como su fecha, única o límite, de ejecución; en los que la decisión de ejecutarlos o no sea derecho de una de las partes adquirido mediante el pago a la otra de una prima acordada, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador».

3. Finalidad

Igual que sucede con los futuros, los mercados de opciones son una respuesta del sistema financiero a la incertidumbre que se produce en la evolución de la actividad económica. Precisamente las opciones son de manera especial sensibles a la volatilidad de los precios.

Mientras que en los futuros se celebra un contrato de compraventa aplazada en la ejecución (tanto del pago como de la entrega de la cosa), en las opciones sólo se adquiere un derecho a comprar o vender en el futuro a un precio ya preestablecido. Dependerá de las circunstancias del mercado en cada momento que al optante interese o no ejercitar la opción. El optante limita su riesgo a la pérdida de la prima pagada, y a cambio se asegura un precio máximo de compra o mínimo de venta. El optatario, por el contrario, asume el riesgo de tener que comprar o vender, según el caso, por un precio superior o inferior al de mercado, sufriendo la consiguiente pérdida. A cambio percibe el importe de la prima.

Básicamente, la opción se concibe como un instrumento de cobertura frente a la incertidumbre que genera la volatilidad de los precios en los mercados. La finalidad socioeconómica última perseguida mediante el contrato de opción es la de asegurar la posibilidad de comprar o vender algo (el activo subyacente) a un determinado precio en una fecha futura.

Puesto que la celebración de un contrato de opción implica una transferencia de riesgo, se convierte en un instrumento que puede ser utilizado con el fin de especular. Pero hay que dejar bien sentado que la especulación, lejos de la consideración peyorativa de la que frecuentemente pueda ser objeto, juega aquí un papel fundamental para proporcionar eficiencia al mercado.

También cabe la posibilidad de realizar arbitrajes, tanto combinando adquisición o emisión de opciones de compra o venta, como combinando posiciones en opciones con posición compradora o vendedora en contratos de futuros. En cualquier caso, se trata de operaciones muy sofisticadas aprovechando los pequeños márgenes de ineficiencia que presenten los mercados y que requieren, por tanto, una alta especialización y cualificación técnica en la materia.

4. Características

a) *Tipificación mercantil*

La opción ha sido un contrato atípico, aunque nominado (Olivencia, 1977, pág. 74). En términos generales, la opción de compra ha sido considerada por reiterada doctrina legal como una figura sui géneris con sustantividad propia, definida como un contrato preparatorio, consensual y en ocasiones unilateral, que faculta al concesionario para exigir el cumplimiento del contrato definitivo con la sola manifestación de voluntad del optante.

Si bien la opción de compra en general es un con-

trato civil preparatorio de una compraventa, que ha tenido incluso acceso al Registro de la Propiedad por la vía del artículo 14 del Reglamento Hipotecario, el contrato de opción que aquí se analiza es un contrato normalizado y objeto de negociación en mercados organizados. Ha dejado de ser atípico, por cuanto aparece definido en el artículo 1.º del Real Decreto 1.814/1991. En cuanto instrumento financiero objeto de negociación en mercados de valores, es clara su naturaleza mercantil al amparo del artículo 2.º del Código de comercio y sobre la base de los razonamientos hechos a propósito del contrato de futuros. Por lo demás, la aplicación de la Ley del Mercado de Valores a las opciones financieras está fuera de toda duda.

b) *Operación a plazo*

Es un contrato que instrumenta una operación a plazo sobre un activo subyacente. Pero no hay una compraventa, ni siquiera a plazo, de dicho activo. La opción sólo confiere a su titular el derecho a comprar o vender. Es una facultad. Si se ejercita, entonces se perfeccionará un contrato de compraventa. El contrato de opción es un contrato preparatorio, pero no es la compraventa. Resulta, pues, falta de precisión la dicción literal del artículo 1.º2.*b)* del Real Decreto 1.814/1991, al describir el contrato como operación a plazo en la que se deja su ejecución o no a la voluntad de una de las partes, lo que resulta contrario al artículo 1.256 del Código civil.

Sin embargo, en la medida en que el contrato de opción se objetiva y el propio derecho de opción se instrumenta como un valor negociable, desde un punto de vista económico se habla de compradores y vendedores de opciones. Se apunta así la compraventa de opciones. Con independencia de que en la terminología utilizada efectivamente se diga comprador o vendedor de una opción, desde una óptica jurídica se está más cerca de la cesión de derechos (*ex* art. 1.526 del Código civil), que del paradigmático contrato de compraventa (arts. 1.445 del Código civil y 325 del Código de comercio). El contrato de compraventa genera para el vendedor la obligación de entregar la cosa; el contrato de opción no. Habrá compraventa —que será otro contrato—, si el optante ejercita la opción de compra o de venta.

En el contrato de futuros la operación a plazo se instrumenta en un solo negocio jurídico (compraventa: perfeccionada antes y ejecutada transcurrido un plazo). En el caso de las opciones hay, teóricamente, dos negocios jurídicos: el propio contrato de opción, por el que se adquiere un derecho o facultad a comprar o vender, y, en su caso, la futura compraventa. Si en el contrato de futuros se diluye el interés de las partes por la efectiva transmisión de la cosa (activo subyacente) objeto del contrato, este fenómeno aparece aún más subrayado en el caso de las opciones financieras. Por regla general el interés de las partes mira más a una acción de cobertura y, con mucha frecuencia, a la pura especulación que a la efectiva transmisión de la propiedad del activo subyacente. Se adopte una posición vendedora o compradora, frecuentemente, lo único que se está haciendo es una apuesta por la evolución futura de los precios o tipos de interés (precio del dinero) en un plazo determinado (el del contrato de opción), de forma que al vencimiento del derecho de opción lo único que se hace es considerar el valor de ésta en términos económicos («como si» efectivamente se celebrase el futuro contrato de compraventa y se liquidara éste por diferencias).

Hay veces en que, al ser la liquidación por entrega, como en el caso de las opciones sobre acciones, sí se perfecciona y ejecuta el segundo contrato (la compraventa: sobre su ejecución y problemática en relación con el artículo 46 de la LMV, véase Madrid, 1994, págs. 110-112). Pero cuando el activo subyacente es un índice (como el Ibex-35), la liquidación es por diferencias; por lo que en realidad no se celebra el segundo negocio jurídico. Se atribuye a la opción directamente el valor económico que resultaría de celebrar y ejecutar ese segundo negocio jurídico de compraventa. Lo que importa a las partes es el resultado económico de su apuesta, en lo que constituye un «verdadero juego de azar» en palabras de la Exposición de Motivos del Código de comercio de 1885:

> «Sabidas son las vicisitudes de nuestra legislacion sobre la validez ó nulidad de las operaciones á plazo, desde que el Real decreto de 10 de Setiembre de 1831 legisló la primera vez sobre ellas. Tampoco desconoce la sabiduría de las Córtes las diferentes y opuestas opiniones que dominan en el campo de la moral, del derecho y de la economía política sobre las operaciones que, bajo el nombre de en firme ó á su voluntad, con prima o sin ella, no constituyen en realidad más que obligaciones condicionales de pagar la diferencias que haya en los precios de los efectos públicos en el dia convenido para la ejecucion del contrato, y que en sustancia se resuelven en un verdadero juego de azar».

c) *«Normalización»*

En las opciones financieras, todos los elementos del contrato, salvo la prima, están normalizados. Los contratos han de tener un contenido estandarizado para que puedan ser objeto de cotización en un mercado. De ahí que las condiciones generales de cada contrato predeterminan el objeto (activo subyacente), el importe nominal, el precio de ejercicio (esto es, precio de la futura compraventa si se ejercita la opción), y la fecha futura del posible ejercicio de la opción. Dicha fecha puede ser única (opción de tipo europeo) o constituir un límite permitiéndose el ejercicio de la opción en cualquier momento hasta tal fecha (opción de tipo americano).

El ámbito de la autonomía de la voluntad se limita a decidir el tipo concreto de opción y ofrecer o aceptar el importe de la prima.

d) *Cotización*

Como se ha dicho, el contenido del contrato de opción está fijado en las condiciones generales. Pues bien, de cada tipo de contrato que se negocia en el mercado se presenta una escala de posibilidades en relación con el precio del activo subyacente, que va en escalones (de cincuenta en cincuenta unidades, cuando del Ibex-35 se trata). Cada uno de esos escalones es objeto de cotización. Lo que determina el cruce de la oferta y la demanda en el mercado es el importe de la prima a pagar por ese concreto contrato de opción a ese determinado precio futuro para caso de que se ejercitase la opción y se celebrara la futura compraventa, que a su vez (en el momento futuro) podrá ser de contado o de futuro también (opción sobre un contrato de futuros).

e) *Valor anotado*

A primera vista puede dar la impresión de que las opciones pueden ser calificadas como valores con más facilidad que los contratos de futuros. Ello es así porque en el caso de los futuros se está en presencia de un contrato de compraventa, que como tal contrato presenta una especial complejidad para su calificación como valor. Sin embargo, las opciones simplemente confieren un derecho, facultad o potestad al optante. Si tal derecho se incorpora a un título o se representa mediante una anotación en cuenta, se estará en presencia de un valor. De hecho, hay instrumentos financieros de similar naturaleza jurídica, en cuanto confieren un derecho de adquisición, como son los *warrants,* que son calificados como valores negociables por el artículo 2.1.*a)* del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Pero si se observa con detenimiento la institución jurídica, se comprobará la gran similitud que en este punto existe entre el contrato de futuros y el contrato de opción. En ningún caso existe el acto previo formal de emisión de valores. Tanto en el caso de futuros como de opciones hay tantos contratos cuantos se negocian en el mercado. Por el hecho de su diseño y configuración jurídica, en las condiciones generales que son aprobadas por la Administración, no nace contrato alguno. El nacimiento del contrato requiere el concurso de oferta y demanda en el mercado. Aunque existan las condiciones generales, si no se casan dos órdenes en el mercado no nace contrato alguno. Y, por tanto, los valores no existen, aunque el artículo 3.º2.*h)* del Real Decreto 1.814/1991 diga que las condiciones generales de los contratos aprobadas por la Administración equivalen a la escritura mencionada en el artículo 6.º de la Ley del Mercado de Valores.

También en el caso de las opciones, conforme las concibe el Real Decreto 1.814/1991, se está en presencia de verdaderos contratos. Y son estos contratos los que a tenor del artículo 1.º5 del Real Decreto 1.814/1991 han de estar representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente Sociedad Rectora. Son, pues, las opciones valores negociables que cotizan en mercados especializados, pero en cuanto verdadero contrato celebrado entre dos partes se han de mantener las mismas matizaciones que se hicieron en relación con los contratos de futuros, por lo que se refiere tanto a la emisión como a la transmisión.

f) *Carácter consensual*

Se trata de un contrato que se perfecciona mediante el concurso del consentimiento de ambas partes. En el ámbito del Derecho civil, o en un concepto general de contrato de opción, éste tiene carácter unilateral, pues es el optatario el que se obliga a cumplir lo prometido acerca del objeto de la opción; no obstante, cabe asimismo atraer la fuerza del sinalagma prestacional o bilateral, cuando, a su vez, el optante se obliga al pago de la llamada prima o precio de la opción (cfr. SS.TS 29 de junio de 1987 y 9 de octubre de 1989).

En el ámbito del Derecho mercantil, lo específico de las opciones financieras es que son contratos normalizados que se negocian en un mercado, donde precisamente la cotización se refiere al importe de la prima que se paga en razón del precio futuro al que se tendrá derecho a comprar o vender el activo subyacente. Ciertamente, el consentimiento de las partes contratantes viene referido a la totalidad de los postulados y condiciones que configuran el concreto contrato objeto de negociación, pero lo que realmente se negocia en el mercado es el importe de la prima. Tanto es así que el contrato se perfecciona en el momento en que coinciden el consentimiento del optatario («vendedor» de la opción) con el del optante («comprador» de la opción) en punto al importe de la prima en un contrato que cotiza en un mercado y que está previamente definido y estructurado en unas condiciones generales autorizadas por la Administración.

Se trata, pues, de un contrato bilateral, negociado en un mercado informatizado, donde el concurso del consentimiento de las partes se produce electrónicamente al casar dos órdenes en el sistema informático. En ese momento, igual que en el caso de los futuros, se produce la interposición de la Sociedad Rectora, perfeccionándose dos contratos de opción iguales. En uno la Sociedad Rectora adopta la posición compradora y en otro vendedora, de forma que, para la Sociedad, los efectos económicos de un contrato contrarrestan los del otro.

Como en el caso de los futuros, también los con-

tratos de opción son negociados por los miembros del mercado, siempre en nombre propio, aunque por cuenta propia o por cuenta de tercero (cliente).

g) *Compensación*

El hecho de la existencia de una Sociedad Rectora que actúa como cámara de compensación permite realizar fácilmente las liquidaciones, tanto diarias como las relativas al vencimiento de los contratos. Como sucede en los contratos de futuros, también en los contratos de opción la Sociedad Rectora registra, compensa y liquida los contratos actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador (arts. 1.º2.*b* y 7.º2 Real Decreto 1.814/1991).

Valga aquí lo dicho para los contratos de futuros. También las opciones son contratos bilaterales, en los que, en el momento de la perfección del contrato al casarse dos órdenes en el mercado, se interpone la Sociedad Rectora y se perfeccionan dos contratos iguales, aunque adoptando en cada uno de ellos la Sociedad Rectora la posición contraria. Este mecanismo permite:

— Cerrar fácilmente posiciones teniendo como contraparte siempre a la Sociedad Rectora. Para ello se celebra un contrato igual, pero adoptando la posición contraria. Es el «equivalente funcional» de la transmisión de los contratos (opciones) a que se refiere el artículo 1.º2.*b)* del Real Decreto 1.814/1991. Sin realizar efectivamente una transmisión —desde un punto de vista jurídico—, se consigue el mismo efecto que si de la cesión del contrato se tratara, con el consiguiente cese en la posición de optante u optatario.

— Facilitar la compensación y liquidación, ya que es siempre la Sociedad Rectora la que resulta acreedora o deudora de los participantes que contratan en el mercado.

— Ofrecer una mayor garantía jurídica para el cumplimiento de las obligaciones generadas en el mercado.

h) *Garantías*

Como en el caso de los futuros, el sistema de seguridad del mercado, para prevenir y evitar consecuencias económicas negativas ante posibles incumplimientos de las partes contratantes, se basa fundamentalmente en:

— La interposición o subrogación contractual de la Sociedad Rectora para garantizar el buen fin de los contratos.

— La constitución de garantías (cfr. art. 39 LMV).

— El seguimiento diario de la posición, es decir, del riesgo asumido por cada miembro y cliente del mercado con la necesidad de liquidar diariamente.

Las opciones se diferencian de los futuros, en lo que al mecanismo de garantía se refiere, en la asimetría que se produce entre las posiciones compradora y vendedora:

• Respecto al comprador de una opción, el riesgo de incumplimiento se limita a que no pague el precio de la prima. El período de tiempo que dura ese riesgo es corto, ya que si el comprador no pagase, se aplicarían al pago las garantías existentes (del propio cliente y del intermediario financiero). Y en último caso, se recurriría al cierre de la posición compradora («venta» de la opción). Por otra parte, una vez pagada la prima, no hay riesgo de incumplimiento alguno, ya que ninguna obligación tiene el optante.

• Respecto al vendedor de una opción, se ha de constatar la existencia de un alto riesgo que asume el optatario. Si el comprador de una opción de compra o de venta decide ejercitarla, el vendedor de la opción tendrá que hacer frente a la entrega de activo subyacente o al pago del precio de éste, según el caso, o a la liquidación por diferencias si así estuviese previsto. En todo caso, quien mantiene abierta una posición vendedora está percibiendo el importe de las primas, pero asumiendo un alto nivel de riesgo. De ahí que sea en este supuesto en que mayor relevancia tiene el requisito del establecimiento y mantenimiento de la garantía diaria.

5. Obligaciones de las partes

El objeto de un contrato de opción es el de constituir un derecho a favor del adquirente en el sentido de que llegada una fecha preestablecida (o durante un determinado período de tiempo) pueda decidir la compra o venta de un determinado activo. En un contrato de opción de compra el comprador adquiere, mediante el pago de una prima, el derecho a comprar un producto o activo financiero a un determinado precio cuando llegue el vencimiento de la opción (tipo europeo) o en cualquier momento durante el período de tiempo que va hasta el vencimiento (tipo americano). En un contrato de opción de venta, por el contrario, el comprador de la opción adquiere, mediante el pago de una cantidad, el derecho a vender un determinado producto o activo financiero a un precio ya fijado en un momento o período de tiempo preestablecido.

Se suele recalcar que el contrato conlleva un derecho, pero no una obligación, para el comprador de la opción (Morales-Arce, 1993, pág. F-513). Es decir, se indica que la característica fundamental diferenciadora de la opción frente a otros instrumentos similares, como son los futuros o los contratos a plazo o *forward,* es la «asimetría» que se produce entre las obligaciones de las partes: el comprador de la misma, al tener un derecho, pero no una obligación, sólo ejercerá, en general, la opción cuando le convenga, y no lo hará en caso

contrario, mientras que el vendedor o emisor es la parte obligada a cumplir con el contrato cuando dicho ejercicio se produce.

Pero tal asimetría no puede ser entendida como falta de sinalagma contractual. Si no se paga prima, efectivamente el contrato es unilateral por cuanto sólo el optatario resulta obligado. Pero si, como sucede en los mercados de futuros y opciones, el contrato de opción se pacta incluyendo el pago de una prima, ésta constituye precisamente la prestación que ha de realizar el optante. El objeto del contrato es la concesión de un derecho de opción mediante el pago de una prima (también llamado precio). Entendiendo por causa del contrato la finalidad socioeconómica perseguida por las partes plasmada en la prestación que ha de realizar la contraparte, es causa para el optante la obtención de ese derecho de opción, mientras que para el optatario lo es el cobro de la prima. Se trata, por tanto, de un contrato sinalagmático. Cuestión distinta es que el optante ejercite o no el derecho que ha adquirido mediante el contrato de opción.

El contrato de opción, pues, es bilateral y sinalagmático, mediante el cual se instrumenta la cesión de un derecho. Habría que hablar, pues, de cedente y cesionario o, más específicamente, de optatario y optante. Sólo sobre la base de una interpretación muy amplia de lo que se entiende por «cosa» en el artículo 1.445 del Código civil se podría hablar de comprador y vendedor. Lo que sucede en el mercado es que se objetiva el propio contrato y se convierte en un valor objeto de compra y venta. El hecho de la negociación de los contratos de opción en un mercado organizado propicia la idea de creer que se está comprando o vendiendo algo preexistente, cuando en realidad lo que se está haciendo de manera informatizada es celebrar un determinado contrato, en este caso el de opción.

Con las matizaciones hechas y empleando la terminología utilizada en los mercados de valores especializados donde, como tales valores, se cotizan los contratos de opción, se recuerdan a continuación las obligaciones que el contrato de opción genera para el comprador y el vendedor del derecho de opción.

a) *Obligaciones del vendedor (optatario)*

El vendedor transfiere o reconoce al comprador un derecho de opción, que bien puede ser a comprar (opción *call)* o a vender (opción *put).* El nacimiento de la obligación del vendedor y el cumplimiento de la misma son instantáneos —y por tanto simultáneos— produciéndose en cuanto tiene lugar la perfección del contrato de opción. El contenido de la obligación consiste en reconocer un derecho. Su cumplimiento mediante la correspondiente prestación es algo tan simple y automático como el efectivo reconocimiento en los propios términos del contrato.

No se puede entender que para el vendedor nace una obligación condicionada. Esta constituye el lado pasivo del derecho de opción del comprador, que es un derecho incondicionado. Lo que sucede es que el propio contenido del derecho, conferido mediante el contrato de opción por el «vendedor» al «comprador», consiste en permitir a su titular optar en el futuro. En consecuencia, siendo la obligación del vendedor la de reconocer dicho derecho desde el momento de la perfección del contrato de opción, las consecuencias económicas y jurídicas serán unas u otras en el futuro en función de la decisión que en su día tome el comprador. Si éste no ejercita la opción, se agota la obligación del vendedor. Si ejercita la opción, se perfecciona el contrato de compraventa del activo subyacente, en los términos previstos en el contrato de opción. Precisamente el contenido de la obligación del vendedor implica la prestación anticipada de su consentimiento a dicho contrato futuro, para el caso de que, en su día, el comprador también prestase su consentimiento (ejercicio del derecho de opción, que implica la perfección del segundo negocio jurídico —compraventa).

b) *Obligaciones del comprador (optante)*

Al perfeccionarse el contrato de opción, nace para el comprador la obligación de pago de la prima pactada, que viene a ser el precio por la adquisición del derecho de opción. Diariamente la Sociedad Rectora del mercado realiza la compensación y liquidación de las transacciones efectuadas en el día, poniendo a disposición de los miembros del mercado el detalle y resultado de su liquidación y la de sus clientes en su caso. La liquidación en efectivo se ha de efectuar en el plazo que especifiquen las condiciones generales de cada contrato.

El comprador de una opción no contrae ninguna otra obligación. De ahí que no tenga que constituir depósito alguno en garantía. Tiene un derecho, que consiste en la facultad de optar en el futuro por realizar una compra o una venta. Tan sólo si ejerce la opción, en el momento futuro en que se perfeccione el contrato de compraventa nacerá para él la obligación de pagar el precio del activo subyacente, si de una opción de compra se trató, o de entregar la cosa (el activo subyacente), en caso de una opción de venta.

La prima no constituye un pago parcial o anticipado sobre el activo subyacente contemplado por la opción. «La prima es un pago total, completo, realizado por el comprador de la opción en concepto de los derechos que el vendedor le otorga y que el contrato especifica» (Peironcely, 1991, págs. 69-70).

La obligación de pago de las comisiones que generan las intervenciones en el mercado tanto del miembro intermediario como de la Sociedad Rectora nacen con motivo de la negociación de los contratos de opción; pero no tienen su origen en estos

contratos, sino en lo estipulado en el Reglamento del mercado y condiciones generales de cada contrato, que se asume por parte de intermediarios y cliente mediante el correspondiente contrato de colaboración del intermediario con la Sociedad Rectora y de comisión entre el cliente y el intermediario. Mientras que sí se exigen garantías para todas las partes en los contratos de futuros, esto no se aplica en los contratos de opción. Los compradores de opciones no están sujetos a la constitución de garantía alguna. Cosa distinta es que, sobre la base del contrato existente entre intermediario y cliente, aquél exija a éste una adecuada provisión de fondos precisamente para atender al pago del importe de las primas.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ANGEL YÁGÜEZ, R. (1988-3), «Oferta de compra de acciones», Comentario a la STS (Sala 1.ª) de 26 de noviembre de 1987, *La Ley,* pág. 249.

BROSETA PONT, M. (1991), *Manual de Derecho Mercantil,* Madrid.

CACHÓN BLANCO, J. E. (1990), *Estudio jurídico y bursátil de los valores negociables en Bolsa,* Madrid.

COSTALES GAMÓN, B. (1990), «Tributación de los mercados de opciones financieras», *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española,* núm. 32, pág. 250.

DÍAZ RUIZ, E. (1993), *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses,* Madrid.

GONZÁLEZ DEL RÍO, A. (1990), «Tributación de los mercados de futuros financieros», *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española,* núm. 32, pág. 238.

KEEN, H. (1984), «Interest Rate Futures: A Challenge for Bankers», en J. R. BRICK, *Commercial Banking: Text and Reading,* pág. 397.

LARRAGA, P. (1991), *Futuros sobre índice,* Madrid.

LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I. (1994), *Opciones y futuros. Conceptos, técnicas y mercados,* Madrid.

MADRID PARRA, A. (1993), «Marco legal de la titulización de activos financieros en España», *Perspectivas del Sistema Financiero,* núm. 44, pág. 7.

— (1994), *Contratos y mercados de futuros y opciones,* Madrid.

MORALES-ARCE, R. (1993), «Mercado de futuros y opciones en España», *Actualidad Financiera,* núm. 45, 6-12 diciembre, página F-505.

OLIVENCIA RUIZ, M. (1970), «Los contratos a plazo», en *Coloquio de Derecho bursátil,* Bilbao, pág. 235.

— (1977), «La naturaleza jurídica y la causa de las operaciones a plazo», en *El mercado a plazo en las Bolsas españolas,* Bilbao, pág. 67.

PEIRONCELY, R. (1991), «El mercado de opciones», *Derecho de los Negocios,* núm. 5, pág. 69.

SÁNCHEZ DARDIÑÁ, M. (1991), «Introducción a los contratos de futuros», en LARRAGA, P., *Futuros sobre índice,* Madrid, página 13.

SOLER I ESMET, M. (1989), *La gestión del riesgo de interés en las entidades de crédito,* Doc. trabajo núm. 19, «La Caixa», Barcelona.

URÍA, R. (1994), *Derecho Mercantil,* Madrid.

VICENT CHULIÁ, F. (1994), *Introducción al Derecho Mercantil,* Valencia.

EL DESARROLLO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS Y SUS CONSECUENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Juan Antonio Ketterer

INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es discutir los factores que, a nuestro juicio, han contribuido a la evolución de los mercados de capitales modernos, en particular, a la de los mercados de derivados financieros.

El análisis se basa en la idea de que la evolución de los mercados es el resultado de la acción de un conjunto de fuerzas competitivas. Partimos de la premisa de que los instrumentos y los mercados financieros tienen una serie de «atributos» o «valores añadidos» que los hacen más o menos deseables por parte de sus usuarios potenciales y que, en definitiva, la inversión se canaliza a través de aquellos mercados e instrumentos más atractivos para los inversores y los emisores.

Las definiciones de mercados e instrumentos (apartado I) que utilizaremos a lo largo de este trabajo se apartan un tanto de la norma. Las definiciones no son correctas o incorrectas, sino más o menos útiles. Las que adoptamos aquí, aunque fuera de lo habitual, nos permitirán caracterizar con bastante precisión los distintos mercados que se observan en el entorno financiero real.

La identificación y discusión de los atributos, valores añadidos y bases competitivas de los mercados tiene lugar en el apartado II. A pesar de que examinaremos un buen número de ellos, en el fondo todo se reduce a una cuestión de costes de transacción entendidos en un sentido muy amplio.

A continuación, será necesario realizar una breve digresión. Hasta la década de los ochenta, los mercados «tradicionales» mantuvieron una preponderancia absoluta. No había otros. Pero a partir de ese momento se produce un cambio radical. Los mercados de derivados se desarrollan a un ritmo sorprendente. Una de las tesis que se presentan aquí es que, con anterioridad a los ochenta, no existía la tecnología ni las bases conceptuales para poder explotar las ventajas funcionales ofrecidas por los nuevos mercados e instrumentos. En el apartado III se escriben los fundamentos conceptuales y tecnológicos del desarrollo y consolidación de los nuevos mercados.

Una vez precisados estos extremos, pasamos a discutir la competencia entre los activos de contado y los instrumentos derivados (apartado IV) y la competencia entre mercados organizados y mercados *over the counter* (en lo sucesivo OTC) (apartado V).

De esta discusión obtenemos las siguientes conclusiones:

1. Los mercados de activos al contado son mercados diseñados para y por los emisores.

2. Los mercados de instrumentos derivados son mercados de inversores.

3. Los instrumentos derivados son mucho más que instrumentos de protección contra el riesgo; son instrumentos de gestión integral de carteras.

4. Los mercados organizados tienen como principal atractivo la liquidez.

5. Los mercados OTC tienen como mayor atractivo su flexibilidad.

6. Los servicios de compensación y liquidación con garantía son altamente apreciados por todos los participantes de los mercados.

Equipados con estas ideas pasamos a examinar (apartado VI) tres cuestiones objeto de un amplio debate en la actualidad: los riesgos inducidos por los mercados de derivados, las últimas tendencias en el diseño de instrumentos de inversión y el nuevo papel que desempeñan las cámaras de compensación.

Finalizamos el trabajo con tres conclusiones:

- La negociación de derivados, si no se puede manejar adecuadamente, puede inducir a importantes riesgos.

- Los instrumentos que están adquiriendo un mayor protagonismo son las notas estructuradas. Esta es una clase de instrumentos que consigue superar la contradicción «mercado de emisores-mercado de inversores» e incorporar un gran número de elementos de valor añadido.

• Las cámaras de compensación están ampliando su campo de actuación a los mercados de instrumentos OTC. Esta expansión de la actividad tradicional de las cámaras aporta un gran valor añadido a los mercados, minimizando los riesgos asociados con el uso de derivados.

I. CONFIGURACION ACTUAL DE LOS MERCADOS E INSTRUMENTOS

En lo que sigue adoptaremos una definición de mercado más amplia que la de costumbre. Un mercado se define mediante la especificación de los siguientes elementos: *a)* un conjunto de instrumentos negociados; *b)* un conjunto de reglas de negociación; *c)* unos métodos de compensación y liquidación, y *d)* un entorno regulatorio y legal.

En relación a los instrumentos, tan sólo mencionar que seguiremos la taxonomía habitual que los clasifica en: instrumentos de contado, instrumentos derivados e instrumentos híbridos. Estos últimos son aquellos que se pueden descomponer en la suma de un activo al contado y un instrumento derivado.

Las reglas de negociación describen cómo se efectúan las cotizaciones y las ejecuciones (mercado continuo, secuencia de subastas, etc.), los tipos de órdenes que se admiten y, finalmente, el soporte físico en el que transcurre la negociación (electrónico, telefónico o viva voz).

La compensación y la liquidación pueden presentar una gran variedad de formas: entregas bilaterales (Forex), entregas centralizadas a través de cámaras de compensación sin garantía (Cedel, Euroclear, Central de Anotaciones del Banco de España y Cuentas de Tesorería), liquidaciones a través de cámaras de compensación con garantía de las operaciones, etc. El método de liquidación y sus riesgos asociados determinan, en gran medida, la valoración de los instrumentos objeto de liquidación.

Finalmente, el entorno regulatorio-legal es un factor muy importante que, algunas veces, no se considera suficientemente en la discusión de las formas alternativas de organización de los mercados. Los aspectos más importantes de la regulación son los fiscales, los contables, las restricciones al acceso al mercado y a los sistemas de compensación y liquidación y la normativa concursal aplicable a las prendas en garantía por operaciones en curso.

Las configuraciones más usuales que se observan en los mercados financieros modernos son los mercados organizados de derivados *(exchanges),* las bolsas de valores tradicionales, los mercados OTC y los mixtos.

En los mercados organizados de derivados se negocian principalmente instrumentos derivados con un alto grado de estandarización. Los sistemas de negociación van desde el clásico corro a los más sofisticados sistemas de negociación electrónica. Su regulación acostumbra a ser muy estricta, consistiendo en restricciones al acceso directo a la negociación, compensación y liquidación. Los mercados organizados de derivados tienen asociada una cámara de compensación que compensa, liquida y garantiza el buen fin de las operaciones interponiéndose jurídicamente entre las partes contratantes. Para la gestión del riesgo de contrapartida la cámara utiliza depósitos de garantía, liquidaciones diarias y otros mecanismos.

Las bolsas de valores fueron creadas inicialmente para organizar la negociación de activos al contado, pero actualmente también se negocian algunos instrumentos derivados (especialmente los denominados *warrants).* Normalmente operan bajo una estricta regulación estatal. Utilizan sistemas más o menos avanzados de compensación y liquidación, pero no se da la concurrencia de una cámara que garantice el buen fin de las operaciones.

En los mercados OTC la negociación, los contratos y los procedimientos de liquidación se establecen de forma totalmente bilateral entre las partes contratantes. En general, no existe compensación de posiciones. No están directamente sujetos a regulación estatal y únicamente deben conformar sus prácticas al Derecho mercantil. Sin embargo, se acostumbran a dotar de asociaciones profesionales de carácter autorregulatorio, como por ejemplo ISDA, IABD, CEMM, etcétera.

Los mercados mixtos son mercados OTC que se ayudan de servicios de compensación y liquidación «externos», algunos privados y otros públicos. Ejemplos de estos mercados son el euromercado con los servicios Euroclear y Cedel, y el mercado de Deuda Pública Anotada con el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y la Central de Anotaciones del Banco de España.

En principio, es teóricamente posible diseñar tantos tipos de mercados como combinaciones entre *a), b), c)* y *d)* son posibles. Pero, en la práctica, se observa un número mucho más reducido de combinaciones. Este hecho parece sugerir que entre los elementos que constituyen un mercado existen «combinaciones eficientes» que dan lugar a los mercados observados en la realidad. El apartado siguiente tiene el propósito de examinar la lógica a que obedecen estos factores de eficiencia.

II. FACTORES DE COMPETITIVIDAD ASOCIADOS A INSTRUMENTOS Y MERCADOS

A continuación, examinamos los atributos de los mercados e instrumentos que, al ser valorados por

sus usuarios potenciales, determinan cómo la inversión se canaliza a través de un tipo particular de mercados y de instrumentos.

a) *Costes de transacción directos*

Los costes de transacción directos de un mercado son los costes derivados de las comisiones y los implícitos en los diferenciales entre los precios de compra y de venta *(spread).*

Por lo que se refiere a los primeros, muy poco cabe decir. Respecto a los costes implícitos en la *spread,* cabe destacar su carácter endógeno. El diferencial se amplía o estrecha en función de la liquidez y de la volatilidad del mercado, siendo normalmente una función inversa de la primera variable y directa de la segunda.

Es evidente que, *ceteris paribus,* los usuarios preferirán aquellos mercados e instrumentos cuya utilización les imponga unos costes de transacción menores.

b) *Estructura y perfil de los* cash-flows *de los instrumentos*

El mayor inconveniente de la inversión directa en activos al contado emitidos por los llamados «emisores primarios» es que, tradicionalmente, esta clase de activos han sido diseñados para satisfacer las necesidades de los emisores teniendo en cuenta en menor medida las de los inversores.

Por otro lado, algunos mercados imponen fuertes restricciones al perfil de pagos de los instrumentos que en ellos se negocian. El ejemplo más notable es el de los futuros y los *forwards.* En un principio instrumentos equivalentes, en la práctica los futuros tienen *cash-flows* diarios, mientras que los *forwards* tienen un único pago-cobro al vencimiento del contrato, siendo la misma estructura del mercado organizado la que imposibilita negociar futuros con *cash-flows* concentrados en el vencimiento.

En consecuencia, la posibilidad de reestructurar los *cash-flows* de los activos primarios para adaptarlos a las necesidades de los inversores, simultáneamente respetando las de los emisores, es una actividad de un alto valor añadido.

c) *Separación y reempaquetamiento de riesgos subyacentes a activos primarios*

Este punto está estrechamente relacionado con el anterior. Para ilustrar el concepto de separación de riesgos, consideremos el caso de un analista que ha identificado determinada compañía, sus acciones tienen un gran potencial de apreciación. La estrategia consiste en comprar las acciones con la previsión de su revaluación con respecto al mercado, esperando realizar la plusvalía en un horizonte de, supongamos, tres meses. Sin embargo, esta estrategia está sujeta a un importante riesgo. Puede darse el caso que, aun siendo correctas las previsiones del analista en cuanto a la revaluación relativa de las acciones con respecto al mercado, el mercado en su conjunto sufra un descenso debido a factores macroeconómicos, etc. En este caso, las ganancias esperadas podrían verse transformadas en pérdidas.

Los contratos de futuros sobre índices posibilitan asegurarse contra este descenso global del mercado, permitiendo así aprovechar la revaluación de las acciones independientemente de la evolución global de la Bolsa. En otras palabras, los futuros ofrecen la posibilidad de separar el riesgo idiosincrásico del riesgo de mercado e invertir separadamente en cada uno de ellos. Antes de la introducción de los futuros sobre índices, esta alternativa no existía.

Desde un punto de vista más analítico, observemos que la futura revaluación de una acción se puede descomponer en dos factores independientes: una parte derivada de su correlación con el mercado, y una parte estrictamente idiosincrásica. Es decir,

$$\text{Apreciación de la acción} = \text{Beta} \times \text{Apreciación índice} + \text{Residuo idiosincrásico}$$

Para aislar el riesgo idiosincrásico del riesgo del índice, únicamente es necesario establecer una posición vendedora en el futuro sobre el índice en una proporción igual a la beta de la acción.

Otra inagotable fuente de ejemplos de separación y empaquetamiento de riesgos nos lo ofrece el mercado de derivados sobre activos hipotecarios. Los IO's *(interest only)* pagan el interés de las hipotecas subyacentes, mientras que los PO'S *(principal only)* pagan exclusivamente el principal del *pool* de hipotecas. También los bonos hipotecarios se emiten en tramos que están más o menos expuestos al riesgo de pago anticipado, etcétera.

d) *Arbitrajes regulatorios*

Las prácticas regulatorias de distintos países son muy diversas. Sin embargo, todas tienen en común una serie de efectos distorsionadores que favorecen a determinados instrumentos y mercados sobre otros, imponiendo incentivos y restricciones a agentes e instituciones en el uso de determinados mercados e instrumentos.

El arte del arbitraje regulatorio consiste en diseñar productos y estrategias capaces de explotar las mencionadas distorsiones.

Por ejemplo, las compañías de seguros japone-

sas tenían vetado el acceso directo a los mercados de opciones. Aunque, por otro lado, podían comprar bonos con opciones imbuidas (bonos Bolsa). De esta manera, mediante la compra de activos de renta fija con instrumentos de renta variable imbuidos podían eludir la prohibición de tomar posiciones en derivados.

Otro ejemplo lo constituyen los *warrants.* Estos están considerados por determinadas agencias reguladoras como valores y no como opciones. Esta calificación implica que la persecución regulatoria de que históricamente han sido víctimas las opciones no se aplique de una manera tan implacable en el caso de los *warrants.*

Finalmente, un importante arbitraje regulatorio resulta de la posibilidad de tomar posiciones cortas en derivados, cuando en los activos de contado esta posibilidad queda severamente limitada. Incluso en ciertos mercados, como en el NYSE, existe la llamada *uptick rule,* que prohíbe la venta de acciones cuando el mercado está a la baja.

e) *Arbitrajes fiscales*

Uno de los incentivos más importantes para la innovación financiera y para el desarrollo de la llamada «ingeniería financiera» ha sido la elusión (que no evasión) de determinados aspectos de la legislación fiscal. Normalmente, la autoridad fiscal tiende a actuar con un ligero desfase con respecto a los mercados, regularizando a posteriori la fiscalidad de los nuevos productos. En el ínterin quedan amplias posibilidades de «arbitraje fiscal». Por ejemplo, todos recordamos determinadas ampliaciones de capital instrumentadas a través de emisiones de derechos de suscripción cuyo tratamiento fiscal era más favorable. Otro ejemplo notable es el caso suizo en donde su *stamp tax* se aplicaba a las transacciones de acciones pero no a las de *warrants.*

Dejando de lado estos casos, verdaderamente chocantes, gran parte de las ventajas fiscales de los nuevos instrumentos se basan en la asimetría de tipos marginales entre plusvalías y rentas de capital y en las diferencias de deducibilidad fiscal de pérdidas y ganancias que se dan entre distintos instrumentos.

Por ejemplo, un instrumento negociado en un mercado organizado contabiliza el neto de sus pérdidas y ganancias acumuladas en el período fiscal. En cambio, a los instrumentos OTC se les aplica generalmente el principio en «prudencia contable». De esta manera, una inversión en instrumentos OTC goza de un diferimiento del pago de impuestos con respecto a una inversión equivalente en los mercados organizados.

En resumen, los principios básicos del arbitraje fiscal son: primero, diseñar instrumentos que sean considerados capital desde el punto de vista de dotaciones de riesgo, pero que sus retribuciones sean consideradas pagos de intereses fiscalmente deducibles; segundo, transformar rentas en plusvalías; tercero, diferir el pago de los impuestos, y cuarto, construir posiciones de renta fija combinando activos de renta variable.

f) *Arbitrajes contables*

Los arbitrajes contables se basan en la posibilidad de reestructurar la hoja de balance o la cuenta de resultados para influir en la valoración de mercado y/o en la calificación crediticia de la entidad.

Esto es posible dado que la mayoría de transacciones en derivados son consideradas operaciones «fuera de balance». Esta calificación permite, por ejemplo, transformar los plazos de la deuda (por medio de *swaps* de tipos de interés), obteniendo financiación mucho más barata que la alcanzable como emisor primario en el plazo deseado.

Uno de los cambios en las prácticas contables que fue objeto de un arbitraje a gran escala tuvo lugar en los «Savings and Loans» en Estados Unidos en 1982. La nueva regla contable permitía a los S&L vender sus antiguas hipotecas (originadas a tipos bajos), siendo la pérdida fiscalmente deducible. Al mismo tiempo, el cargo a la cuenta de resultados podía hacerse de forma prorrateada durante un período de cuarenta años. Esto permitió a los intermediarios del mercado de aseguramiento de hipotecas *(collateralized morgatge bonds)* comprar las antiguas hipotecas a precios de saldo (ya que había una gran oferta) y revenderlas en forma de CMO's. El resultado final fue un espectacular arbitraje, sufragado por los contribuyentes, y un exuberante crecimiento del mercado de derivados de títulos hipotecarios.

g) *Flexibilidad en la introducción de nuevos productos*

Evidentemente, la posibilidad de emitir nuevos instrumentos sin restricción, evitando largos y engorrosos procesos de autorización por parte de los reguladores, es una característica altamente valorada, tanto por los inversores, como por los emisores.

En general, los mercados organizados están sujetos a una estrecha regulación, mientras que los OTC están libres de ella. El auténtico pavor que muchas instituciones tienen a la regulación ha llevado a un rechazo generalizado a racionalizar los *swaps* de tipos de interés en Estados Unidos.

h) *Riesgo de crédito de contrapartida*

Algunos instrumentos, por su misma naturaleza, conllevan un elevado riesgo de contrapartida, mien-

tras que en otros mercados existen mecanismos para minimizar dicho riesgo.

Los inconvenientes de estar sometido a riesgos de contrapartida son muchos y cada vez más intensos: se debe dotar capital para cubrirlo, se sufre una gran inseguridad jurídica y la posición de los libros aumenta exponencialmente al no ser posible el neteo real de las posiciones.

Todos estos factores se incorporan en el precio de los instrumentos bajo la forma de primas de riesgo.

III. BASES CONCEPTUALES Y TECNOLOGICAS

A principios de los setenta, aprovechando la infraestructura de los mercados de derivados sobre mercaderías, se introdujeron los primeros futuros financieros de tipos de cambio en el Chicago Mercantile Exchange. Se inició así el proceso de desarrollo de los futuros y opciones financieros que culminó en 1980 con la introducción de los futuros y opciones sobre índices bursátiles.

Paralelamente, en este período se observaron los primeros signos de un fuerte desarrollo de la inversión institucional: fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones, *trusts,* grandes empresas que empezaban a gestionar activamente sus tesorerías, etcétera.

En este período tuvieron lugar las más notables innovaciones conceptuales y tecnológicas en el área financiera. Estas innovaciones tendrían consecuencias de largo alcance en el campo de la inversión, ya que constituirían las bases del desarrollo y de la implantación de los mercados e instrumentos modernos. A continuación, pasamos revista a las más importantes de estas innovaciones.

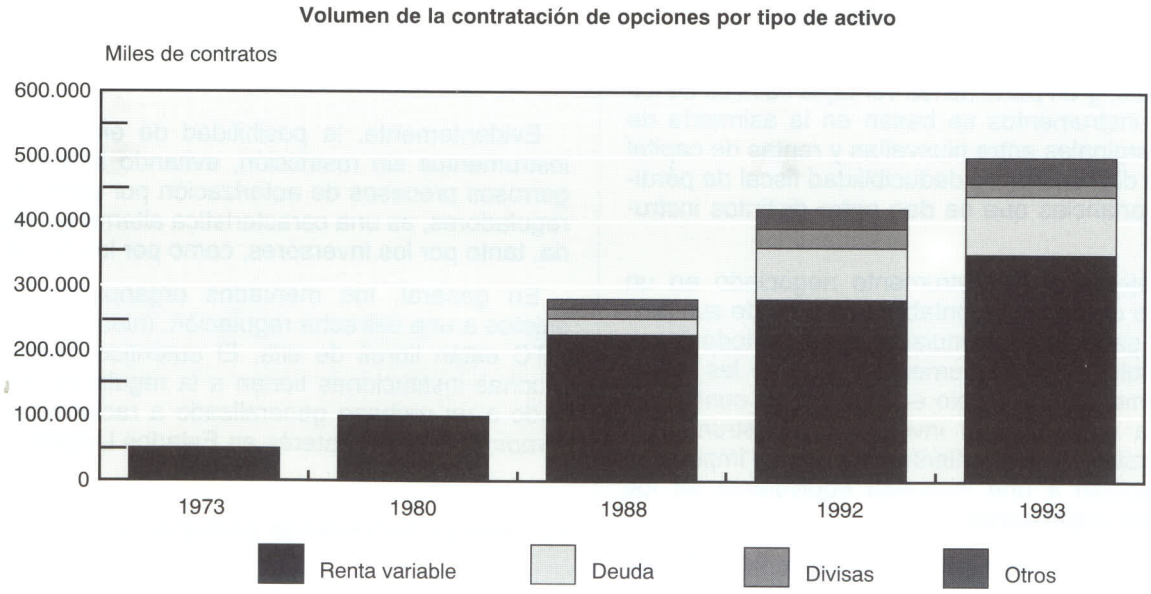
1. Los modelos de valoración de opciones de Black-Scholes

Sin lugar a dudas, el avance más significativo en el campo de la gestión del riesgo lo constituyó el modelo de valoración de opciones de Black-Scholes.

Previamente, las opciones habían sido negociadas con cierta tibieza dada la inseguridad colectiva sobre su correcta valoración, la cual se basaba únicamente en el principio de paridad. En el mismo momento en que Black & Scholes aportaron un método de valoración objetivo, basado en argumentos de arbitraje, los mercados de opciones entraron en una dinámica de crecimiento exponencial que se ha mantenido hasta nuestros días.

La contribución de Black & Scholes tuvo un alcance mucho mayor que la simple valoración de las opciones. Sus métodos, así como sus posteriores extensiones (ver Smithson, 1992), constituyeron

GRAFICO 1
EL VOLUMEN DE LAS OPCIONES AUMENTO MAS DE UN 20 POR 100 ENTRE 1992 Y 1993



la base para la valoración de un gran número de activos «complejos» que, en realidad, eran una combinación de opciones y de elementos *forward.*

2. Los modelos de valoración basados en la «cartera de mercado»

Por primera vez se generalizó la idea de que el riesgo del mercado agregado es el único que justifica una prima de riesgo, y que asumir riesgo idiosincrásico tan sólo puede plantearse como una desviación temporal y *ad hoc* del modelo de una cartera ampliamente diversificada.

Los modelos del tipo *Capital Asset Pricing Model,* basados en la «cartera de mercado», y los del tipo *Asset Pricing Theory,* fundamentados en la diversificabilidad del riesgo «idiosincrásico», se constituyeron en puntos de referencia obligados para la evaluación de los inversores institucionales. Referencias imprescindibles al respecto son Sharpe (1964), Lintner (1965) y Ross (1976).

3. Los principios de replicabilidad de activos al contado con derivados

El principio de replicabilidad (estática y dinámica) de activos al contado por medio de derivados adquirió popularidad entre la comunidad inversora a raíz de la publicación de las fórmulas de Black & Scholes. Las consecuencias más importantes de estos principios se resumen en un conjunto de técnicas de gestión de carteras muy innovadoras. Entre ellas cabe destacar el *program trading,* el *asset allocation* y el *covered stock picking.*

Para presentar estas ideas de una manera precisa es conveniente definir una «álgebra» de carteras. En esta álgebra los signos «–» y «+» significan toma de posición vendedora y compradora, respectivamente. Por lo demás, la notación que utilizaremos es como sigue:

S	:	Subyacente.
P_K	:	Opción *put* con precio de ejercicio *K.*
C_K	:	Opción *call* con precio de ejercicio *K.*
B_K	:	Letra del Tesoro con nominal *K.*
F_K	:	Futuro o *forward* con precio *forward K.*
r	:	Tipo de financiación hasta el vencimiento de las operaciones *forward* (normalmente el tipo repo).

Con esta notación se puede demostrar que se cumplen las siguientes relaciones:

$$F_K + B_K = S \qquad [1]$$

Es decir, una cartera compuesta de un futuro (o *forward)* más una Letra del Tesoro tiene el mismo *cash-flow* que el subyacente.

También se puede demostrar la siguiente equivalencia de carteras:

$$C_K - P_K + B_K = S \qquad [2]$$

Una cartera compuesta por una opción *call* comprada, una *put* vendida y una Letra del Tesoro tiene el mismo *cash-flow* que el subyacente.

Lo más interesante de esta formulación reside en que los componentes de las carteras pueden ser intercambiados entre sí y manipulados como si se tratara de expresiones algebraicas corrientes. Así, por ejemplo, si reescribimos la ecuación [2], podemos ver que también se cumple que los *cash-flows* de una *put* sumados a los del subyacente equivalen a los de una *call* y una letra. Formalmente:

$$P_K + S = B_K + C_K \qquad [3]$$

Finalmente, si sustituimos la ecuación [1] en la [2], obtenemos:

$$P_K - C_K = -F_K \qquad [4]$$

Esta «álgebra» de derivados, además de poseer una impecable belleza formal, tiene cuatro importantes consecuencias de orden práctico (es decir, con probable impacto en nuestra cuenta de resultados):

1. Nos indica cómo realizar una valoración consistente de nuestras carteras.
2. Nos advierte de posibles oportunidades de arbitraje.
3. Nos indica cómo podemos replicar una posición de contado con derivados.
4. Nos sugiere técnicas alternativas de gestión de carteras.

4. Técnicas de gestión sintética de carteras

Como hemos señalado, del principio de replicación se deriva una técnica de gestión de cartera denominada «sintética». Este pintoresco nombre se debe a que la mayor parte de la operativa se hace en derivados, sin llevar a cabo ni una sola operación al contado.

El primer ejemplo que ilustra este tipo de operativa es la gestión sintética de carteras de índice, denominada coloquialmente *asset allocation.* Desde la generalización de los modelos de cartera de mercado se acostumbra a evaluar a las gestoras de carteras de renta variable o mixtas en relación a sus rendimientos comparados con los de un índice bur-

sátil de referencia (Dow Jones, SP500, Nikkei, Ibex 35, etc.). En consecuencia, el objetivo del gestor es entrar y salir del índice en función de las expectativas de apreciación de este último relativas a la renta fija o al mercado monetario.

Más formalmente, el *asset allocation* consiste en mantener una proporción *X* por 100 de la cartera invertida en el índice y el resto (100 – *X* por 100) invertido en activos del mercado monetario (por ejemplo, Letras del Tesoro o Repos). La cuestión es elegir *X* por 100 de tal manera que cuando se prevé que el índice sube, *X* por 100 sea próximo a 100 por 100, y cuando se espera que el índice experimente un descenso, *X* por 100 esté próximo a 0 por 100.

Lo verdaderamente importante es que la variable *X* por 100 se puede modificar de dos maneras alternativas. El modo más obvio de hacerse es comprando y vendiendo las acciones que componen el índice. Alternativamente, la modificación se puede conseguir comprando y vendiendo futuros y opciones sobre el índice, sin alterar en absoluto la cartera de acciones. Esta segunda estrategia recibe el nombre de gestión sintética.

La misma técnica de gestión sintética se extiende sin dificultad a las carteras de renta fija. En este caso, para disminuir o aumentar la sensibilidad de una cartera a los tipos de interés, sin alterar la cartera subyacente de bonos, únicamente tenemos que vender futuros sobre tipos de interés en el primer caso y comprarlos en el segundo.

5. Cambios de actitud frente a la gestión del riesgo

Como consecuencia de la disponibilidad de nuevos instrumentos de gestión del riesgo, se produjo un cambio radical en la actitud de los inversores, especialmente entre los institucionales, respecto al significado del riesgo: el riesgo dejó de ser un parámetro exógeno y se convirtió en una variable de control. Este cambio «ideológico» se podría sintetizar en tres proposiciones:

«El riesgo es gestionable. La no gestión del mismo equivale a una toma de posición».

«La gestión activa del riesgo permite expandir el conjunto de oportunidades de inversión, es decir, la frontera riesgo-retorno».

«El riesgo de inversión se descompone en la suma de riesgo operativo más riesgo financiero. El riesgo financiero es eliminable en casi su totalidad. Por tanto, es posible la total separación de las decisiones de inversión de las de financiación».

6. Advenimiento de la tecnología de ordenadores personales

La revolución microinformática que tuvo lugar en esta época puso a disposición de un gran número de usuarios potenciales la tecnología necesaria para la gestión de instrumentos derivados sofisticados. Esto facilitó en gran manera su participación activa en los mercados de futuros y opciones para implementar las técnicas de gestión sintética de carteras, la especulación y el arbitraje.

Esta es una circunstancia de carácter puramente tecnológico, que pocas veces se tiene en cuenta pero que, en nuestra opinión, tuvo una importancia fundamental para el desarrollo del mercado de derivados.

Para concluir esta sección, es interesante observar que en el período de los ochenta, todos los conceptos y técnicas mencionados fueron asimilados por los mercados con particular rapidez. Esto fue debido a la concurrencia de un conjunto de circunstancias especialmente favorables.

En primer lugar, el mercado de *swaps* se afianzó definitivamente debido a la invaluable legitimización que le otorgó el Banco Mundial con el célebre *swap* contra IBM. Simultáneamente, los bonos Bolsa originados en Japón fueron ampliamente utilizados para satisfacer una gran demanda por parte de la inversión institucional.

Paralelamente, el mercado alcista de los ochenta encontró un vehículo de expresión óptimo en los recientemente creados mercados de derivados. La liquidez y reducidos costes de transacción de estos mercados atrajeron a los inversores deseosos de tomar posiciones especulativas, actividad extremadamente lucrativa en aquella época.

Finalmente, la ola de reestructuraciones de empresas y de fusiones y adquisiciones utilizó intensivamente las técnicas de ingeniería financiera cuyo desarrollo avanzó notablemente en esta época.

IV. LA COMPETENCIA ENTRE ACTIVOS AL CONTADO E INSTRUMENTOS DERIVADOS

La base de la competencia entre la negociación al contado y la negociación de instrumentos derivados reside en el principio de replicación que hemos expuesto en la sección anterior. Este principio, en esencia, viene a decir que cualquier cosa que se puede hacer en el contado (gestión real) también se puede instrumentar con derivados (gestión sintética).

Dado el perfecto grado de sustituibilidad entre la gestión real y la sintética, la elección de una u otra alternativa debe necesariamente basarse en criterios de orden práctico. A continuación discutimos los más relevantes.

a) *Coste de las comisiones*

Las comisiones que se aplican en los mercados

de derivados acostumbran a ser mucho más reducidas que las aplicadas por las Bolsas y las de los mercados del subyacente en general. Tal diferencia de costes se debe a las economías de escala que se producen en mercados donde se negocia un número más reducido de contratos y con volúmenes de negociación mucho mayores.

Actualmente, en España el coste de una transacción en derivados sobre renta fija supone una quinta parte de su equivalente en el mercado de bonos. En el caso de renta variable, una compra sintética del IBEX-35 por medio de futuros es aproximadamente cuatro veces más barata que la correspondiente operación realizada al contado.

b) *Coste de* spread *y liquidez*

La liquidez es el atractivo principal de los derivados. Mayor liquidez implica una menor diferencia entre el precio de compra y el de venta.

La liquidez de los mercados de derivados es generalmente superior a la de los mercados de contado, dado el alto nivel de estandarización de aquellos con respecto al de estos últimos. La estandarización concentra las ofertas y las demandas en un número reducido de instrumentos, lo que resulta en un estrechamiento de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta. Las estimaciones más recientes sitúan los costes implícitos en el diferencial de precios de los futuros en una décima parte de los costes asociados a una transacción equivalente en el mercado de contado.

c) *Flexibilidad*

Los mercados de derivados son, en general, más flexibles que los de activos de contado. Como se ha señalado anteriormente, el ejemplo más obvio es la posibilidad de instrumentar una venta en corto por medio de derivados. Los derivados permiten establecer posiciones vendedoras netas con gran facilidad, mientras que en los mercados de contado, debido a factores institucionales y fiscales, la venta en corto es mucho más complicada y costosa.

d) *Posibilidad de obtener perfiles de* cash-flows *y riesgos arbitrarios*

La estructura de *cash-flows* y riesgos de los activos al contado viene prefijada en el momento de su emisión. Los derivados, por su parte, permiten diseccionar los riesgos y reestructurar los *cash-flows* de manera prácticamente arbitraria.

Mediante el uso de derivados, los riesgos pueden ser descompuestos en partes individuales y reempaquetados para construir instrumentos que tengan características de riesgo-retorno más atractivas para los inversores.

e) *Posibilidad de obtener posiciones apalancadas*

Aunque por el principio de replicación también es posible obtener posiciones apalancadas en el con-

GRAFICO 2
RIESGO DE CREDITO DE DERIVADOS Y PRESTAMOS DE SIETE BANCOS DE USA COMO PORCENTAJE DE LOS RECURSOS PROPIOS

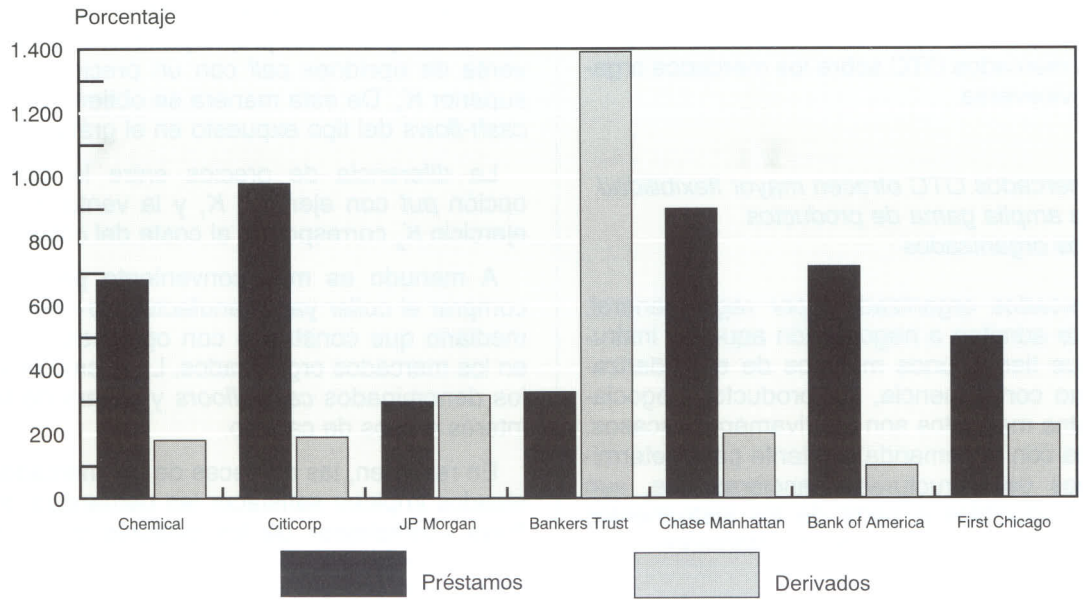
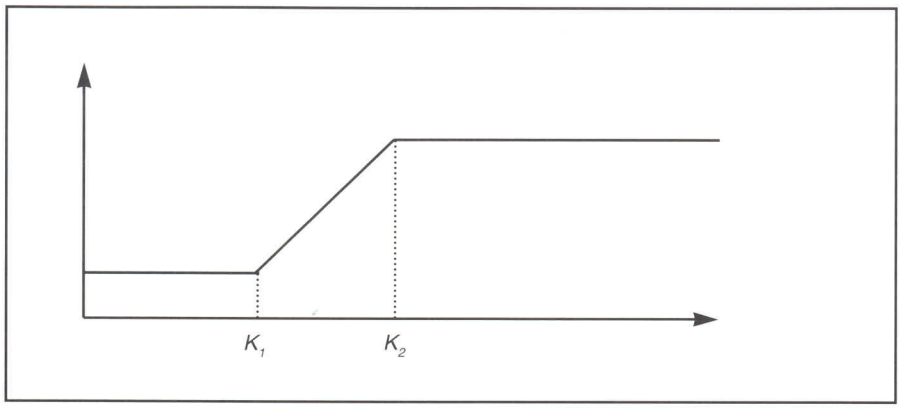


GRAFICO 3
«INDEX COLLAR»



tado, el apalancamiento en derivados es mucho más eficiente.

Un inversor puede obtener una posición apalancada en un activo financiando la compra de dicho activo mediante un préstamo. Equivalentemente, puede comprar un *forward* que tenga por subyacente el mismo activo, siendo ambas operaciones equivalentes. La diferencia más importante consiste en que la segunda es mucho más barata que la primera. Esto se debe a los costes asociados al préstamo que deben sumarse a los costes de transacción de la operación al contado.

V. LA COMPETENCIA ENTRE MERCADOS ORGANIZADOS Y MERCADOS OTC

En esta sección analizamos con cierto detalle los factores que pueden suponer una ventaja competitiva de los mercados OTC sobre los mercados organizados y viceversa.

a) *Los mercados OTC ofrecen mayor flexibilidad y más amplia gama de productos que los organizados*

Los mercados organizados, por regla general, únicamente admiten a negociación aquellos instrumentos que tienen unos mínimos de estandarización. Como consecuencia, los productos negociados en estos mercados son relativamente escasos. Esto choca con la demanda existente para determinados tipos de estructuras financieras que, aun siendo reproducibles a partir de los instrumentos estandarizados, no se negocian directamente en los mercados organizados.

Por ejemplo, una práctica extendida entre los inversores consiste en apostar por el alza o baja de un índice bursátil en horizontes superiores a los negociados en los mercados organizados (típicamente un año). Para satisfacer esta demanda, los intermediarios emiten *warrants* OTC a los plazos que los inversores deseen. De la misma manera, muchos inversores quieren llevar a cabo estrategias de gestión del riesgo a largo plazo sin tener que recurrir al *roll over* de posiciones a corto plazo. Para eso recurren al mercado OTC de *swaps* de tipos de interés o de divisas en los que se ofrecen plazos incluso superiores a los diez años.

Finalmente, una estrategia muy popular entre los gestores de fondos de renta variable es la llamada *index collar.* La idea consiste en que los fondos que están invertidos en carteras-índice pueden limitar sus pérdidas potenciales comprando opciones *put* a un *strike* K_1. Para no incurrir en un coste excesivo con la compra de las *put,* la pueden financiar con la venta de opciones *call* con un precio de ejercicio superior K_2. De esta manera se obtiene un perfil de *cash-flows* del tipo expuesto en el gráfico 3.

La diferencia de precios entre la compra de opción *put* con ejercicio K_1 y la venta de *call* con ejercicio K_2 corresponde al coste del *collar.*

A menudo es más conveniente para el fondo comprar el *collar* ya «manufacturado» por un intermediario que construirlo con opciones negociadas en los mercados organizados. Lo mismo ocurre con los denominados *caps, floors* y *collars* de tipos de interés o tipos de cambio.

En resumen, las rigideces de los mercados organizados impiden satisfacer las demandas de *cash-flows* «complejos» de los gestores de fondos. Lo cual los empuja al OTC para tomar posiciones sintéticas estructuradas ofrecidas por los intermediarios especializados.

b) *Los mercados OTC son más homogéneos que los organizados*

Esta afirmación puede parecer un tanto paradójica, pero lo es sólo en apariencia. Determinados inversores tienen interés en participar en mercados relativamente pequeños y remotos (desde su punto de vista «exóticos» o «emergentes»), pero no quieren asumir el coste de investigar las particularidades organizativas de dichos mercados ni quieren exponerse al riesgo de los tipos de cambio. Este es el caso de algunos fondos internacionales que desean invertir en países europeos sin tener que analizar las características fiscales, de liquidación, etc., de cada uno de ellos. Además, estos instrumentos, típicamente, quieren sus *cash-flows* garantizados en dólares. Para satisfacer esta demanda, los intermediarios financieros desarrollan productos derivados OTC. Es en este sentido que decimos que los productos OTC observan una cierta homogeneidad.

c) *En los mercados OTC existe riesgo de contrapartida*

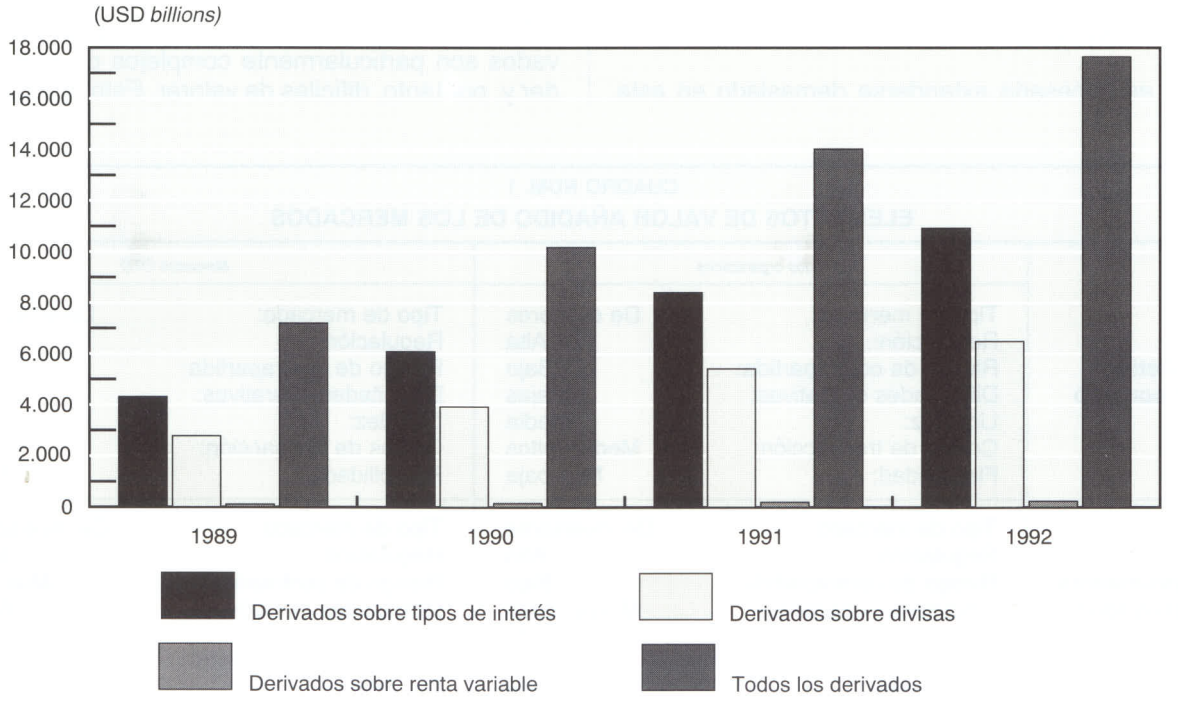
En este aspecto los mercados organizados gozan de una ventaja comparativa, ya que, en general, estos mercados tienen asociada una cámara de compensación que garantiza el buen fin de las operaciones.

Las cámaras de compensación, además de minimizar el riesgo de contrapartida, permiten el neteo multilateral de las posiciones. El neteo de la posición ha adquirido progresiva importancia a medida que se ha agravado la problemática del riesgo de contrapartida.

El riesgo de contrapartida se está percibiendo cada vez más intensamente en el mercado y tiende a reflejarse con más nitidez en la valoración de los instrumentos OTC. La situación ha llegado hasta el punto en que ciertos intermediarios han constituido sociedades «vehículo» AAA para poder así emitir OTC's principalmente *swaps.*

Las cámaras de compensación, por su parte, se dotan de mecanismos de gestión del riesgo crediticio de sus miembros. Entre estos mecanismos, los más populares son las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias y los depósitos en garantía. A veces, estos mecanismos son difíciles de aceptar por parte de los inversores institucionales y de las tesorerías de las empresas. En primer lugar, porque mantener la contabilidad y controlar los *cash-flows* asociados a las liquidaciones diarias consume recursos y representa un coste. En segundo lugar, existe un cierto rechazo «psicológico», ya que si se trata de operaciones de cobertura, en principio, no se induce ningún riesgo. Desde el punto de vista de una empresa que utiliza los productos derivados, no con fines especulativos, sino para llevar a cabo una

GRAFICO 4
ESTIMACIONES DEL GAO DEL GLOBAL DE MERCADOS DERIVADOS



operación de cobertura, la liquidación diaria de pérdidas y ganancias no tiene mucho sentido, ya que su posición neta, por definición, no está sujeta a riesgo alguno.

d) *Los mercados OTC están libres de restricciones de tipo regulatorio*

Actualmente, la regulación tiene como objeto principal la protección del pequeño inversor y en la práctica no discrimina entre las distintas clases de inversores que acuden al mercado. Como consecuencia, los grandes inversores «profesionales» están sometidos a un exceso de regulación. Con el objeto de eludirla en lo posible, los inversores institucionales tienden a desviar sus inversiones hacia los mercados OTC.

e) *Los mercados OTC adolecen de falta de transparencia en la formación de precios*

La falta de transparencia en la fijación de precios genera importantes dificultades para la evaluación de determinados instrumentos OTC. Lo cual supone un grave inconveniente para los gestores institucionales que requieren una revaluación diaria de sus carteras.

Este problema se agrava en el momento en que una misma cartera puede ser valorada positiva o negativamente, en función de los precios de referencia que se tomen, lo cual invita a todo tipo de prácticas de dudosa legitimidad.

f) *Los mercados organizados son más líquidos*

No es necesario extenderse demasiado en este punto, ya que es bien conocido y compartido por la mayoría de analistas de los mercados.

De todas maneras, es conveniente hacer una observación. En determinadas circunstancias en que se requiere llevar a cabo una operación de gran volumen, puede ser más fácil obtener precio en el OTC que en un mercado organizado.

Para finalizar y resumir el análisis realizado en las anteriores secciones, hemos elaborado el cuadro número 1, donde hemos intentado valorar de manera cualitativa los elementos de valor añadido de cada uno de los mercados examinados.

VI. EL PRESENTE Y LAS TENDENCIAS FUTURAS

1. La polémica sobre el riesgo de los derivados

Los últimos dos años han sido testigos de una acalorada polémica sobre los efectos económicos de los derivados. Probablemente, dicha polémica tiene su origen en la preeminencia que estos instrumentos están adquiriendo, magnificada por una serie de espectaculares accidentes acontecidos últimamente que han ocasionado graves quebrantos económicos a sus víctimas.

Reproducir esta extensa polémica, en la que han intervenido todo tipo de entes reguladores, bancos centrales y organizaciones profesionales de la industria de derivados, es una tarea fuera del alcance de este trabajo. Sin embargo, quisiéramos comentar algunos extremos.

En primer lugar, determinados instrumentos derivados son particularmente complejos de comprender y, por tanto, difíciles de valorar. Esto ocurre prin-

CUADRO NUM. 1

ELEMENTOS DE VALOR AÑADIDO DE LOS MERCADOS

	Mercados organizados		*Mercados OTC*	
Activos al contado	Tipo de mercado:	De emisores	Tipo de mercado:	De emisores
	Regulación:	Alta	Regulación:	Baja
	Riesgo de contrapartida:	Bajo	Riesgo de contrapartida:	Medio
	Dificultades operativas:	Bajas	Dificultades operativas:	Bajas
	Liquidez:	Media	Liquidez:	Media
	Costes de transacción:	Medios altos	Costes de transacción:	Altos
	Flexibilidad:	Muy baja	Flexibilidad:	Baja
Instrumentos derivados	Tipo de mercado:	De inversores	Tipo de mercado:	De inversores
	Regulación:	Alta	Regulación:	Baja
	Riesgo de contrapartida:	Bajo	Riesgo de contrapartida:	Muy alto
	Dificultades operativas:	Medias altas	Dificultades operativas:	Altas
	Liquidez:	Alta	Liquidez:	Baja
	Costes de transacción:	Bajos	Costes de transacción:	Altos
	Flexibilidad:	Media	Flexibilidad:	Muy alta

cipalmente con los derivados de «segunda generación», también llamados «exóticos». Además, muchos derivados tienen una serie de opciones ocultas o implícitas que, cuando se hacen efectivas, pueden resultar en desagradables sorpresas para los inversores desprevenidos.

Las consecuencias pueden ser especialmente graves para aquellas entidades que valoran los derivados basándose en sistemas de valoración del tipo «caja negra», ya que no conocen exactamente los supuestos en que se basan dichos métodos.

En segundo lugar, la mayoría de los derivados de tipo OTC conllevan fuertes riesgos de contrapartida. Mientras que el análisis y control de riesgos crediticios están bastante bien entendidos en el caso del préstamo puro, su aplicación a los derivados no lo está tanto. Es muy importante que las entidades desarrollen técnicas comprensivas de control de riesgos de contrapartida que integren el préstamo clásico y la contratación de derivados en general.

En tercer lugar, la mayoría de derivados OTC hechos a medida tienen graves problemas de liquidez. A pesar de que los *dealers* prometen dar contrapartida para los productos que distribuyen, es frecuente que los inversores encuentren grandes dificultades en el momento en que quieren deshacer una posición. Unicamente una experta cobertura dinámica de la posición puede aliviar este inconveniente. El riesgo de liquidez es uno de los más importantes y, a la vez, de los más difíciles de estimar, ya que su valoración depende crucialmente de los parámetros que se utilicen y de sus métodos de estimación.

En cuarto lugar, determinadas prácticas de contratación OTC están sometidas a graves riesgos de inseguridad jurídica. Estos riesgos son más que proporcionales a la complejidad del instrumento y el efecto prima de riesgo es muy difícil de cuantificar.

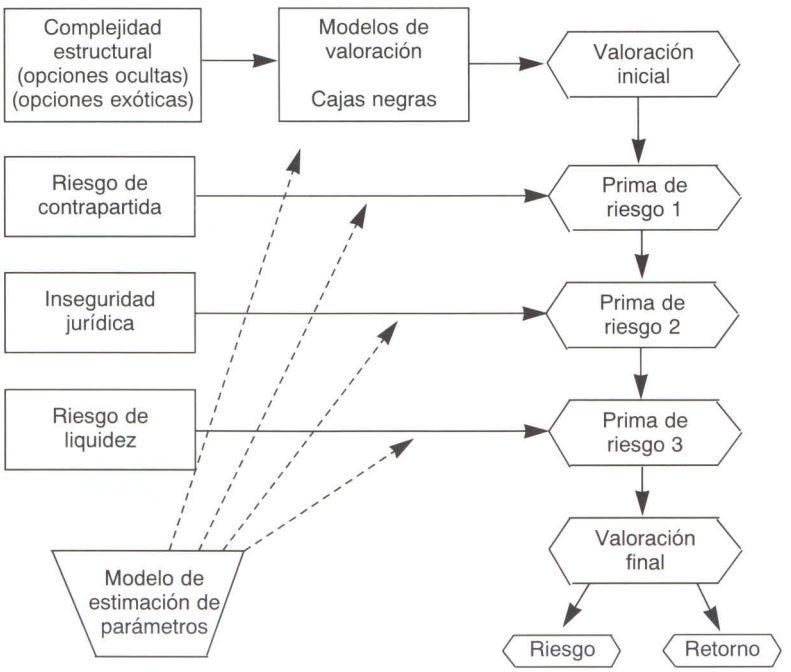
Finalmente, la misma complejidad de los instrumentos dificulta el control interno que las entidades pueden ejercer sobre sus operadores y sobre sus posiciones agregadas. Este problema únicamente puede ser solucionado aplicando altas dosis de «prudencia operativa». Las entidades no deberían operar en aquellos mercados para los que no están debidamente preparadas.

La superación de todos estos inconvenientes y riesgos debe basarse en una adecuada valoración de los mismos y en una plena comprensión de los instrumentos, siendo conscientes de que el principal problema es la definición de una metodología rigurosa de estimación de parámetros. Sin ésta, todos los cálculos carecen del menor sentido.

En definitiva, no se trata tanto de eliminar el riesgo, sino de controlarlo y valorarlo correctamente. Esta es precisamente la fuente principal del negocio bancario.

CUADRO NUM. 2

RIESGOS IMPLICITOS EN LA VALORACION DE DERIVADOS



2. Nuevas tendencias de inversión: las notas estructuradas y el nuevo papel de los intermediarios

En las secciones anteriores hemos identificado y analizado los factores de competencia y de valor añadido de los distintos mercados e instrumentos. Ahora podríamos intentar un ejercicio mental consistente en el diseño de un instrumento que maximizara los aspectos positivos y minimizara los negativos. Sin embargo, es posible que no inventáramos nada nuevo, ya que el mercado ya ha realizado este ejercicio. El resultado del mismo son las llamadas «notas estructuradas».

Una nota estructurada es un producto híbrido consistente en un activo de renta fija (un pagaré, un bono, una obligación) más un instrumento derivado (una opción, un *collar,* etc.). Uno de los ejemplos más simples y familiares de notas estructuradas son los llamados «bonos Bolsa». Este tipo de instrumentos ha sido profusamente emitido en España en los últimos tiempos.

Naturalmente, existen notas estructuradas mucho más complejas y sofisticadas que una simple opción sobre un índice bursátil. Por ejemplo, si un inversor espera un aplanamiento de la curva de tipos, se puede diseñar una nota con pagos de cupón que aumentan cuando el diferencial entre tipos a corto y largo plazo disminuye. La mayoría de notas estructuradas tienen opciones imbuidas, tipo *caps, collars,* etc. Los pagos de interés pueden seguir cualquier función arbitraria de la evolución de las variables subyacentes, tipos de interés o tipos de cambio o índices bursátiles. Algunas notas pagan cupón inverso al tipo a corto plazo, otras a los precios de los índices de mercaderías, etcétera.

Desde principios de los noventa, el mercado de notas estructuradas ha crecido espectacularmente en los Estados Unidos (USD *billion* 18 emitidas en 1990 a 92 USD *billion* emitidas en 1994).

La característica más destacable de las notas estructuradas es que son un instrumento idóneo tanto para el emisor como para el inversor, consiguiendo superar la dicotomía «instrumento de inversores-instrumento de emisores».

Desde el punto de vista del inversor, la nota estructurada puede tener las características de *cash-flows* y riesgos que más le interesen, dando lugar a combinaciones de riesgo-retorno que serían muy difíciles, si no imposibles, de obtener con activos al contado.

Cuando las preferencias de riesgo y *cash-flow* del emisor no coinciden con las del inversor, únicamente tiene que entrar en un *swap* con un tercero (típicamente un intermediario) y, de esta manera, convertir la nota en un instrumento de renta fija tradicional.

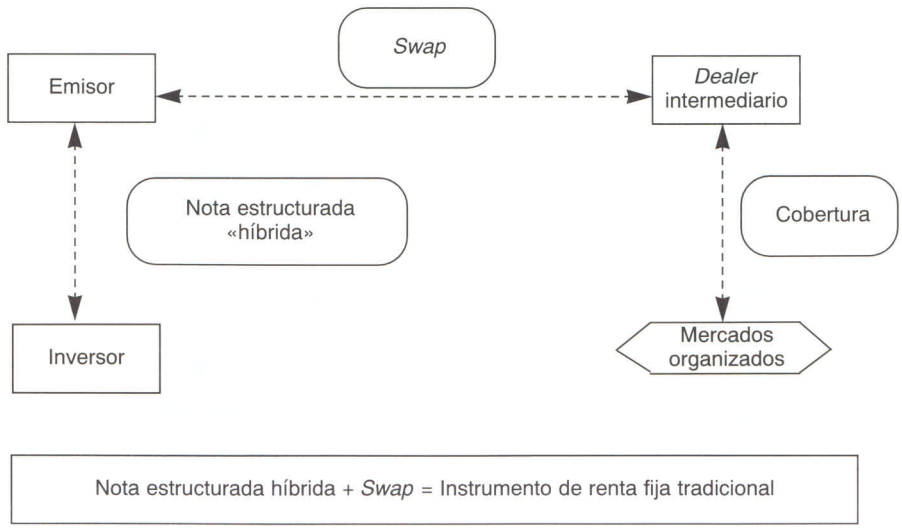
El intermediario, por su parte, «cubre» la posición del *swap* en los mercados organizados.

Este proceso viene esquematizado en el cuadro número 3.

Ante este esquema cabe hacer una pregunta: si el emisor, al final, desea emitir renta fija tradicional, ¿por qué entrar en una operación tan compleja? La respuesta es muy simple. El coste de financiación resultante de emitir la nota estructurada más el *swap,* es más bajo que el que obtendría si emitiera directamente renta fija tradicional. Por otro lado, después del *swap* sus *cash-flows* y riesgos son idénticos a los que tendría con una emisión de renta fija pura, excepto por el riesgo de contrapartida del

CUADRO NUM. 3

NOTAS ESTRUCTURADAS



swap con el intermediario. La aceptación de ese riesgo es la base del abaratamiento del coste de financiación. En definitiva, se trata de «comprar» riesgo intermediario.

Las notas estructuradas ofrecen, tanto a emisores como a inversores, una serie de ventajas adicionales:

Para el inversor, las notas estructuradas son mucho más fáciles de administrar que el equivalente en derivados puros, ya que se pueden negociar y transferir mucho más fácilmente que los *swaps* o derivados OTC en general.

En segundo lugar, las notas estructuradas requieren menor evaluación del crédito de contrapartida que la que tiene lugar en el mercado de *swaps* o de derivados OTC en general. El inversor únicamente debe evaluar la calidad crediticia del emisor y no la del intermediario.

En tercer lugar, algunos inversores están sujetos a restricciones regulatorias que les impiden entrar directamente en el mercado de derivados, pero que les permiten adquirir notas estructuradas (arbitraje regulatorio).

En cuarto lugar, los emisores se pueden beneficiar de la contabilización «fuera de balance» de las notas estructuradas, especialmente del *swap.* De esta manera se puede llevar a cabo un arbitraje contable vinculado a un legítimo proceso de financiación.

Finalmente, el intermediario se beneficia del diferencial que existe entre el *swap* y su cobertura (replicación sintética) en los mercados organizados de derivados.

En resumen, las notas estructuradas permiten llevar a cabo todo tipo de arbitrajes, son flexibles, están sin regular y satisfacen simultáneamente a inversores y a emisores. El único problema que tienen reside en el riesgo de contrapartida del *swap.* De éste nos ocupamos en el próximo apartado.

3. El nuevo papel de las cámaras de compensación: convergencia OTC, mercados organizados

Tal como hemos señalado, el único factor de valor añadido que el mercado de notas estructuradas no ha podido incorporar hasta la fecha es la minimización del riesgo de contrapartida del mercado OTC. El riesgo se origina en la «rama» *swap* de la nota estructurada, ya que el emisor no tiene ninguna garantía de que el intermediario cumplirá con su parte del contrato.

La solución más efectiva para este problema consiste en la interposición de una cámara de compensación entre emisores e intermediarios, de tal manera que la cámara garantice el buen fin de las operaciones *swap.* De esta manera, el mercado de notas estructuradas podría obviar el problema del riesgo crediticio de contrapartida.

Sin embargo, este esquema no se ha puesto aún en práctica hasta la fecha. Las cámaras de compensación han sido típicamente dependientes en exclusividad de los mercados organizados de derivados. Unicamente garantizaban contratos derivados negociados en mercados organizados.

MEFF Renta Fija ha diseñado una cámara de compensación de *swaps* capaz de solucionar el problema del riesgo de contrapartida y, de esta manera, conseguir la total convergencia de factores de valor añadido de los distintos mercados e instrumentos.

El registro de *swaps* en la cámara supone la sustitución de una diversidad de riesgos originados en una multiplicidad de contrapartidas heterogéneas, por el riesgo único de cámara. Esto tiene consecuencias de indudable valor:

1. Se elimina la necesidad de disponer de un análisis crediticio de cada una de las contrapartidas participantes en el mercado, problema que se agrava si consideramos el carácter dinámico de dichos riesgos. Unicamente se debe analizar el riesgo con la cámara de compensación.

2. Los *swaps* que hayan sido registrados en la cámara no consumen líneas de crédito entre entidades, quedando aquellas libres para la negociación de otros instrumentos. De esta manera se tiende a aliviar una situación potencialmente peligrosa en la que las líneas de crédito entre las distintas contrapartidas están saturadas.

3. Se homogeneiza el marco contractual entre contrapartidas, con el consiguiente aumento de la seguridad jurídica. Esto es consecuencia de la existencia de un único contrato con la cámara de compensación cuya solidez jurídica está avalada no sólo por el mercado, sino también por sus organismos de tutela.

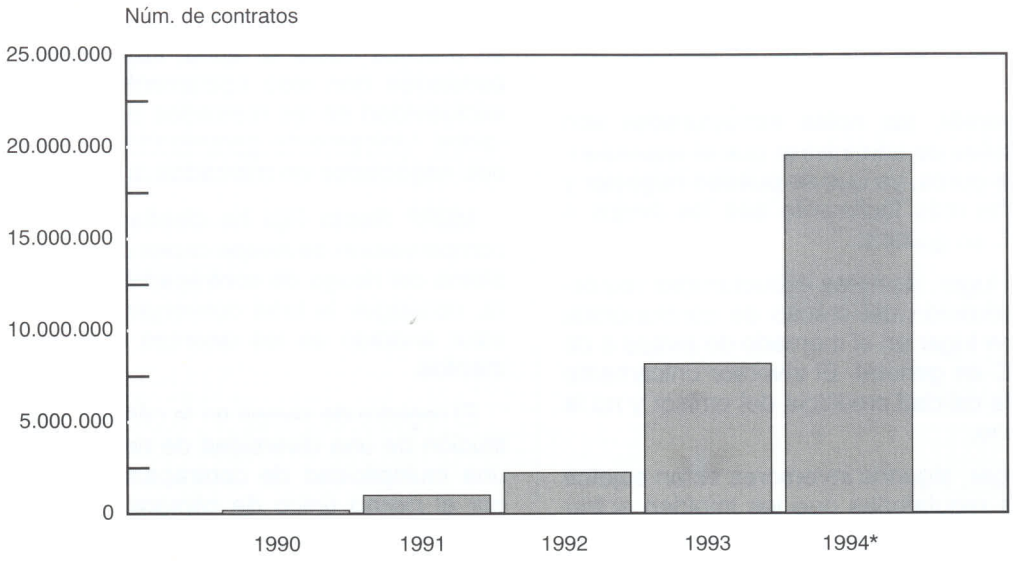
El registro permite contemplar la posición global del libro de *swap* en base neta multilateral. La implementación del *netting* multilateral, tan sólo posible a través de la interposición de una cámara de compensación, supone una serie de ventajas adicionales para el mercado de *swaps:*

1. La posición neta de un *swap* registrado en cámara consume menos capital por provisión de riesgo, pudiendo las entidades adheridas a la cámara optimizar el uso de su capital.

2. La posibilidad de manejar efectivamente el libro de *swaps* en base neta permite el control de la posición real de riesgo de la entidad.

3. La posición neta multilateral facilita la labor

GRAFICO 5
VOLUMEN NEGOCIADO EN MEFF RENTA FIJA



* Estimación hecha a 30 de noviembre de 1994.

de *market marking,* ya que el saldo vivo no se acumula como ocurre en un contexto OTC.

El servicio de compensación y liquidación de la cámara simplifica algunos aspectos de la gestión de pagos y cobros entre contrapartidas, ya que existe un único *cash-flow* neto entre la cámara y cada uno de sus miembros. Las relaciones entre los miembros y sus clientes también se ven mejoradas, ya que la cámara calcula todos los pagos y cobros entre miembros y clientes.

Otro de los problemas con que se enfrenta la negociación OTC de *swaps* y otros derivados consiste en la multiplicidad de documentación, diversidad de legislaciones internacionales y domésticas, etc., y la falta de jurisprudencia sobre la resolución de determinadas instancias concursales. A pesar de los esfuerzos del ISDA y de las recomendaciones del Comité de Basilea, el mercado OTC adolece de un alto grado de incertidumbre y de riesgo jurídico. En nuestro país, sin embargo, existe una legislación muy clara en todo lo referente a futuros y opciones. Las prácticas de gestión del riesgo de las cámaras de compensación reconocidas por la ley están avaladas por un Reglamento oficial que contempla todos los aspectos de su funcionamiento. Dicho reconocimiento apoya toda la operativa de la cámara y del mercado en firmes bases jurídicas.

Para poder gestionar eficazmente el riesgo de contrapartida, la cámara exigirá de cada uno de sus miembros que depositen garantías actualizadas diariamente. En caso de incumplimiento por parte de un miembro, la cámara podrá ejecutar las garantías depositadas por él mismo.

El resto de normativa que define el funcionamiento de la cámara y las relaciones contractuales entre las distintas partes será la misma que la contemplada para los futuros y las opciones en el actual Reglamento de MEFF Renta Fija.

Las bases del valor añadido de las cámaras de compensación de instrumentos OTC se pueden resumir de la siguiente manera:

VALOR AÑADIDO DE LAS CAMARAS DE COMPENSACION

• El registro de un contrato de derivados en la Cámara supone la sustitución del riesgo de contrapartida por el riesgo Cámara, con lo que:

— Se elimina la necesidad del *rating* crediticio de la contrapartida.

— No se utilizan líneas de crédito entre entidades.

— Se incrementa el número de participantes potenciales en el mercado.

— Se homogeneiza el marco jurídico entre contrapartidas.

• El registro permite completar la posición global del libro de derivados en base neta multilateral, con lo que:

— La posición de derivados consume menos capital según la CAD.

— Se facilita el control de la posición real de riesgo de la entidad.

— Se facilita la labor de *market marking.*

• Se simplifican los aspectos organizativos de la gestión de pagos y cobros entre contrapartidas y con los clientes de cada entidad miembro.

• Se homogeneiza la contabilidad de los derivados con la de otros productos financieros.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ROSS, S. (1976), «The arbitrage Theory of Capital Asset Pricing», *Journal of Economic Theory,* 13, págs. 341-360.

SHARPE, W. (1964), «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk», *Journal of Finance,* 19, páginas 425-442.

LINTNER, J. (1965), «The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfoilios and Capital Budgets», *Review of Economics and Statistics,* 47, págs. 13-37.

SMITHSON, Ch. (1992), «Wonderful Life», *From Black Scholes to Black Holes,* Risk Eds., 1992.

APENDICE

ESTADISTICAS RELEVANTES DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS

	Tipo de derivados (GAO)	*1989* (a)	*1990*	*1991*	*1992*
Forwards	*Forward rate agreement* (FRA) (b)	770	1.160	1.530	2.005
	Forwards sobre divisas	2.264	3.227	4.531	5.510
	Total *forwards*	3.034	4.437	6.061	7.515
Futuros	Futuros sobre tipos de interés	1.201	1.545	2.159	3.048
	Futuros sobre divisas	16	16	18	25
	Futuros sobre índice bursátil	42	70	77	81
	Total futuros	1.259	1.540	2.254	3.154
Opciones	Opciones sobre tipos de interés negociadas en el mercado	387	600	1.073	1.385
	Opciones sobre tipos de interés	450	561	577	634
	Opciones sobre divisas negociadas en el mercado	50	56	59	80
	Opciones sobre índice bursátil negociadas en el mercado	66	88	132	164
	Total opciones	953	1.305	1.841	2.263
Swaps	*Swaps* sobre tipos de interés	1.503	2.312	3.065	3.851
	Swaps sobre divisas	449	578	807	860
	Total *swaps*	1.952	2.890	3.872	4.711
Total derivados (c)		7.198	10.172	14.028	17.643

(a) Todas las cifras en USD *billions.*

(b) GAO estima los FRAs a finales del año fiscal 1992 en base a la metodología que la Reserva Federal de New York utilizó para computar las estimaciones a finales de los años 1989, 1990 y 1991.

(c) No incluye datos completos en derivados sobre mercancías físicas y en opciones sobre acciones no preferentes de compañías individuales.

REGULACION DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS

J. C. W. Osborn

Cualquiera que sea la forma de medir el tiempo que adoptemos, la inspección bancaria —o, cuando menos, la cooperación internacional formal sobre la ciencia de la inspección y el establecimiento de las normas internacionales de inspección— es relativamente reciente. El Banco de Inglaterra ha dedicado el último año a celebrar el tricentenario de su fundación, pero el Acuerdo de Basilea de normas internacionales sólo tiene siete años de antigüedad y nada más lleva tres en pleno vigor. Es cierto que muchos bancos centrales y autoridades inspectoras llevan bastante tiempo haciendo inspecciones, pero la cooperación formal a través del Comité Inspector de Basilea apenas data de mediados de los años setenta, es decir, de hace escasamente veinte años.

En ese tiempo se ha conseguido muchísimo. Los logros más importantes tal vez sean intangibles —la capacidad para compartir ideas e información inspectores de todo el mundo y el grado de cooperación y confianza que se ha ido acumulando como parte de este proceso—, y aunque España no es miembro del Comité de Inspección de Basilea, ha de confiarse en que la íntima relación que existe actualmente entre Basilea y Bruselas implique que las voces de los bancos españoles y de los inspectores bancarios de este país sean escuchadas en ambos foros.

Pero, volviendo sobre el Acuerdo de Basilea, en su época, hace siete años, supuso un importantísimo paso adelante. El Grupo de los Diez convino que la adecuación del capital de sus bancos debía ser valorada con la misma medida. Se acordó lo que constituía el capital, la forma en que serían sopesados los riesgos y se estableció un coeficiente mínimo del 8 por 100. Estos requisitos fueron introducidos a su vez en la Directiva sobre el coeficiente de solvencia de la Unión Europea y la Directiva sobre fondos propios.

El proceso de negociación fue penoso en su momento para casi todo el mundo, ya que obligó a hacer concesiones en cuestiones que eran auténticos artículos de fe en la inspección. Se produjo una gran preocupación sobre la no deducibilidad de los activos fijos, como instalaciones y equipos, de los fondos propios básicos de los bancos, y no pocas sospechas sobre lo que los demás países podrían comunicar para que contara como parte de los fondos propios del banco bajo el disfraz de reservas ocultas o de la reserva para riesgos bancarios generales. Algo se ha avanzado en este sentido. A decir verdad, la experiencia con el subgrupo de Riesgos del Mercado en Basilea dice que estamos más abiertos entre nosotros en lo que respecta a nuestras auténticas preocupaciones, y que esto debe ser bastante bueno, ya que acelera el proceso de negociación.

El Acuerdo original fue, sobre todo, una medida de riesgo crediticio. Según nuestra experiencia, ha sido el riesgo crediticio el que ha provocado la mayoría de las quiebras bancarias. De hecho, resulta difícil pensar en algún banco del Reino Unido que haya fracasado por exponerse a los riesgos del mercado, aunque a lo largo de los años han sido varios los que han incurrido en lamentables pérdidas como consecuencia de sus actividades comerciales.

Cuando fue alcanzado, el Acuerdo de Basilea traía implícita la intención de mejorarlo para incorporar los riesgos comerciales o de mercado. La Unión Europea abrió la marcha en esta ocasión y negoció con éxito la Directiva de Adecuación del Capital, que entrará en funcionamiento el 1 de enero de 1996.

Los riesgos que mide no son una novedad para los bancos. Las actividades comerciales han formado parte integrante de las operaciones de la mayoría de las entidades bancarias, ya sea mediante la gestión de una cartera de inversiones a fin de aportar liquidez al banco, o mediante operaciones en el mercado de cambios extranjeros, en principio por medio de la prestación de un servicio a los clientes y la financiación del comercio exterior.

De la misma manera, tampoco los derivados son nuevos en sí mismos; hace muchos años que se negocia moneda extranjera en los mercados a plazos, en tanto que los mercados de futuros para algunos artículos datan del siglo pasado.

Sin embargo, en estos últimos años hemos sido testigos de la expansión del mercado de los derivados financieros, lo que es motivo de preocupación para los inspectores bancarios. Una vez más, la experiencia ha demostrado que cuando nos hemos lanzado de cabeza a una actividad determinada, el resultado indeseado final suele ser, al menos en algunos bancos, que experimentan pérdidas que se habrían evitado de haberlo previsto.

Esto se explica por varias razones. En primer lugar, cuando un banco desarrolla un nuevo producto y éste tiene valor para el mercado, los demás bancos se apresuran a copiarlo. Los mercados están abiertos y un producto de éxito no se puede ocultar ni patentar. Partiendo de esta premisa, no se requiere más que un breve paso para llegar a la situación en que cualquier banco que se considere un serio competidor en los mercados internacionales debe incluir esta actividad en la lista de productos que ofrece a sus clientes.

En segundo lugar, la rápida expansión de cualquier actividad comercial lleva implícita la escasez de expertos. Esto es aplicable tanto a las actividades comerciales del mostrador de atención al cliente, como a las actividades de liquidación e inspección de riesgos de la trastienda, o a ambos. Es evidente que se trata de algo que los inspectores no desean que ocurra. No se trata ya de un aspecto de la política inspectora, que se traduce fácilmente en una medida cuantitativa, sino de uno de los aspectos vitales de los sistemas y controles a los que me referiré más adelante.

Tercero, cuando se trata de cualquier producto nuevo, cabe la probabilidad de que haya aspectos de su medición del riesgo y su tratamiento contable que queden sin resolver o que tengan un tratamiento ambiguo. También en este caso suele ser cuestión, en gran medida, de sistemas y procedimientos de control en los que se requerirá que un banco se haya ocupado de estos asuntos y que, cuando sea apropiado, haya obtenido el beneplácito de sus auditores en cuanto al tratamiento apropiado antes de lanzar al mercado un determinado producto.

En cuarto lugar, como parte del proceso de desarrollo de cualquier actividad nueva, es necesario que se produzca una comprobación y una auditoría independientes, realizadas por personas que no se dediquen activamente al asunto y que no tengan conexión directa, por ejemplo, mediante el pago de bonificaciones, con su éxito financiero. Este es el papel que debe recaer en la alta dirección de una institución; es frecuente tropezarse con el dilema de la necesidad de ofrecer el servicio a la clientela para seguir siendo competitivos, mientras tratamos de que nuestros clientes comprendan el alcance total de los riesgos en una operación determinada y el método apropiado para medirlos y controlarlos.

Este análisis podría ser aplicable a cualquier producto con el que comercie un banco o en el que se vea implicado de cualquier otra forma, aunque tiene particular importancia en lo que respecta a los derivados. Ello se debe, sobre todo, al efecto de palanca de estos productos. Para comerciar con estos productos, se requiere poco efectivo inicial, o ninguno, aunque la capacidad de obtener beneficios o incurrir en pérdidas es, desde luego, muy grande. En muchos de los productos existe una relación lineal. Si los tipos de interés o de cambio se desplazan *x* puntos base, el resultado es un beneficio o pérdida de £*y*, mientras que un desplazamiento 2*x* puntos base produce un beneficio o pérdida de £2*y*. Sin embargo, si se trata de cualquier producto que implique una opción, esta relación lineal no se sostiene. En consecuencia, la alta dirección debe solicitar una serie de análisis de supuestos que cuantifiquen el riesgo de una distinta gama de movimientos de precios o tipos, los cambios en precios y la volatilidad de los tipos. En esencia, esto es el comienzo de una «prueba de tensión» de la cartera, que consideramos como un aspecto clave para la inspección de cualquier cartera de derivados.

Una consecuencia de la expansión del mercado de derivados ha sido el número de informes sobre el tema que se han producido. Sería fácil mostrarse capcioso al respecto y decir que su crecimiento ha sido sobredimensionado con el del mercado; pero también esto sería erróneo. Nadie posee el monopolio de ideas en este área y el número de lo que se podría describir como informes de alto nivel de organismos como el GAO, el Comité Inspector de Basilea y el Grupo de los Treinta (G-30) —por no mencionar al Banco de Inglaterra—, supone un recordatorio constante para los bancos sobre la atención que se está prestando, y con toda justicia, a este asunto.

La Directiva del coeficiente de solvencia, y el Acuerdo de Basilea en el que está basada, aportan la medición del riesgo crediticio. Se requiere que los bancos marquen al mercado sus exposiciones a las contrapartidas en todas las actividades al margen del balance sobre los productos de tipos de interés y de tipo de cambio. Además, está la exigencia de descomponer en factores la posible exposición a los futuros movimientos de precios por medio de los llamados factores «de adición». Las cifras de los bancos del Reino Unido muestran que, aunque el volumen de los contratos pendientes en términos nominales es muy elevado, la exposición crediticia es en realidad comparativamente pequeña en relación con el riesgo crediticio de las partidas del balance, por ejemplo, los préstamos (cuadro núm. 1).

Sin embargo, la concentración del riesgo puede convertirse en un problema y los inspectores tienen en cuenta ahora las partidas fuera del balance al valorar la concentración del riesgo requerida por la Directiva de grandes riesgos.

Aunque la exposición a riesgos crediticios en los derivados es pequeña, si se la compara con el libro

CUADRO NUM. 1
RIESGO CREDITICIO DERIVADO PARA LOS BANCOS DEL REINO UNIDO (Junio 1993)

	Principal nocional		*Equivalente crediticio*	
	£bn	*Como porcentaje del activo del balance*	*£bn*	*Como porcentaje del principal nocional*
Contratos con tipo de interés:				
Menos de un año	853,6	106,9	6,5	0,8
Más de un año	995,6	124,7	32,3	3,2
Total	1.849,5	231,6	38,8	2,1
Contratos en divisas:				
Menos de un año	987,6	123,7	30,5	3,1
Más de un año	153,7	19,3	17,8	11,6
Total	1.141,3	142,9	48,3	4,2
Total de todos los contratos	2.990,7	374,5	87,2	2,9

de préstamos, consume una suma lo suficientemente importante de capital regulador, por lo que los bancos le consideran un negocio de bajo riesgo. El resultado de ello es que los inspectores llevan varios años sometidos a presión para que reconozcan en sus cálculos de capital el efecto de la fijación del valor neto sobre la reducción de las exposiciones crediticias.

No es ésta un área que desee explorar minuciosamente; podría, fácilmente, constituir la base de un trabajo por derecho propio. A estas alturas, baste decir que se cuenta con el trabajo para permitir el reconocimiento de la fijación de los valores netos por otros métodos que no sea la subrogación. El proceso es un poco más lento en Bruselas que en Basilea, debido a los procedimientos que se precisan para revisar las Directivas de la Unión Europea. Ello no quiere decir que falte el compromiso, por parte de todos, para introducir y llevar a cabo la enmienda necesaria a la mayor brevedad posible.

Sin embargo, los inspectores deberán realizar una considerable cantidad de trabajo estudiando las situaciones legales de las diversas jurisdicciones y la forma en que las leyes de un país interaccionan con las de otro. El Informe Lamfalussy establece el marco, pero sigue siendo necesario que los inspectores consideren las leyes de las diversas jurisdicciones tal y como están ahora. Se trata de un proceso que se está iniciando en el Reino Unido: se están examinando las opiniones legales que se han solicitado en varios acuerdos maestros para aportar el mayor beneficio posible.

Sin embargo, lo que no debemos perder de vista es el hecho de que la fijación del valor neto no es más que una forma de reducir el riesgo crediticio. Hay otras, como la terminación anticipada de los contratos y la estipulación de medidas colaterales, que los bancos deberían considerar en las circunstancias apropiadas.

Hasta el momento sólo hemos aludido al riesgo crediticio. Quisiera volver al riesgo de posición, es decir, al nuevo elemento que la Directiva de adecuación del capital trata de captar y medir. Como saben, en la actualidad se están estudiando propuestas similares en Basilea.

Hay diferencias de detalle, pero el marco básico para el método estándar propuesto en Basilea es virtualmente idéntico al de la Directiva de adecuación del capital. En consecuencia, puede hablarse de ellos como de uno solo. Sin embargo, en breve volveré a comentar las últimas propuestas de Basilea, que podrían permitir a los bancos utilizar sus propios valores en modelos de riesgo para determinar las necesidades de capital.

La Directiva de adecuación de capital entrará en funcionamiento a partir del 1 de enero de 1996. Como quiera que se considere, se trata de una pieza de legislación europea compleja y muy técnica. Aunque a primera vista podría parecer que es más prescriptiva que la Directiva del coeficiente de solvencia, en la medida en que se profundiza en los trabajos de la Directiva, se aprecia en la práctica que hay zonas de considerable flexibilidad, por ejemplo, en lo que los inspectores pueden considerar como «apto», y, por tanto, con derecho a una ponderación de riesgo específico más baja, o en el tratamiento de opciones, en el que los inspectores pueden permitir que los bancos utilicen sus propios modelos para determinar las posiciones equivalentes del mercado de contado a integrar en el marco general de medición del riesgo.

Las propuestas de Basilea sobre el riesgo del mercado son muy parecidas y tuvieron una gran circulación cuando se publicaron en abril de 1993. También fueron criticadas por algunos; los principales bancos internacionales compartían el punto de vista de que las propuestas de Basilea eran «tecnología pasada» y que el mundo de la gestión del riesgo había avanzado considerablemente durante el tiempo que se dedicó al estudio de las propuestas.

No hay duda de que la exposición de un banco al riesgo de mercado suele ser más fácil de medir que su exposición al riesgo crediticio; en este último caso, la pauta de los ciclos económicos es un factor importante. En el caso de los riesgos de mercado, hay tramos de precios de valores, tipos de cambio y de interés, y mientras que el pasado no se puede utilizar en ningún caso para predecir con absoluta certidumbre lo que puede suceder en el futuro, sí que puede aportar una guía útil sobre lo que podría suceder en circunstancias normales.

Hay, además, una amplia literatura sobre la teoría de la cartera y la estrategia inversora; en comparación, el número de libros sobre la valoración del riesgo crediticio es reducido, y en vez de ser el pro-

ducto de una investigación académica, se ha limitado, por lo general, a lo que podríamos denominar libros de texto bancarios.

Hay un importante factor que ha desempeñado un papel significativo en las críticas formuladas por los bancos. Son los «factores de error». En la medición del riesgo crediticio, la exposición en la que haya incurrido un banco es (casi) siempre aditiva; es decir, cada nuevo préstamo aumenta el actual volumen de riesgo crediticio. Este se reduce cuando se reembolsa una deuda, con lo que la falta de pago por definición desaparece. Sin embargo, supongamos por un momento que la necesidad de capital impuesta por los inspectores fuera errónea y que se tratara de una sobreestimación de lo arriesgado de un determinado préstamo. El error total máximo en la necesidad de capital de los inspectores nunca será mayor que el error en que hayan incurrido en relación con cualquier préstamo individual; antes bien, será la medida compensada de todos los errores. En el cuadro núm. 2 ofrecemos un caso simple en el que se utilizan sólo dos préstamos.

CUADRO NUM. 2
FACTORES DE ERROR: RIESGO CREDITICIO

		Capital inspector	*Estimación de las necesidades de capital del propio banco*
Préstamo	100	8,0	6,5
Préstamo	80	6,4	6,0
Total	180	14,4	12,5

Nota: Capital inspector en porcentaje de la estimación de las necesidades de capital del propio banco + 15,2 por 100.

Por otra parte, los mismos números se utilizan para calcular una posición neta, como la que se produciría típicamente en un libro de comercio, y el resultado es muy distinto. Una sobreestimación de las necesidades de capital en la posición larga neta contra una infraestimación en la posición corta incrementa el error en vez de reducirlo. Para los bancos que lleven libros con posiciones importantes, largas y cortas, el «error» podría llegar a ser considerable. Los inspectores se han preocupado tradicionalmente por lo que se suelen denominar errores de tipo 1: una infraestimación de las necesidades de capital en relación con el auténtico riesgo. Lo que tenemos ahora es la posibilidad de un error de tipo 2; es decir, una amplia sobreestimación de las necesidades de capital en relación con el riesgo (véase cuadro núm. 3). Esto se puede considerar igualmente dañino, si da lugar a la migración de operaciones a otros centros que cuenten con un sistema de medición de capital más preciso o a otros sectores de la economía, por ejemplo, a través de la desintermediación.

CUADRO NUM. 3
FACTORES DE ERROR: RIESGO CREDITICIO

		Capital inspector	*Estimación de las necesidades de capital del propio banco*
Posición larga	100	8,0	6,5
Posición larga	80	6,4	6,0
	20	1,6	0,5

Nota: Capital inspector en porcentaje de la estimación de las necesidades de capital del propio banco + 220,0 por 100.

Esta es la razón por la que los bancos desean utilizar sus propios modelos de valor en riesgo (VER) a fin de establecer las necesidades de capital para las actividades comerciales.

En Basilea, se han hecho considerables esfuerzos por investigar la forma en que podría funcionar un sistema basado en modelos VER internos, por lo que sería aconsejable dedicar unas líneas a esta cuestión.

Existen dos aspectos principales en cualquier sistema según el cual los inspectores permiten que los bancos utilicen sus propios modelos; son los aspectos cuantitativos, relacionados sobre todo con las matemáticas del modelo y los aspectos cualitativos, que se refieren al ambiente de control y al uso al que se destina el modelo. Suele resultar más sencillo centrarse en los aspectos cuantitativos, pero ambos son importantes.

Los aspectos cuantitativos se refieren al período de posesión de un bien o posición determinados, al período de observación, incluso si se compensan las observaciones en alguna forma, al intervalo de confianza elegido y al tipo de modelo utilizado. En nuestras charlas con los bancos, hemos identificado, por el momento, tres grandes categorías.

En primer lugar están los modelos basados en matrices de variación/covariación; en estos modelos, la cartera está sujeta a determinados supuestos basados en las relaciones que se observan sobre los movimientos y volatilidades del tipo de cambio del precio y el tipo de interés. Las matrices se actualizan periódicamente de acuerdo con los datos observados. El segundo grupo de modelos lo forman los basados en la simulación y el ensayo retrospectivo. En estos, a fin de estimar qué podría haber pasado, se repercuten en la cartera real que se posee los cambios de precios y de tipos que se hayan producido durante el período de observación. El tercer tipo de modelo es el que con toda justicia se denomina simulación Monte Carol; funciona generando precios y tipos al azar dentro de ciertos límites y aplicándolos a la cartera real.

Llegados a este punto, no sugerimos que un tipo de modelo sea superior a cualquier otro, y natural-

mente siempre es posible que todavía sea mejor alguno que esté aún por inventar.

A determinados bancos se les han entregado carteras de ensayo para realizar sus propias estimaciones de necesidades de capital, y actualmente se está trabajando en Basilea para analizar los resultados.

Este trabajo pone de manifiesto que un tema que habrá que elaborar más a fondo es hasta dónde están permitidas las correlaciones. Por ejemplo, hay correlaciones visibles entre el mercado de obligaciones y los de renta variable; ¿pero son una posibilidad o se debe permitir que formen parte del cálculo de capital?

Existen además correlaciones más claras entre los tipos de cambio y los de interés. ¿Deben permitir los inspectores la inclusión de dichas correlaciones u obligan a que se midan los riesgos por separado? Y, si se miden por separado, ¿se deberá hacer alguna concesión por la diversificación de riesgos, por ejemplo tomando la raíz cuadrada de la suma de los cuadrados?

Esto pone sobre el tapete, además, la pregunta de cómo tratar a los bancos que utilizan modelos parciales. ¿Se les debe permitir que lo hagan así en la práctica o ello abre la posibilidad de un arbitraje regulador entre necesidades de capital basadas en el modelo y las necesidades estándar de capital establecidas en la Directiva de adecuación de capital? La opinión del Banco de Inglaterra es que es correcto que los bancos puedan utilizar modelos parciales; de no ser así, existe el peligro de que se vean forzados a encaminarse hacia la puesta en práctica de modelos VER para la totalidad de su gestión de riesgo con un paso más rápido del que ellos mismos desean avanzar o con el que se sientan cómodos, y esto será una mala inspección.

El problema del arbitraje regulador suscita, además, preguntas sobre la forma de calibrar los resultados de los modelos.

Se ha debatido en Basilea si los resultados de los modelos se deben escalar de alguna manera para que los inspectores se sientan más cómodos. La pregunta es por qué factor y en qué forma deberían relacionarse con el método DAC estándar o si es un error tratar de resolver el problema en la fase de producción. ¿No sería preferible considerar una exigencia más estricta en la fase de entrada, por ejemplo un nivel de confianza todavía más elevado o un período de posesión más largo? Son cuestiones que siguen sin resolverse a estas alturas.

Hasta el momento, nos hemos referido sobre todo a los aspectos cuantitativos del problema. Ahora nos ocuparemos de los aspectos cualitativos. Dicho de una manera sencilla: de nada vale tener un modelo matemático complejo si el entorno en el que opera es insatisfactorio.

Debe quedar claro, por ejemplo, quién es responsable del modelo y de su mantenimiento, quién dirige a esa persona, qué aprobaciones son necesarias para introducir cambios en el modelo y cómo se valora de forma independiente la calidad de dichos cambios.

En este contexto, tenemos interés en saber si el modelo ha sido adquirido como paquete preparado o si lo ha construido y desarrollado el propio banco. En términos generales, lo probable es que se entiendan mejor los modelos construidos por los propios bancos. Pero esto sólo es cierto mientras la persona responsable del desarrollo del modelo siga siendo empleada del banco. Es facilísimo que el personal dotado de estas habilidades de «científico aeroespacial» sea «pescado» por otros bancos.

Es de esperar que el equipo de alta dirección de un banco sea más estable en sus puestos. En consecuencia, consideramos que es vital que entiendan también no sólo los modelos y las técnicas de modelaje utilizados por sus bancos, sino las limitaciones de lo que puede hacer un modelo y cuándo cabe la probabilidad de que dejen de ser verdad los supuestos de los que dependa. Por ejemplo, la mayoría de los modelos dan por supuesto un ajuste continuo del precio en un entorno comercial continuo. Esto no ocurre en la práctica; tenemos fines de semana y días festivos y tipos de cambio fijos que repentinamente emprenden el vuelo. Esta es la razón por la que siempre hemos considerado esencial que los bancos lleven a cabo pruebas de tensión de sus carteras para determinar qué podría suceder si realmente se diera una determinada serie de supuestos —en ocasiones, acontecimientos imprevisibles. Otra forma de considerar el asunto tal vez fuera decir que, en mi calidad de inspector, estoy más interesado en el 1 por 100 de fuera que en el 99 por 100 de dentro del nivel de confianza establecido. Lo que no sé es si el 100 está inmediatamente contiguo al 99, en cuyo caso no es probable que me preocupe, o si está realmente fuera y podría tener consecuencias catastróficas; ¡pero para estar seguro, debe darse el 100!

Como es lógico, el uso al que se destine el modelo también es interés del inspector. ¿Se emplea como guía el riesgo máximo que un banco puede correr dentro del marco de una posición abierta y unos límites de separación más convencionales, o bien se ha convertido en un fin en sí mismo?

Por último, consideramos esencial que personas que no tienen un interés personal en el éxito lleven a cabo una comprobación independiente sobre todo el sistema. Podría tratarse de auditores internos, de un grupo de control del riesgo o de auditores o asesores externos.

Podría ser útil en este contexto ofrecer una breve valoración de la experiencia que hemos tenido hasta la fecha con algunos de los problemas surgidos en actividades derivadas de mercado. Por for-

tuna, han sido relativamente pocos, pero algunos han alcanzado niveles prominentes. En primer lugar, podemos atribuir muchos de ellos a un fallo en la puesta en práctica o bien al olvido deliberado del sistema de gestión y de los procedimientos de control convencionales, por ejemplo, los tipos que se emplean para evaluar una posición, aportados por el distribuidor responsable de gestionar dicha posición, con lo que puede ocultar sus pérdidas a la alta dirección. Estos controles son básicos para el funcionamiento de una sala de negociaciones, aunque parece que se suele pasar por alto en el mundo, altamente tecnificado, de los derivados avanzados.

En segundo lugar, parece que hay casos en los que existe confusión entre un banco y sus clientes en lo que respecta al nivel de servicio aportado. ¿Es responsable el banco, o no, de avisar al cliente cuándo debe cerrar su posición? ¿Puede dar el banco ese aviso si no conoce todos los hechos? Puede tratarse, por ejemplo, de contratos pendientes con otros bancos. ¿Y está el cliente preparado para revelar al banco toda la información necesaria? No existen respuestas, correctas u erróneas, a estas preguntas. Se trata, simplemente, de preguntas que hay que hacer y de respuestas que deben establecerse más allá de cualquier duda antes de que el banco actúe para un cliente.

En tercer lugar, hay problemas «de poderes», que conocemos muy bien en el Reino Unido a raíz del caso Hammersmith y Fulham. Estos problemas son importantes para otras organizaciones, aparte de las autoridades locales británicas, y estoy seguro de que ello es aplicable a otras jurisdicciones.

También se ha suscitado la cuestión de si el mercado está mejor servido con los negocios derivados concentrados en las manos de algunos participantes principales o si una dispersión más amplia reduciría el riesgo sistémico. No conocemos la respuesta, pero la base de conocimientos de otros bancos y la escasez de personal capacitado para trabajar tanto de cara al público como en la trastienda son factores que deben ser tenidos en cuenta.

Para concluir, desearía citar el trabajo que se está realizando para mejorar la información sobre la actividad de los mercados derivados. Se ha progresado en el trabajo en diversos frentes, en el Comité Permanente de Euromoneda de Basilea, en el Grupo Inspector de Basilea, internacional y nacionalmente dentro de la profesión contable. El problema, como suele ser habitual, está en la forma de equilibrar intereses contrapuestos, aportar datos que sean útiles, pero no tan voluminosos como para aplastar al lector. Por ejemplo, se está debatiendo si la divulgación debe hacerse por tipo de riesgo o de instrumento; y se piensa que debería haber alguna forma de establecer, a partir de los datos publicados, dónde se debe centrar la concentración del mercado, por participante, por localidad, o por ambos.

Debe ampliarse el estudio trianual del próximo año sobre operaciones en moneda extranjera para que incluya por primera vez las operaciones derivadas, con vistas a ampliarlo después a una base más regular. Es de esperar que de este modo aportaremos una visión más amplia no sólo a los inspectores, sino también al mercado, a los clientes e incluso a los académicos.

DIVERSIFICACION DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS Y SU UTILIZACION POR LA EMPRESA

Luis Costa Ran

INTRODUCCION

La gestión de riesgos financieros, unida al diseño de servicios dirigidos por las entidades financieras hacia sus clientes, ofrece multitud de aplicaciones en el ámbito de los productos derivados. Tales productos pueden ser utilizados en estrategias de cobertura *(hedging)* y de carácter negocial *(trading),* en base a técnicas de arbitraje *(spreading)* y especulación.

Los agentes económicos que operan actualmente en los mercados financieros disponen de una serie cuasi-exhaustiva de herramientas de cobertura para paliar volatilidades en precios, tasas de interés, tipos de cambio, índices bursátiles, valores e índices exóticos. No responden a una actividad autónoma e independiente, sino que forman parte integrante de la gestión activa de la tesorería de la empresa.

El desarrollo y el crecimiento de los mercados de productos derivados constituye uno de los eventos financieros más importantes conocidos por los agentes económicos en los últimos veinte años. Fruto de la innovación, se ha diseñado una vasta gama de productos, ya sea en mercados organizados —futuros y opciones— mediante contratos estandarizados, o como productos a medida *(tailored made),* es decir, en mercados sobre el mostrador, denominados OTC *(over-the-counter),* para ser utilizados con criterios, y frente a riesgos, más amplios.

El gran crecimiento y expansión observados en los productos derivados conlleva tres fuerzas o fenómenos en clara convergencia: *globalización - innovación - flexibilidad.*

1. Globalización

Asistimos al desarrollo, de hecho, de un mercado global de capitales que es a la vez más activo y más independiente de los flujos nacionales y de las mercancías. Por otro lado, debe constatarse que la integración y la globalización de operaciones y de actividades financieras de los participantes en los mercados de capitales han dado lugar a nuevas oportunidades a la vez que han introducido nuevos riesgos.

Las entidades financieras, en su función ordinaria negocial, prestan, se endeudan y aseguran la colocación de emisiones en todo el mundo, en una típica función, a la vez desintermediadora y catalizadora de la instrumentalización financiera, actuando como principales o como agentes de sus clientes multinacionales.

Las actividades financieras se expanden actualmente en los mercados internacionales incrementando las oportunidades de capital para usuarios y productos derivados, aunque introduciendo nuevos elementos de riesgo, cuya evaluación y control resultan fundamentales para el buen fin de la actividad y de los propios agentes económicos. Ejemplo de ello ha sido la proliferación de la referencia a LIBOR sobre deuda y a otros tipos variables nacidos posteriormente. También se contempla como importante fenómeno globalizador, genuino de los mercados de capitales, la creciente utilización de las operaciones *swap* de tipo de interés *(Interest Rate Swaps)* y de divisas *(Currency Swaps)* en la financiación de deuda en los mercados internacionales por parte de empresas domésticas, multinacionales e instituciones públicas.

2. Innovación

La globalización engendra innovación en el ámbito de los mercados de capitales. La innovación es, en sentido estricto, una verdadera mutación en los procesos, en los productos, en la organización y en las relaciones entre intervinientes, susceptibles de potenciar la eficacia de los mercados y de convertirlos en centros financieros más completos.

La gestión financiera de las empresas, industriales y comerciales, así como de las instituciones financieras, ha sido transformada en su política y en sus prácticas por dos grandes tendencias conformadoras de la innovación financiera: la instrumentalización y la integración.

Uno de los aspectos más interesantes reside en que los avances técnicos cuantitativos y tecnológicos de sistemas informáticos permiten monitorizar el riesgo y dar precio a transacciones sintéticas más complejas que involucran la presencia de productos derivados.

Aun así, la innovación financiera no suprime el riesgo. Unicamente lo transfiere, redistribuye y diversifica. Las innovaciones previstas para incrementar la liquidez no modifican la liquidez subyacente de bienes económico-financieros y, por otro lado, debido a la innovación se introducen elementos de complejidad y de interdependencia en el sistema financiero mundial, se genera una progresión más rápida del efecto de apalancamiento y surgen incógnitas sobre la aplicación de técnicas de política monetaria.

Los participantes en los mercados de capitales utilizan contratos financieros instrumentales *(swap, cap, floor, collar, swaption,* etc.), en una amplia variedad de negocios y en estrategias de cartera. Las entidades financieras operan en productos derivados actuando directamente como principal, o en función de intermediario como servicio para sus clientes.

3. Flexibilidad

Los participantes en los mercados de capitales demandan actualmente mayor flexibilidad en la presencia de capitales y en las actividades tendentes a la reducción de riesgos. La flexibilidad procede de la combinación de la globalización y de la innovación. En particular, la innovación financiera, ya sea en una financiación directa o indirectamente por mediación de la banca o de establecimientos especializados, ofrece en la gestión de los fondos una gran flexibilidad de operaciones, pero introduce en las mismas mayor complejidad, a la vez que incrementa los riesgos de mercado en la gestión financiera. En líneas generales, los productos derivados conllevan efectos de mayor flexibilidad, de reducción de coste, de mejora de rentabilidad y de diversificación.

I. DIVERSIFICACION EN BOLSAS Y MERCADOS ORGANIZADOS DE FUTUROS Y OPCIONES

La diversificación de los posibles subyacentes instrumentales se desarrolla tanto en los mercados organizados de futuros y opciones como en los mercados OTC y permite una amplia utilización de activos, ya sean financieros o no financieros. Es indudable que los medios informáticos han colaborado de forma sustancial a posibilitar la diversificación, que hay que entender tanto en variedad de activos y de estrategias instrumentales como de distribución espacial de los mercados en que se negocian, si bien, este último aspecto tiene especial significado en los mercados organizados, dado que el aspecto locativo carece de sentido en los mercados OTC.

1. Distribución espacial de la negociación

La creación de mercados financieros agrarios en Chicago, Kansas City, Nueva York y otros centros comerciales americanos durante la segunda mitad del siglo pasado, extendidos posteriormente al Reino Unido y Francia, marcó una forma solidaria de operar y la creación de un servicio de cobertura de riesgos, soportados en los mercados físicos, con un sector especulativo complementario que, en su operativa conjunta, han proporcionado una transparencia de precios tanto en los mercados de físicos como en los propios mercados de futuros, extendidos actualmente a una amplia variedad de productos.

En el mapa 1 se plasma la distribución mundial existente en los mercados de futuros, en los que se ha mantenido una simbología de clasificación por sus orígenes, a la vez que se especifican los sectores operativos de *commodities* en los que actúan.

La distribución mundial de los mercados de futuros muestra una concentración de mercados en tres bloques bien definidos:

1) En primer lugar, los mercados americanos, especialmente en las plazas de Chicago y Nueva York, a los que hay que añadir los mercados de Brasil y Argentina. Asumen un papel principal tanto en activos financieros como no financieros, tal como demuestran los datos de contratación global y por productos (ver *Futures and Options World,* 1994).

2) En segundo lugar, los mercados europeos, sujetos a una gran atomización en la negociación de activos financieros, y muy limitados en activos agrarios por las influencias desincentivadoras derivadas de la Política Agraria Comunitaria. Se mantiene un lugar principal sobre activos metálicos en el London Metal Exchange. La carencia absoluta de mercados financieros suficientemente desarrollados en los países en transición ofrecen una incertidumbre añadida sobre la implantación de nuevos mercados en Europa. Por su parte, Polonia, la Federación Rusa, Rumanía, Hungría y la República checa, han iniciado alguna experiencia o tienen proyectos de futuros.

3) Un tercer núcleo operativo corresponde a la zona asiática y a Australia. Se caracteriza por un gran potencial expansivo basado en economías fuertes lideradas por Japón, a los que se suman países con economías emergentes como Corea, Taiwan, India y la propia China.

MAPA 1

MAPA DE DISTRIBUCION ESPACIAL DE LOS MERCADOS MUNDIALES DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE *COMMODITIES*

Fuente: L. Costa y M. Font (1993).

A) BOLSAS DE ORIGEN AGRARIO

América

1.	A M — F	(CBT) Chicago Board of Trade	Chicago
2.	A M — F	(MACE) Mid America Commodity Exchange	Chicago
3.	A — — F	(CME) Chicago Mercantile Exchange	Chicago
4.	A — — —	(CSCE) Coffee, Sugar and Cocoa Exchange	Nueva York
5.	A — — —	(NYCE) New York Cotton Exchange	Nueva York
6.	A — — F	(KCBT) Kansas City Board of Trade	Kansas City
7.	A — — —	(MGE) Minneapolis Grain Exchange	Mineápolis
8.	A — — —	(WCE) Winnipeg Commodity Exchange	Winnipeg
9.	A M — F	(BM&F) Bolsa Mercantile & de Futuros	São Paulo
10.	A — — —	(MAT) Mercado de Cereales a Término	Buenos Aires
11.	A — — —	(MERFOX) Mercado de Futuros de Hacienda	Buenos Aires

Europa

12.	A — — —	(London FOX) London Commodity Exchange	Londres
13.	A — — —	(AFA) Agricultural Futures Markets	Amsterdam
14.	A — — F	(MATIF) Marché à Terme International de France	París

Pacífico

15.	A M — F	(TGE) Tokyo Grain Exchange (KRE) Kobe Rubber Exchange y otros	Japón
16.	A — — F	(SFE) Sydney Futures Exchange	Australia
17.	A M — F	(HKCE) Hong Kong Commodity Exchange	Hong Kong
18.	A M — —	(KLCE) Kuala Lumpur Commodity Exchange	Malasia
19.	A — — F	(NZFE) New Zealand Futures Exchange	Auckland
20.	A — — F	(MIFE) Manila International Futures Exchange	I. Filipinas

B) BOLSAS DE ORIGEN METALICO

21.	— M P —	(NYMEX) New York Mercantile Exchange	Nueva York
22.	— M — F	Bolsa Brasileira de Futuros	Río de Janeiro
23.	— M — —	(COMEX) Commodity Exchange	Nueva York
24.	— M — —	(LME) London Metal Exchange	Londres
25.	— M — —	Shenzhen Metal Exchange	China

C) BOLSAS SOBRE PRODUCTOS PETROLIFEROS

26.	— — P —	(IPE) International Petroleum Exchange	Londres
27.	— M P F	(SIMEX) Singapore International Monetary Exchange	Singapur

D) BOLSAS SOBRE ACTIVOS FINANCIEROS

28.	— — — F	Deutsche Terminbörse	Alemania
29.	— — — F	Belgian Futures & Options Exchange	Bruselas
30.	— — — F	Ötob Clearing Band AG	Viena
31.	— — — F	Futop	Copenhague
32.	— — — F	Meff Renta Fija	Barcelona
33.	— — — F	Meff Renta Variable	Madrid
34.	— — — F	Finnish Options Market	Helsinki
35.	— — — F	Monep	París
36.	— — — F	European Options Exchange	Amsterdam
37.	— — — F	Irish Futures & Options Exchange	Dublín
38.	— — — F	Oslo Stock Exchange	Oslo
39.	— — — F	(LIFFE) London International Financial Futures and Options Exchange	Londres
40.	— — — F	London Traded Options Market	Londres
41.	— — — F	OM London	Londres
42.	— — — F	OM Stockholm AB	Estocolmo
43.	— — — F	Swiss Options & Financial Futures Exchange	Zurich
44.	— — — F	Río de Janeiro Stock Exchange	Río de Janeiro
45.	— — — F	São Paulo Stock Exchange	São Paulo
46.	— — — F	Montreal Exchange	Montreal
47.	— M — F	Toronto Futures Exchange	Toronto
48.	— M — F	Vancouver Stock Exchange	Vancouver
49.	— — — F	American Stock Exchange	Nueva York
50.	— — — F	Chicago Options Exchange	Chicago
51.	— — — F	FINEX (División de Nyce)	Nueva York
52.	— — — F	New York Futures Exchange	Nueva York
53.	— — — F	New York Stock Exchange	Nueva York
54.	— — — F	Pacific Stock Exchange	San Francisco
55.	— — — F	Twin Cities Board of Trade	Mineápolis
56.	— — — F	Philadelphia Stock Exchange	Filadelfia
57.	— — — F	Osaka Securities Exchange	Osaka
58.	— — — F	Tokyo International Futures Exchange	Tokyo
59.	— — — F	Tokyo Stock Exchange	Tokyo
60.	— — — F	Australian Options Market	Sydney
61.	— — — F	(JSE) Johannesburgo Stock Exchange	Johanesburgo
62.	— — — F	(SAFEX) South African Futures Exchange	Johanesburgo
63.	— — — F	MIF Mercato Italiano Futures	Roma

2. Diversificación de activos subyacentes

El dinamismo de los mercados de futuros, iniciados a mediados del siglo pasado, se concentra en los tres últimos decenios. Se pueden acotar unos períodos representativos que sintetizan dicho proceso:

- Hasta 1960, la actividad se centraba en futuros agrarios almacenables.
- En el período 1960-1970 se introducen los futuros sobre *commodities* no almacenables (ganado vacuno y porcino).
- Período 1970-1980, en el que se inicia la negociación de activos financieros, representados por los futuros sobre tipos de interés y sobre divisas, y las opciones sobre valores.
- Período de 1980-1990, en el que se legaliza la operativa en opciones sobre futuros en USA y se crean los mercados de futuros y opciones financieros de Europa, propiciados por los procesos de desregulación. Adquieren gran importancia los índices bursátiles como subyacente de los mercados de futuros y opciones.
- Desde 1990, se da continuidad al proceso expansivo de los mercados de futuros. Se fusionan mercados y se introducen nuevas tecnologías. Acceden al mercado subyacentes exóticos procedentes de diversos sectores económicos.

En el cuadro núm. 1, se clasifican los activos que, englobados en financieros y no financieros, intervienen en los mercados de futuros y opciones mundiales.

La clasificación expuesta a continuación sobre las principales Bolsas de Futuros mundiales, incluidas en el cuadro núm. 2, cuantifica la negociación en contratos de futuros y opciones, que pone de manifiesto un claro liderazgo de los mercados de la plaza financiera de Chicago, los cuales asumen más de la mitad de la negociación mundial.

Los contratos con mayor negociación mundial corresponden fundamentalmente a futuros sobre tipos de interés y opciones sobre índices. También ocupa un lugar importante y consolidado un contrato sobre crudo, en el ámbito de la energía. Los tres primeros contratos superan los 200 millones de contratos en 1993, y los diez primeros contratos representan una cifra cercana a los 400 millones de contratos (ver cuadro núm. 3).

Una valoración por sectores pone de manifiesto una participación mayoritaria de los contratos sobre tipos de interés, seguida por la negociación de índices bursátiles y opciones sobre valores. En un nivel inferior aparece el sector de la energía, seguido por los contratos sobre metales, divisas y granos. Finalmente, en un nivel participativo menor, se halla la negociación de *soft-commodities* y de subyacentes cárnicos.

Resultan especialmente interesantes los datos comparativos sobre la negociación en contratos de futuros y opciones durante el primer semestre de 1994 respecto al primer semestre de 1993. Ello nos permite constatar tendencias cuantitativas muy positivas en la evolución de los mercados financieros mundiales, que en su conjunto muestran un incremento sustancial de la negociación (ver cuadro núm. 4).

CUADRO NUM. 1

CLASIFICACION DE ACTIVOS

Tipos de activos subyacentes	Activos no financieros	— *Agricultural commodities*	— Cereales — Oleaginosas — Productos cárnicos — Productos tropicales — Otros varios
		— *Metals*	— Estaño — Antimonio — Aluminio — Magnesio — Plomo — Cobre — Níquel — Zinc
		— *Bullions*	— Oro — Plata — Platino — Paladio
		— Energía	— Crudo — *Heating oil* o *gasoil* — Gasolina sin plomo — Propano — Gas natural — Nafta
		— Indices	— CRB — Meteorológico — Fletes (BIFFEX) — Inmuebles — Medio ambiente — Fertilizantes — Reaseguros y otros
	Activos financieros	— Tipo de interés A largo > 10 años A medio A corto	
		— Divisas	
		— Valores	
		— Indices bursátiles	

Fuente: L. Costa y M. Font (1993).

CUADRO NUM. 2

BOLSAS DE FUTUROS MAS ACTIVAS EN EL MUNDO

Posición	*Bolsa*	*1993*	*1992*
1 (1)	CBOT	178.773.105	150.030.460
2 (2)	CME	146.746.990	134.238.555
3 (3)	Liffe	93.668.252	65.872.355
4 (5)	Matif	72.263.961	55.474.238
5 (5)	Nymex	55.412.436	47.212.417
6 (6)	BM & F	52.263.719	34.231.094
7 (7)	LME	35.289.932	24.741.869
8 (10)	TIFFE	24.121.713	15.540.487
9 (9)	SFE	21.481.096	17.557.685
10 (–)	Comex	18.854.113	12.731.179

Fuente: Futures and Options World (1994).

CUADRO NUM. 3

CONTRATOS DE FUTUROS MAS NEGOCIADOS

Posición	*Contrato*	*Bolsa*	*1993*	*1992*
1 (1)	US T-bond	f CBOT	79.428.474	70.003.894
2 (3)	Eurodollar	f CME	64.411.394	60.531.066
3 (2)	S & P 100	o CBOE	64.031.944	62.427.272
4 (4)	Notionnel	f Matif	36.804.824	31.082.844
5 (5)	Crude oil	f Nymex	24.868.602	21.109.562
6 (6)	US T-bond	o CBOT	23.435.164	20.258.740
7 (7)	3-mth Euroyen	f Tiffe	23.386.958	14.959.373
8 (9)	Dax	o DTB	21.419.890	13.944.986
9 (14)	3-mth Euromark	f Liffe	21.318.942	12.173.431
10 (11)	German Bund	f Liffe	20.440.442	13.604.523
11 (8)	Interest rate	f BM&F	18.996.117	14.072.749
12 (10)	Eurodollar	o CME	17.008.764	13.762.628
13 (19)	10-yr T-note	f CBOT	16.601.258	11.217.938
14 (12)	S & P 500	f CBOE	16.454.282	13.420.174
15 (16)	10-yr JGB	f TSE	15.126.159	11.868.127
16 (30)	Cooper	f LME	14.855.430	7.338.242
17 (13)	S & P 500	f CME	13.204.413	12.414.157
18 (17)	Deutschemark	f CME	12.866.451	11.593.174
19 (18)	3-mth Sterling	f Liffe	12.135.981	11.296.327
20 (24)	Long gilt	f Liffe	11.808.998	8.804.639
21 (–)	Pibor	f Matif	11.803.798	6.430.780
22 (23)	Soybeans	f CBOT	11.649.333	9.000.169
23 (21)	Notionnel	o Matif	11.572.671	10.047.391
24 (20)	Corn	f CBOT	11.462.618	10.356.632
25 (–)	Ibex 35	f Meff	10.843.599	2.872.197
26 (–)	Ibovespa	f BM&F	10.374.860	7.287.054
27 (25)	Aluminium	f LME	10.083.342	8.225.792
28 (28)	Gold	o BM&F	9.406.163	7.932.576
29 (–)	Gold	f Comex	8.916.195	6.002.009
30 (–)	Brent crude	f IPE	8.852.549	6.172.155

Nota: f (contratos de futuros); o (opciones directas o sobre futuros).
Fuente: Futures and Options World (1994).

CUADRO NUM. 4

BOLSAS CON MAYOR CONTRATACION EN 1993-94

				N.º contratos negociados	
Posiciones		*Bolsa*		*Enero-julio 1994*	*Enero-julio 1993*
1 (1)	CBOT	Chicago Board of Trade		121.697.633	83.214.433
2 (2)	CME	Chicago Mercantile Exchange		106.556.632	73.797.969
3 (3)	CBOE	Chicago Board Option Exchange		92.436.199	69.426.077
4 (4)	Liffe	London International Financial Futures Ex.		87.231.866	45.522.354
5 (5)	Matif	Marche a Terme International de France		56.994.926	32.739.454
6 (6)	BM & F	Bolsa Mercadorias & de Futuros		42.843.042	27.881.800
7 (10)	DTB	Deutsche Terminborse		33.814.306	15.595.656
8 (7)	Nymex	New York Mercantile Exchange		29.730.513	4.834.980
9 (8)	Amex	American Stock Exchange		24.907.615	19.485.684
10 (11)	LME	London Metal Exchange		22.871.191	15.038.229
11 (13)	Tiffe	Tokyo International Financial Futures Ex.		21.226.143	10.460.993
12 (9)	Pacific	Pacific Stock Exchange		19.516.698	15.743.238
13 (14)	SFE	Sydney Futures Exchange		16.973.373	10.401.479
14 (–)	Soffex	Swiss Options & Financial Futures Exch		14.489.064	8.320.024
15 (12)	PHLX	Philadelphia Stock Exchange		13.357.148	12.948.637

Si, por otra parte, se efectúa la comparación referida a productos subyacentes, entre los períodos del primer semestre de 1994 y de 1993, se observa el crecimiento generalizado en los contratos, si bien deben resaltarse incrementos muy sustanciales en algunos subyacentes (Futuro US $/Cruzeiro, Ibex-35, DAX y de forma genérica en los contratos que negocian tipos de interés).

Los cuadros-resumen sobre los nuevos subyacentes, implantados en los mercados mundiales hasta finales del presente año 1994, se hallan publicados en las revistas especializadas y permiten conocer la evolución y las tendencias diversificadoras en las Bolsas y Mercados de futuros y opciones. Así, por ejemplo, a la vista del cuadro núm. 5, cabe resaltar que, en 1994, se ha iniciado la contratación de nuevos futuros sobre tipos de interés; se han desarrollado nuevos índices entre los que cabe destacar el de Telecomunicación y el Telefónico. También se han lanzado diversas opciones sobre divisas, mientras que la presencia de las denominadas *commodities* o activos no financieros han tenido escasa presencia innovadora.

Por su parte, la composición en el cuadro núm. 6 de los denominados subyacentes exóticos e índices extrabursátiles, negociados en los mercados de futuros y opciones, nos ofrece un panorama con gran fuerza diversificadora. La capacidad creativa y diversificadora de los últimos años demuestra que cualquier índice o producto puede formar parte de los activos subyacentes si cumple las condiciones demandadas por el mercado y sus intervinientes. Ello permite a los mercados organizados

CUADRO NUM. 5

NUEVOS CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES DURANTE 1994

Bolsa	*Producto*	*Fecha lanzamiento*	*N.º contratos a 31/8/94*
US exchanges			
Amex	Hong Kong index options	4/5/94	44.724
	Natural Gas Index options	12/5/94	4.263
	Mexico Index options	8/8/94	20.331
CBOE	CBOE Gaming Index options	28/2/94	21.192
	CBOE Telecommunication Index options	7/3/94	1.593
	NASDAQ 100 index option	7/2/94	717.057
	Mexico Index options	18/7/94	43.031
	Israel Index options	27/7/94	17.342
	Nikkei 300 Index options	29/7/94	1.445
CBOT	10-year Canadian Government Bond futures and 10-year Canadian Government Bond options	3/4/94	27.022
	Flex options on 2-year, 5-year, 10-year US Treasury Note futures and 30-year Treasury Bond futures	10/1/94	197.346
	Structural Panel Index Futures	25/1/94	4.874
CME	One-year US T-bill future	28/3/94	809
MGE	Black Tiger shrimp futures	*NA*	
Philadelphia SE (PHLX)	Big Cap Sector Index options	17/5/94	35.319
	Phone sector index options	23/8/94	834
	Semi-conductor index options (planned)	7/9/94	
	3-D Deustschemark options	28/7/94	
Non-US exchanges			
Belfox, Brussels	Option on 10-year BGB future	18/4/94	39.959
Copenhagen Stock Exchange	Futures and options on 7 % Bullet Loan 2004	22/8/94	
Deutsche Terminborse (DTB)	BUXL future	11/3/94	85.179
	Fibor future	18/3/94	353.719
EOE-Optiebeurs	Flex options on Dutch State Loans	25/3/94	143.000
London International Financial Futures Exchange (Liffe)	FTSE Mid 250 Index futures	25/2/94	22.526
	Serial options on Euromark futures	1/6/94	NA
	Serial options on Bund futures	10/5/94	NA
Matif SA	US $/DM options	20/5/94	167.710
	US $/FFr options	20/5/94	36.511
	Rapessed futures (October '94)	28/10/94	NA
Meff Renta Fija, Barcelona	Monthly options on 10-year Bonos future	11/1/94	NA
Mercato Italiano de Futuros (MIF)	MTO-option on 10 years BTP futures contract	20/5/94	
OMLX, London	FTSE Mid 250 Index futures	4/2/94	9.205
	FTSE Mid 250 Index options	4/2/94	11.318
SAFEX (South African Futures Exchange)	Krugerrand futures and options futures	16/9/94	
Simex	10-year Japanese Govt Bond futures	11/5/94	
Sydney Futures Exchange	Share futures (BHP, News Corp, NAB)	16/5/94	18.055
	SPI Index overnight options	28/3/94	NA
Toronto Futures Exchange	TSE 100 Index futures	20/5/94	5.497
Toronto Stock Exchange	TSE 100 Index options	20/5/94	8.535

Fuente: International Financial Review y elaboración propia (1994).

competir con la libertad negociadora de los mercados OTC.

a) *Diversificación en el ámbito de los activos financieros*

Los activos financieros que actúan como subyacentes en los mercados de futuros están bien compartimentados en:

Tipos de interés: A corto plazo, en base al interbancario, y a plazo superior, basados en emisiones de Bonos estatales a tres, cinco y diez años o más años de vencimiento.

Divisas: Se introducen contratos de futuros y opciones sobre futuros referidas a determinadas divisas y el US $, o las denominadas divisas fuertes y el US $. La experiencia española al respecto ha sido poco exitosa (PTA/US $ y PTA/DM), si bien existen contratos en otros mercados (US $/Cruzeiro) con una negociación excelente. En la operativa del CME debe resaltarse la implantación de los contratos «Rolling Spot» sobre el interbancario.

Títulos-valores: Mantienen un volumen elevado y la tendencia semestral del presente año demuestra un importante crecimiento en el volumen de la contratación.

Indices bursátiles: Representan un subyacente con gran negociación y amplio futuro, que recibe nuevas aportaciones por la creación de nuevos índices en diversos países.

b) *Diversificación en el ámbito de los activos no financieros*

Los activos originarios de los mercados de futuros (denominados *commodities,* que se traduce como materias primas sin procesar) llegaron a un techo fáctico en cuanto a la posibilidad de diversificar productos, debido a las limitaciones propias de los productos naturales negociables. Los propios límites de estandarización, homogeneización, conservación, gran volumen de mercados, gran número de compradores y vendedores, y la existencia de un mercado físico bien organizado, han sido condiciones necesarias pero no suficientes para implantar un mercado de futuros. Hacía falta la condición esencial de amplia volatilidad que hiciera atractiva su negociación. Aun así, han sido numerosos los contratos creados y pocos los que mantienen su negociación. En el ámbito agrario se estima que llegan a mantenerse uno de cada cuatro contratos lanzados a la negociación.

La aplicación de la técnica de los futuros y opciones tiene relevancia en diversos sectores:

Metales: Liderado por el LME. Mejorado después de la reforma del mercado en 1987. Se han negociado los seis metales básicos (aluminio, cobre, níquel, zinc, plomo y estaño). La nueva Bolsa de Shenzhen (China) ha introducido antimonio y magnesio como productos de diversificación.

Bullions: Tocom (Tokio) y Comex (Nueva York) acaparan la principal contratación en metales denominados preciosos. La negociación está limitada a oro, plata, platino y paladio. Los movimientos de los precios de los metales preciosos en épocas de crisis y la influencia de los procesos catalíticos en la familia del platino dan a este grupo amplios movimientos en los volúmenes de cotización. Existen índices sobre cotización del oro en Sudáfrica.

Granos: Ha sido el grupo originario de los mercados de futuros. Mantiene un amplio protagonismo con influencia, en el caso de los mercados USA, hacia el resto del mundo. El maíz y el «complejo de la soja» representan una cuota muy importante del mercado y mantienen el liderazgo agrario. Los cereales pueden requerir el lanzamiento de nuevos contratos en Europa como los estudiados por MATIF.

Productos cárnicos: Los productos cárnicos tienen poca diversificación, limitada a vacuno y porcino en vivo (ya sea para engorde o para sacrificio) y productos congelados, tales como cordero, pollo o panceta de cerdo congelados. Otros productos han tenido escaso éxito y es difícil arbitrar nuevos subyacentes con interés a futuro.

Energía: Los avatares político-bélicos tienen efecto directo sobre los mercados de crudo y derivados. Inicialmente estuvo limitada la negociación a los componentes del «complejo del petróleo». Recientemente se han ampliado en propano, gas natural y nafta. Tienen especial interés para el sector especulativo, fondos de inversión y en cobertura para productores, intermediarios y usuarios finales.

Soft Commodities: Engloba los tres productos coloniales (café, cacao y azúcar) y el algodón. Sus contratos, orígenes y políticas, junto con cotizaciones en US $ han influido en las cotizaciones y utilización de tales mercados. El protagonismo de la plaza de Nueva York y la importancia de Tokio mantienen una cuota más o menos estable de mercado. Las negociaciones llevadas a cabo en América y en Europa tienen referencias de origen y calidad distintos.

Otros productos, tales como el caucho, la madera, aceites vegetales, patatas, etc., quedan en un bloque de negociación sin más relevancia que en su propio sector de especialidad y a veces sin que las cotizaciones locales puedan extrapolarse a otros ámbitos o continentes.

c) *Aspectos interactivos y tendencias*

Cabe destacar influencias biunívocas respecto a la implantación de productos y estrategias entre

CUADRO NUM. 6

MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE SUBYACENTES EXOTICOS E INDICES EXTRABURSATILES

Contrato	*Subyacente*	*Mercado*
1. Indice sobre *commodities*		
Futuro	CRB Price Index	NYCE
Opción	CRB Futures Price Index	NYCE
2. Indice sobre fletes marítimos		
Futuro	Baltic Freight Index (BIFFEX)	London FOX
Opción	Baltic Freight Index (BIFFEX)	London FOX
3. Indice meteorológico (sin actividad)		
Futuro	Index Météorologique (MATIM)	París
4. Indices inmobiliarios (sin actividad)		
Futuro	Commercial Property IPD Capital Growth Index	London FOX
Futuro	Comercial Rent IPD Rental Growth Index	London FOX
Futuro	Residential Property The New Nationwide Anglia House Price Index	London FOX
Futuro	Morgage Interest Rate Index	London FOX
5. Fertilizantes		
Futuro	Diammonium Phosphate (DAP)	CBOT
Futuros	Radical Amonio	CBOT
6. Reaseguros		
Futuro	Indice sobre Reaseguros (Health insurance futures)	CBOT
7. Medio ambiente		
Futuro	Clean Air (Sulphur Dioxide)	CBOT
8. Energía		
Forward	Electricidad (EFA)	OTC
9. Hacienda (novillos para carne)		
Futuro y opción sobre futuro	Indice Novillo terminado Liniers	MERFOX
10. Energía		
Futuro	Gas natural	NYMEX
Futuro	Nafta	IPE
11. Otros subyacentes recientes		
Futuro	Agricultural Commodity Price Index	CBOT
Futuro	Barge Freight Index (Fletes de Cabotaje)	CBOT
Futuros y opciones	Catastrophe Insurance Futures — National Catastrophe Insurance — Eastern Catastrophe Insurance	CBOT
Opción	Pharmaceutical Index	AMEX
Opción	Biotech Index	AMEX
Opción	Industrial Index	SAFEX
Futuro	Inflation Index (IGBM)	BM & F
Futuro	Shrimp Futures (Camarón)	MGE
Futuro	Non fat Dry Milk	CSCE
Opción	Utility Index	NYSE
Futuro	Cheddar Cheese (queso típico)	CSCE
Opción	Telecommunication Index	CBOE
Futuro	Black Tiger Shrimp	MGE
Opción	Phone Sector Index Semi-conductor Index	PHLX

Fuente: L. Costa y M. Font (1993), y datos actualizados.

ambos grupos de mercados de futuros. Si bien la experiencia inicial correspondió a los mercados agrarios, en la actualidad la cuota más importante de mercado corresponde a los activos financieros. Los índices, que fueron lanzados en el ámbito bursátil, están adquiriendo un cierto éxito en los futuros sobre *commodities* y abre amplias oportunidades de diversificación.

Otro aspecto interesante es la aplicación de estrategias de arbitraje y *spreading* entre productos diversos, entre mercados y/o con fechas de vencimiento distintos.

Existe una competencia manifiesta entre la oferta OTC, formada por contratos a medida y dotada de un cierto anonimato, y la oferta de productos derivados, futuros y opciones, en mercados organizados y estandarizados. Los subyacentes objeto de negociación a futuros y opciones sobre futuro, respondían hasta fechas recientes a activos financieros y no financieros denominados «clásicos»; mientras que en los mercados OTC se permitía una mayor diversidad, fundamentada en la libertad de contratación y de producto.

Los índices extrabursátiles y los subyacentes exóticos han permitido a los mercados financieros organizados la ampliación de sus ofertas de subyacentes, en un movimiento liderado por las Bolsas de Chicago, que quiebran las limitaciones anteriores. *Sensu contrario,* proliferan nuevos diseños contractuales de *swaps* y de figuras híbridas ofertadas al mercado por los propios *dealers* creadores de los instrumentos.

La propuesta de crear cámaras de compensación para *swaps* viene preconizada por la Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement Act, de 9 de agosto de 1989, para la comunidad bancaria americana, que ha aportado una solución definitiva al problema de minimización del riesgo de contraparte por compensación, tanto entre entidades bancarias como con sus clientes.

El proyecto de negociación de *swaps* en MEFF Renta Fija es buena muestra de una interrelación creciente entre ambos tipos de mercado. La Cámara de compensación actuaría como contrapartida de ambas contrapartes del *swap* y tendría a su cargo la aplicación de los métodos de valoración y cálculo de depósitos. La experiencia actual, asentada en criterios normativos sobre futuros y opciones, puede ser una referencia aceptable para tal negociación.

d) *Nuevos mercados en proyecto en España*

Posteriormente a la creación del Holding MEFF, distribuido en Renta Fija (Barcelona) y Renta Variable (Madrid), se están desarrollando sendos proyectos para implantar mercados de futuros sobre subyacentes agrarios.

Existe un proyecto muy avanzado, sobre naranja en fresco, llevado a cabo por la Sociedad Promotora del Mercado de Futuros de Cítricos de Valen-

cia, S. A., que tiene totalmente diseñado el mercado (FC & M) y preparado el sistema de negociación, liquidación y compensación, a la vez que plenamente contrastado su funcionamiento. La negociación romperá la forma tradicional «a viva voz», para adecuarse a la contratación informática mediante el sistema de pantalla suministrado por MEFF Renta Fija.

A principios del mes de noviembre de 1994, se presentó el Proyecto de Circulares a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para que autorizase su implantación y funcionamiento. Al no estar contemplada la exención del IVA en su aplicación a subyacentes distintos de los valores, deberá aprobarse un suplemento a la ley en este sentido para su operatividad. La exención del IVA solamente afectará a la negociación financiera, es decir, sobre el papel, dado que la compra con ejecución final del contrato y entrega física implicaría una transacción de mercancías y estaría obviamente sujeta a la aplicación del impuesto.

En la Comunidad Autónoma Catalana, la Generalidad ha propiciado algunos estudios y ha establecido contactos con las Lonjas y Mercados en Origen, operadores y empresas del sector con el fin de implantar un mercado de futuros que negocie productos agrarios con amplia operativa en Cataluña y que estén sujetos a sustanciales volatilidades en los precios de cotización. El diseño del mercado se vislumbra con una amplia proyección al arco mediterráneo y referido a productos tales como cerdo en vivo (para engorde y sacrificio), cebada, pollos y huevos, extensivo a otros productos.

3. Referencia a los mercados de derivados en países en transición

Existen diversas ventajas reconocidas a los mercados financieros organizados, aplicables a los países en transición:

a) *Una función de obtención del precio (tipo de interés, cambio de la divisa o cotización de una mercancía)*

La actividad de los mercados patrocina una verdadera y continua valoración de los precios de los productos. En muchos de los casos, un mercado de derivados ayuda a estabilizar los precios de producto subyacente. Tales precios son utilizados en una variedad de segmentos de la economía como base para colocación de recursos. Por su parte, los mercados activos y líquidos contribuyen a la estabilidad de precios en la economía. Este factor es acaso más pronunciado en las recientes economías liberalizadas, donde los mecanismos de la economía para la obtención del precio fuera del mercado está menos evolucionada y sus precios son más inestables e inciertos.

b) *Gestión de cobertura/riesgo*

Los mercados de futuros propician la gestión básica para la transferencia de riesgos. Las empresas y las instituciones pueden utilizar tales mercados para compensar los riesgos de divisas, carteras de valores y volatilidades de productos físicos o materias agrarias recogidas bajo la denominación de *commodities,* así como los riesgos de tipos de interés vinculados a inversiones.

c) *Oportunidades de obtención de beneficios por arbitraje/especulación*

Aprovechando diferenciales o asumiendo riesgos.

d) *Valor de mercado basado en la negociación*

Los productos subyacentes se negocian tanto en los mercados organizados como fuera de ellos. Existen costes adicionales para sostener el funcionamiento de los mercados organizados, pero los mercados de futuros y opciones ofrecen algunas ventajas en contraposición a las alternativas externas.

e) *Riesgo de crédito*

Los mercados organizados disponen de la Cámara de Compensación, que elimina el riesgo de crédito debido a la contraparte y para cualquier transacción. Ello exonera de disponer de líneas de garantías ya que existe la suficiente garantía de la Cámara.

f) *Liquidez y profundidad del mercado*

Las Bolsas de derivados centralizan la negociación, lo que genera una gran liquidez y profundidad en el mercado para un determinado producto, generando confianza sobre la existencia permanente de un comprador o vendedor en potencia.

g) *Operación normalizada*

La normalización es una característica genuina de los mercados organizados de derivados. Ello reduce los costes de negociación, los errores potenciales, la ineficiencia y las demoras.

Por todo ello, podemos concluir que existen algunas claras ventajas inherentes al uso de los merca-

dos de futuros y opciones, ya sean de ámbito local o internacional, para su aplicación a las economías en transición.

En los países que tradicionalmente funcionan con la economía de mercado, los productos derivados resultan relativamente poco familiares al público en general y su conocimiento es incompleto en algunos segmentos de la comunidad financiera. Por tanto, no nos debe sorprender que en los países con «economías en transición» pueda existir una laguna de conocimiento sobre derivados y otros productos financieros, tanto por lo que respecta a su filosofía como a su existencia. Inclusive las Agencias Oficiales o Comisiones del Mercado, a veces suelen disponer de una información inferior a la de sus contrapartes del sector privado.

Es comprensible que ciertos países, al liberalizar sus economías centralizadas, no estaban familiarizados con las regulaciones del libre mercado. Una posición a adoptar pudiera ser mantener un silencio oficial sobre su posible actitud hacia tales mercados, dejando a las firmas domésticas sumidas en el riesgo de que, una vez involucradas en tales mercados, las autoridades reguladoras empezaran a restringir su actividad. Algunos gobiernos han empezado a diseñar normativas dirigidas a los mercados financieros, pero han sido escasas aquellas dirigidas a los productos derivados.

Por otro lado, algunos gobiernos han desarrollado una estructura bipolar semejante a la vigente en USA, es decir, una agencia responsable de las regulaciones en los mercados de *commodities* y otra sobre los mercados financieros propiamente dichos. Existen lagunas de comprensión, motivadas por un principio de conservadurismo y estabilidad, que pueden situar a las agencias estatales en oposición con los fines de expansión de tales mercados. Una legislación ambigua puede ser determinante de la limitación participativa de las firmas domésticas en los mercados de derivados.

Por otro lado, restricciones a la adquisición de divisas o a su transferencia, tipos de cambio controlados o con un *fixing* artificial, pueden limitar también a las firmas domésticas en el uso de los mercados internacionales y llegar a hacer sus costes prohibitivos. Algunas firmas han sido capaces de salvar tales barreras mediante la utilización de cuentas en US $, ubicadas en plazas *offshore,* aun teniendo en cuenta que tales estrategias pueden ocasionar graves sanciones.

Muchas firmas intermediarias del ámbito internacional están presentes en los nuevos Estados con economías en transición, teniendo en cuenta que la oferta de los servicios financieros implica una imprescindible coordinación con los intermediarios locales.

Algunos factores a considerar son:

a) El coste de entrada en un nuevo mercado.

Responde a los costes debidos al proceso de adecuación y familiarización con el nuevo mercado, con sus normativas, que en este caso supone gastos adicionales. Es evidente que la existencia de normativas ambiguas dificultaría los fines de las compañías occidentales, lo que estará, tal vez, magnificado por un efecto de desinformación.

b) Un incremento de riesgos adicionales.

Con carácter adicional existen riesgos asociados, como serían: riesgo de soberanía, de interpretación poco clara de normativas, de cambios drásticos de criterio.

c) Una estructura incompleta, como pudiera ocurrir en el sistema de intercomunicaciones bancario.

d) Una falta de clientela, teniendo en cuenta que, por encima de las restantes cuestiones, las características del cliente potencial son determinantes para participar en un nuevo mercado. Al respecto, es especialmente importante llegar a determinar si los referidos clientes potenciales tienen las condiciones requeridas para llegar a estar interesados en operar con productos derivados. La formación financiera de los intervinientes es un elemento fundamental para los nuevos países que acceden a la economía de mercado y desean operar en derivados.

La mayor internacionalización de las economías, especialmente desde la pasada década, ha supuesto mayores incertidumbres para las empresas e instituciones, a las que el sector financiero intenta dar respuesta mediante servicios, instrumentos y estrategias. Se han diseñado productos cuyo objetivo se concreta en dar nuevas alternativas a la estructura del capital, la financiación ajena y el tamaño de ambos.

Como comentario final sobre este punto, debe resaltarse que las incertidumbres en los tipos de cambio, la volatilidad en los tipos de interés y en el precio de las materias primas, conjuntamente con un sustancial incremento del tamaño de las operaciones financieras y la viabilidad de proyectos industriales y de servicios, representan importantes retos que demandan respuesta en una economía global, donde no deben perderse los principios humanos básicos de solidaridad y mutua ayuda entre los pueblos.

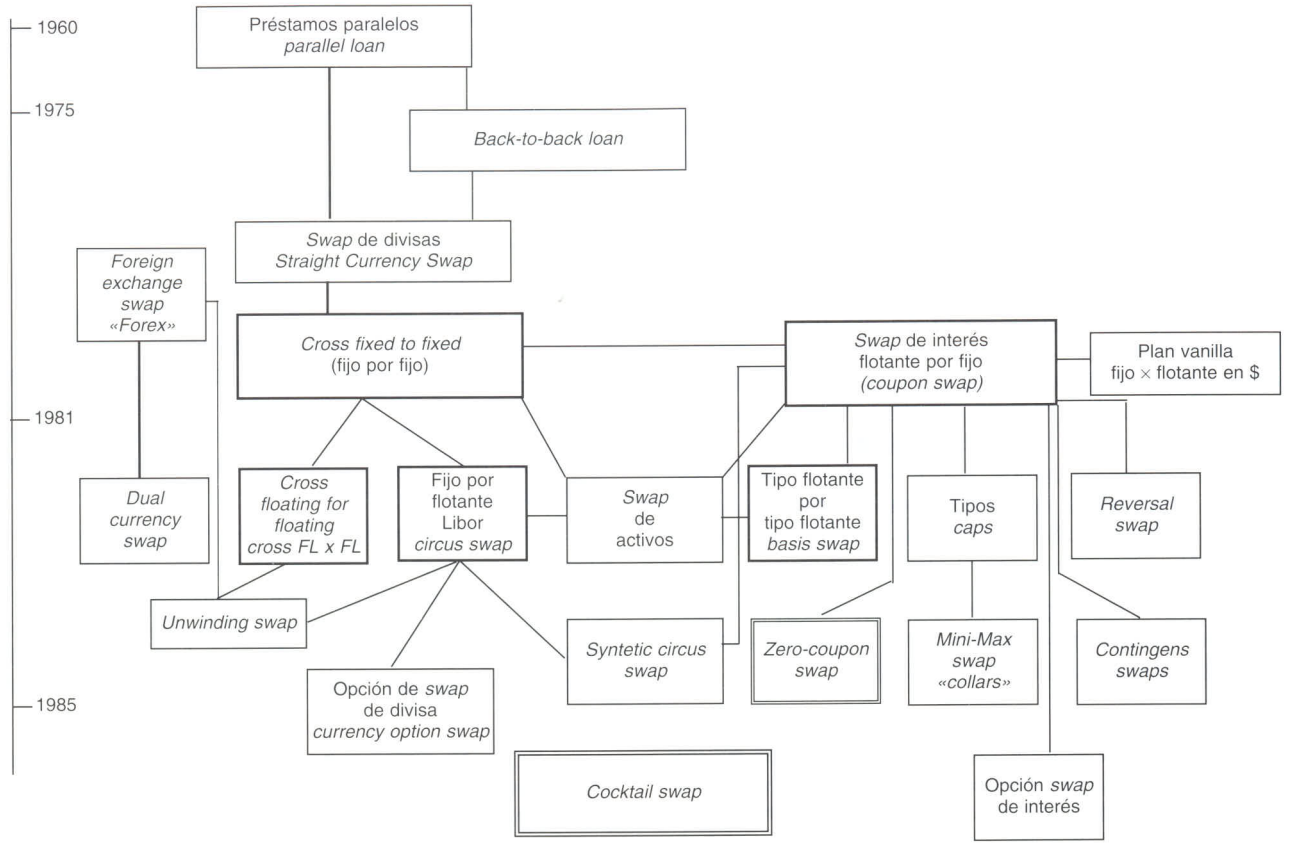
II. DIVERSIFICACION EN LOS MERCADOS *OVER THE COUNTER* (OTC)

1. Diversificación operativa actual

La realidad financiera en el decenio de 1970 venía condicionada por las barreras reglamentarias domésticas que limitaban el endeudamiento de las empresas a tipos de interés fijo. Por otro lado, las

CUADRO NUM. 7

TRANSACCIONES EN DIVISAS — ***SWAPS* DE INTERES**



Otros tipos de *swaps*

- *Deferred Swap* o *swap* diferido
- *Step up swap* o *swap* creciente
- *Spread-lock*
- Opciones en diferenciales *swap*
- *Swap* de deuda
- *Swap* de activos: *Syntetic Security*
- CRIBS *(Cross index basis Swap)*
- *Swap* amortizativo
- *Swap warrant*
- *Swap rate lock*
- *Equity Swap*
- *Commodity Swap*
- *Swap* de activos: SPV
- SPEL *(Swap* prestador)

Fuente: L. Costa y M. Font (1992).

empresas con endeudamiento a tipo variable raramente podían cubrir sus riesgos de alza de los tipos de interés. Con tal motivo nacieron los *swaps* de tipo de interés (o permutas financieras). A su vez, las dificultades nacidas en la operativa de divisas propició el diseño de las permutas financieras sobre divisas o *currency swaps.*

Todo ello fue creando una conciencia sobre la necesidad de fomentar una nueva generación de técnicas y estrategias para la gestión de riesgos, cuyo papel fundamental se concentra en los tipos de interés y en el cambio de divisas *(swaps* y opciones OTC), si bien evolucionan también ciertas operaciones sobre activos no financieros, tomadas de las experiencias propiamente financieras *(swaps* de *commodities* y opciones OTC sobre *commodities).*

a) *Diversificación instrumental sobre activos financieros*

Podemos distinguir actualmente tres generaciones sucesivas de productos derivados: una primera generación de estrategias, que comprende esencialmente los futuros y las opciones en los mercados organizados y sus equivalencias en los mercados OTC *(forwards).* Las opciones OTC y los *swaps* permiten una respuesta más adecuada a las necesidades propias de las empresas que gestionan activamente sus riesgos a medio y largo plazo, aunque hay que tener en cuenta que en tales contratos emerge de forma importante el riesgo de contraparte. Este riesgo de incumplimiento se elimina en los mercados organizados por el papel desarrollado por la Cámara de compensación. Por otro lado, la reciente introducción de las técnicas de *netting* limita de forma muy sustancial el montante sujeto a ries-

gos de contraparte y puede ser una técnica efectiva para paliar dicha dificultad en los mercados OTC. A este respecto, hay que constatar una mejora en la sensibilidad de los principales gobiernos para reglamentar la compensación de operaciones sobre productos financieros en los mercados no inscritos.

La distinción entre la segunda y tercera generación no está totalmente definida. Esquemáticamente, la segunda generación reagrupa a los productos procedentes de una combinación de productos de «primera generación». Podemos citar los *swaps* con amortización o los «cupones-cero», los túneles opcionales, la refinanciación de endeudamientos o la homogeneización de flujos financieros.

Para ciertos intervinientes de los mercados, la tercera generación pudiera estar situada en un estadio de productos derivados exóticos, aparecidos en el decenio de los noventa y altamente vinculados con la segunda generación. Entre ellos: *swap* «curva de tipo», *swaps* sobre «índices atípicos», *swaps* anulables, opciones con límites, opciones contingentes, opciones digitales y opciones sobre opciones, entre otros (ver cuadro núm. 7).

Por lo que respecta a las opciones OTC, se incluye a continuación el cuadro núm. 8 que sintetiza el aspecto diversificador en este campo.

El hecho de que se produzcan sucesivas apariciones de nuevos instrumentos y productos en los ámbitos de las generaciones referidas, no es únicamente por la creciente necesidad de una clientela cada día más culta y sofisticada, sino por efecto de la evolución generacional de la informática que agiliza día a día los procesos de cálculo, los útiles de determinación de precios y los modelos de gestión.

CUADRO NUM. 8

DIVERSIFICACION GENERACIONAL EN OPCIONES

Segunda generación: Opción sobre futuros (propia de mercado organizado)

OTC	(Opción sobre cesta de divisas (*Cylinder Range Forward* (*Break Forwards* (*Lookback* (Opciones asiáticas (Opciones sobre puntos de *swap* (*Tender To Contract* (TTC) (*Forward* participativo (*Shared Currency Option under Tender (Scout)* (Opción sobre opción
OTC	(*Caps* Prima Cero (*Floors* Piras (*Collars* *Corridors*

La utilización de tales instrumentos, más sofisticados, por la empresa resulta todavía escasa. A medida que los tesoreros se habitúan a la utilización de las opciones clásicas, descubren que este producto les ofrece una apreciable sensibilidad respecto a los instrumentos clásicos. A su vez, la Banca comienza a utilizar las opciones de segunda generación. La prima de tales instrumentos resulta a menudo más económica que en una opción clásica. (Es evidente que la prima será más económica cuando ofrece inferiores derechos que una opción clásica y más costosa cuando ofrece mejores condiciones.)

Cabe resaltar que:

— Se aplican sobre un subyacente menos volátil que una simple paridad de cambio. En esta categoría aparecen las opciones asiáticas (en que el subyacente representa medias de cotización), las opciones sobre cestas de divisas (en que el subyacente es una cesta de divisas) y las opciones sobre opciones (en las que el subyacente es el premio de la opción).

— Otras estrategias de segunda generación no permiten obtener beneficios de las variaciones favorables de las cotizaciones de cambio hasta un cierto nivel del *spot,* a partir del cual la opción desaparece o se transforma en otro producto (cambio a plazo), o la opción convertible en plazo o *break forward.*

— En esta categoría se encuentran productos como los cilindros, los *range forward* o los futuros participativos, en que la estrategia opcional es el resultado de una combinación de opciones distintas, ya sea por su naturaleza *(call/put),* por su montante o por ambos a la vez.

— La opción puede estar vinculada a una sindicación *(scout option)* y a una entrega parcial eventualmente cumplimentada *Tender to Contract* (opción TTC).

El esfuerzo de innovación a aplicar por la banca para presentar a los clientes estrategias adecuadas a sus necesidades tiene una gran diversidad y requiere una efectiva divulgación y comercialización. Algunas empresas buscan soluciones «llaves en mano», es decir, que desean obtener un paquete financiero listo para su entrega. El inconveniente que tiene la opción clásica, aparte de que su coste sea elevado, reside en que no constituye una auténtica cobertura de riesgo de cambio, sino una protección contra escenarios catastrofistas.

Para liberar al tesorero de los problemas generados en este ámbito de especialidad existen opciones llamadas *knock in/knock out, break forward,* opción convertible, etc., que tienen la particularidad de ser activadas o desactivadas automáticamente desde que se asume una cotización *spot,* fijada de antemano.

Por lo que hace referencia a las ofertas interna-

cionales, las técnicas opcionales asentadas en una mutualización de primas (opción TTC) o la doble característica condicional del instrumento (opción sobre opción) pueden revelarse como técnicas muy interesantes.

El *marketing* de las nuevas generaciones instrumentales y especialmente de las opciones de segunda generación implica un esfuerzo comercial desarrollado por la banca que ha consistido en contactar con las nuevas franjas de clientela existente con un movimiento en divisas suficiente para justificar el empleo de instrumentos financieros o para la captación de nuevos tipos de clientes privilegiados, como son los gerentes de fondos de inversión.

La utilización de opciones de segunda generación por la empresa para cubrir sus riesgos presenta diversos matices. La primera cuestión sería preguntarse qué aporte real ofrecen dichos instrumentos a la empresa.

Hay que reconocer que las opciones clásicas han representado un paso decisivo en la medida en que las empresas han introducido una nueva dimensión, hasta entonces ignorada, en la cobertura del riesgo de cambio: la flexibilidad de su utilización. En lo que concierne a las opciones de segunda generación, la apreciación se presenta con mayores matizaciones. Sin lugar a dudas, tales productos derivados pueden constituir una respuesta que a veces está mejor adaptada a las necesidades de la empresa.

Son productos realizados a medida y con una capacidad de penetración débil a la vez que sus perspectivas de desarrollo son limitadas. Por otro lado, la falta de liquidez de las opciones de segunda generación es hoy en día una evidencia.

En el aspecto teórico, una de las misiones más importantes que se asignan a los servicios de estudios bancarios consiste en poner en marcha nuevos métodos de evaluación de cotizaciones instrumentales ya consolidadas. Todo ello sobrepasa ampliamente lo que sería un cuadro académico ajeno a la propia actividad de los operadores y a las reglas de funcionamiento. A su vez el grado de liquidez de un mercado depende de la mayor o menor fungibilidad de los instrumentos que son negociados, es decir, es necesario disponer de cotizaciones que sean coherentes entre ellos.

Para un operador de opciones, la rapidez de cotización no es el factor principal de su trabajo. Le interesa conocer a tiempo real sus riesgos, es decir, cómo evolucionan las diferentes sensibilidades o *ratios* de su libro de opciones. Una gestión eficaz de una cartera de opciones de segunda generación es obvio que exige instrumentos informativos a la altura de tales productos novedosos.

Una aceleración en el desarrollo de las opciones de segunda generación obligará a la banca a modificar su sistema de control de riesgos de mercado. La proliferación de instrumentos opcionales *ad hoc,* en los que su característica esencial es su menor liquidez, constituye un reto para los establecimientos bancarios que decidan invertir en estas nuevas parcelas.

b) *Diversificación instrumental sobre activos no financieros*

Han tomado una cierta relevancia los *swaps* sobre *commodities,* adaptando las experiencias instrumentales de los activos financieros. El factor más importante para su desarrollo reside en la obtención de índices de precios variables que sean suficientemente representativos.

Caben estrategias opcionales o mixtas, vinculadas a la financiación de materias primas (ver Costa y Font, 1993).

c) *Los hibridajes instrumentales*

Tal como se ha indicado anteriormente, las estructuras de *swaps* de divisas se entremezclan con las estrategias de tipo de interés creando figuras complejas a las que se les puede adicionar de forma complementaria cláusulas opcionales de tipo *cap, collar* o *floor.*

Dentro de las operaciones más complejas se pueden incluir las estrategias vinculadas a los *swaps* de activos, las emisiones sintéticas y los vehículos de propósito especial (SPV), los *circus swap* sintéticos y los *cocktail swaps.* Una nueva generación de *swaps* incluye el denominado *Cross Index Basis Swap* (CRIBS), que permite obtener ventajas del diferencial relativo entre los tipos dólar y otros tipos correspondientes a otras divisas, sin necesidad de abrir una nueva exposición de riesgo en divisas.

2. El contrato marco como soporte de la diversificación de productos derivados OTC *(netting* - monoproducto *versus* multiproducto y riesgos de contraparte)

a) *Contratación de productos derivados OTC*

El sector financiero es consciente de la gran importancia asumida por las operaciones desarrolladas en los mercados OTC sobre productos derivados, así como de las incertidumbres que suscita su importante desarrollo. Los productos derivados OTC son un complemento muy bueno y eficaz para los mercados financieros organizados.

La estimación global de los montantes negociados sobre derivados es de unos US $ 16 billones. En los *swaps* de tipo de interés, los principales son nocionales, es decir, que no están sujetos a intercambio, y solamente tienen relevancia a efecto de

cálculo de intereses. Lo mismo ocurre con los nocionales de las figuras opcionales *cap, floor* y *collar,* en las que el montante tiene utilidad a efectos de determinación de intereses y liquidación de diferencias. No ocurre lo mismo con el *swap* de divisas, en cuyo caso el principal es transferido a la firma del contrato al cambio *spot* del día inicial y que será nuevamente devuelto al vencimiento del contrato al mismo tipo de cambio del día inicial. Los *Warrants* aportan matices de gran interés por su gran diversificación y su proyección mundial tanto sobre activos financieros como sobre materias primas.

Asumen especial relevancia aquellas cuestiones que se refieren a la capacidad de los intervinientes, que afectan al sistema bancario en general y a los riesgos engendrados por tales productos.

En el campo jurídico, se han hecho importantes esfuerzos para llegar a ofrecer un marco operativo satisfactorio. Las tendencias actuales van dirigidas a confirmar y reforzar la legalidad de las operaciones que son hoy en día una realidad, y llegar a definir los estándares convencionales que les son de aplicación.

En España se han dado escasas y tardías referencias normativas sobre los instrumentos OTC. Desde las operativas iniciales de carácter institucional, a principios de la década de los ochenta, se constatan referencias reiterativas en las Leyes de Presupuestos Generales del Estado autorizando determinadas operaciones en el sector público y criterios administrativos dispersos, puramente operativos o fiscales. Es en la Circular 1/1991 del Banco de España, sobre Mercados de Divisas y Coberturas de Riesgos de Cambio (hoy derogada), donde recibe tratamiento el *swap* de divisas, el *swap* de tipos de interés y las opciones OTC (también estas últimas en una Circular de diciembre de 1988, igualmente derogada).

Debe tenerse en cuenta que las operaciones OTC sobre derivados son negociadas con libertad de forma, individualmente y con un cierto anonimato por motivo de su propia estrategia y de la idiosincrasia de este tipo de operaciones. Por ello, interesa definir el marco contractual en que se inscriben tales operaciones, a diferencia de los mercados organizados, en los que la actividad de los intervinientes se limita normalmente a asumir posiciones en contratos con características estandarizadas y con sujeción a los Estatutos y Reglamento del Mercado.

La duración del contrato para las operaciones OTC es a más largo plazo que los denominados futuros y opciones, y la ausencia de la Cámara de Compensación que realice el *Mark-to-market* diario y controle las posiciones de los intervinientes hace emerger un sustancial riesgo de contraparte. Es decir, la posibilidad de que una de las partes del contrato no atienda a sus obligaciones en un momento determinado.

Por tal motivo, los contratos financieros sobre derivados deben contener las cláusulas necesarias para precisar las modalidades de resolución del contrato y ejecución de la operación y también para concretar aquellas circunstancias de riesgo que son susceptibles de dar lugar a una situación de incumplimiento *(event of default).* Con el fin de garantizar la cobertura de riesgos por incumplimientos cruzados o negativa a suministro periódico de información, se prevén cláusulas específicas con efectos resolutivos.

Las situaciones de incumplimiento constituyen el centro sensible del contrato. A partir de este punto, conviene establecer procedimientos de compensación tendentes a determinar el saldo global de liquidación, denominado *close-out-netting,* así como los métodos de valoración de las operaciones que tienen como finalidad la determinación de su valor de liquidación.

Los métodos de valoración utilizados en el mercado de *swaps* son:

— Método obligacionista, en que se analizan las obligaciones independientemente.

— Método cupón-cero, en que se analiza el conjunto.

— Método coste de reemplazamiento, consistente en construir un *swap* y determinar el valor de sustitución. Es el método propuesto en el proyecto de negociación en mercado organizado.

— Método de determinación de tasas variables, en que se constituye un *swap* ficticio y se efectúan comparaciones.

Las operaciones OTC han crecido en volumen y en número, y se evidencia una diversificación de productos muy creativos. Todo ello nos lleva a considerar la necesidad de un marco jurídico de las operaciones realizadas por las partes, precisando sus características financieras. De hecho, no existe otro documento de convenio que el documento propiamente dicho, con sus cláusulas financieras y jurídicas. Por otro lado, la técnica de introducir el aviso de confirmación es un hecho que se impone definitivamente.

Existe un criterio, expresado en los BBAIRS TERMS, de la Banca del Reino Unido, que trata de definir las condiciones generales que se aplican a toda operación sobre productos derivados de referencia. En otros casos, puede tratarse de la definición de un contrato único constituido por la unión de operaciones presentes y a futuro. Tal es el caso de los contratos diseñados por el ISDA y el IFEMA. Por otro lado, las propuestas realizadas por la Asociación Francesa de Banca (AFB) muestran una evolución constante en dicha materia. Así, en 1988, la AFB propuso la conclusión de un contrato bilateral que hiciera referencia a las condiciones generales y ha intentado, con la versión de 1994, la integración

directa de estos últimos con un convenio concluido por las partes.

b) *El contrato marco*

El gran desarrollo de los productos derivados ha contribuido a imponer la introducción de documentación estándar como expresión del consenso de los principales operadores respecto a las características generales de los contratos de derivados, excluyendo o apartando progresivamente la documentación casera *(home made)* elaborada por los propios intervinientes en los mercados en las fases anteriores.

Hay que tener en cuenta que se trata de productos OTC, en los que existe una independencia respecto a criterios de normalización, propios de los mercados organizados. Los contratos OTC se rigen por la libertad de contratación que, en mayor o menor grado, está presente en el contrato y que se somete a una jurisdicción determinada por mera razón de orden público. La jurisdicción puede ser la del país de origen de uno de ellos o la de un país tercero. Un ejemplo al respecto sería el del contrato ISDA, que contiene un anexo *(schedule)* totalmente acomodable al criterio de las contrapartes que lo suscriben. El contrato marco de ISDA tiene gran aceptación internacional.

En el ámbito de la documentación utilizable, hay que distinguir entre la práctica local y la práctica internacional. En España se han venido utilizando los contratos SWAPCEMM y FRACEMM, que han cumplido su función pero que actualmente demandan una adecuación a las necesidades del tráfico financiero emergente.

Existe un contrato de *swap* promovido por el Forex y que responde a un diseño preparado para su operativa en España. La Banca española utiliza contratos propios o asume contratos marco *(master agreement).* También hay que distinguir entre el caso de empresas privadas y entidades públicas. Las entidades públicas, que utilizan los contratos OTC para cobertura de endeudamientos, deben cumplimentar controles administrativos y autorizaciones, ya sean estatales o propios, y requieren la inclusión de cláusulas específicas de tipo presupuestario. Otro aspecto interesante está en los riesgos de soberanía y en los *rating,* vinculados por vía presupuestaria a la calificación del Reino de España a largo plazo.

Son reducidas las empresas privadas que utilizan productos sobre derivados OTC. Los motivos que limitan la operativa empresarial tienen, a veces, connotaciones culturales que se plasman en una diferente formación financiera entre el director financiero y su consejo de administración. En ciertas circunstancias, asumir contratos OTC implica utilizar grandes dosis de convicción por parte de la dirección financiera y, cómo no, asumir compromisos personales de eficacia. Ello propicia tomar posiciones pasivas tradicionales, de no hacer nada sin utilizar instrumentos de cobertura y, obviamente, de asumir riesgos al ajustarse al mercado.

En el ámbito mundial existen diversas documentaciones estandarizadas en Australia, USA, Reino Unido, Francia..., caracterizadas por una considerable diversidad, lo que aporta ciertas dificultades de vinculación entre ellas.

El nuevo Convenio AFB (Asociación Francesa de Banca) contiene una importante innovación que consiste en su aplicación a una amplia gama de productos derivados, sin cerrarse a una clasificación rígida y arbitraria. El nuevo convenio deja de lado las condiciones generales existentes para aplicarse a tipos de productos derivados en concreto: *swaps, caps, collars, floors* y opciones.

El antiguo diseño estaba motivado por la incertidumbre existente en el campo jurídico para aplicar la noción de «operaciones conexas». La Ley de 31-12-1993 ha superado esta incertidumbre jurídica y admite un criterio integrador, es decir, la unión de productos derivados que tienen por subyacente tipos de interés, divisas, títulos, materias primas o índices.

Es interesante conocer que la ampliación del campo de aplicación del convenio AFB impone una adaptación estructural y de contenido. Para mejorar su utilización, se ha decidido reunir las disposiciones de orden técnico y operativo relativas a cada tipo de producto en un fascículo separado *(addendum)* sin incorporarlo al documento base, común a los productos involucrados. De esta forma se consigue una simplificación del documento central, que se especializa en las relaciones entre las partes del contrato y, aplicando tales medidas, el número de definiciones que acompañan al contrato se ha podido reducir de casi 50 a 15.

Los instrumentos OTC han funcionado desde el pasado decenio con un criterio transnacional, utilizando contratos de diseño anglosajón y referencias jurisdiccionales concretas basadas en el mantenimiento del orden jurídico. Siempre ha ocurrido que la realidad económica ha ido por delante del contexto normativo. Las referencias normativas han sido tardías en muchos países.

Otro aspecto interesante radica en la posibilidad de creación de estructuras especiales, denominadas SPV *(special purpose vehicle)* donde el capital del vehículo es dimensionado en función del riesgo máximo de crédito que puede llevar, y en caso de incumplimiento, las entidades financieras actuantes responden del buen fin. En esta operativa hay que tener en cuenta que la permanencia de tales mercados depende de la capacidad de cada uno de los intervinientes para diseñar su política de crédito y, especialmente, de la gestión de sus riesgos finan-

cieros. Así, los distintos organismos reguladores, tanto europeos como internacionales, han efectuado una reflexión legítima aunque imperfecta sobre que las aplicaciones próximas exigirán que los bancos no solamente dediquen una parte de sus fondos propios para cubrir sus riesgos de contraparte sino, en lo sucesivo, de sus riesgos de mercado.

c) *Multiproducto o monoproducto*

Un elemento interesante a observar en las innovaciones documentales reside en los tratamientos en la base de «multiproducto». Por ejemplo, existe un tratamiento paralelo entre las transferencias de dinero y el libramiento de un subyacente como medio para satisfacer las obligaciones de las partes.

También se puede constatar un esfuerzo en la precisión y en la clarificación para asumir mejor la relación jurídica entre las partes (método de conclusión de operaciones, certificaciones dadas a cada parte, casos de incumplimiento y de circunstancias nuevas sobrevenidas). En este orden de cosas, las circunstancias en que la resolución de un conjunto de operaciones puede ser impuesta a una parte (incumplimiento o circunstancia nueva) y el procedimiento de determinación del saldo de resolución han sido objeto de una particular atención. Se ha efectuado una revisión de circunstancias nuevas y se han integrado las de fusión, escisión y cesión de activos que se traduzcan en un deterioro manifiesto de la situación de la parte incumplidora.

Se realiza un esfuerzo muy particular para determinar de la mejor manera posible el «saldo de resolución», la definición del valor liquidativo de cada operación resuelta (noción de valor de sustitución), así como de los montantes no transferidos o de los libramientos no realizados.

La cláusula penal, que figura en una mayoría de las condiciones generales, se ha suprimido para algún convenio con el fin de aplicar un método de indemnización plenamente simétrico, es decir, que puede llegar a la determinación del saldo de resolución a favor de la parte cumplidora afectada.

Esta forma de indemnización ha sido recomendada por el Grupo de los Treinta, en su documento: «Derivatives: practices and principles», en su recomendación núm. 13 y requerido por el Comité de Basilea, en el marco de la puesta en funcionamiento del *Ratio* Internacional de solvencia *(Ratio Cooke).*

El Comité de Basilea, órgano del BIS, propuso el «*netting* bilateral» basado en la valoración de *swaps* por el método de *close-out netting,* es decir, método de coste de reemplazamiento de los citados en el apartado *a)* del presente epígrafe.

Debe hacerse notar que en lo que concierne a los casos de incumplimiento, se da una ligera atenuación del principio de simetría (conocido en inglés bajo la denominación *full two-way payment)* en la medida en que se autoriza a la parte cumplidora a deducir del montante que debe transferir a la otra parte las sumas que le sean debidas, en razón de cualquier título. (Puede tratarse de gastos realizados para obtener de la parte incumplidora la ejecución del convenio o de cualquier otra suma debida a título de cualquier otro convenio).

Por lo que respecta al contrato marco ISDA (International Dealers and Derivatives Asociation), que difiere del AFB, hace referencia a un ámbito internacional y se beneficia de un prestigio y popularidad a nivel mundial. Organiza la relación jurídica entre las partes sobre una gama muy amplia de productos derivados y contiene disposiciones generales, declaraciones, casos de incumplimiento y de resolución anticipada, y procedimientos de liquidación económica del contrato. Lleva adjunta una *addendum* o *schedule* en función de los acuerdos de las partes.

Por otro lado, los fascículos separados presentan para ciertos productos, como las opciones de cambio, opciones sobre valores mobiliarios, opciones sobre materias primas, un modelo de aviso de confirmación y, según los casos, incorporan una relación complementaria de definiciones aplicables.

Existen otros documentos con vocación internacional, como son los casos de IFEMA (International Forward Exchange Master Agreement) para las operaciones de cambio a plazo o el contrato ICOM (International Currency Option Master Agreement) para las opciones de cambio.

Tales documentos son conocidos por su utilización monoproducto y, en consecuencia, presentan ventajas relativas al incluir exclusivamente posiciones contractuales específicas.

Podemos preguntarnos si realmente es una tendencia en firme. Al respecto, existen criterios negativos porque presentan como principal inconveniente que conducen a una multiplicación de contratos sobre diversos segmentos de los mercados. Otro sector opina que dificultan o que no permiten la obtención de beneficios de la globalización de los riesgos, que sí aportan o facilitan un convenio multiproducto.

A nivel internacional, se propone la inclusión de un contrato suplementario como vínculo entre los diferentes contratos marco existentes entre las partes:

IFEMA: de cambio a plazo.

ICOM: opción de cambio.

ISDA: *swap* de tipo de interés y de cambio.

En grandes líneas, un convenio así reemplaza todas las disposiciones relativas a la resolución de operaciones en el caso de incumplimiento mediante la unificación de disposiciones normalizadas y globalizadas.

También existe un contrato marco de *swap,* específico de las *commodities* o materias primas. Fue diseñado por ISDA y es ampliamente utilizado por los operadores. Desde los Bancos Centrales se opina que este contrato es particularmente más arriesgado.

d) *Riesgos de contraparte*

El mayor inconveniente en esta tendencia está en la introducción de una grave incertidumbre sobre la intención de las partes, que permanece frágil en la unión entre productos derivados cubiertos por distintos convenios. En el caso de que se desee reconocer la compensación entre los distintos contratos marco existentes entre las partes, hará falta invocar la noción de conexión.

El *netting,* en su calidad de compensación de pagos, permite reducir el riesgo de contraparte por el hecho de que la compensación hace referencia al valor actual neto de los *swaps,* en caso de situaciones de insolvencia. En el marco jurídico actual español, existen dudas sobre el criterio que adoptaría la judicatura sobre la aplicación del *netting* en caso de estar una de las partes en una situación concursal.

La utilización de un solo convenio con un amplio campo de aplicación respondería a una doble finalidad de simplicidad y eficacia. La puesta en práctica de normas documentarias, aplicables a los productos derivados, entra a formar parte de un proceso evolutivo que requiere aportación de elementos prácticos de normalización de operaciones dando, a su vez, seguridad jurídica operativa.

Asumida la diversificación de productos y la estandarización de procedimientos de confirmación, la situación futura estará caracterizada por la aplicación de técnicas tendentes a la reducción de riesgos de contraparte.

Posiblemente estarán basadas en las técnicas de «llamadas de margen» calculadas en función del valor de liquidación de las operaciones. A este respecto, el ISDA ha publicado una *addenda* específica titulada *Mark-to-market Credit Support Annex.*

La complejidad de los problemas vinculados a estas técnicas financieras ha frenado su desarrollo y muy especialmente su utilización internacional. Su modelo en el plano operativo y documentario condicionará en gran medida la evolución futura de los mercados de productos derivados.

III. DIVERSIFICACION INSTRUMENTAL Y EMPRESA

1. Posición de las entidades financieras

Las entidades financieras son usuarios principales de los productos derivados y auténticos divulgadores de tales innovaciones hacia sus clientes. La gran diversificación de tales mercados y el elevado nivel de sofisticación dificultan en buena medida su labor y les obligan a concentrar su función en personal muy cualificado, lo que es contrario a una función extensiva de carácter comercial en las agencias. Por otro lado, el porcentaje de utilización de tales instrumentos, fuera de la primera generación, es escaso y no tiene el soporte cultural necesario en la mayoría de las empresas clientes.

2. Administraciones públicas

El elevado nivel de endeudamiento de las Administraciones y empresas públicas ha propiciado que se utilicen los instrumentos financieros para cobertura y diversificación de riesgos tanto de tipo de interés como de cambio. Las especificidades antes comentadas sobre controles previos, autorizaciones y cláusulas propias adjudican al sector público un tratamiento distinto del de la empresa privada. Las fluidas relaciones entre las entidades financieras y las Administraciones han permitido que tales productos formen parte actualmente de su operativa, lo que propiciará la utilización de contratos marco para agilizar las negociaciones.

3. Instituciones de inversión colectiva

Los Fondos de Inversión, en su calidad de clientes de primera línea en los mercados financieros sobre derivados, operan tanto en los mercados organizados como en los OTC. Se demuestra un esfuerzo de los mercados internacionales para captar la operativa de clientes tan significados. Su participación en los mercados de futuros y opciones y en *warrants* tiene en España unas limitaciones por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de julio de 1992. Los Fondos específicos sobre derivados, considerados de alto riesgo, están pendientes de autorización por parte de la CNMV. Por otra parte, el sector de Fondos *offshore* representa una cuota de clientela muy importante en los mercados de derivados mundiales.

4. Empresas privadas de los diversos sectores

Es obvio que las empresas deben distinguir muy claramente entre la utilización de estrategias de cobertura y de especulación mediante productos derivados. A tal efecto, las empresas pueden ser clasificadas en varias categorías, en función de su comportamiento frente a tales productos.

Existe un grupo que no tiene en cuenta los instrumentos financieros para la gestión del riesgo. Dentro de dicho grupo pueden establecerse dos clases de agentes pasivos: aquellos que por la natura-

leza de su actividad o por razones de tipo jurídico, no pueden recurrir a los productos derivados; por otro lado, están los que adoptan una posición reticente e invocan diversas razones (una exposición al riesgo de escasa entidad, costes prohibitivos, falta de experiencia y hasta... una mala reputación de tales productos). Es evidente que adoptar una posición pasiva es sinónimo de especulación, es decir, de asunción de riesgos. Dicha posición puede ser totalmente pasiva o «vigilante» para poder actuar cuando convenga.

En una segunda categoría de empresas podemos incluir aquellas que acuden a tales mercados de productos derivados por tres motivos:

1) la gestión del riesgo;
2) la mejora del rendimiento, o
3) el reparto de los activos.

Operan aquellos que gestionan de forma muy activa su cartera de activos o de pasivos y quienes buscan toda oportunidad de arbitraje o todo nuevo producto con el fin de obtener beneficios adicionales y optimizar su gestión de tesorería.

Las posibilidades en la utilización de productos derivados son muy diversas:

En primer lugar, están aquellos que buscan, en base a tales productos, mejorar el coste de su endeudamiento (en este eslabón cabe citar a los *swaps* y sus derivados, así como a las opciones, los cuales constituyen vectores eficientes para obtener fondos a mejores costes). A tal efecto, hay que tener en cuenta que un producto derivado puede ser utilizado no solamente en un cuadro de cobertura simple, sino con la finalidad de aumentar el rendimiento sin que ello represente un coste excesivo a soportar.

Un segundo criterio, con carácter preponderante entre los usuarios, reside en la mejora de flexibilidad de la gestión. Tradicionalmente, un gestor financiero dispone de una gama relativamente limitada de productos para gestionar sus exposiciones a corto y largo plazo, debido a los sesgos derivados de obligaciones y papel a corto plazo. Gracias a los productos derivados, se pueden crear una serie de productos sintéticos que den lugar a una gestión más activa y líquida de los riesgos.

La tercera estrategia consiste en cubrir los desequilibrios en la gestión de tesorería. Toda institución financiera está sujeta a posibles desequilibrios entre sus activos y sus pasivos, en términos de divisas, de fechas de exigibilidad o de naturaleza de los tipos, sin que pueda imputarse a política negligente. Las compañías de seguros son usuarios comunes de los mercados de futuros sobre índices o sobre acciones y utilizan opciones para un mejor ajuste de sus flujos financieros de sus carteras.

Por todo ello, si bien las empresas no están obligadas a recurrir a los mercados derivados, es evidente que la presencia de una amplia gama de servicios, que cubre una extensa gestión de riesgos de tipo de interés, de cambio, de volatilidad de títulos e índices, amén de una amplia oferta de otras *commodities,* no debe ser ignorada y puede dar una respuesta eficiente en la gestión dinámica de las estrategias financieras.

El mundo de las finanzas está mutando más rápidamente que las propias instituciones financieras y que las normativas que las regulan. Los grandes desarrollos en información y en tecnología de la comunicación están dirigiendo la industria de los servicios financieros: envío de datos empresariales por servicios de computadora, recepción de documentación bancaria por vía electrónica, envío del resumen anual de un banco de primera línea por vía electrónica con posterior envío de copia escrita por exigencia legal, envío de información sobre mercados de dinero y de capitales mediante un boletín electrónico o el envío de los datos financieros de una empresa mediante disco de computadora, todo ello lleva a considerar en el futuro a la competencia como elemento consustancial del mundo de las entidades financieras.

5. Referencia a riesgos y pérdidas asumidas

La General Accounting Office (GAO) en USA ha recomendado un endurecimiento de las normativas sobre los productos OTC. La internacionalización existente entre los operadores y su utilización a nivel mundial, incrementan la posibilidad de que se produzca una crisis global por tales motivos.

Al respecto, existen opiniones contradictorias:

Los partidarios de la regulación opinan que las conexiones entre estos productos y su concentración en pocas manos podría llegar a generar una situación financiera caótica. Se invocan casos como el de Drexel Burnham Lambert y el Bank of New England. Todo ello abunda en la necesidad de una regulación externa.

La opinión contraria defiende el uso de los derivados, asegurando que en la crisis del SME de 1992 tales instrumentos evitaron un mayor caos en el mercado de divisas, al permitir a los *dealers* diversificar sus posiciones y sus riesgos. Abogan por mantener la regulación interna como medida suficiente.

En la reunión del Grupo-10, en su calidad de países más industrializados, se considera que la creciente utilización de los instrumentos financieros sofisticados no ha causado un exceso de volatilidad en los mercados financieros, aunque su rápida expansión obliga a reforzar la cooperación internacional, para tener mayor información sobre su funcionamiento y poder estudiar sus implicaciones sobre el sistema.

CUADRO NUM. 9

LAS PERDIDAS MAS IMPORTANTES EN DERIVADOS

Pérdida	*Empresa*	*Transacción*
	En los primeros 10 años	
$ 25m	General Reinsurance	Techos
$ 350m	Merril Lynch	Volatilidad PO MBS
$ 125m	Société des Bourses Françaises	Especulación en futuros
$ 600m	London Borough of Hammersmith & Fulham	Varios instrumentos
$ 380m	Klockner	Cobertura en materias primas
$ 275m	Allied Lyons	Opciones en divisas
$ 70m	ABN AMRO	Valoración MTM
$ 1.456m	Kashima Oil	Derivados sobre divisas
$ 130m	Nippon Steel	Derivados sobre mercados de divisas extranjeras (FOREX)
	En los últimos 12 meses	
$ 50m	Medani	Bonos de tesorería estructurados
$ 90m	AIG	Revalorización de derivados
$ 1.340m	Metallgesellschaft Corp	Derivados sobre energía
$ 200m	Codelco Chile	Cobre y futuros sobre metales preciosos y contratos a plazo
$ 100m	Cargill (Minnetonka Fund)	Derivados sobre activos hipotecarios
$ 600m	Askin Securities	Modelo MBS
$ 157m	P&G	Diferencial DM/USD apalancado
$ 12,1m	Mead Corp	*Swaps* apalancados
$ 99,6m	Florida State Treasury & Florida League of Cities	Derivados sobre activos hipotecarios
$ 10m	Kidder Peabody	Cotización de amortización de un *swap*
$ 1.450m	Kashima Oil	Derivados sobre divisas
$ 19,7m	Gibson Greetings	*Swap* apalancado
$ 10m	CIBC (Wood Gundy)	Futuros financieros
$ 8,3m	Caterpillar Financial	Techos y opciones sobre *swaps* de tipo de interés
$ 22m	ARCO (Pension Fund)	Bonos de tesorería estructurados
$ 34,6m	Dell Computer	*Swaps* apalancados y opciones
$ 113m	Air products	*Swaps* de divisas apalancados
$ 51,3m	Harris Trust Savings Bank (Bank of Montreal)	Derivados sobre activos hipotecarios
$ 67,9m	Pacific Horizon Funds (BOA)	Bonos de tesorería estructurados
$ 20m	Paramount Communications Inc.	*Swaps* de tipo de interés
$ 10m	Kidder Peabody	Opciones sobre bonos
$ 40m	CS First Boston Investment Management	Vinculaciones a materias primas y otros derivados
$90m	Investors Equity Life Insurance Co.	Futuros sobre bonos

Nota: Todas las pérdidas hacen referencia a cantidades antes de impuestos. El tipo asumido en USA es de un 35 por 100.
Fuente: Capital Markets Risk Advisers.

Se considera que los instrumentos financieros derivados no suponen un riesgo para la estabilidad de los mercados financieros, aunque es aconsejable un mayor conocimiento de los segmentos innovadores de tales mercados. A este respecto, el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España hizo referencia durante el pasado mes de mayo a que las Sociedades y Agencias de Valores no disponen todavía de los esquemas organizativos, operativos, contables, de control de riesgos y de supervisión en la toma de decisiones necesarios, para lidiar en el mundo extremadamente volátil de la operativa con productos derivados.

La gran controversia mantiene, sin embargo, imágenes dramáticas de los riesgos asumidos por empresas importantes y subsiguientes pérdidas, si bien no representan más que el 0,05 por 100 del montante nocional en derivados y equivale únicamente al 1 por 100 del coste de reposición (ver cuadro núm. 9).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AGUILA LLOBERA, J. y otros (1993), «Proyecto de registro de *swaps* en Meff Renta Fija», *Newsletter,* diciembre.

BANK OF AMERICA (1993), «Seminario sobre la Gestión del Riesgo», Londres.

BOSSIN, J. M., y LEFRANC, D. (1994), «La compensation des opérations de marché à terme», *Banque,* febrero.

COSTA RAN, L. (1994), «Financiación de proyectos y cobertura de riesgos empresariales. Rusia, 1994. Inversiones y negocios», Academia de Ciencias Económicas de Moscú.

— (1994), «Particularidades contractuales y estratégicas de la empresa para el uso de instrumentos derivativos en los mercados OTC», IV Congreso Nacional ACEDE.

— (1994), «Factores de viabilidad de un proyecto de mercado de futuros agrarios en el ámbito mediterráneo», II Foro de Finanzas, Madrid.

COSTA RAN, L., y FONT VILALTA, M. (1992), *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial,* Ed. Esic, Madrid.

— (1993), *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas,* Ed. Esic, Madrid.

DESABRES, S., y DELOUYA, M. (1990), «Le Lookback Options sur Divises», *La Revue Banque,* núm. 508, septiembre.

FONT VILALTA, M. (1994), «Tipologías y factores de exposición al riesgo de cambio en la empresa», Congreso Hispano-francés de AEDEM, Cáceres.

— (1994), «Estrategias plurigeneracionales en la gestión de riesgos de cambio soportados por la empresa», IV Congreso Nacional ACEDE.

FUTURES & OPTIONS WORLD (1994), Diversos datos sobre mercados de derivados.

GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), Documento: «Derivatives: practices and principles», Recomendación núm. 13, Grupo de los Treinta, Washington.

INTERNATIONAL FINANCIAL REVIEW (1993), «Derivatives. Foreign Exchange Options», núm. 963, enero.

— (1993), «Derivatives. Foreign Exchange Options», núm. 963, enero.

— (1993), «Derivatives. Philly considers spot, flex forex options», número 989.

— (1994), «Derivatives. FX Options», núm. 1.026, abril.

— (1994), Informaciones diversas sobre mercados.

MOUY, ST. (1989), «Contrat cadre de swap et ratio de solvabilité», *La Revue Banque,* núm. 499.

— (1994), «Normes documentaires pour produits dérivés: la nouveauté 1994», *Banque,* núm. 548.

PION, D., y ROUBIN, Ph. (1991), «Les Options de seconde génération», *La Revue Banque,* núm. 518.

SOLER RAMOS, J. A. (1993), «Métodos de valoración de *swaps* de tipo de interés (IRS)», *Estrategia Financiera,* núm. 81, enero.

STANDARD & POOR'S (1992), «Structured Finance».

SUÁREZ, J. L., y RAHNEMA, A. (1994), «El riesgo del uso de los instrumentos financieros derivados», *Expansión,* 1 de junio.

THE BANKER (1993), «Exotics add a touch of spice. Global Forex», *The Banker,* julio, págs. 44-45.

PRODUCTOS DERIVADOS: USO Y ABUSO

James Rodríguez de Castro

Entre las causas que han provocado las importantes transformaciones que han experimentado los mercados podemos citar, a título meramente orientativo, las siguientes:

a) Los mercados experimentan fluctuaciones mayores que en el pasado como consecuencia de la cada vez mayor internacionalización de las economías de los países.

b) Los tipos de interés son un poderoso instrumento de política monetaria que es empleado por los países para conseguir sus objetivos económicos, lo que provoca que experimenten unas fluctuaciones que no se conocían en el pasado.

c) Los mercados sufren una volatilidad cotidiana, que ha sido asumida por los operadores como algo intrínseco de los mercados, con los consiguientes riesgos que esta actitud comporta.

A mediados de los años setenta, se inició en los países desarrollados un cambio en la instrumentación de la política monetaria como consecuencia del fuerte incremento de los precios de los productos energéticos, y especialmente del petróleo, que provocó fuertes desequilibrios comerciales y una escalada de los procesos inflacionarios en estos países.

Para combatir estos procesos inflacionarios, los países aplicaron una política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero en circulación, provocando una gran volatilidad de los tipos de interés, tanto nominales como reales, y del tipo de cambio; favorecida esta volatilidad por las grandes cantidades de dinero que estos países necesitaban para financiar sus abultados y crecientes déficit.

Estos son algunos de los factores que han contribuido a un incremento de la volatilidad de los tipos de interés y de cambio de las distintas monedas, y, con ello, a un considerable aumento del riesgo de tipo de interés y de cambio que los diferentes operadores asumen en sus decisiones de inversión y de financiación de las mismas, lo que ha provocado una gran preocupación tanto a las autoridades monetarias, sobre el control interno que las entidades establecían para determinar en todo momento su posición real, como a las entidades, en orden a establecer instrumentos que paliasen, en la medida de lo posible, dichos riesgos, dando lugar a la aparición de los productos derivados, cuya finalidad básica es la cobertura de los riesgos de interés. Estos productos están experimentando cada vez mayor operatividad, al ser empleados también como instrumentos para la especulación ante las ventajas operativas que presentan, destacando el efecto apalancamiento que tienen incorporado; pero, como contrapartida, pueden provocar grandes pérdidas si no se procede a un adecuado control y seguimiento de los riesgos que se asumen con su formalización.

Los productos derivados son instrumentos cuyo valor se deriva de otros activos más fundamentales, a los que se denomina subyacentes; por tanto, son muy versátiles y su campo de aplicación puede abarcar a mercados muy distintos, como materias primas, productos agrarios, divisas, Bolsa, etc., y en el campo financiero, a cualquier activo financiero. Por ejemplo, un futuro sobre bonos no es un bono, pero su valor estará en función del precio futuro de ese bono.

Los mercados de productos derivados están en constante innovación, por la flexibilidad que presentan estos instrumentos como consecuencia de falta de preconcepciones y limitaciones de todo tipo, lo que ha provocado que existan muchos instrumentos con características diferentes, aunque es conveniente destacar que bastantes de ellos resultan de combinaciones de los ya existentes, por lo que nos encontramos con instrumentos nuevos que difieren de otro anterior en alguna característica específica. Esta permanente innovación es una parte vital del desarrollo que han experimentado, y que ha hecho que los productos derivados sean no sólo instrumentos, sino ya una cultura. Los más frecuentes son los futuros, opciones, *swaps, caps* y *floors.*

Los productos derivados son, probablemente, la innovación financiera más importante de este siglo, porque permiten descomponer el riesgo financiero en sus distintos componentes y gestionarlos por separado, lo que implica que su utilización se ha de hacer con cautela y sabiendo en todo momento qué

queremos conseguir con la formalización de este tipo de operaciones; es decir, se ha de hacer una correcta utilización de estos instrumentos y por personal profesionalizado en este campo. No se puede actuar con ellos «para presumir» de ser un experto en sofisticación financiera, sino para cubrir riesgos reales de un negocio o inversión.

Un ejemplo sencillo, que nos ayuda a comprender lo que acabamos de exponer, es la aplicación de los derivados a un activo tradicional como es el bono. Este activo financiero reúne en sí mismo dos riesgos principales: uno es el riesgo de tipos de interés, debido al hecho de que el precio del bono en el mercado es cambiante en función de la evolución futura de los tipos de interés, y el otro es el riesgo de crédito, porque el pago de éste a su vencimiento está sujeto a cierta incertidumbre, cual es que su emisor tenga la situación financiera suficiente para atender el compromiso en el vencimiento del bono. Con la utilización de los productos derivados, podemos eliminar el riesgo de tipo de interés, y con otros instrumentos podemos cubrir el riesgo de crédito.

Con esto, los agentes del mercado pueden asumir los riesgos que deseen y cubrir las contingencias que se puedan derivar de los demás riesgos, pero esto supone para estos agentes una gestión profesionalizada de los riesgos que vayan asumiendo. No podrán argumentar que las cosas han salido mal porque el mercado «se movió» fuera de su control, cuando esta circunstancia se produzca; es decir, cuando las cosas nos salgan mal es porque hemos hecho una mala gestión de los riesgos y no hemos aplicado los derivados de una forma adecuada o correcta.

Hay una concepción muy moderada de la gestión responsable que postula que ésta consiste en cubrir todos y cada uno de los riesgos financieros que asume una entidad, empleando para ello los medios adecuados de que se dispone en el mercado. Personalmente, no comparto esta postura, y creo que es un algo exagerada, ya que en una economía libre los beneficios son, en cierta medida, el resultado de la gestión adecuada de los riesgos que se asumen; por tanto, para generar beneficios es necesario asumir riesgos en la actividad que se desempeña.

Quizá sea más adecuado el planteamiento de que una gestión financiera prudente sería la que asumiese los riesgos apropiados relacionados con la actividad central del negocio y cubriese en el mercado aquellos riesgos que son más colaterales a dicho negocio.

Un ejemplo nos ayudará a comprender lo que acabo de exponer. El negocio de una línea aérea consiste en operar con una línea de aviones y cobrar dinero por el transporte de pasajeros y mercancías. Los riesgos centrales o internos de este negocio son los operativos del transporte aéreo, tales como planificación y promoción de las rutas, promoción y venta de billetes, mantenimiento de los aviones, etc., que podemos, de alguna forma, controlar y asumir en la forma que creamos más conveniente.

Pero, además de este tipo de riesgo, la compañía tiene otros colaterales o externos, que son aleatorios y, por tanto, no controlables, que se derivan de variables sobre las que no tiene ningún control, ni directo ni indirecto, y que, si se materializan, tendrán una gran repercusión en su cuenta de resultados si no ha hecho las coberturas necesarias; en consecuencia, una gestión financiera prudente de este tipo de negocio requiere una atención muy especial de los riesgos externos.

Estos riesgos externos incluyen factores como tipos de interés, que tienen una gran repercusión sobre los costes de financiación, en este caso en un negocio que necesita fuertes cantidades de capital para la compra de aviones, etc.; por lo que cualquier movimiento de los tipos de interés, bien sea a la baja o al alza, tendrá una repercusión muy acusada en la cuenta de resultados, bien positiva o negativamente.

Otro riesgo muy importante es el de divisas, ya que, normalmente, las compañías aéreas suelen tener financiación en moneda extranjera, lo que representa que están expuestas a las variaciones de los tipos de cambio; el combustible se paga en moneda extranjera por una gran parte de estas compañías; parte de sus ventas de billetes se hace en el extranjero, y últimamente se está produciendo una gran competencia en el mercado internacional, con repercusión en los ingresos procedentes de ventas exteriores, etc. Todo esto puede tener una gran repercusión en sus cuentas de resultados si los riesgos de divisas no son adecuadamente cubiertos.

Otro factor muy importante es el precio del combustible (keroseno), que representa una partida muy importante de los costes de funcionamiento de una línea aérea, por lo que una variación de su precio tiene unas consecuencias muy acusadas. Una experiencia excepcional sobre este último factor fue la de las consecuencias que se derivaron de la guerra del Golfo. Con el avance iraquí sobre Kuwait y el posterior desencadenamiento de la guerra, la inseguridad se apoderó del mercado, el número de pasajeros descendió considerablemente, los costes del combustible se dispararon, etc. Todo ello creó un clima muy difícil para las líneas aéreas, que deriva en unas repercusiones muy negativas para ellas, pero evidentemente este efecto negativo no tuvo la misma incidencia en todas las compañías, sino que unas se vieron más afectadas que otras.

El precio del keroseno, como consecuencia de la mayor demanda generada en esos momentos por las fuerzas que participaron en el conflicto, que llegó a niveles del 60 por 100 de la producción de las economías libres, se disparó desde los niveles de 170

dólares por tonelada hasta alrededor de 500 dólares, por lo que la repercusión de este aumento del precio en las compañías dependería de la cobertura de tal riesgo que cada una de ellas hubiera efectuado. Este caso representa un ejemplo claro de cómo los riesgos externos pueden alcanzar una magnitud tal que pasen a dominar los resultados de una compañía, con una incidencia muy superior a los riesgos internos o centrales que anteriormente he comentado.

Una gestión activa y responsable del riesgo de mercado forma parte esencial de la gestión responsable de cualquier compañía, lo que se aprecia con evidente claridad en el siguiente ejemplo: Iberia es una línea cuya gestión ha sido frecuentemente descrita como deficiente, y ha hecho muy poco por cubrir sus riesgos de mercado; British Airways está considerada como una compañía bien gestionada y pionera en el uso de *swaps* sobre materias primas (keroseno) para gestionar su riesgo sobre el precio del combustible, considerando esta gestión como una parte inseparable de su negocio.

En el campo financiero, el más interesante para nosotros por ser donde desempeñamos nuestra labor profesional, el negocio consiste desde sus orígenes en la intermediación, es decir, en tomar dinero de nuestros depositantes a un coste determinado y prestarlo a los prestamistas a un interés también determinado, basándose nuestro beneficio en el diferencial que obtenemos entre las dos operaciones. Por tanto, nuestra materia prima es el dinero y nuestro negocio es la deuda, bien se instrumente en créditos o en bonos, o en cualquier otra forma, asumiendo un riesgo de tipo de interés y otro de crédito.

Las entidades financieras suelen conocer bien a sus clientes, lo que les da una posición privilegiada para asumir el riesgo de crédito, basada en la información que poseen sobre ellos. Sin embargo, esta situación no se presenta en el caso del riesgo de tipo de interés, ya que no disponen de una información similar a la del caso anterior; es, por tanto, ésta una variable exógena a tener muy en cuenta. Parece evidente que se debe concentrar la gestión en los aspectos operativos que podemos controlar y que son factores internos, sobre los cuales podemos ejercer una gran influencia en su evolución, como pueden ser la captación de depósitos, el control de los costes, tanto financieros como de intermediación, el mantenimiento y saneamiento de la cartera de inversión, etc., y cubrir los riesgos restantes, básicamente, como indicaba anteriormente, el riesgo de tipo de interés, mediante una adecuada gestión con productos derivados.

Es difícil determinar los abusos cometidos con los productos derivados, ya que no existe información para evaluarlos, y los casos que han tenido publicidad porque la prensa se ha hecho eco de ellos son, evidentemente, muy pequeños, pero si nos atenemos al constante incremento que se observa en el volumen diario de transacciones, los abusos pueden tener cierta importancia. Conviene destacar que los abusos que se hayan cometido, cualquiera que sea la causa, no son achacables a los derivados en sí, ya que éstos son instrumentos, y no agentes causantes de aquéllos; el causante es el agente operador en estos mercados. Podemos clasificar los abusos en tres categorías:

1) Los producidos por una excesiva especulación o una utilización improcedente.

2) Los realizados por agentes inexpertos.

3) Los devenidos como consecuencia de los problemas derivados de la contabilidad o por leyes anticuadas.

Hay agentes que utilizan estos instrumentos para realizar operaciones meramente especulativas, y que, al no tener establecidas por sus superiores unas normas muy definidas y concretas de actuación en estos mercados, están constantemente haciendo y deshaciendo operaciones a medida que la evolución del mercado no se ajusta a sus predicciones, o para cubrir errores anteriores, encontrándose en ocasiones con riesgos asumidos que son de cierta consideración, y que producen pérdidas de cierta cuantía. Esta situación puede sobrevenir por una cierta falta de profesionalidad en los agentes que operan en estos mercados; pero, sin duda, el factor más importante es la falta de los adecuados sistemas de control interno que detecten, en todo momento, la situación real del riesgo asumido y de las normas concretas para operar en estos mercados, estableciendo límites en las posiciones que mantienen abiertas tanto cuando se producen beneficios como cuando se producen pérdidas.

Se tiene la sensación de que hay profesionales operando en estos mercados sin la adecuada formación en estos productos, y su actuación se justifica subjetivamente por no ser menos que los demás, o por «presumir» de poseer una sofisticada cultura financiera, pero la realidad es que no saben para qué sirven las operaciones que realizan ni qué consecuencias se pueden derivar de ellas, y es la materialización de las consecuencias negativas de estas operaciones la que suele provocar un amargo despertar a la realidad. La respuesta a esta evidencia es sencillamente más educación. Hoy, todos los profesionales de este campo tienen la obligación moral de estar al día, al igual que cualesquiera otros profesionales en su correspondiente área de actuación. Hay ya un sentimiento en nuestro mercado de que el tesorero que no hace un esfuerzo por estar al corriente de las nuevas técnicas de gestión de riesgo que van apareciendo es tan culpable de negligencia profesional como, por ejemplo, un médico o un ingeniero que no se mantienen al corriente de los últimos avances que se producen en sus disciplinas.

La preocupación que las autoridades monetarias sienten acerca de las consecuencias negativas que las entidades están experimentando por la realización de operaciones con productos derivados puede inducirles a la tentación de una excesiva regulación de éstas.

La regulación de estos productos ha de ser prudente y tener como objetivo el de facilitar el uso extensivo de los derivados para gestionar el riesgo, asegurándose también de que los usuarios sean conscientes de lo que hacen y sepan medir el efecto y consecuencias que se derivan de las transacciones realizadas con productos derivados. Conceptos como el «valor arriesgado» *(value at risk,* o VAR) pueden ser muy útiles en este objetivo. El problema es que, a veces, un excesivo deseo de controlar el mercado hace que el sistema legal intente controlar de manera «microscópica» cada pequeño detalle de la creación e introducción de nuevos productos en el mercado. Las consecuencias de esta actitud en un mercado que depende en tan gran medida de la flexibilidad y de la innovación constante, como se da con estos productos, puede ser devastadora. Los derivados son una tecnología nueva, útil y muy prometedora, y en la que es esencial conservar la flexibilidad. Pero además ningún sistema legal será capaz de evitar pérdidas por errores de juicio ni por conductas deshonestas, o por falta de profesionalidad de los agentes que intervienen, ni en finanzas ni en cualquier otro negocio. El riesgo de pérdidas es parte inseparable de la economía libre.

La contabilidad tradicional no presenta el diseño adecuado para la anotación de los productos derivados. La clasificación tradicional en activo y pasivo resulta poco útil para estos nuevos instrumentos, ya que no son ni pasivos ni activos; por tanto, actualmente se contabilizan en cuentas de orden, por eso son conocidas como operaciones fuera de balance, siendo, pues, necesario un cambio en este sentido, ya que estas operaciones presentan una serie de connotaciones que pueden generar repercusiones, tanto positivas como negativas, en el valor patrimonial futuro de la empresa, entre las que podemos destacar:

a) Como consecuencia de la volatilidad de los tipos de interés, su valor real de mercado experimenta sensibles cambios en el tiempo, tanto positivamente como negativamente, e incluso ambos casos simultáneamente, repercutiendo en el valor patrimonial de la empresa.

b) Los importantes efectos de apalancamiento que tienen, entendido el apalancamiento como las importantes ganancias o pérdidas que se pueden obtener con la escasa aportación de fondos que se necesita. Esta aportación, como en el caso de las opciones, es simplemente el importe de la prima y en otros (por ejemplo los futuros) es el depósito de garantía que esté establecido.

c) Suponen la asunción de unos riesgos que no están debidamente cuantificados ni controlados, que, si se materializan, pueden enfrentar a la empresa, en un momento determinado, con sorpresas, agradables o desagradables, y en este último caso, las consecuencias pueden ser de gran trascendencia en la cuenta de resultados.

d) La no suficiente clarificación en la definición de operaciones de arbitraje, especulación, cobertura, etc., ha provocado que no se establezcan normas de actuación concretas y definidas a los operadores, lo que ha supuesto, en algunos casos, una utilización poco adecuada de estos instrumentos por parte de aquéllas que ha acarreado, en ocasiones, graves quebrantos a las empresas.

En la exposición que acabamos de realizar, hay un elemento fundamental que hemos estado mencionando en varias ocasiones, y sobre el que a continuación haremos un breve comentario: el establecimiento de sistemas de control adecuados para estos productos.

Las operaciones formalizadas con estos nuevos instrumentos presentan un elemento que les da un carácter diferente de las que tradicionalmente se venían efectuando, y es su condición de operación a plazo. Esto supone que entre la contratación de la operación y su formalización real transcurre un tiempo más o menos largo, durante el cual la operación no tiene repercusión alguna para las partes contratantes, e incluso en aquellas que son de carácter condicional (opciones, etc.), puede que en la fecha de formalización establecida en el contrato la operación no se materialice, asumiendo como coste simplemente la prima satisfecha en su momento.

Durante ese período de tiempo, el compromiso adquirido se contabiliza en cuentas de orden; esta circunstancia hace que estas operaciones presenten una dificultad adicional para su control interno, y cuando la operación se materialice, que será en la fecha establecida en el contrato, se efectuará el apunte correspondiente en cuentas patrimoniales, cancelando la cuenta de orden.

El registro de estas operaciones, por su característica de operación a plazo, depende del operador que lo realiza, por lo que, en caso de omitir su anotación, presentará en ese ínterin de tiempo dificultades al control interno para detectarlas. Estas dificultades se verán incrementadas si la operación se formaliza en mercados libres (los que se denominan *over the counter),* ya que los mercados organizados tienen establecida una serie de condicionantes, como pueden ser la constitución diaria de garantías, que proporcionan a la parte contratante la información externa suficiente para controlar la formalización de estas operaciones, así como los riesgos que se han asumido con las mismas.

Esta nueva situación, que se produce con la utili-

zación de productos derivados, pone en evidencia la necesidad de modernizar los sistemas de control y medición de riesgos empleando las nuevas técnicas que van apareciendo en el mercado sobre este particular, basadas fundamentalmente en la utilización de sofisticadas tecnologías, tanto informáticas como telemáticas, así como la de crear una cultura de derivados en la entidad y comunicar los objetivos y el funcionamiento de la estrategia de control de riesgo a todos los niveles, llegando incluso al propio Consejo de Administración. En algunas organizaciones, el control de este tipo de riesgo no se ataca directamente como un riesgo de mercado, sino «por la puerta trasera», a través de controles indirectos sobre factores como tamaño del balance o riesgo de crédito.

ESTRUCTURA DE LOS TIPOS DE INTERES Y TEORIAS SOBRE LA PREDICCION DE TIPOS DE INTERES

Bernardo García de Bernardo

I. INTRODUCCION

Uno de los objetivos de la economía financiera es el análisis y predicción de los tipos de interés o el precio de transacción de los activos que se negocian en los diferentes mercados monetarios.

Los tipos de interés, teóricamente, vendrían determinados por el ajuste de la oferta y la demanda, pero en la realidad existen diversos factores que provocan un deslizamiento de ese punto de ajuste hacia arriba o hacia abajo. Estos factores son de muy diversa índole pero, haciendo un ejercicio de simplificación, se pueden clasificar en tres grupos:

a) Factores monetarios: son aquellos que tienen su origen en decisiones que emanan de las autoridades monetarias. Por ejemplo:

— El establecimiento de coeficientes de liquidez.

— La remuneración o no de estos coeficientes.

— Tipo de interés que las autoridades monetarias establezcan para los apoyos de liquidez que el mercado demanda. Es decir, en nuestro país, el precio del dinero que establezca el Banco de España en las subastas decenales.

— Intervenciones en los mercados de las autoridades monetarias para cumplir los compromisos de cotización de las monedas del SME (Sistema Monetario Europeo) dentro de la banda establecida.

b) Factores internos: son los que se generan por decisiones adoptadas en cada entidad. Así tenemos:

— Política de inversiones y financiación que las entidades financieras establezcan.

— Política de inversión y financiación de grandes inversores, como los fondos de pensiones, grandes compañías multinacionales, etcétera.

— Actuación en mercados determinados, como el de productos derivados, tanto sea por operaciones de cobertura real de riesgo de tipo de interés o de cambio, como por operaciones meramente especulativas.

c) Factores externos: son los derivados de decisiones tomadas por las autoridades económicas, en base a la evolución de los indicadores económicos, o como consecuencia de la internacionalización de las relaciones económicas. Podemos citar:

— Evolución de las magnitudes económicas básicas (inflación, crecimiento económico, etc.).

— Saldo de la balanza de pagos.

— Tipos de interés internacionales.

— Tipos de cambio de las divisas, fundamentalmente dólar y marco.

— Demanda de inversión del sector privado.

Existe otro grupo de factores, de características muy diversas, que ejercen cierta influencia en el deslizamiento de los tipos de interés, tanto sea al alza como a la baja. Comentaremos someramente algunos de ellos.

1. La publicación de las predicciones económicas efectuadas por los agentes económicos

Los analistas financieros suelen hacer predicciones sobre la evolución de las magnitudes económicas y de los tipos de interés y de cambio de las principales monedas, dando al mercado publicidad de las mismas.

A los operadores se les presenta la dificultad de cuantificar la reacción del mercado ante el conocimiento de esta información, es decir, en qué medida variarán los tipos de interés.

La publicación de estas predicciones puede provocar oscilaciones en los mercados, que suelen ser mayores en el corto plazo que en el largo: es lo que los profesionales denominan variaciones del mercado por la intervención de estos analistas, cuya incidencia será mayor o menor en función de la credibilidad que los agentes otorguen a cada analista.

2. La globalización de los mercados

La realidad del mercado, puesta de manifiesto de forma evidente con las convulsiones que se han producido en el período 1992-1993, ha dado un realce muy importante a la globalización de los mercados, devenida como consecuencia de los procesos que han emprendido los países, hasta convertirlos en un factor capital a tener en cuenta a la hora de aplicar técnicas para la determinación de los tipos de interés.

La aplicación práctica de la liberalización ha supuesto un gran movimiento de capitales de unos mercados a otros para aprovechar las mejores ocasiones de rentabilidad o la disfuncionalidad que se produce entre los mercados, lo que ha convertido en una realidad cotidiana la globalización de los mercados, que tiene también sus aspectos negativos, destacando como uno de los más relevantes la mayor volatilidad que han adquirido los tipos de interés.

La consideración de los factores de los apartados monetarios y externos, anteriormente indicados, no se ha de limitar únicamente a los de un país, es decir, a los del mercado doméstico, sino que también es necesario tener en cuenta la evolución que van experimentando en los países más desarrollados, por las repercusiones que de forma más o menos inmediata tienen en los demás mercados y, en consecuencia, las variaciones que experimentan los tipos de interés, tanto en los mercados domésticos como en los internacionales.

Por tanto, es necesario tener una visión del conjunto de las economías mundiales y de la evolución de sus ciclos económicos.

Debido a los avances experimentados en los sistemas de información, el dinero se mueve en tiempo real, lo que supone que va a aquel mercado que presente una oportunidad o se marcha del que presente un mal dato económico que pueda poner en peligro la rentabilidad de la inversión, con las consiguientes repercusiones en los tipos de interés de esos mercados. En resumen, cualquier dato o hecho que acontezca en cada economía puede tener una repercusión positiva o negativa, dependiendo de su naturaleza, sobre sus mercados financieros.

Esto supone que los países compiten entre sí para captar el dinero necesario para financiar sus proyectos de inversión.

Por último, cuando en un mercado se negocien diversos activos, éstos no tendrán un precio uniforme, es decir, no todos presentarán el mismo rendimiento, y se producirán diferentes rentabilidades, que vienen fundamentadas por:

a) La maduración que presente cada activo.

b) El riesgo de insolvencia que el mercado atribuye a cada emisor de activo. A mayor riesgo mayor tipo de interés.

c) La liquidez que presente cada activo, es decir, la mayor o menor negociabilidad de este activo en el mercado secundario.

d) El tratamiento fiscal de cada activo.

e) Otras condiciones que pueda tener incorporadas el activo, como puede ser amortización anticipada.

Todo este proceso, que de forma muy sucinta he comentado, se ha traducido en una mayor volatilidad de los tipos de interés y de cambio, y con ello un considerable aumento del riesgo de tipo de interés y de cambio que los diferentes operadores asumen en sus decisiones de inversión y de financiación.

Los últimos acontecimientos que los mercados han vivido han puesto de relieve la importancia que tales riesgos tienen en las cuentas de resultados si no se les presta la atención que merecen.

Ante el aumento de la volatilidad que los mercados han experimentado, los operadores han tratado de crear nuevos instrumentos que sirviesen de cobertura a los riesgos que asumían, apareciendo los productos derivados, que están experimentando cada vez mayor desarrollo, al ser empleados también como instrumentos para la especulación, ante las ventajas operativas que presentan, destacando el efecto apalancamiento que tienen incorporado, pero que como contrapartida pueden provocar grandes pérdidas si no se hace un adecuado control y seguimiento de los riesgos que se asumen con su formalización.

Existen varios factores, a cada cual más importante, a tener en cuenta al operar con estos nuevos instrumentos, pero sólo me referiré a dos aspectos básicos: el primero, la estructura temporal de los tipos de interés, y el segundo, las diversas teorías que se vienen aplicando para realizar las predicciones de su comportamiento futuro.

II. ESTRUCTURA TEMPORAL

Al referirnos a la estructura temporal estamos contemplando la gama de rentabilidades que presentan los activos con características similares, sin tener en cuenta el plazo de vida o maduración de los mismos, ya que se consideran en función de la vida que resta hasta el vencimiento, siendo agrupados según los plazos de vida útil que tiene cada activo.

La estructura temporal puede hacer referencia a dos mercados:

1. *Mercado primario.* Su estructura de tipos vendrá determinada por las condiciones de emisión

de los activos, clasificados según los plazos correspondientes.

2. *Mercado secundario.* La estructura vendrá definida por las rentabilidades que se practiquen en dichos mercados, según la ley de la oferta y demanda en cada momento, y será distinta a la que presente la del mercado primario para los mismos activos.

En la práctica, un activo formará parte de la estructura del mercado primario según las condiciones de emisión y también de la del mercado secundario, de acuerdo con la rentabilidad que presente en función de la vida que tenga ese activo.

Si, por ejemplo, el Tesoro emite un bono a tres años al 11,50 por 100, vendrá clasificado en la estructura de tipos del mercado primario en el plazo de tres años, pero en el mercado secundario si le falta un año para su vencimiento y presenta una rentabilidad del 10,50 por 100, vendrá clasificado en la estructura de tipos de activos a un año.

Esto plantea la cuestión, cuando en el mercado primario se emita un activo a un plazo determinado, cuyo plazo de emisión tenga en el mercado secundario una cotización determinada, de si debe ajustarse su rentabilidad de emisión a la que tenga en el mercado secundario. En buena teoría debe ser así, y la experiencia viene a demostrar que cuando no se cumple este supuesto las emisiones en el mercado primario tienen dificultades para su colocación cuando se sitúan por debajo de la rentabilidad del mercado secundario, salvo que el mercado apuesta claramente por la baja de los tipos de interés o el mercado otorgue a ese activo un riesgo de insolvencia muy bajo.

La curva de rendimiento suele presentar diversas formas (gráfico 1):

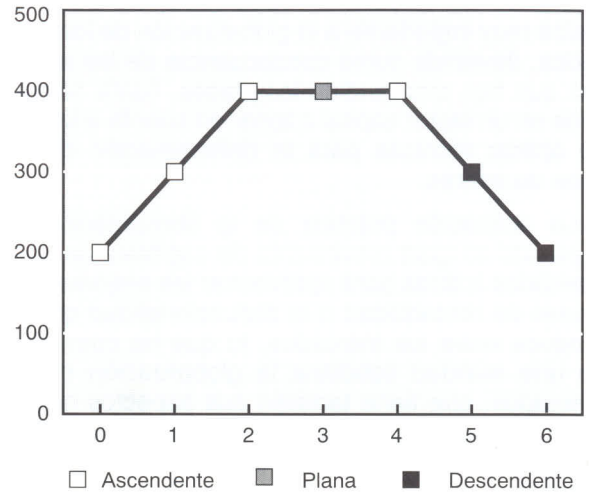
1) *Ascendente o positiva.* Los tipos de interés serán mayores a medida que el plazo se va ampliando. Esta situación indica una cotización normal de los tipos, ya que a mayor plazo el riesgo es mayor y, en consecuencia, debe presentar mayor rentabilidad.

A medida que vaya ascendiendo la curva las probabilidades de estancamiento primero y de descenso, después, serán mayores, bien porque se produzca un cambio en el ciclo económico, bien por una aplicación más laxa en la política monetaria, etcétera, lo que obligará a los agentes del mercado a tenerlo en cuenta para su evolución posterior.

2) *Plana.* Los tipos de interés son iguales, o con muy escasas diferencias, independientemente del plazo. Esta es una situación anómala, y se suele presentar cuando el mercado espera una variación de los tipos de interés, tanto sea ésta al alza como a la baja; por tanto, es una situación no estable.

3) *Descendente o negativa.* En este caso los tipos de interés a corto plazo son más elevados que los de largo plazo, lo que se conoce como una curva invertida.

GRAFICO 1
CURVA DE RENDIMIENTO



Es una situación especial y se suele presentar cuando el mercado apuesta en el corto o medio plazo por un descenso de los tipos de interés. Esta situación es más fácil que se produzca cuanto mayores sean los tipos de interés que se practiquen en el mercado.

4) *Oscilante.* En este caso presenta unos tramos ascendentes y otros descendentes, teniendo entre ambos una situación plana más o menos duradera. Es una combinación de los casos que antes hemos comentado.

Suele presentarse cuando en el mercado se dan situaciones de inestabilidad por diversas causas, bien sean económicas, políticas, etc., en cuya situación el mercado presenta continuas variaciones, ante las incertidumbres que tienen los agentes participantes.

Esta situación proporciona grandes beneficios y también grandes pérdidas, para aquellos agentes más audaces y según que acierten o no en sus predicciones.

Dentro de los distintos plazos que se marquen, los activos encuadrados en cada uno de ellos tendrán una rentabilidad similar, lo que hará que estos activos sean sustitutivos entre sí.

El factor que puede hacer cambiar esta similitud en el rendimiento es el del riesgo que cada emisor lleva implícito, que se traduce en la prima de riesgo que debe incorporar al rendimiento establecido de acuerdo al plazo en que haya emitido su activo, lo que supondrá diferentes rentabilidades para activos con igual o parecido período de vida.

Por tanto, a la hora de definir las variables consideradas para realizar el análisis correspondiente y determinar la estructura de los tipos, se ha de tener cuidado en efectuar esa definición de una forma clara y determinante de las variables que hemos considerado, como, por ejemplo, el crecimiento real de la economía, la inflación, las necesidades de financiación de los diversos sectores de la economía, los tipos de interés de los países del entorno, la evolución del saldo de la balanza de pagos, etcétera, lo que hace que el modelo tenga ciertas complejidades.

La no definición correcta de estas variables, o el no adecuado tratamiento de las mismas, nos puede producir entre otros:

a) Una no correcta predicción de la evolución de los tipos de interés, con las consecuencias negativas que este hecho representa.

b) Unos resultados que, desde el punto de vista teórico, sean correctos, pero que su realidad práctica nos conduzca al absurdo por ser absolutamente imposibles en la realidad cotidiana del mercado.

Este punto quizá haya perdido «fantasía», si analizamos la espectacular caída de los tipos de interés que se ha producido durante el año 1993, desde el punto de vista teórico casi imposible y, por tanto, no prevista por ningún analista, aunque si alguno hubiera osado insinuarlo no existe duda razonable de que no habría sido creído por el mercado, y, sin embargo, fue una cruda realidad.

Al efectuar la definición del modelo que se ha de aplicar para las predicciones, previamente haremos la clasificación de corto y largo plazo, pues es indudable que en corto plazo el comportamiento de los tipos de interés puede modularse de modo relativamente fácil, ya que en su determinación tienen un gran peso los aspectos monetarios y/o fiscales. La literatura existente sobre estos temas así lo pone de relieve.

Los tipos de interés que presenten los activos que se negocian en el corto plazo serán muy similares, básicamente por dos razones:

— Son activos sustitutivos. Al inversor le dará igual tomar cualquiera de los activos que se negocian en ese plazo.

— La prima de riesgo tiene muy poca importancia. Si esta prima se valora en función del tiempo, es evidente que en el corto plazo tendrá muy poca importancia para los inversores, lo que supondrá que su incidencia en la rentabilidad añadida del activo será muy escasa.

En el largo plazo, el modelo se hace más complejo que en el corto, pues sus elementos fundamentales son de carácter económico principalmente, presentando mayores dificultades tanto en la predicción de su comportamiento, como en el peso que cada uno de ellos ha de tener en el modelo a emplear.

Una vez definida la curva de tipos de interés, como resultado de la combinación de los diversos factores que hemos considerado, la interpretación que se haga de la misma para la toma de decisiones depende entre otras cuestiones de las siguientes:

1) *Riesgo de tipo de interés.* Es el derivado de las dudas sobre la evolución futura de los tipos de interés, como consecuencia de la variabilidad en el tiempo del comportamiento de las variables consideradas en el modelo definido para la determinación de la curva de tipos.

Todas las operaciones de activo y pasivo generan la obligación de cobrar o pagar una tasa de interés distinta para cada tipo de operación, y la innovación financiera ha añadido una dificultad adicional al provocar que, en determinadas ocasiones, esa tasa de interés sea a priori desconocida. La falta de correspondencia entre los intereses a cobrar y a pagar que se originan con dichas operaciones, bien sea por el tiempo de desfase que se presenta en las mismas o por las diferencias de los importes cubiertos, da lugar a lo que se denomina riesgo de tipo de interés.

El riesgo de tipo de interés es simple en su inicio, ya que se origina con una variación real de los tipos de interés del mercado, bien sea ésta al alza o a la baja, pero resulta muy complejo tanto su valoración como su gestión.

Este riesgo se debe contemplar desde dos ópticas distintas. Por un lado, analizando la incidencia que tiene en el activo y pasivo del balance en una fecha determinada, que será en el momento en que se produce la variación de tipos y, por otro, la repercusión que se derivará de las nuevas entradas por operaciones en las dos partes del balance a partir de esa fecha.

El grado de aversión a este riesgo que presenten los diferentes agentes que intervienen en el mercado, condicionará su actuación al tener más o menos peso a la hora de tomar las decisiones correspondientes.

2) *La incertidumbre.* La consecución o no de los objetivos económicos que los gobiernos se marcan nos produce incertidumbre sobre determinadas cuestiones que son importantes para la evolución futura de los tipos de interés.

Entre los factores que producen incertidumbre tenemos:

— Las modificaciones que las autoridades van instrumentando en la aplicación de las políticas monetarias o fiscales para reconducir el comportamiento de determinados indicadores económicos hacia los objetivos establecidos.

— El clima político internacional y doméstico puede experimentar cambios en base a una gran variedad de circunstancias, en muchísimas ocasio-

nes totalmente imprevisibles, y en consecuencia producir cambios importantes en la evolución de los mercados financieros.

En la medida en que estimemos con mayor o menor importancia estas incertidumbres, se estará condicionando la toma de decisiones que adoptemos en relación a nuestra participación en los mercados.

3) *La oferta y demanda que presenten los mercados.* Los tipos de interés del mercado, como anteriormente indicábamos, se determinan al ajustarse los volúmenes demandados y ofrecidos en los distintos plazos, pero no siempre se produce este hecho.

Se puede presentar que la demanda supere a la oferta, o viceversa, en determinados plazos, aunque el conjunto total de fondos esté en equilibrio, es decir, que la suma total de fondos disponibles sea igual a la suma total de fondos demandados, pero el desequilibrio producido en unos plazos específicos provocará movimientos de los tipos de interés, bien sea al alza o a la baja según domine en ellos la oferta o la demanda, obligando, en ocasiones, a pagar una prima de riesgo más o menos importante para conseguir el equilibrio en esos plazos concretos y, por tanto, a que los tipos experimenten una subida o bajada en los plazos que presenten desequilibrios.

La evolución de los ciclos económicos hace que en determinadas etapas domine una sobre otra, bien sea la demanda cuando estamos en la fase expansiva, o la oferta cuando estamos en la fase depresiva, con la siguiente repercusión en la evolución al alza o a la baja de los tipos de interés.

4) *Las expectativas*. Las definimos como la aceptación generalizada por parte de los agentes que intervienen en los mercados de las predicciones que los diferentes analistas efectúan de las tendencias futuras que presentará la curva de tipos de interés.

Cuando la curva presenta una posición plana nos revela que el mercado acepta que los tipos de interés tendrán una estabilidad en el tiempo. Cuando la curva presente pendiente positiva o negativa es debido a que los agentes aceptan que la evolución de los tipos de interés en el tiempo será al alza o a la baja.

La pendiente de la curva puede experimentar variaciones no solamente por las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, sino también por otras causas, por ejemplo, las variaciones que se producen como consecuencia de los desplazamientos tanto de la oferta como de la demanda en los distintos plazos que hemos considerado, provocando estos deslizamientos variaciones de los tipos de interés, bien sea al alza o a la baja, según sea la demanda o la oferta la que varíe su posición en el plazo deseado.

Otra cuestión a considerar es la relación que deben tener los tipos a corto y largo plazo.

En un mercado eficiente los tipos de interés a largo deben tener relación con los tipos de interés a corto. El rendimiento de ambas clases de inversiones debe ser similar, a fin de que al inversor le sea indiferente realizar su inversión a uno u otro plazo.

Aunque teóricamente sea así, en la realidad el inversor no mostrará indiferencia entre una u otra inversión, pues considerará otros factores que hacen que se incline por una u otra decisión. Por ejemplo:

— Qué tendencia futura observarán los tipos de interés. Si ésta es estable dará igual un plazo que otro, pero si es alcista será mejor la inversión a plazo más corto, siendo lo contrario si la tendencia es bajista.

— Período en que dispondrá de fondos, o necesita financiación para la ejecución de su plan de inversiones, lo que se conoce en la literatura financiera como hábitat. Es indudable que el mayor o menor período condicionará su actuación en el mercado.

— El riesgo que quiera asumir y, en consecuencia, la rentabilidad o coste que quiera obtener en su inversión o financiación.

III. TEORIAS APLICADAS PARA LA DETERMINACION DE LOS TIPOS DE INTERES

1. La teoría de las expectativas

La teoría de las expectativas se basa en que la curva de rendimiento se forma fundamentalmente por las opiniones que sobre su tendencia expresen los agentes que intervienen en el mercado.

Esta teoría se emplea para explicar los aspectos que determinan la curva de rendimientos en un momento determinado, y también para hacer las predicciones sobre su evolución futura, en base al análisis de los aspectos dinámicos que configuran la curva.

Se fundamenta en el principio de que el rendimiento esperado por la inversión realizada en un título cualquiera durante un tiempo determinado ha de ser el mismo, con independencia del vencimiento final que este título tenga. Es evidente que se ha de tratar de títulos que tengan unas características casi idénticas.

Existen dos modelos de esta teoría, según la terminología de Kaufman:

a) Modelo insesgado. Las opiniones que se tienen en cuenta son las de los agentes intervinientes,

tanto emisores como inversores e intermediarios. Supongamos una curva de rendimientos ascendentes y que los tipos de interés sigan aumentando tanto a corto como a largo plazo durante un tiempo, los agentes del mercado empezarán a pensar que esta tendencia se tiene que quebrar y, por tanto, los rendimientos empezarán a descender en un futuro próximo, lo que provocará que la curva empiece a cambiar de forma hasta alcanzar posiblemente la descendente.

Esta situación se producirá, con mayores probabilidades, cuando los tipos de interés son muy altos y el mercado empieza a considerar que la tendencia de crecimiento es insostenible, por lo cual primero se mantendrán a sus niveles actuales, y segundo, dado los efectos negativos que sobre la economía tiene el mantenimiento de unos tipos de interés muy altos, empezarán a descender en un plazo relativamente corto.

b) Modelo sesgado. Aparte de las opiniones de los agentes se tienen en cuenta los riesgos que toda inversión tiene y básicamente el de capital. Por tanto, los tipos de interés han de contar con una prima para compensar la aversión al riesgo que tienen los inversores.

Los inversores efectuarán sus inversiones a largo plazo cuando la tasa de rendimiento supere a la tasa media que se obtiene en el corto plazo en un porcentaje que se considere suficiente, y que corresponda a la prima por el riesgo asumido al efectuar la inversión a largo plazo.

Como indicaba al principio, los inversores muestran una preferencia por el corto plazo y, sin embargo, los emisores prefieren el largo plazo, al necesitar cierta estabilidad en la financiación de sus inversiones productivas, lo que obliga a éstos a pagar una prima para que los inversores tengan la suficiente motivación para acudir al largo plazo, y que los emisores asumen. El importe de esta prima estará en función de la vida de los activos: cuanto mayor sea ésta mayor puede ser la prima, es decir, será generalmente creciente en función del plazo.

Según lo que hemos expuesto, la estructura de tipos de interés estará en función de las expectativas y de la prima de riesgo. Esto supondrá que si la curva es ascendente esta prima contribuirá a aumentar la pendiente, y si es descendente atenúa dicha pendiente.

Por tanto, los tipos de interés a largo plazo estarán determinados en función de la suma ponderada de los tipos a corto actuales y esperados, suponiendo que estemos ante un mercado eficiente.

Las diferencias que se produjesen entre los tipos a largo y corto plazo sería el valor de las expectativas del mercado sobre la evolución de los tipos de interés en el futuro. Si este valor es positivo significa que los tipos de interés futuros serán superiores a los actuales, y, si es negativo, que los tipos serán en el futuro inferiores a los actuales.

Esta teoría facilita la especulación de los agentes que participan en los mercados, tanto empleando el diferencial de tipos de interés que se presenta en los diversos plazos negociados, como contra las tendencias futuras que puedan presentar los tipos de interés.

2. La teoría de la segmentación del mercado

Esta teoría supone un enfoque de la estructura de los tipos de interés totalmente diferente al del punto anterior.

Se fundamenta en que el mercado se encuentra dividido en diversos mercados, considerando éstos como independientes, y, por tanto, con una escasísima relación entre sí, lo que supone que no existen posibilidades de especulación con el plazo y con las disfuncionalidades que presentan los diversos mercados entre sí.

Esta escasa relación entre los mercados conlleva que cada uno de ellos tenga su propia dinámica y un proceso propio en la determinación de los tipos de interés que se aplican en cada uno de esos mercados.

Por tanto, podemos tener muy diversos tipos de mercado, o utilizando la jerga profesional, nichos, como pueden ser:

a) El corto plazo.

b) El largo plazo.

c) Por el tipo de activos. Según las características que presenten los activos emitidos o por el tipo de emisor de los mismos. Así tenemos, por ejemplo, el mercado de pagarés de empresas o de deuda del Estado.

d) Según plazo y tipo de activo. Así tendremos el mercado de deuda del Estado a corto y a largo plazo, independiente uno de otro, o de pagarés de empresa a corto y largo plazo.

Las causas por las cuales se produce esta segmentación son diversas, pero podemos indicar:

a) Las distintas preferencias que presentan los inversores. Si prima la liquidez preferirán el corto plazo, y en el caso de que su aversión al riesgo sea menor y prefieran rentabilidad acudirán al largo plazo.

b) Los costes de transacción y liquidación. Aunque no son un factor determinante para por sí solo producir la segmentación de los mercados, no hay duda que tienen gran influencia en la misma.

Contemplemos el caso de un inversor a largo plazo que necesita acudir al mercado secundario para realizar su inversión. Si los costes que esto le

ocasiona y la pérdida que se pueda derivar de la volatilidad de los tipos de interés son a su juicio elevados, renunciará a este plazo y preferirá el corto por la mayor seguridad que le ofrece al reducir o en ocasiones desaparecer el riesgo de tipo de interés, aunque los costes de transacción puedan ser algo más elevados.

3. La teoría del hábitat preferido

No se puede considerar como una teoría en estricto sentido, sino que es más bien una combinación de las dos anteriores, es decir, de la teoría de las expectativas, ya que se acepta que los tipos de interés se moverán según las expectativas que los mercados se formen sobre su evolución y la aversión al riesgo, con lo cual los tipos contienen una prima de riesgo, y la teoría de la segmentación de mercados.

El hábitat del inversor es el período de tiempo durante el cual dispondrá de los fondos, y en el caso de un prestatario el período de tiempo durante el cual necesita los fondos.

Esto nos permite hacer una clasificación de los participantes en el mercado según esta teoría:

a) Los que muestran una preferencia por la liquidez. Debido a que el tiempo de disposición de fondos es corto, su actuación en el mercado será en el plazo corto y con grandes posibilidades de que actúen en un mercado o nicho concreto y definido.

Estos inversores pueden asumir el riesgo de tipo de interés, pero nunca el riesgo de precio, es decir, no invertirán en aquellos activos que por la volatilidad de los tipos de interés, experimentan variación de su precio de cotización, ya que si durante el tiempo que realizan la inversión los tipos de interés experimentasen una subida, se encontrarán al vencimiento de la operación con que el valor en el mercado del activo que han adquirido sea menor que el del momento de la inversión y, en consecuencia, experimentarán una pérdida de capital. Por tanto, actuarán en aquellos segmentos del mercado que no presenten esta probabilidad.

b) Los que buscan rentabilidad. Estos inversores presentan a su vez dos características:

— Disponen de los fondos durante períodos de tiempo mayores, lo que hace que se muevan en el mercado de largo plazo.

— Disposición a asumir cierto riesgo. Al tener como objetivo la rentabilidad asumen que ésta es mayor a medida que tengan disposición a asumir riesgo en su inversión.

Este grupo puede presentar una movilidad de sus fondos en base a si las expectativas sobre la evolución de tipos es cambiante y si éstos tienen incorporada una adecuada prima de riesgo que compense la aversión al riesgo que presentan estos inversores.

Los tipos de interés que se establezcan en los distintos plazos operativos vendrán determinados como consecuencia del ajuste de la oferta y demanda de cada plazo.

Esto determina que las rentabilidades que presente un activo en un plazo concreto se vean primadas o penalizadas sobre la expectativa de tipos de interés, porque prima la demanda o la oferta en ese plazo, como consecuencia de que tanto los inversores como los demandantes de fondos actúan en función de su hábitat, es decir, del plazo de disposición o de necesidad de sus fondos.

Cuando se da esta circunstancia, es evidente que habrá otros plazos que presenten tipos superiores o inferiores a los establecidos según las expectativas del mercado, es decir, que como consecuencia del juego de la oferta y la demanda en los plazos, los inversores que estén dispuestos a asumir riesgos pueden obtener las ventajas que presentan plazos distintos a los de su hábitat, realizando, por tanto, inversiones en esos plazos para alcanzar esas ventajas que les presenta el mercado. Es lo que anteriormente se comenta sobre la movilidad de los fondos del grupo que busca rentabilidad en sus inversiones.

Esta situación genera que los tipos de interés de equilibrio en cada plazo presenten unas primas de riesgo positivas o negativas, según domine la demanda o la oferta en cada plazo.

IV. EVIDENCIAS EMPIRICAS EN LOS ESTUDIOS REALIZADOS EN ESPAÑA

En este apartado haré una breve síntesis de los resultados que se han obtenido en los diferentes trabajos que en nuestro país se han hecho por diversos autores, que aparecen citados en la bibliografía, sobre la curva de interés aplicando las teorías que hemos comentado anteriormente.

En la teoría de las expectativas la prima de riesgo sufre el efecto de la volatilidad, independientemente del modelo que se emplea en su determinación, lo que pone de evidencia que las primas no son constantes.

En el caso de la teoría del hábitat, los estudios realizados por subperíodos han puesto de manifiesto la variabilidad según los plazos, es decir, que la percepción del riesgo por parte del inversor varía en función del tiempo.

También se ha puesto de relieve que la incidencia de las primas de riesgo en la determinación de los tipos de interés, básicamente en el plazo corto, es menor en la teoría del hábitat que en la de las

expectativas; en parte tiene una explicación lógica, dado el carácter y la finalidad que se persigue por parte de los inversores, donde prima principalmente la liquidez por la necesidad de la disposición de los fondos en corto plazo de tiempo, y al contrario que en la teoría de las expectativas la prima se puede considerar fija para los distintos períodos comprendidos en el corto plazo.

Cuando la demanda y la oferta en determinados plazos no se encuentra en equilibrio se aprecia, en los distintos análisis efectuados, que los emisores de títulos priman sus tipos de interés en el plazo en el que están interesados en recaudar fondos, a fin de atraer hacia ellos los fondos disponibles en otros plazos, y que esta prima sobre los tipos de interés dura el tiempo necesario para que el demandante obtenga los fondos que estime necesarios, desapareciendo la prima adicional cuando se han cubierto las necesidades de financiación, es decir, se presentan ocasiones coyunturales y transitorias en los movimientos de los tipos de interés, que los agentes que participan en los mercados deben aprovechar.

En nuestro mercado esta circunstancia adquiere una relevancia especial, como consecuencia de que el Tesoro Público es un gran demandante de fondos por las necesidades de cobertura del abultado déficit que tenemos, lo que hace que la política de tipos que aplique el Tesoro en sus emisiones puede acarrear dos consecuencias:

— Modificar la curva de tipos de interés, según las necesidades de financiación que presente y los plazos a que esté interesado en conseguirla.

— Motivar una descoordinación en la política monetaria que el Banco de España esté aplicando en determinados momentos, provocando con ello un posible ajuste de dicha política para conseguir la coordinación necesaria a fin de evitar disfuncionalidades en los tipos de interés en los diferentes plazos de actuación de ambos: el Tesoro en los plazos medios y largos y el Banco de España en el corto plazo.

En mi opinión, parece claro que, desde un punto de vista operativo, los elementos más relevantes para los agentes participantes en los mercados son, junto a la incertidumbre que en cada momento puede caracterizar a éste: el análisis de las expectativas, el hábitat o control de los fondos disponibles en los distintos plazos, la política de actuación del Tesoro y la coordinación o descoordinación que esta política presente con la actuación del Banco de España.

De la comparación entre la evolución real de los tipos de interés y la predicción efectuada con cualquiera de las teorías comentadas, se desprende que cualquiera de ellas resulta perfectamente válida en términos generales, pero también es evidente que en determinados períodos, muy específicos, se han obtenido mejores resultados con una teoría que con las otras, consecuencia lógica de que los mercados son cambiantes y se van adaptando, en todo momento, a la evolución y circunstancias que acompañan al devenir económico de los países.

V. CONCLUSIONES

Se ha hecho una breve exposición de los cambios que los mercados financieros han experimentado en los últimos tiempos, tanto desde el punto de vista operativo, contemplado desde la amplitud de los mercados hasta la variedad de los instrumentos que se negocian, como de los mayores riesgos que se asumen.

La disponibilidad de información sobre estos mercados nos será de gran importancia en el desempeño de nuestra labor cotidiana, pero es conveniente destacar que esta información sólo nos servirá como elemento de apoyo en nuestra toma de decisiones, nunca como elemento sustancial para adoptar las decisiones de actuación en los mercados, ya que es indudable que éstas tienen un carácter personal exclusivamente, basándose nuestra responsabilidad en las decisiones que tomemos para definir una actuación determinada en los diferentes mercados en que intervenimos, no en las informaciones que hemos utilizado para tomar estas decisiones.

La información que manejemos, sea del tipo que sea, no es más que un elemento, importante sin duda, en nuestra toma de decisiones, y debemos tener cierta capacidad de análisis de la misma, ya que no podemos obviar el carácter subjetivo que tienen las decisiones que adoptemos. Por tanto, la información que empleemos ha de ser un elemento más junto con el criterio personal, sin duda el más importante, que todo profesional debe añadir para fundamentar las decisiones de inversión o captación de financiación que diariamente realiza.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

AYUSO, J.; NOVALES, A., y DE LA TORRE, M.ª, «Incorporar los tipos del interbancario. Una evaluación del riesgo», FEDEA, *Documento de trabajo,* 90-08.

CANCELO DE LA TORRE, J. R. (1990), «Eficiencia y equilibrio en la estructura temporal de los tipos de interés», *ICE,* julio.

ESTEVE, V., «La estructura temporal de los tipos de interés españoles bajo la hipótesis de expectativas racionales», *ICE,* número 725.

— y TAMARIT CECILIO, R., *Determinación de los tipos de interés reales a largo plazo en la economía española: un enfoque estructural,* Federación Valenciana de Cajas de Ahorros.

EZQUIAGA, I. (1989), «Riesgo, hábitat y expectativas en la explicación de la estructura temporal de los tipos de interés», *ICE,* marzo.

FREIXAS, X., *Estructura temporal de tipos de interés: Hipótesis teóricas y resultados empíricos,* Centro de Estudios Bancarios, Fundación BBV.

— (1992), «Estructura temporal de los tipos de interés», *Investigaciones Económicas,* mayo.

— y NOVALES, A., «Primas de riesgo y cambio de hábitat», FEDEA, *Documento de trabajo,* núm. 91-08.

GARCÍA FERRERO, P., «La curva tipo-plazo y las SMMD», *ICE,* número 614.

MARTÍN, A. M.ª, y PÉREZ DE VILLARREAL, J. M.ª, «La estructura temporal de los tipos de interés: el mercado español de depósitos interbancarios», *Moneda y Crédito,* núm. 191.

MAULEÓN, I. (1987), «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés», *Papeles de Economía Española,* núm. 32.

PELLICER, M., *Los Mercados Financieros Organizados en España,* Banco de España.

SERRAT, A., «Modelización de la estructura intertemporal de tipos de interés en equilibrio general», Documento CEMFI, Banco de España.

EL CONTROL Y MEDICION DEL RIESGO DE TIPO DE INTERES DESDE UNA OPTICA DE SUPERVISION PRUDENCIAL

Javier de la Cruz González

El objeto de este artículo es comentar cuáles son las ideas que se tienen actualmente sobre el control y medición del riesgo de tipo de interés en la Inspección del Banco de España. En este sentido es conveniente aclarar que, aun cuando las líneas de pensamiento se encuentran bastante desarrolladas, no se trata todavía de ninguna posición definitiva. De hecho, como se verá, su concreción final va a depender en gran medida de la opinión y de la experiencia de las propias entidades de crédito.

Por otra parte, en ningún caso deben interpretarse estos comentarios como un anuncio a nivel institucional de cuál va a ser la postura del Banco de España en esta cuestión. En su momento, y a través de los órganos correspondientes, el Banco adoptará y comunicará las medidas que considere oportunas.

Obviamente, los comentarios están formulados desde una óptica de supervisión prudencial, pero no debe por ello entenderse que el planteamiento está limitado al establecimiento de nuevas exigencias de recursos propios o a la regulación de la información que periódicamente deben suministrar las entidades al supervisor.

El propósito es mucho más ambicioso, por cuanto se pretenden establecer las bases de un proceso de colaboración entre los gestores y el supervisor que contemple tanto las exigencias de la gestión como las necesidades de la supervisión en un tema tan complejo como es el control del riesgo de tipo de interés. Este proceso pretende ser además una vía para profundizar en el conocimiento de la problemática y aumentar el grado de experiencia.

La idea clave de este planteamiento es que el control y la gestión del riesgo de tipo de interés debe descansar fundamentalmente en los propios gestores de las entidades, que deben ser quienes elijan libremente el modelo a seguir. El papel del supervisor dentro de este esquema debe estar limitado al establecimiento del conjunto mínimo de requisitos que debe reunir el modelo, de forma que quede garantizado un adecuado control del riesgo.

Lógicamente, con independencia de ello, el supervisor debe reservarse la capacidad de detectar por sí mismo aquellos casos en los que los niveles de riesgo sean excesivos, así como la posibilidad de imponer medidas correctoras de estas situaciones problemáticas. Para ello requerirá a las entidades el envío periódico de la información que considere relevante.

El artículo está dividido en tres partes. La primera parte se centra en aspectos de carácter general sobre el control del riesgo de tipo de interés. A continuación se hacen una serie de consideraciones sobre los requisitos mínimos que en nuestra opinión deberían reunir los modelos de control utilizados por las entidades. Finalmente, la tercera parte está dedicada a la información que las entidades deberían suministrar periódicamente al supervisor para que éste pudiera realizar sus propias evaluaciones y a las posibles vías de utilización de dicha información.

I. EL CONTROL DEL RIESGO DE TIPO DE INTERES

1. Introducción

El riesgo de tipo de interés es, sin duda alguna, uno de los riesgos de la actividad financiera que mayor atención viene recibiendo en los últimos tiempos, tanto en sus aspectos teóricos como en los prácticos.

En el ámbito teórico, son numerosos los escritos y trabajos publicados sobre esta cuestión, en tanto que desde un punto de vista práctico hemos asistido a la creación y comercialización de múltiples herramientas informáticas y al desarrollo e implantación en muchas entidades de crédito de modelos de control y gestión de este riesgo.

Sin embargo, difícilmente puede afirmarse que el riesgo de tipo de interés sea un riesgo de reciente aparición. El riesgo de tipo de interés es un riesgo típico e inherente a la actividad financiera, al estar íntimamente ligado, al igual que el riesgo de liqui-

dez, a una de las funciones básicas de la actividad como es la transformación de plazos entre el ahorro y la inversión.

La razón de esta creciente preocupación no hay que buscarla por tanto en la novedad, sino en la cada vez mayor importancia que viene adquiriendo este riesgo. Las causas de esta mayor relevancia se encuentran en los propios fundamentos del riesgo, o expresado de manera más precisa, en el desarrollo y evolución reciente del negocio bancario.

En primer lugar, es evidente que uno de los elementos fundamentales en la evaluación del riesgo de tipo de interés es la evolución de los tipos de interés de mercado. Cuanto mayor sea el grado de incertidumbre que rodee a su evolución, mayor será la importancia de este riesgo. Y, precisamente, una de las características del entorno actual es el aumento creciente del grado y la frecuencia de la variabilidad no esperada de los tipos o, dicho en otras palabras, el incremento de su volubilidad.

No obstante la importancia de este fenómeno, su influencia no sería excesiva de no producirse simultáneamente otro hecho fundamental como es la creciente sensibilización de todas las operaciones bancarias al nivel y a la evolución de los tipos de interés de mercado. De no haber sido así, la repercusión hubiera sido mucho más limitada, al afectar solamente al ámbito de determinados mercados y operaciones.

Además, desde una perspectiva más amplia, es necesario también recordar el importante papel que ha desempeñado en esta cuestión el proceso de desregulación administrativa y el consiguiente aumento del grado de competencia, así como la necesidad asociada de encontrar nuevas fuentes de rentabilidad que contribuyan a paliar el deterioro de las fuentes tradicionales de beneficio bancario.

Todos estos factores han contribuido a que el riesgo de tipo de interés haya adquirido una relevancia considerable y sea, por tanto, el centro de atención para muchos.

2. Aspectos generales del control del riesgo

El riesgo es un elemento inherente al ejercicio de la actividad y justifica en gran medida la obtención de un beneficio. Difícilmente puede hablarse de rentabilidad en un entorno de eficiencia sin tener en cuenta el nivel de riesgo asumido para ello.

El control del riesgo no puede estar orientado, por tanto, hacia un objetivo de inmunización o de cobertura total frente al mismo, ya que ello sería equivalente en la mayoría de los casos a renunciar a la obtención del beneficio. Una política de inmunización no tiene sentido alguno salvo que tenga un carácter transitorio, en tanto se asimilan y conocen los medios de controlar el riesgo, o se trate de un área en la que por razones de especialización productiva no se desee entrar.

De igual manera, tampoco es admisible una postura que ignore el riesgo que implica cualquier decisión o posicionamiento. Una conducta de este tipo no puede recibir un calificativo más suave que el de frivolidad y se encuentra en cualquier caso al margen de lo que debe ser una actuación profesional.

El objetivo a perseguir debe ser, en consecuencia, alcanzar una combinación óptima entre el nivel de riesgo y los posibles beneficios, es decir, maximizar la rentabilidad sin poner en peligro por ello la estabilidad y el futuro de la entidad. Las decisiones de gestión deben, por tanto, tener en cuenta no sólo los posibles beneficios futuros, sino también el riesgo que se asume en el caso de que las circunstancias no evolucionen del modo esperado, por improbable que ello pueda parecer.

A la hora de tomar una decisión no se trata, por tanto, de pensar sólo en la parte positiva, sino que hay que considerar, asimismo, las posibles consecuencias adversas y la repercusión que pueden tener sobre la situación de la entidad, de forma que, bajo ninguna circunstancia —entiéndase por muy seguro que se esté— se rebasen niveles razonables. En esto consiste una gestión profesional y responsable del riesgo.

En estas palabras puede parecer que subyace un deseo de abusar del sentido de la oportunidad, dados los recientes movimientos de los mercados. No es esa la intención sin embargo, no se trata de provocar lamentaciones, sino de aprovechar la mayor sensibilidad del momento para extraer conclusiones de cara al futuro.

Desgraciadamente, son muchas las voces que se alzan en la actualidad cuestionando la validez de la normativa de valoración o comentando lo imprevista que ha sido la evolución del mercado. Y muy pocas, sin embargo, las que se preguntan cómo se ha podido llegar a esos niveles de exposición. Parece ineludible, por tanto, realizar una profunda reflexión al respecto que lleve a poner el énfasis, tanto a los gestores como a los supervisores, en la prevención del daño más que en su detección y evaiuación.

De esta forma, la próxima vez, que, antes o después, pero con certeza ocurrirá, es posible que no haya que lamentar unas consecuencias tan adversas como las actuales. Asumir que no siempre se acierta, que no siempre ocurre lo esperable, es un signo de madurez y prever sus posibles repercusiones negativas una muestra de responsabilidad.

3. Mecanismos de control del riesgo

Los posibles procedimientos de control, tanto para los gestores como para los supervisores, pueden sintetizarse básicamente en tres categorías: la

existencia de principios adecuados de valoración, la asignación específica de recursos propios y el establecimiento de límites. Cada una de ellas presenta características propias, pero, como se verá a continuación, no por ello debe entenderse que se trata de opciones excluyentes, sino más bien de alternativas que se complementan.

a) *Existencia de principios adecuados de valoración*

Un elemento fundamental para la gestión y el control del riesgo de tipo de interés es el establecimiento de principios adecuados de valoración, de forma que la situación actual quede reflejada adecuadamente y pueda centrarse la atención en lo que es en puridad el riesgo, la probabilidad futura de pérdida.

Si bien la aplicación de mecanismos de valoración no es un procedimiento de control del riesgo en sentido estricto, no menos cierto es que el reflejo y conocimiento de los resultados actuales puede ayudar a prevenir la asunción de niveles excesivos de riesgo en el futuro. Al fin y al cabo, los resultados actuales no son sino la manifestación de los niveles de riesgo asumidos en el pasado y por ello el contar con unos principios adecuados de valoración es una primera medida, si bien indirecta, de control del riesgo.

No obstante, es necesario también tener muy claro que una cuestión es el concepto de riesgo y su medición y otra muy distinta los problemas de valoración, ya que en demasiadas ocasiones se tiende a confundir ambos conceptos.

De hecho, la confusión llega al punto de que la preocupación por los niveles excesivos de riesgo se exacerba en muchos casos cuando ya no tiene remedio, porque las pérdidas ya se han producido, mientras que en situaciones normales de mercado se tiende a relajar el control de los riesgos.

Ello se hace especialmente patente en el caso del riesgo de tipo de interés, ya que tiende a confundirse la evaluación de las pérdidas resultantes de la alteración de los tipos en el presente, que es un problema de valoración, con la evaluación de las posibles pérdidas futuras que pueden derivarse de la exposición actual al riesgo de tipo de interés.

En este sentido es conveniente realizar una separación clara entre aquellos elementos que pueden ser valorados o estimados en el momento presente y aquellos que no son previsibles, es decir, que dependen de acontecimientos futuros hipotéticos y relativamente improbables.

Así, el concepto de riesgo de tipo de interés debería reservarse exclusivamente para las variaciones futuras e imprevistas de los tipos de interés, eliminando del mismo todos aquellos elementos susceptibles de valoración o de estimación en el presente (beneficios y pérdidas latentes).

b) *Asignación específica de recursos propios en función del nivel de riesgo*

La asignación específica de un determinado nivel de recursos propios en función del nivel de riesgo asumido es uno de los principios más sólidamente asentados en la actualidad: a mayor nivel de riesgo debe existir una mayor asignación específica de recursos propios. La premisa que subyace bajo esta afirmación es que una entidad debe contar con recursos propios específicos en cuantía suficiente como para poder absorber las posibles pérdidas que puedan derivarse de su nivel de exposición al riesgo.

Este principio ha tenido un primer y extenso desarrollo con respecto al riesgo de crédito, exigiéndose mayores recursos propios para aquellos activos con mayor riesgo de insolvencia y menores recursos para aquellos otros activos de menor riesgo.

La aplicación de este principio a otros riesgos no se ha desarrollado tanto y se encuentra en la actualidad en una fase intermedia, habiéndose dado ya algunos pasos en este sentido que distan aún de ser definitivos. Quizá la cuestión que se encuentra más desarrollada en estos momentos es el riesgo de mercado, que guarda una cierta relación con el riesgo de tipo de interés.

El principal problema encontrado en todos los casos es cómo medir el nivel de riesgo, para luego poder calcular el volumen de recursos propios necesario. Parece claro que no todos los riesgos se pueden medir de igual forma, por lo cual parece lógico pensar en procedimientos distintos de medición y, por tanto, de asignación de recursos propios.

Con independencia de sus características peculiares, es evidente que todo procedimiento de medición debe proporcionarnos una cuantificación de la pérdida a la que se está expuesto, es decir, del valor sometido a riesgo. Esta evaluación estará basada sobre todo en el nivel de alteración futura de los tipos que se quiera considerar y en la clase e importancia de las posiciones mantenidas en la actualidad.

Es decir, si pensamos, por ejemplo, en una variación de los tipos de tres puntos porcentuales, los recursos propios que deberían existir para la cobertura de este riesgo deberían ser tales que la posible pérdida derivada de esa alteración de los tipos quedara cubierta con esos recursos, de forma que en todo momento hubiera suficientes recursos propios específicamente asignados para afrontar el riesgo de tipo de interés.

Así, pues, tendríamos dos etapas en la determinación de los recursos propios: en una primera se

fijarían los niveles de alteración de los tipos de interés y en una segunda etapa se calcularía la pérdida derivada de esa alteración.

En este sentido, es obvio que pretender determinar el importe máximo de la posible pérdida sería una quimera, ya que, por definición, ésta es imprevisible. De hecho, ni siquiera el tomar como referencia la mayor pérdida históricamente conocida nos daría una seguridad completa. Tan posible es que este máximo se vea rebasado en el futuro como que no se vuelva a alcanzar jamás.

Lo razonable, por tanto, sería limitarse al cálculo de lo que podríamos denominar pérdidas extremas, es decir, pérdidas cuya probabilidad de ocurrencia es muy reducida y que, de producirse, serían calificadas sin ninguna duda como una gran sorpresa. De esta forma, en el caso remoto de que esta eventualidad se produjera, tendríamos la seguridad relativa de contar con los suficientes recursos propios para absorber la pérdida.

c) *Establecimiento de límites al nivel de riesgo asumido*

Como veíamos anteriormente, la existencia de recursos propios específicos en función del nivel de riesgo asumido es una medida encaminada fundamentalmente a la preservación de la solvencia de las entidades. En este sentido, de lo que se trata es de contar con unos recursos propios mínimos específicos que permitan razonablemente absorber las pérdidas que con carácter de máximas previsibles o extremas puedan producirse como consecuencia del nivel de riesgo asumido.

Ahora bien, como también se señalaba en dicho apartado, es imposible llegar a tener la certeza absoluta de que cualquier pérdida extrema pueda estar prevista de antemano y, por tanto, que su cobertura esté asegurada por la existencia de recursos propios específicos en cuantía suficiente.

Además, con independencia de esta situación, no parece conveniente, por razones de estabilidad y de imagen, limitar el control directo del riesgo a esta única medida, ya que ello supondría admitir como normales casos en los que no se viera afectada seriamente la solvencia pero sí la rentabilidad. Todos somos conscientes de la importancia que tiene la cuenta de resultados y de las repercusiones que puede llegar a tener un descenso importante de la misma o la aparición de pérdidas significativas, por lo que huelga cualquier comentario adicional al respecto.

Puestos en este contexto, parece pues mucho más razonable fijar también el nivel de riesgo asumible en términos de la rentabilidad, de forma que una evolución adversa, pero relativamente probable, de los tipos no suponga más allá de un cierto porcentaje predeterminado de la cuenta de resultados. Además, este procedimiento de control en función del impacto sobre la rentabilidad para los casos más probables y relativamente normales permitiría reservar los recursos propios específicos para la cobertura de los casos extremos, de manera que la utilización de los recursos propios en importes significativos solamente fuera precisa en circunstancias excepcionales.

De esta forma, se puede establecer un doble sistema de protección. Una primera barrera sería la rentabilidad, que debería ser capaz de absorber sin sobresaltos las pérdidas relativamente probables o normales de la actividad, en tanto que la solvencia, los recursos propios, quedarían como bastión de fondo para la cobertura de las pérdidas extremas, de carácter y cuantía altamente impredecible por definición, pero cuya probabilidad de ocurrencia es asimismo muy remota.

La primera barrera de control consistiría, por tanto, en el establecimiento de límites al nivel de riesgo asumido en función de su posible impacto negativo sobre la rentabilidad. Su énfasis estaría situado en las consecuencias más probables o normales de la asunción del nivel de riesgo y no en las extremas o altamente improbables, y funcionaría no tanto como un recurso de última instancia sino como un mecanismo habitual de control y de limitación de los efectos negativos del riesgo. Obviamente, esta medida no trataría en ningún caso de limitar la operativa, sino tan sólo el riesgo dimanante de ella.

Estos límites se calcularían de forma tal que una alteración predeterminada y relativamente probable de los tipos de interés tuviera como máximo una pérdida equivalente a un cierto porcentaje de los resultados ordinarios. En definitiva, se trataría de fijar de antemano el nivel máximo de alteración probable de los tipos y los porcentajes máximos que puede suponer la pérdida resultante sobre los resultados ordinarios, de manera que no se pudieran mantener posiciones de riesgo superiores.

4. El control del riesgo desde una perspectiva de gestión

Los procedimientos básicos de control mencionados en el apartado anterior son válidos, tal y como se señalaba, tanto para los gestores como para los supervisores. No obstante, el hecho de que los principios generales sean comunes no implica que su desarrollo a nivel de detalle tenga que ser necesariamente el mismo.

Centrándonos en la perspectiva de gestión, el primer punto que hay que resaltar es que se trata de disponer de los sistemas y procedimientos adecuados a las necesidades y posibilidades de la entidad, no de tener los que reúnan el mayor grado de complejidad posible.

En este sentido, es necesario efectuar una llama-

da a la humildad y a la responsabilidad, de forma que no se incurra en el gravísimo error de creer que la gestión del riesgo se optimiza adquiriendo los modelos más completos y sofisticados que existan en el mercado, o desarrollando sistemas de elevada complejidad. Cada entidad debe efectuar su propia valoración de sus necesidades y de sus posibilidades, para así poder tomar la decisión más adecuada. Lo que es bueno para unos no lo es para otros y, además, lo mejor no siempre es lo más adecuado.

En este mismo orden de ideas, conviene también llamar la atención sobre la necesidad de proceder a un desarrollo gradual y progresivo. Pretender alcanzar rápidamente la meta no deja de ser un gesto voluntarista con muy pocas probabilidades de éxito. Parece recomendable, por tanto, empezar desde el principio e ir avanzando paso a paso en la medida en que ello sea factible.

Otro un punto esencial que suele recibir escasa atención, pese a su crucial importancia, es el grado en el que el sistema elegido se adapta a las características de la organización. Toda organización tiene un conjunto de características peculiares, una forma especial de entender y de hacer las cosas, que suele conocerse como «la cultura de la empresa». Ninguna innovación tiene probabilidad alguna de prosperar a medio plazo si se sitúa al margen de la misma, ya que siempre será un cuerpo extraño sin asimilar. Cualquier cambio que se desee realizar debe tener en cuenta cómo encaja en esta cultura y debe incorporar los procedimientos necesarios para su integración efectiva.

Especialmente importante en este sentido es el grado de asimilación de la alta administración, ya que de nada sirven los sistemas más elaborados si no son comprendidos, al menos en sus grandes rasgos, por quienes tienen que tomar las decisiones más trascendentales.

Es necesario, por tanto, no descuidar este aspecto de la impregnación y dedicar recursos significativos a la asimilación por parte de la organización. Las mejores técnicas son inútiles mientras que no se comprendan y las más complejas suelen requerir más tiempo y mayores esfuerzos de asimilación. Volcar todos los esfuerzos en el desarrollo técnico y descuidar el aspecto de la comunicación es conceder demasiadas oportunidades al fracaso.

Finalmente, a la hora de establecer los niveles de riesgo asumibles, una consideración racional de la cuestión debe estar presidida por el grado de experiencia y de conocimiento de los distintos mercados y sus riesgos asociados. Los niveles de riesgo no pueden fijarse teniendo en cuenta solamente la cuantía del impacto potencial en abstracto, sino también la probabilidad de ocurrencia relativa del suceso, que será lógicamente mayor cuanto menor sea la experiencia y la capacidad de gestión de la entidad en ese campo. Procede, por tanto, una aproximación cautelosa y progresiva a esta cuestión, con toda la humildad, entiéndase responsabilidad, que sea necesaria.

5. El control del riesgo desde una perspectiva de supervisión

Como ya se ha señalado, parece que este puede ser un momento oportuno para imprimir un grado de aceleración y de mayor concreción al tratamiento del riesgo de tipo de interés. Muchas entidades están tomando ya decisiones fundamentales en cuanto a la adopción de modelos para la gestión y control del riesgo de tipo de interés que pueden comprometer seriamente su futuro. Al mismo tiempo, se observa un cierto grado de desconcierto entre las entidades, así como una seria preocupación por el grado de compatibilidad que puedan tener las decisiones tomadas con la postura que finalmente adopte el supervisor.

Todo ello indica la conveniencia de iniciar un proceso de seria reflexión sobre esta cuestión. En este sentido, sería conveniente coordinar los esfuerzos de los gestores de las entidades y los del supervisor, a fin de evitar serias discrepancias entre las posturas finales de unos y otros, cuya solución sería sin duda traumática y costosa para todos. Además, un planteamiento de este tipo gozaría de las ventajas propias de una puesta en común de las diferentes experiencias y capacidades de cada uno de los participantes por una parte y del contraste de los distintos puntos de vista y necesidades por otra.

En cuanto a la articulación de este proceso, parece muy conveniente que quede presidido en todo momento por una óptica de realismo y sencillez en los planteamientos. Así, podría pensarse en un desarrollo por etapas de la cuestión, de manera que, de forma diligente pero sin precipitaciones, se llegara a una solución favorable y completa de la cuestión en un período razonable de tiempo.

Una primera etapa sería la fase de desarrollo. En esta etapa se trataría de desarrollar con carácter experimental las distintas posibilidades existentes y de alcanzar como objetivo final un esquema completo de control del riesgo de tipo de interés. Esta fase tendría también un carácter totalmente voluntario y en ella podrían participar todas aquellas entidades que estuvieran en condiciones de colaborar a un mejor desarrollo del proyecto. El Banco de España invitaría, por tanto, a unirse en esta primera fase a todas aquellas entidades que lo desearan y se comprometería a desarrollar de forma bilateral estas tareas de desarrollo.

Ahora bien, con el fin de dotar de las mayores posibilidades de éxito al proyecto, sería imprescindible la exigencia previa de unos requisitos mínimos de idoneidad, basados primordialmente en la capacidad y la disposición para facilitar la información en

el grado y en la forma que sea conveniente. Lógicamente, por el mismo motivo, el Banco debería reservarse la posibilidad de interrumpir en cualquier momento esta relación específica de carácter voluntario en aquellos casos en los que no se apreciaran aportaciones significativas por parte de la entidad y se pusiera en peligro, por tanto, la viabilidad del proyecto.

Una vez recorrida esta primera etapa, y a la vista de los resultados conseguidos, se pasaría a una segunda fase en la que se irían incorporando de manera paulatina en el tiempo y con carácter obligatorio todas aquellas entidades que no hubieran participado en la primera fase, de forma que al final de esta segunda fase quedara implantada una metodología general de control y medición del riesgo de tipo de interés que, siendo de utilidad para el supervisor, fuera asimismo compatible con los desarrollos lógicamente más minuciosos y precisos requeridos para la gestión del riesgo por parte de las entidades.

A tenor de lo expuesto, no parece, por tanto, que sea conveniente ni necesario pronunciarse en este momento sobre la utilización de un determinado modelo *(maturity gap,* duración...) frente a otro, ya que cada uno de ellos presenta lógicamente tanto ventajas como inconvenientes. Es más, muy probablemente, sea necesario tener que recurrir simultáneamente a más de uno de ellos, dependiendo la elección en cada momento de la finalidad perseguida.

Así, por ejemplo, parece más oportuna la utilización de modelos basados en el concepto de duración para el cálculo de los posibles efectos sobre la solvencia, en tanto que quizá sea más conveniente el empleo de modelos basados en el *maturity gap* para la evaluación de los efectos sobre la rentabilidad.

En definitiva, al igual que ya ha sido subrayado al tratar de la gestión del riesgo por las entidades, la clave del éxito en el proceso no está tanto en la elección de un determinado modelo sino en la clarificación de las ideas y en el grado de mentalización obtenido en cuanto a la importancia que tiene el control y gestión del riesgo de tipo de interés. Lo más importante no son los medios a utilizar, que pueden ser diversos, sino el objetivo a alcanzar y el tiempo necesario para ello.

La postura que el Banco de España debería adoptar no debe ser, por tanto, la recomendación o exigencia de un determinado procedimiento de medición y control del riesgo. Obviamente, en ningún momento debe pronunciarse a favor o recomendar la utilización de alguno de los productos existentes en el mercado. El tratamiento que se desea adoptar está claramente orientado a respetar la libertad de los propios gestores en la elección del modelo de control que consideren más adecuado. El supervisor se limitaría a exigir que dicho modelo reuniera unos requisitos mínimos, tanto cualitativos como cuantitativos, de forma que quedara garantizado que el control del riesgo se está llevando a cabo por la entidad de forma adecuada y responsable. Lógicamente, al margen de esta revisión de criterios, el supervisor requerirá un suministro periódico de información específica que le permita realizar sus propias evaluaciones de la situación.

No obstante las necesarias cautelas expuestas anteriormente, sí se puede adelantar en líneas generales cuál puede ser la actitud previa del supervisor en cuanto a la utilización de los diversos mecanismos de control.

Así, en cuanto a la utilización de criterios de valoración adecuados, el supervisor debería seguir en la misma línea que hasta el presente, intentando acercar la información contenida en los estados financieros en el mayor grado posible a la realidad de los mercados, si bien siendo consciente de que, en determinados supuestos, existen motivos de prudencia que aconsejan una cierta asimetría en el tratamiento general de las operaciones.

Por lo que se refiere a una posible exigencia de recursos propios específicos para la cobertura del riesgo de tipo de interés, no parece que éste sea un momento oportuno para plantear esta cuestión, dado el estado inicial en que se encuentra todavía el tratamiento del riesgo, y también ciertamente porque ello podría inducir a la confusión a algunas entidades en la medida en que pensaran que la gestión y control de este riesgo podría quedar adecuadamente cubierto con la mera asignación, por parte del supervisor, de un determinado volumen mínimo de recursos propios.

Por ello, y en la creencia también de que el impacto en general de este riesgo es significativo sobre todo en la rentabilidad y en la estabilidad de las entidades más que en su grado de solvencia, parece más apropiada la utilización de la figura de los límites, si bien sería preferible que ello se hiciera en una primera etapa con carácter interno y a iniciativa de las propias entidades y previo conocimiento de cuál es la exposición general en el sistema a este riesgo en términos cuantitativos.

Evidentemente, esta postura de flexibilidad no debe entenderse en ningún caso como una despreocupación por la cuestión, sino como un acercamiento prudente y responsable a una futura regulación de esta materia, y en este entorno previo deben entenderse pues comprendidas, si bien con carácter de excepción, todas aquellas actuaciones del supervisor dirigidas a la detección de situaciones problemáticas y a la adopción de las correspondientes medidas correctoras de los niveles claramente excesivos de riesgo.

II. REQUISITOS MINIMOS DESDE UNA PERSPECTIVA DE SUPERVISION DE UN MODELO DE CONTROL DEL RIESGO DE TIPO DE INTERES

Como ya se ha señalado, el planteamiento está orientado a respetar la libertad de los propios gestores en la elección del modelo de control que consideren más adecuado. El papel del supervisor consiste en este contexto en asegurarse que ello se hace de forma adecuada y responsable, para lo cual se reserva la facultad de verificar la idoneidad del modelo elegido.

En este sentido, y con el fin de que sirviera también de orientación previa, resultaría conveniente establecer un conjunto de requisitos mínimos, tanto cualitativos como cuantitativos, que debe cumplir todo modelo. No obstante, dado el estadio preliminar en el que se encuentra la cuestión, no parece que sea aconsejable en este momento la formulación de un catálogo completo y cerrado, por lo que los siguientes comentarios quedarán limitados a destacar los puntos más relevantes.

En este orden de ideas, puede ser conveniente abordar la cuestión comenzando con la enunciación de las características generales que a nuestro juicio debe reunir un modelo de control del riesgo de tipo de interés:

1. Características generales del modelo

a) *El modelo debe ser lo más sencillo y claro posible*

Contra lo que pudiera pensarse en una primera aproximación, la simplicidad es una virtud y no un defecto. El desarrollo del modelo debe estar presidido por la búsqueda de la simplicidad como objetivo de primer orden. Cuanto más claro y sencillo sea el modelo, mejor.

La complejidad del modelo debe mantenerse, por tanto, en el mínimo posible, incurriendo en complicaciones solamente cuando ello suponga una mejora sustantiva de la medición y el control del riesgo. Se debe evitar caer en el error de complicar los procesos más allá de lo necesario, ya que de lo contrario se corre el riesgo de perder el control de la situación, al no entenderse en su integridad y cabalmente lo que se está haciendo.

Por tanto, hay que valorar hasta qué punto es deseable esa mayor complejidad en términos de la mejora que supone. En muchos casos, se justifica el uso de modelos muy complejos por la mayor exactitud que proporcionan, pero en pocas ocasiones se pone en relación la complejidad adicional que conlleva con la utilidad marginal que proporciona. Además, es frecuente observar que esa mayor exactitud es solamente relativa, ya que depende en gran medida del cumplimiento de numerosas hipótesis, muchas de las cuales no son contrastables, cuyo posible incumplimiento abre la incertidumbre sobre la validez de los resultados obtenidos.

b) *El coste no debe ser excesivo en términos relativos*

El coste que supone para las entidades el desarrollo y mantenimiento del modelo debe de estar en consonancia con los objetivos perseguidos. En consecuencia, todo aumento del coste debe estar justificado en términos de un aumento significativo de la utilidad del modelo. No se trata de tener el mejor modelo, sino de tener el modelo más adecuado a la realidad y a las necesidades existentes.

Especialmente importante en este sentido es la cuestión de la información necesaria para el mantenimiento del modelo. En primer lugar, antes de desarrollar o adquirir el modelo, es imprescindible tener en cuenta cuál es el grado de información que requiere, si ésta puede ser proporcionada con los sistemas y procedimientos existentes, o, en caso negativo, cuál es el coste en tiempo y recursos de las modificaciones necesarias. De nada sirve el mejor modelo si no es posible, o es excesivamente costoso, obtener la información que requiere para su funcionamiento.

Sin embargo, contra lo que la lógica impone, no es raro encontrarse situaciones en las que se supedita la obtención de la información a las necesidades del modelo y no al revés. El hecho cierto es que, al menos a corto plazo, la información disponible está ya determinada y que la modificación de los sistemas de información es una tarea ardua, lenta y también costosa. No parece, por tanto, que tenga mucho sentido escoger primero el modelo y luego pensar en cómo obtener la información necesaria para nutrirlo, parece mucho más sensato partir de las posibilidades de información existentes a la hora de elegir el modelo.

Obviamente, ello no significa que haya que considerar el sistema de información existente en la actualidad como algo inmutable, pero sí que las alteraciones tienen un coste importante en términos de recursos y de tiempo y que cualquier exigencia de cambio debe estar basada por un lado en la obtención de una utilidad marginal claramente significativa y por otro debe contemplarse dentro del marco global de las necesidades y posibilidades de información de la entidad en su conjunto.

c) *El modelo debe permitir evaluar la situación de forma directa*

El modelo debe permitir evaluar la situación actual y el nivel de riesgo de una forma rápida y sencilla, aun cuando sea de forma razonablemente

aproximada. No debe perderse de vista que el objetivo principal del modelo es el conocimiento de la realidad como condición previa a la toma de decisiones. No se trata, por tanto, de obtener la mayor precisión posible, sino de obtener una visión de la realidad lo suficientemente exacta como para que las decisiones se tomen con arreglo a la misma. En este sentido resultan más importantes la claridad y la rapidez que la exactitud.

d) *El modelo debe distinguir claramente la valoración de la situación actual de la evaluación del riesgo*

El modelo debe distinguir claramente la valoración de la situación actual de la evaluación del nivel de riesgo. La valoración de la situación actual es un presupuesto previo a la evaluación del riesgo y se realiza de acuerdo a los datos conocidos en la actualidad. La evaluación del riesgo debe hacerse a partir de una situación actual real y de una evolución desfavorable de los tipos en el futuro.

e) *El modelo debe permitir la detección inmediata de las situaciones problemáticas*

El modelo debe permitir la detección inmediata de todas aquellas situaciones problemáticas, bien en razón de la situación actual, bien en razón del nivel de exposición al riesgo de tipo de interés. La evaluación de la situación actual debe poner de manifiesto, claramente, las posibles pérdidas latentes como consecuencia de los niveles actuales de tipos de interés. La evaluación del nivel de riesgo debe permitir detectar si la exposición a la evolución futura de los tipos es excesiva.

Además, todo ello debe hacerse de forma que sea posible analizar tanto las causas de la situación problemática como las posibles medidas correctoras de la misma.

f) *El modelo debe considerar todas las operaciones de la entidad*

El riesgo de tipo de interés no es un riesgo privativo de determinadas operaciones o de determinados mercados. Se trata de un riesgo que afecta a todas y cada una de las operaciones de una entidad, si bien con distinta intensidad.

La evaluación del riesgo de tipo de interés debe hacerse teniendo en cuenta todas las operaciones, tanto las de balance como las de fuera de balance, especialmente los derivados. Por este motivo, no pueden aceptarse planteamientos que limiten los efectos del riesgo a determinadas áreas del negocio, como puede ser la actividad de tesorería, e ignoren la repercusión en el resto de la actividad.

En todo caso, por razones de carácter pragmático, pueden aceptarse planteamientos de acercamiento progresivo a la cuestión, en los que en una primera etapa el énfasis se sitúe en cierto tipo de operaciones, las más sensibles, mientras que el resto se incluyan en el esquema de una manera más o menos simplificada. Posteriormente, de manera más o menos gradual, el sistema debe ir perfeccionando el tratamiento de estas áreas, hasta alcanzar un nivel global que pueda considerarse satisfactorio.

g) *El modelo debe permitir evaluar la sensibilidad de los resultados al grado de cumplimiento de las hipótesis*

El modelo debe ser lo suficientemente flexible como para permitir evaluar la sensibilidad de sus resultados al grado de cumplimiento de las hipótesis utilizadas.

No se trata de confiar ciegamente en el cumplimiento de las hipótesis y de permanecer ignorante ante los posibles errores que puede suponer su incumplimiento. Un modelo eficiente debe permitir evaluar en qué medida sus conclusiones dependen del cumplimiento de las hipótesis utilizadas y contar para ello con los oportunos mecanismos de modificación de los resultados en función del mayor o menor grado de cumplimiento de las hipótesis.

Por ello, es conveniente llamar la atención sobre la trascendencia del cumplimiento de las hipótesis sobre las que se formulan los modelos. En muchos casos se tiende a ignorar que las conclusiones obtenidas están lógicamente basadas en el cumplimiento de las hipótesis de partida y que, en la medida en que no se cumplan, los resultados pueden carecer de significado real y, por tanto, inducir a error. Esta cuestión es especialmente importante en aquellos casos en los que las hipótesis no quedan planteadas explícitamente, sino que quedan subsumidas de manera implícita.

En consecuencia, es muy importante analizar la verosimilitud de las hipótesis y considerar los posibles efectos que tendría sobre los resultados del modelo su no cumplimiento. La exactitud perseguida por muchos modelos a través del empleo de complejas formulaciones matemáticas queda en entredicho y se desvanece, en muchas ocasiones, como consecuencia de la falta de seguridad en las hipótesis básicas de partida, con el agravante de quedar este hecho oscurecido por el aparato matemático empleado. Es preferible, por tanto, contar con modelos más simples, pero de los que se tenga una seguridad razonable en cuanto a las hipótesis sobre las que están basados.

h) *El modelo debe tener utilidad para los gestores y para el supervisor*

Por razones de coste y de eficacia, el modelo

debe tener utilidad tanto para los supervisores como para los gestores de las entidades. Se trata de que el modelo sea único y satisfaga las necesidades de los gestores pero también las del supervisor.

En este sentido el modelo debe ser flexible y permitir un grado de desarrollo de detalle suficiente, de forma que sirva de guía e instrumento para la toma de decisiones de gestión, pero también para cubrir las necesidades y exigencias del supervisor.

2. Requisitos cualitativos

Entrando ya en un mayor detalle, se comentan a continuación los requisitos cualitativos más relevantes, centrándose la atención en el modo de integración del modelo en la organización y en el sistema de información.

a) *Relativos a la integración en la organización*

El primer elemento a tener en cuenta es el modo en el que estos procedimientos se integran en el marco general de la organización de la entidad.

1. Alta administración

La relevancia y generalidad que tiene para la entidad el control del riesgo exige que el órgano de mayor responsabilidad quede involucrado en este proceso de manera directa. La alta administración debe, por tanto, ejercer sus competencias en esta cuestión, tanto en la elección y desarrollo del modelo de control como en el proceso de toma de decisiones, al menos en sus aspectos fundamentales.

La decisión más importante que debe tomarse en este ámbito es, sin duda alguna, la formulación de la política que debe seguirse en la exposición al riesgo. Ello se traduce, sobre todo, en el establecimiento de los niveles asumibles de riesgo tanto con carácter habitual o normal como con carácter máximo, que determinan a su vez la posible repercusión en la estabilidad y la solvencia de la entidad.

La alta administración debe ser, por tanto, la que fije los criterios generales que deben seguirse en la organización. La función de los departamentos especializados y de las personas que los componen es gestionar de la manera más eficiente posible el riesgo, pero siempre dentro del contexto general y de los límites marcados por la alta administración.

2. Comité de Activos y Pasivos (COAP)

Con independencia de la responsabilidad y de las competencias de la alta administración, es muy conveniente la constitución de un órgano de carácter operativo más técnico que se responsabilice del control y de la gestión del riesgo como tal. Este órgano tendría como funciones básicas la formulación y seguimiento de las políticas de actuación y el control de la exposición a los distintos riesgos de la actividad financiera, no sólo en sus líneas generales, sino también en sus aspectos de detalle.

Muchas entidades cuentan ya desde hace tiempo con órganos de este tipo, normalmente como consecuencia del deseo de realizar una gestión integral de su actividad. Debido a su origen, es frecuente que reciban la denominación de Comité de Activos y Pasivos (COAP), que no es sino una traducción del equivalente anglosajón, el Assets and Liabilities Committee (ALCO).

La importancia de las funciones encomendadas a este órgano hacen que éste sea, en muchos casos, la pieza clave de la organización. Por ello es fundamental establecer una vinculación clara y efectiva entre la alta administración y este órgano, que garantice que las grandes líneas marcadas por aquella se traduzcan a términos más técnicos y concretos por este comité y se transmitan posteriormente al resto de la organización para su ejecución.

La designación de los miembros de este comité debe realizarse con sumo esmero, procurando aunar de la manera más efectiva posible a todas las personas que tengan responsabilidades ejecutivas de alto nivel que deban ser objeto de coordinación. Debe procurarse, asimismo, que las opiniones de este órgano sean tenidas muy en cuenta a la hora de tomar decisiones que puedan comprometer el futuro de la entidad, evitando incurrir en el defecto de configurar sus funciones como meramente consultivas o indicativas.

Así, pues, es muy conveniente que quede claramente configurado un órgano directivo responsable del control y gestión de este riesgo, con una definición clara de su composición, sus funciones y su grado real de operatividad, entendiéndose por tal la frecuencia temporal con que debe reunirse normalmente, y el peso y transcendencia real que debe de dársele a sus decisiones.

3. Resto de la organización

La entidad debe contar además con mecanismos específicos de control interno adecuados, de forma que las decisiones tomadas al más alto nivel orgánico se puedan transmitir y ejecutar con la mayor facilidad y fidelidad posible al resto de la organización, evitando con ello la ineficacia práctica de dicho órgano y una posible falta de control real por parte de la entidad en materias tan importantes.

b) *Relativos al sistema de información*

Otro de los requisitos fundamentales para el éxito

de un modelo de control del riesgo es la existencia de un buen sistema de información. El objetivo de un sistema de información para la gestión es garantizar que la información que reciben los órganos superiores del resto de la entidad es la adecuada para el desarrollo de su función. En definitiva, se trata de que las decisiones se tomen sobre una base sólida y real.

El sistema de información debe garantizar, por tanto, que la información que recibe dicho órgano es la relevante para el desarrollo de sus funciones, tanto en términos de calidad y cantidad como de idoneidad en el tiempo.

En este sentido deben precisarse como mínimo:

— las fuentes de información, tanto contables como extracontables;

— el contenido habitual de la información que debe suministrarse y su periodicidad;

— los órganos o personas responsables de su elaboración y verificación;

— el desfase temporal existente entre la fecha a la que se refiere la información y el momento en que está disponible.

En relación a este último punto es muy importante intentar que la demora sea la menor posible, de forma que las decisiones puedan tomarse con la información más actual posible. Deben evitarse retrasos que perjudiquen notoriamente la efectividad de las posibles medidas a tomar, sobre todo si el retraso es imputable a un deseo de obtener una mayor exactitud de la estrictamente necesaria para estos fines.

Finalmente, estas apreciaciones propician por otra parte el planteamiento de una cuestión, relativamente ajena al riesgo de tipo de interés, pero de capital importancia para las entidades, como es el diseño y desarrollo de sistemas integrales de información.

Hasta ahora las posibilidades técnicas limitaban seriamente el tratamiento de la información de una manera completa y al mismo tiempo flexible. Hoy en día, sin embargo, los avances en el área informática permiten plantearse esquemas de sistemas de información mucho más potentes y versátiles, pero que no son aprovechados en toda su extensión, probablemente por inercia y por el gran peso de la tradición.

Quizá fuera por ello oportuno plantearse desde este mismo momento la conveniencia de efectuar un gran giro, sobre todo de actitud mental, en esta cuestión y empezar a diseñar y desarrollar nuevos modelos de sistemas de información de carácter global y flexible que pudieran cubrir de manera dúctil las múltiples demandas de información de una entidad moderna.

3. Requisitos cuantitativos

Un modelo de control del riesgo de tipo de interés no solamente debe reunir una serie de requisitos cualitativos, sino que también debe cumplir una serie de requisitos cuantitativos, entre los que destacan sobre todo los relativos al sistema de medición.

El sistema de medición debe cumplir unos requisitos mínimos de carácter cuantitativo que aseguren que la determinación de la posible pérdida se realiza de una manera adecuada y con los criterios de prudencia que requiere la cuantificación de un riesgo.

Evidentemente, la concreción de los requisitos es distinta para cada modelo en particular, pero ello no obsta para que se puedan formular las siguientes condiciones de carácter general:

a) *Factores relevantes*

Los factores relevantes en el riesgo de tipo de interés son la variabilidad de los distintos tipos de interés y la correlación existente entre los movimientos de los mismos.

El sistema de medición debe considerar adecuadamente estos factores, evitando asumir hipótesis de comportamiento irreales o de difícil contrastación. Todas las hipótesis del modelo deberán ser explícitas y tener un fundamento claro. Quizá la mejor solución en este sentido sea la adopción de hipótesis poco numerosas y detalladas a cambio de una mayor claridad de los resultados. Especialmente importante es también la evaluación de la sensibilidad de los resultados al cumplimiento de las hipótesis.

b) *Período de observación*

El estudio de los factores relevantes deberá realizarse de acuerdo a la experiencia histórica que se posea. En este sentido deberá definirse previamente el período de observación, es decir, el período al que se refieran los datos históricos.

En principio, parece preferible la utilización de períodos cortos y cercanos a la actualidad, ya que puede pensarse que el futuro próximo estará sobre todo ligado al pasado reciente. No obstante, la experiencia nos indica que la utilización de períodos excesivamente cortos tiende a replicar en demasía el pasado reciente y a infravalorar o exagerar, por tanto, la realidad futura. Es relativamente frecuente que los períodos de elevada inestabilidad se vean precedidos de períodos de calma y viceversa.

La elección de períodos excesivamente largos tiende por su parte a resaltar demasiado la tendencia o el comportamiento normal en detrimento de la

importancia del pasado reciente, por lo que suele reaccionar con tardanza a posibles situaciones de cambio de los mercados.

Por ello, se debe elegir un período de duración intermedia, ni excesivamente corto ni excesivamente largo. El período debe ser lo suficientemente corto como para incorporar los últimos acontecimientos, pero también lo suficientemente largo como para evitar un exceso de ponderación del pasado reciente y permitir un adecuado reflejo de tendencias más permanentes. Una posible solución, óptima para aquellos casos de duda, sería la elección de más de un período de observación, de forma que la perspectiva fuera lo más completa posible.

Finalmente, también es necesario definir la frecuencia de la revisión del período de observación. Tan desaconsejable es una frecuencia de revisión muy elevada como una muy baja. Si la revisión se efectúa muy frecuentemente, las ventajas de la actualización pueden verse absorbidas por el coste y por el posible desconcierto que se puede crear a los usuarios y si se revisa muy de tarde en tarde el sistema puede llegar a acusar una cierta obsolescencia y rigidez.

c) *Nivel de confianza*

Otro de los parámetros fundamentales de un sistema de medición es el nivel de confianza de los resultados. Se trata de establecer el grado de protección relativa frente a posibles evoluciones de los tipos de interés.

Un primer extremo sería la búsqueda de la protección absoluta, es decir, la previsión de las alteraciones máximas posibles de los tipos de interés. Este objetivo es, como ya se ha comentado, tan ambicioso como imposible de alcanzar. Ni siquiera el estudio de la realidad pasada puede llevarnos a la cuantificación de esta variación extrema. La utilización de los máximos históricos con esta finalidad puede llevarnos tanto a una exageración como a una infravaloración. Tan posible es que se rebase ese máximo en el futuro como que no se pueda volver a repetir.

Tampoco es aceptable a estos efectos la adopción de supuestos basados en una hipotética normalidad del comportamiento de las variaciones de los tipos. Afirmaciones del tenor de que la variación máxima de los tipos puede fijarse en tantas o cuantas desviaciones típicas no dejan de ser pretensiones vanas de exactitud. Lo cierto, tal y como nos indica la experiencia, es que ese tipo de medidas puede ser tan insuficiente como exagerado, y que su adopción no sirve sino para crear falsas seguridades.

Un enfoque más razonado de la cuestión nos llevaría, por tanto, a orientar el modelo hacia la cuantificación de la variación mayor que puede producirse en un entorno de relativa normalidad. En definitiva, se trataría de depurar los casos extremos y de encontrar el valor máximo dentro de una evolución relativamente probable.

Este planteamiento exige, como ya se vio, el establecimiento de una doble barrera de protección, por lo que en su ausencia habría que reformular toda la cuestión.

d) *Horizonte temporal*

Con independencia del período de observación es necesario también especificar el horizonte temporal al que se refiere la evaluación. Se trata de determinar el período durante el cual puede producirse la pérdida por una evolución adversa de los tipos.

La elección del período temporal debe estar en consonancia con el tiempo que se estima como necesario para adoptar medidas correctoras como pueden ser los cierres de posiciones. En definitiva, el horizonte temporal es el período durante el cual se permanece expuesto al riesgo.

Una primera aproximación nos indicaría la conveniencia de tomar un horizonte temporal diario o como mucho decenal, ya que este es el tiempo mínimo necesario de reacción para la mayor parte de los mercados. No obstante, el período relevante no viene indicado sólo por el tiempo físico de reacción, sino también por la frecuencia del proceso de evaluación que puede dar lugar a la toma de decisiones.

Por tanto, el horizonte temporal debe ser congruente con la frecuencia de revisión de la situación y con la posibilidad de adoptar medidas de corrección de la misma. Ello enlaza directamente con otro de los puntos tratados, el funcionamiento de los órganos técnicos de decisión como los COAP. Parece, por tanto, razonable que exista una estrecha relación entre el horizonte temporal elegido y la frecuencia de reunión de este tipo de órganos.

e) *Utilización de escenarios alternativos*

Teniendo en cuenta las incertidumbres y dificultades asociadas a la fijación de determinados aspectos técnicos *(v. gr.:* fechas de repreciación reales de determinadas operaciones) no parece oportuno que el modelo sea rígido y ofrezca solamente un único resultado, ya que su verosimilitud podría quedar seriamente afectada por la falta de exactitud de alguno de dichos aspectos.

Las entidades no deben, por tanto, limitarse al análisis de un único escenario con hipótesis de carácter rígido, sino que deben procurar estudiar también escenarios diferentes, de manera que sus

conclusiones se formulen en términos de rangos e intervalos de variación y no de valores puntuales.

Además, es muy conveniente también realizar con una cierta periodicidad el diseño y análisis de escenarios críticos, que permitan evaluar las consecuencias que tendría para la entidad un funcionamiento claramente anómalo de los mercados. Estos resultados negativos no son lógicamente esperables en un entorno de relativa normalidad, pero ello no debe suponer que deban ignorarse.

Especialmente interesante en este sentido es la identificación de las condiciones anormales que deben darse para que las repercusiones sobre la entidad sean críticas. Se trata, en estos casos, de determinar qué debe ocurrir para que la entidad se vea afectada muy seriamente y evaluar la probabilidad de ocurrencia de este suceso que, lógicamente, deberá ser siempre muy remota.

III. MODELO DE INFORMACION PARA EL SUPERVISOR

1. Características generales

El modelo de información que se propone adoptar con carácter general es un modelo de estructura por plazos de repreciación. Las razones que han llevado a elegir este tipo de modelo son su relativa simplicidad y alto grado de transparencia y su elevado grado de difusión entre las entidades. No obstante, en aquellos casos en los que la situación así lo aconseje, o para aquellas entidades que cuenten ya con sistemas suficientemente desarrollados, se contempla también la posibilidad de utilizar modelos basados en el concepto de duración.

El modelo propuesto tendría, pues, la estructura de una matriz, cuyas filas serían los grupos de operaciones y las columnas los períodos temporales de repreciación.

Para la determinación de las filas, las operaciones se agruparían en función de sus características de cara a la evaluación del riesgo de tipo de interés y de la existencia de mercados diferenciados en los que pudiera actuarse de cara a la adopción de medidas correctoras. En cuanto a las columnas, serían las bandas temporales más significativas y que evidenciasen los plazos realmente operativos en la actualidad en España.

2. Información que deben suministrar las entidades

Como ya se ha señalado, la base del modelo es una estructura de negocio por plazos de repreciación. En consecuencia, la información que las entidades deben suministrar es la referente al volumen y composición de su negocio en función del grado de sensibilidad de sus operaciones a las variaciones de los tipos de interés de mercado y de sus plazos de repreciación.

De esta forma puede diseñarse una matriz cuyas filas sean las operaciones de la entidad agrupadas y clasificadas en función de su distinta sensibilidad a los movimientos de los tipos de interés de mercado, y sus columnas los distintos momentos temporales futuros en los que previsiblemente se efectuará su próxima repreciación.

En cuanto al contenido de cada uno de los elementos de la matriz, sería muy conveniente que figurara no sólo el importe sujeto a repreciación en ese momento, sino también el tipo de interés medio al que estaba contratado. De esta forma es posible realizar una evaluación más completa y con mayor significado del riesgo de tipo de interés, ya que dicha evaluación se haría teniendo en cuenta previamente el signo y cuantía de las posibles cuentas de resultados futuras.

a) *Clasificación de operaciones*

La clasificación de operaciones debe ser lo más representativa posible sin perder por ello una relativa simplicidad. En este sentido, se detallarían solamente aquellas operaciones con características peculiares relevantes de cara a la evaluación del riesgo de tipo de interés, teniéndose en cuenta asimismo la posible complejidad que pudiera tener la obtención de la información.

Por otra parte, las operaciones se agruparían en tres grandes grupos, atendiendo a su grado de sensibilidad a las variaciones de los tipos de interés de mercado y a la existencia de mercados diferenciados con tipos de interés propios. Estos grupos son, para activos y pasivos, el de muy sensibles (tesorería), sensibles (inversión crediticia y acreedores con remuneración significativa) y poco sensibles (resto de operaciones).

b) *Períodos o bandas temporales*

La elección de los períodos o bandas temporales depende en primer lugar del número total con que se desee contar. Evidentemente, cuantos más períodos existan mayor será el grado de detalle y, por tanto, la exactitud del modelo, pero también lo será inevitablemente el coste de obtención de la información necesaria. Por ello se hace necesario encontrar un punto intermedio de equilibrio, de forma que tanto el coste como la utilidad sean razonables.

Una vez establecida esta restricción, la siguiente consideración hay que hacerla en términos del uso que se va a hacer de la información. Así parece conveniente distinguir entre los períodos inferiores al año y los superiores.

En cuanto a estos últimos, los períodos superiores al año, parece necesario contar al menos con una banda temporal específica para cada año para los primeros cinco años, a fin de tener una mínima exactitud en las estimaciones. Podría pensarse también en tener, asimismo, una banda específica para cada uno de los años posteriores al quinto, pero no parece que ello sea muy razonable si tenemos en cuenta los plazos realmente operativos en la actualidad en España.

Por lo que se refiere a los períodos inferiores al año, parece muy conveniente tener varias bandas, dado lo inmediato de sus consecuencias y la concentración de la mayor parte de los vencimientos en esos períodos.

Finalmente, es conveniente hacer una pequeña reflexión sobre los intervalos propuestos. En principio parece bastante razonable pensar en tomar como extremos los plazos a los que el mercado opera, ya que una de las finalidades principales del modelo va a ser la posibilidad de adoptar medidas correctoras (cierres) en los períodos y partidas relevantes en aquellos casos en los que el nivel asumido de riesgo sea excesivo.

No obstante, una revisión más profunda de la cuestión nos lleva a considerar como errónea esta afirmación. En efecto, si la presunción que vamos a hacer es que todas las operaciones vencen en el punto medio del período temporal en el que están insertas (que es el supuesto que en ausencia de otra información conlleva la menor probabilidad de error) se va a producir una ineficiencia: vamos a suponer a todos los efectos que las operaciones vencen en el punto medio del período y, sin embargo, el mercado opera normalmente sólo en los puntos extremos, con lo cual las posibles medidas correctoras se tomarían siempre por exceso (extremo superior) o por defecto (extremo inferior).

La solución a este problema sería bien sencilla: bastaría con tomar como intervalos temporales aquellos que tuvieran como punto medio los plazos a los que el mercado opera. No obstante su utilidad, este nuevo criterio de clasificación supone un cambio brusco con respecto a los manejados habitualmente en la actualidad y, en consecuencia, antes de adoptarlo habría que meditar bastante en este sentido sobre los posibles inconvenientes que ello supondría.

c) *Tratamiento de las operaciones*

En principio, todas las operaciones deberían incluirse en el esquema anterior de acuerdo a la naturaleza de las mismas (fila) y a la fecha de vencimiento o de próxima repreciación (columna). Los datos que deberían incluirse de cada operación serían el importe (valor contable) y el tipo de interés al que estuvieran contratadas. Lógicamente, sería preciso realizar también aclaraciones y precisiones sobre el tratamiento que deben recibir algunas partidas, especialmente los derivados.

En cuanto a los flujos de intereses de las distintas operaciones, podría hacerse abstracción de los mismos o incluirlos en los correspondientes vencimientos. Para ello debería valorarse si el coste que supone su inclusión está o no justificado por la utilidad marginal que se obtendría.

3. Utilización de la información

a) *Objetivos*

Por lo que se refiere a la utilización del modelo es evidente que el hecho de poder contar con un modelo como el descrito es ya un avance importantísimo. La simple observación de la estructura por plazos de repreciación da ya una idea general de la situación, sobre todo en lo que se refiere a las posiciones elevadas y a su causa y su localización en el tiempo. Además, este análisis de las situaciones preocupantes permite también la determinación de las posibles medidas correctoras que pueden tomarse.

No obstante esta evidente utilidad, creemos que puede avanzarse más en la explotación de este modelo. Una primera línea de desarrollo es la evaluación de la situación actual en función de las circunstancias ya conocidas, es decir, conocer con la antelación suficiente, y sin necesidad de esperar al devengo contable de las operaciones, cuál será la situación que, salvo que cambien las circunstancias actuales, ocurrirá en el futuro.

La segunda línea de desarrollo es el análisis del riesgo de tipo de interés en sentido estricto, es decir, la evaluación de la posible pérdida futura que puede producirse si los tipos de interés no evolucionan de la forma esperada.

1. Evaluación de la situación actual

La evaluación de la situación actual se puede realizar en dos fases. La primera fase está orientada a determinar cuál sería la rentabilidad futura. La segunda fase tiene como objetivo la evaluación de la solvencia desde un punto de vista dinámico y supone, por tanto, un resumen en dichos términos de la fase anterior.

El estudio que se realiza de la rentabilidad futura está basado en dos supuestos. Por un lado, se suponen constantes tanto el volumen como la estructura de negocio actuales. Por otro, que los tipos de interés a los que se efectuarán las repreciaciones futuras son los actuales de mercado. A partir de estos supuestos, se estiman los márgenes futuros de la entidad para cada uno de los próximos ejercicios.

Estos supuestos pueden parecer muy restrictivos e incluso irreales. Evidentemente, al suponer constantes el volumen y la estructura de negocio, es muy posible que la realidad futura no se corresponda con la proyección realizada, ya que muy probablemente los volúmenes de negocio se vean alterados (normalmente al alza) y, si bien con menor probabilidad, la estructura de negocio cambie. Otro tanto podría decirse de los tipos de interés.

Ello, sin embargo, no quita validez a las proyecciones realizadas, sino todo lo contrario. No se está intentando simular el futuro de la entidad en todos sus términos, lo cual sería un objetivo mucho más ambicioso y que sin duda rebasa el ámbito del riesgo de tipo de interés, sino que lo que se está evaluando es qué ocurriría si no se tomara ninguna decisión de gestión (o, si se quiere contemplar así, si se vendiera la entidad en este momento atendiendo a este factor). Esta es precisamente la previsión que nos interesa en este ámbito conceptual como medio de anticiparnos al devengo contable de los resultados.

De esta forma, puede analizarse rápidamente cuál sería la corriente futura de resultados en todos y cada uno de los próximos ejercicios, con la ventaja añadida de que ello puede hacerse de una manera sencilla y al mismo tiempo detallada, por períodos temporales y por tipo de operaciones. Ello permitirá analizar tanto las causas de la situación como, en su caso, las posibles medidas correctoras a tomar.

Evidentemente, si la corriente futura de resultados fuera positiva y por un importe significativo no se suscitaría preocupación alguna. Ahora bien, si el caso fuera el contrario, márgenes negativos o de escasa cuantía, ello constituiría una importante señal de alerta y, posiblemente, la necesidad de reconocer en el presente los acontecimientos desfavorables que previsiblemente ocurrirán en el futuro.

Este reconocimiento podría tener no sólo efectos contables, la realización de provisiones por valoración, sino también sobre la gestión, ya que podría llevar a pensar en la conveniencia de adoptar medidas que tiendan a solucionar esos problemas futuros o al menos a no aumentarlos.

2. Evaluación del riesgo de tipo de interés

Una vez analizada la situación actual procede entrar en la evaluación del riesgo de tipo de interés o, dicho en otras palabras, en el diseño de medidas concretas del nivel de exposición al riesgo de tipo de interés.

La razón de abordar este punto en un segundo lugar, tras la evaluación de la situación actual, es muy clara. Con independencia de la utilidad que esta evaluación tiene en sí misma, lo cual es innegable, es necesario tener en cuenta que cualquier estimación del impacto del riesgo de tipo de interés quedaría incompleta si no se hiciera previamente la citada evaluación.

Ello es así porque cualquier estimación aislada del impacto del riesgo de tipo de interés nos daría solamente el importe del quebranto sufrido ante una determinada evolución desfavorable de los tipos de interés, pero no si este quebranto supondría un menor beneficio, una pérdida o una mayor pérdida sobre los resultados previsibles, lo cual, como es obvio, es muy distinto. Por poner un ejemplo, no es lo mismo hablar de un quebranto determinado cuando éste reduce un margen claramente positivo que cuando lo que hace es transformar un pequeño resultado positivo en pérdida.

Además, el esquema de información sobre el que se realiza el cálculo es el mismo que el de la evaluación de la situación actual, lo cual simplifica claramente la cuestión.

En definitiva, la evaluación que se propone del riesgo de tipo de interés es una estimación cuantificada del impacto que tendría una evolución desfavorable predeterminada de los tipos de interés de mercado sobre los márgenes futuros previsibles de la cuenta de resultados, de forma que sea posible conocer si este hecho adverso supondría un menor beneficio, una pérdida o una mayor pérdida o, dicho en términos más amplios, qué parte de los resultados ordinarios está sometida a riesgo como consecuencia del nivel asumido de riesgo de tipo de interés.

Por otra parte, y al igual que con la evaluación de la situación actual, la estimación de la pérdida dimanante del nivel de riesgo asumido se calcularía de forma separada para todos y cada uno de los siguientes ejercicios, con la ventaja que ello conlleva dada la mayor incertidumbre de los períodos más lejanos y el excesivo peso que en una evaluación global pueden tener las operaciones a mayor plazo.

Finalmente, esta evaluación así formulada del riesgo puede ser, asimismo, útil para conseguir que el nivel de riesgo asumido sea razonable en relación a los resultados obtenidos y para, en su caso, si el impacto del riesgo puede llegar a producir pérdidas netas importantes, contemplar la necesidad de contar con recursos propios específicos que cubran tal posibilidad.

b) *Posibilidades de actuación*

La utilización de la información anterior con fines de supervisión ofrece múltiples posibilidades de actuación. Como ya se ha señalado, al menos durante la etapa inicial, su principal función será la detección de situaciones extremas. Esta función puede articularse a nivel de sistema, resaltando aquellas entidades con niveles de riesgo desmesurados en relación al resto, y también a nivel de enti-

dad, detectando los puntos débiles de su sistema de control. En cualquier caso, se trataría de prevenir la aparición de situaciones problemáticas, intentando actuar antes de que el daño se produzca y sea, por tanto, irreparable.

Otras alternativas más elaboradas y concretas podrían ser las siguientes:

1. A efectos de valoración de la situación actual

La estimación de los márgenes futuros puede conducirnos a exigir la realización de provisiones por valoración cuando estos márgenes sean negativos, ya que estaríamos ante una situación de pérdida conocida o estimada en el presente pero que se devengaría contablemente en el futuro. Lógicamente, estas provisiones tendrían que ser objeto de reestimación periódica.

2. A efectos de limitar el nivel de riesgo

Si como consecuencia de los cálculos realizados el nivel de exposición al riesgo de tipo de interés se considera excesivo, cabe la posibilidad de reconducir la situación a niveles más razonables mediante el cierre de posiciones, bien por decisión de la propia entidad, bien por recomendación de la autoridad de supervisión.

De una manera más general podría llegar incluso a pensarse en el establecimiento de una limitación global. Así podría establecerse que el impacto de la alteración imprevista de los tipos no supusiera más de un determinado porcentaje *(v. gr.:* 20 por 100) de la rentabilidad ordinaria.

Esta limitación global podría hacerse bien a nivel externo, como recomendación de la autoridad supervisora, bien a nivel interno, como exigencia de los propios gestores.

3. A efectos de exigencia de recursos propios

La exigencia de recursos propios específicos para la cobertura del riesgo de tipo de interés cobra sentido en el caso de que los márgenes futuros se pudieran tornar negativos como consecuencia de una alteración imprevista y predeterminada de los tipos de interés de mercado, ya que en este caso no sería sensato asumir esa probabilidad de pérdida sin contar con un respaldo suficiente en términos de recursos propios.

En cambio, en los supuestos normales de márgenes futuros positivos y de impactos tan limitados del riesgo de tipo de interés que no puedan ocasionar pérdidas aun en el supuesto de que se produjera la evolución adversa de los tipos, no tendría mucho sentido la exigencia de recursos propios específicos, ya que ello supondría cubrir con recursos propios no una posibilidad de pérdida futura, sino una probabilidad de menor beneficio futuro.

IV. CONCLUSIONES

El control y gestión del riesgo de tipo de interés debe descansar fundamentalmente en los propios gestores de las entidades, que deben ser quienes elijan libremente el modelo a seguir. El supervisor debe limitarse al establecimiento de un conjunto mínimo de requisitos que debe reunir el modelo, de forma que quede garantizado un adecuado control del riesgo.

Con independencia de ello, el supervisor debe reservarse la capacidad de detectar por sí mismo aquellos casos en los que los niveles de riesgo sean excesivos, así como la posibilidad de imponer medidas correctoras de estas situaciones problemáticas. Para ello, debe requerir a las entidades el envío periódico de la información que considere relevante.

Por todo ello, el supervisor debe ser más el coordinador del proceso que su autor, evitando incurrir en el defecto de regular desde una perspectiva externa y alejada de la realidad. A este fin, sería muy conveniente que se invitase a todas las entidades a participar en el proceso de desarrollo en España de los sistemas de control y gestión del riesgo de tipo de interés.

En este sentido es como deben de entenderse estos comentarios de carácter general, como un punto de partida de un proceso que, coordinado por el supervisor, tenga muy presentes las necesidades e inquietudes de los gestores y que culmine a medio plazo no tanto en una normativa de regulación en sí como en una situación general de control de este riesgo.

Se trata, por tanto, de iniciar, sin incurrir en precipitaciones innecesarias, un proceso de desarrollo ordenado y continuo de la cuestión, de forma que el coste de la puesta en marcha de estos sistemas no sea traumático ni en términos cuantitativos ni cualitativos y que, al mismo tiempo, su utilidad final sea manifiesta tanto para los gestores como para el supervisor.

CONTROL Y GESTION DEL RIESGO DE INTERES EN LAS CAJAS DE AHORROS: UN ENFOQUE PRACTICO

Luis María Abadíe Muñoz
Iñaki Caminos Otermín

I. INTRODUCCION

Para empezar, hay que señalar que el ámbito en el que se mueve este artículo es el de las cajas de ahorros, como ejemplo de entidades financieras donde tienen un mayor peso las actividades tradicionales al por menor, aunque su propio posicionamiento estratégico y la dinámica financiera de los últimos años han hecho que estén adquiriendo un peso creciente las posiciones que mantienen estas entidades en los mercados financieros mayoristas.

Se define el riesgo de interés como el riesgo de que las variaciones registradas en los tipos de interés de los mercados puedan afectar negativamente a la situación financiera de una caja de ahorros o, en general, de una entidad financiera, tanto en cuanto a sus resultados (margen financiero) como a su valor patrimonial de mercado, o diferencia entre las valoraciones financieras de sus activos y pasivos. El riesgo de interés deriva del desequilibrio que se produce en los balances entre los diferentes instrumentos y plazos de los activos y pasivos sensibles ante variaciones de los tipos de interés.

Diversos factores han contribuido a convertir el control y gestión del riesgo de interés en las cajas en uno de los elementos básicos de competitividad de éstas. Entre ellos, la propia volatilidad de los tipos de interés en un contexto de fuerte reducción de los márgenes financieros unitarios y un mayor peso dentro de los balances de los activos financieros que cotizan en mercados organizados de elevada liquidez.

En efecto, la volatilidad de los tipos de interés en los diferentes mercados financieros está operando sobre unos balances de las cajas que han sufrido importantes transformaciones en relación con los años anteriores: los instrumentos y productos financieros son más volátiles, como lo demuestran las «guerras» de activo y de pasivo, han aparecido productos derivados que no se contabilizan en el balance pero que están incrementando, a veces incontroladamente, el riesgo global de las cajas y, adicionalmente, se está registrando una importantísima disminución del plazo de los instrumentos con predominio absoluto del corto plazo tanto en las operaciones de activo como en las de pasivo, muchas de las cuales se encuentran ya referenciadas a tipos de interés variable, recogiendo, por tanto, de manera casi inmediata, la variabilidad de tipos en los mercados financieros.

Según el cuadro núm. 1, un porcentaje que se puede situar entre el 40 y el 50 por 100 del total del balance de las cajas tiene una referencia explícita y depende directamente de la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros, sin olvidar que el resto del balance depende también, aunque de manera menos automática, de aquélla. Por consiguiente, el control y la gestión del riesgo de interés adquieren una prioridad absoluta en función de la importancia cuantitativa de la volatilidad de los tipos de interés en los propios balances de las cajas de ahorros.

Por otra parte, la nueva normativa desarrollada por el Banco de España en sus circulares 5/93, 12/93 y 6/94 establece nuevas pautas en cuanto a las técnicas de medición, control y cobertura de los riesgos de mercado, aunque los riesgos de interés y de liquidez globales del balance se supervisen a través de la obligación de mantener sistemas de información y tecnologías capaces de controlar el riesgo financiero de las cajas.

Sin embargo, la necesidad de implantar sistemas de control y gestión del riesgo de interés tropieza en el seno de las cajas con algunas dificultades importantes: formación insuficiente, sistemas de información inadecuados a las exigencias del control de riesgos, necesidad de cambios organizativos importantes, descoordinación entre áreas y departamentos y, sobre todo, la necesidad de un cambio cultural que impregne todos los procesos de toma de decisiones de una filosofía de control de riesgos. Hay que reconocer que muchos de los cambios que una entidad necesita están ligados a la propia credibilidad de las técnicas utilizadas en la gestión de los riesgos financieros. Estas técnicas deben dar respuesta a los problemas de gestión a los que se

CUADRO NUM. 1

CAJAS DE AHORROS: RIESGO DE INTERES
(algunas *ratios* significativas)

Porcentaje sobre activo	*1990*	*1991*	*1992*	*1993*	*Junio 1994*
Crédito a tipo variable (*)	4,92	6,87	8,96	10,22	16,97
Valores sector público (**)	16,44	13,00	14,03	11,92	13,60
Entidades de crédito (neto)	6,82	9,14	8,89	15,02	12,89
Cesión temporal de activos	12,79	10,96	10,84	10,64	10,32
Operaciones de futuros	9,03	12,44	15,86	23,25	24,32

(*) Otros sectores residentes.
(**) Excluidos pagarés del Tesoro.

enfrenta una caja hoy de manera práctica y sencilla, ya que uno de los requisitos más importantes de las mismas es que sea comprendida y, por tanto, aplicable por el conjunto de la organización.

A continuación, se expone un enfoque práctico para el control y la gestión del riesgo de interés en las cajas de ahorros, basado en la separación de los dos mundos diferentes que conviven en el seno de una entidad financiera dedicada al negocio financiero al por menor: las posiciones de mercado y el negocio típico minorista.

II. SEGMENTACION FINANCIERA

Para abordar desde un punto de vista práctico y sencillo la gestión del riesgo de interés de las cajas, habría que empezar por segmentar el balance total, incluidas las operaciones contabilizadas fuera del mismo, en dos tipos de actividades:

a) En primer lugar, estaría el negocio típico con el conjunto de clientes compuesto por las operaciones de red comercial minorista, operaciones al por mayor, sector público, empresas grandes y pequeñas, etc., que se corresponde básicamente con las actividades de intermediación financiera y prestación de servicios *(banking book)*.

b) Por otra parte, están todas las operaciones situadas en el ámbito de tesorería y en los mercados de capitales, con sus correspondientes financiaciones. Se incluiría básicamente la deuda pública, los derivados y la cesión temporal de activos realizada en los mercados mayoristas. También se deberían incluir en este segmento las posiciones interbancarias de cualquier signo y en cualquier moneda que mantengan las cajas. En definitiva, se trata de separar claramente todas las posiciones que mantenga la caja en instrumentos negociados en los mercados financieros organizados. A este segmento de operaciones podemos denominarle posición de mercado o riesgo de mercado *(trading book)*.

En medio de ambos conjuntos existen una serie de operaciones que habría que situar en uno de ellos, al menos de una manera convencional: por ejemplo, las operaciones de compra y cesión de letras del Tesoro para clientes particulares o todas aquellas cesiones de bonos cuya contrapartida es un cliente habitual de pasivo o se distribuyen a través de la red minorista. Incluso las posiciones interbancarias pueden ser situadas en uno u otro segmento dependiendo de la función que asignemos a la tesorería y, en concreto, al mercado interbancario como depositario de la liquidez excedentaria de la caja. En cualquier caso, las interrelaciones entre los saldos netos de ambos segmentos se cuadrarían a través de posiciones activas o pasivas de interbancario a un día, lo cual no es más que la expresión del coste de oportunidad real de las inversiones realizadas.

Las diferencias entre ambos segmentos son notables, y muy significativas de cara al control y gestión del riesgo de interés. En el primero de los casos, la transmisión de las variaciones de los tipos de interés del balance de la caja no es directa, ya que intervienen otros factores de manera más determinante, como son la competencia entre entidades, la cuota de mercado, la política de precios, la estrategia comercial, los índices de referencia y otras. En el segmento de riesgos de mercado, las variaciones de los tipos de interés afectan de manera inmediata a la valoración de los mismos y, por consiguiente, determinan la obtención de pérdidas y ganancias en función de la evolución de los tipos de interés.

También existen diferencias contables entre ambos mundos. Si en un lado, el del negocio típico, predomina el criterio del coste histórico y los resultados afloran a través de los sistemas de periodificación, en el otro, en el de las posiciones de mercado, los resultados positivos o negativos afloran de diversas maneras a tenor de lo aprobado en la última circular del Banco de España (CBE 6/94):

— a través de la cuenta de resultados, y de forma inmediata, en el caso de las carteras de negociación, definidas según los criterios establecidos por el Banco de España;

— en el caso de la cartera de inversión ordinaria, pueden dar lugar a una minusvaloración de los recursos propios, aunque el margen financiero siempre irá recogiendo la diferencia entre los ingresos periodificados de la cartera y el coste de la financiación correspondiente, reconociéndose a la larga los efectos de las decisiones tomadas;

— una cartera de inversión a vencimiento financiada correctamente producirá un margen financiero fijo, y no afectará contablemente a los recursos propios, aunque su valoración a precios de mercado dependerá del nivel de los tipos de interés.

En cualquier caso, ambos segmentos de la actividad de la caja de ahorros implican estrategias de control y de gestión de riesgos diferentes. La suma de ambos constituye la posición global de la caja frente al riesgo de interés, pero la separación de estos mundos obliga a profundizar en las técnicas de gestión y de control de una manera diferenciada, a pesar de que, de alguna manera, podría haber una compensación financiera entre los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre ambas posiciones.

En términos muy generales, se puede decir que una caja de ahorros mantiene en su negocio típico una posición ante el riesgo de interés determinada, desde el punto de vista de la financiación, por el volumen de sus recursos propios y por la estabilidad del núcleo de depósitos que, a pesar de ser a la vista una parte significativa de los mismos, se comportan de una manera insensible ante variaciones de los tipos de interés (implícitamente reconocido en el proceso de elaboración de presupuestos) y, desde el punto de vista del activo, por la importancia que están adquiriendo los préstamos a tipo variable dentro de las carteras crediticias administradas. En este segmento, las cajas presentan frente al riesgo de interés un balance con predominio de las posiciones largas en el corto plazo y de las posiciones cortas en los plazos largos.

Por otro lado, las posiciones que mantiene una caja, siempre en términos globales, con relación a los mercados presentan a priori una sensibilidad de signo opuesto como consecuencia de que las cajas se han ido posicionando en inversiones a largo plazo financiadas con posiciones cortas; cesión temporal de activos en un caso o financiación interbancaria regular en otro, pero siempre a corto plazo.

La resultante de ambas fuerzas depende de la estructura de activos y pasivos y de vencimientos de cada caja. Si se compensan o no, o si su resultante es una posición demasiado abierta son cuestiones a analizar a la luz de las técnicas de control y gestión de los riesgos de interés y de las preferencias con relación al riesgo que tengan los gestores de cada caja de ahorros.

III. LOS RIESGOS DE MERCADO

La valoración correcta de la posición de mercado de una caja y de sus correspondientes riesgos requiere obtener una medida sintética de éstos, lo cual significa haber solucionado problemas importantes de medición y de integración de riesgos. No existen, por lo general, problemas de información, puesto que normalmente la información de las posiciones de mercado, en que se manejan importantísimos volúmenes de saldos por operación, es generalmente accesible por parte de cada entidad. Los problemas de control en esta área están más asociados a las técnicas de gestión y cobertura de los riesgos financieros y, sobre todo, al establecimiento de un sistema de medición de los mismos y la creación de una serie de límites a las posiciones, pero no con base en el volumen de las mismas, sino con base en el riesgo asumido *(value at risk)* durante un período de tiempo determinado.

Dada la volatilidad de los tipos de interés en el pasado reciente, las hipótesis sobre su comportamiento tienen que tener necesariamente en cuenta los cambios de pendiente de la curva de tipos de interés y las relaciones entre los mismos, de manera que conclusiones simplistas sobre hipotéticas variaciones del valor de una cartera en relación con las alteraciones genéricas en el nivel de los tipos de interés no resultan acertadas a la luz de lo ocurrido durante los últimos meses.

Por consiguiente, la importancia de los cambios en la estructura temporal de la curva de tipos de interés limita la validez de los modelos de medición del riesgo que parten de la asunción de hipótesis de desplazamientos paralelos de la curva que representa la estructura temporal de tipos de interés, como son el caso de las técnicas *gap* o duración. Estas técnicas tienen que ser complementadas con diversos escenarios de tipos de interés, siguiendo la metodología propia de los modelos de simulación o utilizando técnicas de valoración de *cash flows.*

Por otra parte, la elección del plazo y la propia finalidad de la inversión tienen una importancia decisiva a la hora de establecer las técnicas de gestión de riesgos de mercado más adecuadas: si en la cartera de negociación, definida de una manera estricta, son aplicables directamente los modelos de gestión y establecimiento de límites a los riesgos conocidos bajo la denominación *value at risk,* en la cartera de inversión, al contemplar un horizonte temporal más largo, las volatilidades y correlaciones utilizadas en el control diario de los riesgos de mercado son de más difícil aplicación.

1. El establecimiento de límites a los riesgos

El establecimiento de límites a los riesgos requiere, en primer lugar, la capacidad para medir éstos, distinguiendo entre el riesgo a muy corto plazo

(vinculado por lo general a la cartera de negociación) y el riesgo a medio y largo plazo. En todos los casos, el riesgo incurrido está ligado a la posibilidad de obtención de pérdidas por el efecto de un movimiento adverso de la curva de tipos de interés. Hay que partir del hecho de que, independientemente de su clasificación contable, una cartera ha de ser gestionada siempre en relación a su valor de mercado, lo cual está siendo gradualmente reconocido por los sistemas contables tradicionales.

En cuanto al riesgo a corto plazo, los movimientos recientes de los tipos de interés y de los tipos de cambio en sus diversos plazos ofrecen información, por lo general suficiente, para acotar las pérdidas máximas esperadas con una determinada probabilidad. Se establecería a continuación un sistema de seguimiento y control de los beneficios/pérdidas diarias en comparación con el nivel de riesgo calculado. Para los riesgos de mercado de la cartera de negociación, ésta puede ser una medida muy interesante, pues, de hecho, nada impide cerrar la posición dentro del día operando en mercados suficientemente líquidos y profundos.

La cartera de inversión, por el contrario, requiere una medida del riesgo vinculada a un plazo más largo y, en este sentido, las fluctuaciones recientes de la curva de tipos posiblemente ayudan bastante menos. En este caso, habría que fijar de una forma más intuitiva, y basándose en un análisis de las variables fundamentales de la economía, un escenario particularmente adverso para cada entidad, porque cada entidad debería saber qué tipo de movimiento paralelo y qué tipo de rotación le llevan a un escenario adverso. A veces, la realidad se encarga de demostrar que la variación de los tipos de interés puede ser mucho peor que la prevista en el citado escenario.

Para obtener el riesgo global de la entidad, siguiendo esta metodología, habría que obtener un escenario adverso para la totalidad de la caja que incluya el segmento del negocio típico y el de las posiciones de mercado, teniendo en cuenta que, para horizontes no muy largos, este escenario tendría que estar muy vinculado al más desfavorable aplicado sobre la cartera de inversión. A partir de aquí, habría que preguntarse si el riesgo asumido es aceptable en términos de cuenta de resultados, impacto en los recursos propios y/o en las valoraciones financieras causadas por las variaciones de los tipos de interés, analizando si estos impactos son asumibles financiera y/o contablemente. Si no lo son, habría que proceder a coberturas y/o reorganizaciones de la cartera de manera inmediata, o bien a medida que se produce un comportamiento que nos aproxima al límite prefijado. Si estamos dentro de los límites asumibles de riesgo, podremos observar el margen disponible para realizar nuevas operaciones que impliquen un incremento del mismo.

En cualquier caso, la fijación de un sistema de límites, autorizaciones y reglas de actuación conduce a una serie de acciones automáticas, a deliberaciones para evaluar la nueva situación o a tomar decisiones en función de la misma tales como ventas, coberturas, tomar nuevos riesgos, cambiar los límites o cualquier otra.

Naturalmente, estos principios son dinámicos y deben ser evaluados a lo largo del tiempo, dado que el balance de una caja podría irse cerrando o abriendo al riesgo de interés de forma natural con el paso del tiempo.

Hay que señalar, no obstante, la distancia que puede existir entre el plano financiero, que recogería la realidad económica de la caja, y el contable, que sólo recogería lo que tiene un impacto en el escenario considerado bien por la vía de la cuenta de resultados o por la vía de la minusvaloración de los recursos propios, lo cual podría posponer el reconocimiento de los impactos de las variaciones de los tipos de interés.

2. El efecto de los cambios en la pendiente de la curva de tipos

Actualmente, la curva de tipos de interés tiene una pendiente marcadamente positiva, lo que significa que el mercado espera una importante subida en los tipos a corto, mientras que los tipos a largo se mantendrán, o subirán menos, en términos relativos. En definitiva, espera una rotación de la curva hacia un mayor aplanamiento de ésta.

Para una caja de ahorros que, como es habitual, tiene una importante posición de liquidez, se presenta la alternativa del largo frente al corto plazo con todas sus posibles variantes y teniendo en cuenta, aunque parezca obvio, que siempre se está tomando una decisión, ya que no invertir a largo es decidir posicionarse en el corto plazo. Lo acertado de situarse en el largo plazo dependerá de los resultados obtenidos hasta la fecha de vencimiento a través de las cantidades contabilizadas en el margen financiero.

Bajo estas hipótesis, los resultados obtenidos por un posicionamiento a largo financiado a corto (alternativa a la inversión a corto plazo), al final, van a depender de que se cumplan los tipos implícitos. En efecto, en el caso de una inversión en deuda financiada a corto, y con los tipos de la misma curva, los resultados finales van a ser nulos si se cumplen los tipos implícitos, aunque la actual situación suponga márgenes positivos en los primeros períodos y negativos en los últimos, lo que se compensaría en su caso con la imputación a los recursos propios de la diferencia entre el valor de mercado y el valor de adquisición corregido.

Si esta rotación no se cumple y, por ejemplo, la curva actual se mantiene constante a lo largo del

tiempo, los resultados finales serán positivos. Para que los resultados finales sean negativos, simplificando, se podría decir que tendría que producirse una mayor rotación de la curva de tipos de interés que la esperada implícitamente (véase cuadro número 2).

IV. UN MODELO DINAMICO PARA LA GESTION DE LAS CARTERAS DE DEUDA

Una aplicación de esta metodología, de manera sencilla y adaptada a las particularidades de una caja de ahorros, es el modelo dinámico para la gestión de carteras de deuda en el que se intenta dar respuesta a los problemas prácticos de gestión de riesgos de mercado de una entidad financiera.

Se trata de un modelo para analizar el riesgo y las expectativas futuras de las inversiones en bonos y obligaciones del Estado de la cartera de inversión en función de las previsiones de tipos de interés, estudiando separadamente del resto de actividades el conjunto de deuda pública adquirida en firme o temporalmente, su financiación y las operaciones de futuro correspondientes (de cobertura o especulación), y todo ello siguiendo un enfoque financiero. Una vez definidos los conceptos incluidos en esta cartera, la información financiera de partida se podría clasificar siguiendo la metodología del *gap* para representar gráficamente el riesgo de interés asociado a una cartera de largo plazo financiada con instrumentos a corto (véase cuadro número 3).

Una cartera de este tipo produce unos resultados que se reflejan en dos escalones de la cuenta de resultados de una entidad: por una parte, tenemos el efecto neto sobre el margen de intermediación como diferencia entre los ingresos y los costes financieros, y por otra parte, las plusvalías y/o minusvalías asociadas al valor de mercado de esta cartera.

En lo que sigue, hablaremos de impacto en el margen financiero y en las valoraciones, aunque, en algún caso (cartera de negociación), el impacto por valoraciones se incluya en el margen financiero de las cuentas de resultados. Los cambios en el valor financiero se reflejarán, contablemente o no, en los recursos propios si la cartera está clasificada como de inversión ordinaria o a vencimiento.

Dado que los modelos habituales de simulación y duración (o valoraciones) no recogen satisfactoriamente los efectos a lo largo del tiempo en el margen y en las valoraciones, resultaba necesario desarrollar un modelo que combine ambas técnicas y que pueda ser aplicado, sobre todo, a carteras que se mantienen durante un espacio largo de tiempo (básicamente, inversión a vencimiento e inversión ordinaria).

CUADRO NUM. 2

EFECTO DE LAS ROTACIONES EN LA CURVA DE TIPOS DE INTERES

Instrumento a tres años con tipo de interés a vencimiento financiado a un año

Hipótesis: no se cumplen las expectativas del mercado produciéndose una rotación en la curva inferior a la esperada

	Hoy	*Año 1*	*Año 2*	*Año 3*
Valoración financiera	0	20	22	24
· Inversión	1.000	1.110	1.221	1.355
· Financiación	– 1.000	– 1.090	– 1.199	– 1.331
Margen financiero contable		17	9	– 1
· Inversión		107	118	131
· Financiación		– 90	– 109	– 132
Valoración contable (*)		3	– 4	0
· Cotización		1.110	1.221	1.355
· Precio adq. corregido		1.107	1.225	1.355
Cambio de valoración		3	– 7	4
Efecto contable total		20	2	2
Tipos cupón cero				
· 1 día	7,800			
· 1 año	9,000	10,000	11,000	11,000
· 2 años	10,243	10,499	11,000	11,000
· 3 años	10,660	10,666	11,000	—
· 4 años	10,870	10,749	—	—
· 5 años	10,995	—	—	—
Tipos implícitos a 1 año				
· 1 año	11,500	11,000	11,000	11,000
· 2 años	11,500	11,000	11,000	—
· 3 años	11,500	11,000	—	—
· 4 años	11,500	—	—	—

(*) Como cartera de inversión ordinaria. Según la Circular 6/1994 del BE, los ajustes positivos sólo se reconocerían para compensar ajustes negativos.

1. Ejemplo previo

Tenemos como ejemplo previo la compra de un Bono con vida remanente dos años y cupón 10 por 100, en el que se han tenido en cuenta la periodificación de las diferencias entre el precio de reembolso y el precio de adquisición para carteras de inversión ordinaria o a vencimiento, de acuerdo con la nueva normativa contable (cuadro núm. 4). En este ejemplo, se parte del supuesto de que se cumplen en el futuro los tipos implícitos en la curva actual, y en él se puede observar:

a) La insuficiencia de la simulación para recoger la realidad financiera de las carteras de deuda, la cual es más acusada al incrementarse la pendiente de la curva de tipos. En este caso concreto, la simulación nos estaría dando unos resultados positivos iniciales que, en realidad, no son tales. Por tanto, es necesario considerar conjuntamente el margen financiero y las valoraciones.

b) La evolución de las valoraciones de forma natural con el paso del tiempo.

CUADRO NUM. 3

ANALISIS GAP CARTERA DE INVERSION

Vencimientos	*Total*	*1 mes*	*1-3 m.*	*3-6 m.*	*6 m.-1 a.*	*1 a.-2 a.*	*2 a.-3 a.*	*3 a.-5 a.*	*5 a.-10 a.*	*Resto*
Adquisición temporal	25.000	25.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Cartera adquirida en firme	95.000	5.000	5.000	7.500	5.000	20.000	30.000	10.000	10.000	2.500
Derivados s/deuda (IRS)	0	12.500	– 15.000	0	0	– 12.500	15.000	0	0	0
Activo sensible	120.000	42.500	– 10.000	7.500	5.000	7.500	45.000	10.000	10.000	2.500
Financ. bancaria	5.000	5.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Recursos ajenos (cta.)	92.000	50.500	13.000	8.000	2.500	2.500	1.000	5.000	7.500	2.000
Pasivo sensible	97.000	55.500	13.000	8.000	2.500	2.500	1.000	5.000	7.500	2.000
GAP período		– 13.000	– 23.000	– 500	2.500	5.000	44.000	5.000	2.500	500
Porcentaje s/activo		– 1,30	– 2,30	– 0,05	0,25	0,50	4,40	0,50	0,25	0,05
GAP acumulado		– 13.000	– 36.000	– 36.500	– 34.000	– 29.000	15.000	20.000	22.500	23.000
Porcentaje s/activo		– 1,30	– 3,60	– 3,65	– 3,40	– 2,90	1,50	2,00	2,25	2,30
Variaciones valoración recursos propios según metodología Basilea (descenso de los tipos de interés)										
Cambio recursos propios	1.043	0	– 46	– 2	18	63	774	125	89	23

c) Que si se cumplen los tipos implícitos, los resultados globales son nulos, aunque se obtienen unos resultados de signo contrario por margen y por valoraciones. Hay que advertir que los resultados no siempre tendrían que ser nulos en un modelo de este tipo más desarrollado, pues, por ejemplo, parte de la financiación podrían ser cesiones de la red comercial a precios algo más bajos que los practicados en el mercado interbancario correspondiente.

d) La correspondencia final entre resultados financieros y contables, incluyendo las valoraciones pertinentes.

2. Resultados pasados y resultados futuros

Cuando compramos títulos de deuda, o bien renunciamos a invertir en el interbancario o bien recurrimos a financiarnos en éste. A partir de aquí, y bajo la hipótesis de financiación en el interbancario día a día, podemos ir viendo los resultados obtenidos en el margen y en las valoraciones de una manera dinámica; es decir, considerando que la financiación necesaria aumenta al capitalizar sus intereses y disminuye con los cobros de cupones.

De la misma forma utilizada para analizar los resultados pasados, se pueden analizar los resultados futuros, tomando como punto de partida la situación actual, asumiendo los resultados hasta la fecha y tratando de evaluar los impactos positivos o negativos adicionales; es decir, la rentabilidad esperada bajo diversos escenarios y el riesgo implícito en la posición actual.

3. Utilización para la fijación de límites a los riesgos

Cada combinación de hipótesis de tipos de interés y estrategia producirá una secuencia temporal de valoraciones y efectos sobre el margen con sus resultados netos. Fijado el riesgo máximo que una entidad estaría dispuesta a asumir a una determinada fecha en millones de pesetas (que se correspondería con un impacto total = margen + valoraciones), podríamos utilizar el modelo para evaluar si estamos dentro del nivel de riesgo deseado estudiando los efectos de comportamientos desfavorables en los tipos de interés que entren dentro de lo razonable. Alternativamente, podría estudiarse qué variación de los tipos de interés provoca una pérdida igual a la máxima asumible o el impacto en el nivel de riesgo de una determinada operación, incluso de cobertura.

Al estudiar las posibles variaciones de los tipos de

CUADRO NUM. 4

RESULTADOS COMPRA BONO CON TIPOS FUTUROS = TIPOS IMPLICITOS

Nominal		100
Cupón		10,00%
Plazo remanente		2 años
Tipos de interés		
Implícitos	8,000%	9,000%
Cupón cero	8,000%	8,499%
Precio de compra	102,701	
TIR	8,475%	

Concepto	*Año 1*	*Año 2*
Margen contable período	0,488	– 0,488
· Ingresos financieros cupón	10,000	10,000
· Gastos financiación	– 8,216	– 9,083
· Periodif. dif. reemb.-adquisición	– 1,296	– 1,406
Valoración deuda (mercado)	100,917	100,000
Precio adquisición corregido	101,406	100,000
Efecto en recursos propios período	– 0,488	0,488
Valoración financiera	0,000	0,000

interés, se abre un amplio espectro de hipótesis: cumplimiento de tipos implícitos, desplazamientos paralelos de la curva, rotaciones, etc., entre los que elegir el escenario más probable (resultados esperados) y otro particularmente adverso (riesgo asumido).

4. Ejemplo de impacto de movimientos en los tipos de interés

Consideremos la compra al 31 de diciembre de 1993 de 1.000 millones nominales de un Bono con cupón 10,50 por 100, con una vida remanente de cuatro años cuando los tipos de interés están al 9,50 por 100 (para simplificar, curva de tipos de interés plana) y teniendo en cuenta también aquí la contabilización en el margen financiero de las diferencias entre los precios de reembolso y de adquisición (cuadro núm. 5).

Tal como hemos visto con anterioridad, si los tipos no varían, el impacto será nulo. Si los tipos bajan 100 puntos básicos dentro de ciento ochenta días, se produce un impacto inicial que genera unos resultados de 31,2 millones a finales del primer año que irán creciendo anualmente en un 8,50 por 100 que es exactamente el nuevo tipo de interés. En el año 1996 el crecimiento es ligeramente superior, al ser bisiesto.

Ante una subida de un punto en los tipos de interés, las pérdidas globales al finalizar 1994 serían de 30,3 millones y crecerían anualmente a una tasa igual al nuevo tipo de interés, es decir, un 10,50 por 100.

Este ejemplo pone de relieve una serie de consecuencias entre las que habría que resaltar las siguientes:

a) Las plusvalías obtenidas por bajadas de los tipos de interés se reducen a lo largo del tiempo, pues se van traspasando al margen financiero. Algo similar, pero de signo contrario, sucede con las minusvalías provocadas por bajadas de tipos de interés.

b) Al considerar la financiación, los resultados dependen del coste de la misma (o, alternativamente, de la evolución de los tipos de interés). En este contexto, no es válida la argumentación de que para los títulos de renta fija, a su vencimiento, la rentabilidad obtenida no depende de los tipos de interés, ya que para una cartera de inversión a vencimiento, los resultados financieros van a depender de la efectividad y características de las financiaciones vinculadas a dichos valores.

c) Con una curva de tipos plana, el cumplimiento de los tipos implícitos no provoca ningún desajuste en el margen.

Un modelo de este tipo debería integrarse y ser una parte del modelo de simulación de la entidad. Por otra parte, si bien está referido a las carteras de deuda, el modelo podría utilizarse para todo tipo de activos de renta fija que admita valoración a precios de mercado. Se podrían incluir títulos de renta fija privada, certificados del Banco de España, renta fija de otras administraciones públicas, letras del Tesoro y otros, aunque cada uno de estos activos podría tener sus propias características.

V. LOS MODELOS DE SIMULACION EN LAS CAJAS

La simulación exige la creación de un modelo en el que, fundamentalmente, se plasman el comportamiento de las masas del balance, el esquema de

CUADRO NUM. 5

EFECTO VARIACION TIPOS DE INTERES SOBRE UN BONO DE 1.000 MILLONES NOMINALES Y CUPON 10,50 % COMPRADO CON CUATRO AÑOS DE VIDA REMANENTE CUANDO LOS TIPOS ESTAN AL 9,50 % (CURVAS PLANAS) (LA COMPRA SE EFECTUA EL 31-12-1993 CON UN DESEMBOLSO DE 1.031,8 MILLONES)

	1994	*1995*	*1996*	*1997*
Bajada 100 PB : T/I = 8,50% (*)				
Efecto en margen acumulado	5.241.673	15.935.796	27.496.677	39.925.219
+/– ajuste recursos propios (**)	26.009.118	17.971.313	9.300.760	0
Efecto financiero total	31.250.791	33.907.109	36.797.437	39.925.219
Incremento	—	8,50	8,52	8,50
Subida 100 PB : T/I = 10,50% (*)				
Efecto en margen acumulado	– 5.218.119	– 16.014.602	– 27.903.705	– 40.924.918
+/– ajuste recursos propios (**)	– 25.105.581	– 17.493.086	– 9.132.420	0
Efecto financiero total	– 30.323.700	– 33.507.688	– 37.036.125	– 40.924.918
Incremento	—	10,50	10,53	10,50

(*) Variaciones de tipos dentro de 180 días.
(**) Según la Circular 6/1994 del BE ajustes positivos sólo se reconocerían para compensar ajustes negativos.

formación de los tipos de interés de las nuevas operaciones y el plazo de éstas. Aunque todo ello exige un considerable esfuerzo, que es necesario repetir periódicamente, dado que todo va variando a lo largo del tiempo, es preciso señalar que sólo un número relativamente reducido de masas de balance es realmente relevante para la predicción y para la estimación del impacto global producido por las variaciones de los tipos de interés. Así, por ejemplo, probablemente no sería conveniente desgastarse mucho en la modelización del comportamiento de las cuentas mutuas mantenidas entre las entidades de crédito y, en cambio, sí sería muy relevante el ahorro vista y las imposiciones a plazo.

La simulación exige también una cierta práctica a lo largo del tiempo, y un contraste con la realidad analizando las desviaciones para saber si se han producido debido a que las masas de balance han sido diferentes a las presupuestadas, o a que el comportamiento de los tipos de interés ha sido diferente del previsto, o a que se han aplicado unos diferenciales incorrectos, o a que se han producido cancelaciones anticipadas no esperadas o renegociaciones de tipos de interés. En cualquier caso, es importante señalar que la credibilidad de los resultados del método de simulación es función directa de la calidad de los datos de entrada y, sobre todo, de la manera en que se trasladan a aquél la política de productos, de precios y de plazos practicada por cada caja de una manera dinámica, es decir, variable con el tiempo y acorde con la realidad.

Los modelos de simulación, además de representar de la manera más fiable el comportamiento futuro de la caja en diferentes escenarios, persiguen los siguientes objetivos:

• Obtener un valor más probable para el margen financiero al cierre del ejercicio y, consecuentemente, la tendencia a corto plazo partiendo de la situación actual. Para cumplir con este objetivo, son indudables las ventajas de la simulación frente a otros métodos empleados, pero sólo si la modelización es correcta. La obtención de este resultado es una información altamente relevante para la Dirección de cara a las cuentas anuales de la caja, y puede generar determinadas decisiones de actuación en el corto plazo.

• Prever la tendencia del margen financiero a largo plazo, lo que puede conducir a tomar decisiones estratégicas en la entidad.

• Calcular el impacto de diferentes movimientos de los tipos de interés sobre la cuenta de resultados. En este punto, es preciso señalar dos extremos: en primer lugar, la necesidad de considerar un escenario más largo, dado que los tipos de interés producen un efecto pequeño en el corto plazo en algunas masas del balance, y, en segundo lugar, la necesidad de considerar rotaciones en la curva de tipos de interés.

• Obtener un valor representativo del riesgo asumido a largo plazo, incluyendo evolución de los resultados y de las valoraciones.

Si consideramos un escenario de tiempo muy largo, en el que no se producen incorporaciones de operaciones de plazo medio y largo, la simulación sería una herramienta suficiente. Dado que la realidad no es ésta, hay que agregar en cada momento del tiempo, y especialmente en cierres anuales, semestrales y final del horizonte, las valoraciones pertinentes de activos, pasivos y derivados.

Partiendo de la reflexión inicial sobre la necesidad de segmentar financieramente las actividades de una caja en dos áreas separadas, los riesgos de mercado y la actividad típica, habría que destacar el hecho de que en todos los casos, a nivel de técnicas de gestión del riesgo de interés, el negocio comercial desarrollado con los clientes de una caja tan sólo cabe tratarlo a través del método de la simulación, dentro del cual los problemas más importantes a tratar son: la obtención de la información significativa sobre las masas del balance, la previsión de los tipos de interés en los mercados, o de los índices de referencia, y la aplicación real de la política de precios de una entidad en un modelo de simulación de manera fiable.

La condición previa antes de intentar realizar una simulación es la de contar con una información de base que represente con fiabilidad el comportamiento real de la cartera de activos y pasivos de la caja. Si no está disponible esta información de base, la simulación probablemente tendría escasa credibilidad. Superada esta dificultad, al iniciar un proceso de simulación, hay que resolver dos problemas fundamentales:

1) El primero tiene que ver con los problemas de agregación/desagregación de la información: cómo agregar operaciones con una mínima pérdida de información y cuándo decidir que una operación de la caja es una operación del modelo. En esta decisión juegan fundamentalmente criterios de mercados e importe. Este es el dilema entre operatividad y precisión en el que habría que alcanzar un punto de equilibrio.

2) El otro aspecto fundamental es cómo cumplir a la vez, utilizando las herramientas del modelo particular, con las dos condiciones que deben tener los movimientos:

— unos *cash flows* previstos que permitan una valoración correcta de los activos subyacentes en todo momento;

— una periodificación correcta acorde con los criterios contables en vigor.

Problemas que, aunque pueden parecer de fácil solución, no lo son. Un ejemplo puede ser lo que sucede cuando las operaciones tienen algún tratamiento especial, como es el caso de la periodificación del diferencial nominal-precio de adquisición en

los bonos del Estado, siguiendo la normativa contable vigente en este momento.

Suponiendo resueltos los puntos anteriores, hay que tener en cuenta que a pesar del gran número de variables que intervienen, sólo un número relativamente reducido es realmente significativo aunque su importancia puede variar dependiendo de cada entidad:

a) Por una parte, es importante una correcta presupuestación de los saldos de ahorro vista de retribución baja, por los elevados diferenciales que aportan al margen financiero. En este caso, habría que tener en cuenta tanto la estacionalidad como la tendencia, que puede variar dependiendo de los escenarios de tipos de interés.

b) Asimismo, y por el mismo motivo, habría que dedicar especial atención a la estimación de los saldos de activo y pasivo de partidas de rentabilidad y coste nulo, respectivamente. Este sería el caso de determinados anticipos y cuentas de recaudación del sector público y, también, del *cash flow* que incrementa la diferencia entre los activos y pasivos que intervienen en el margen financiero.

c) El resto de partidas con un cierto peso en el balance también es importante, pero su correcta presupuestación es menos crítica a medida que los márgenes obtenidos en comparación con el interbancario son más reducidos.

d) Otra variable importante a considerar es el comportamiento de los diversos índices de referencia en comparación con la curva básica del modelo establecida en base al MIBOR, los mercados de deuda y de IR *swaps.* Los ejemplos más significativos pueden ser los índices más utilizados como referencia en la cartera de préstamos hipotecarios: el índice CECA y el TAE de préstamos hipotecarios de cajas para vivienda libre (ver gráfico 1).

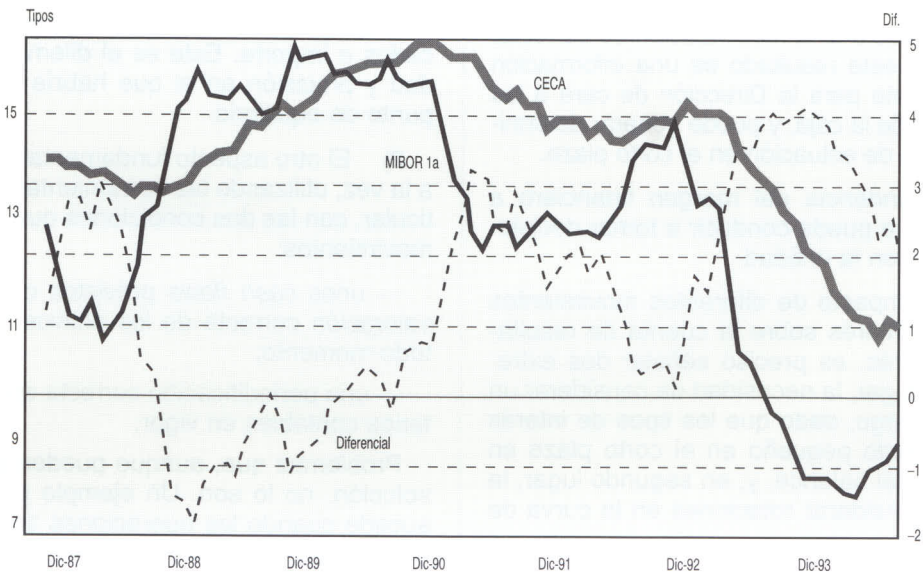
e) Hay que estimar y revisar periódicamente los diferenciales que se obtienen en diversos productos tales como imposiciones a plazo y los retardos que se pueden producir en la transmisión de los tipos de interés.

f) También habría que plasmar de alguna forma los comportamientos asimétricos y las opciones implícitas que se producen, fundamentalmente, en el ámbito de la clientela de las operaciones al por menor, como se ha demostrado en el caso de los créditos hipotecarios.

g) El epígrafe de préstamos hipotecarios requiere un tratamiento diferenciado en cuanto a política de tipo fijo/variable, plazo, índice de referencia, diferenciales aplicados, tipo fijo inicial promocional, comisiones, cancelaciones anticipadas y prepagos (normales y por tipos elevados), posibles renegociaciones de tipos, morosidad, topes a los tipos de interés, período fijo inicial, plazo entre revisiones de tipos, etc. Este es un producto en el que se manifiesta de forma clara el comportamiento asimétrico ante variaciones de los tipos de interés, sobre todo en las renegociaciones de tipos y en las cancelaciones anticipadas y prepagos. Este producto es, por tanto, el más difícil de modelizar, y también el que puede mostrar una mayor dificultad para tener una información de base que represente con fidelidad el comportamiento de la cartera de la caja.

h) En el conjunto de las inversiones crediticias, pero sobre todo en el capítulo de créditos y présta-

GRAFICO 1
DIFERENCIAL CECA-MIBOR 1 AÑO



mos personales, es también importante modelizar la morosidad.

i) También deben modelizarse adecuadamente los derivados, recogidos habitualmente en los modelos de simulación a través de un par de posiciones, una larga y otra corta.

j) Por supuesto, los resultados dependen de los tipos de interés previstos, en mayor medida cuanto más abierto o menos cubierto se encuentre el balance de la caja.

k) Además de la presupuestación de las masas y de la política de precios, el tercer elemento de los modelos de simulación es la política comercial de plazos y de instrumentos practicada por cada entidad.

VI. LA GESTION DE LOS RECURSOS PROPIOS DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL RIESGO DE INTERES

Hasta ahora, hemos considerado el efecto de los tipos de interés sobre el margen financiero o, lo que es lo mismo, sobre los beneficios (consideramos los resultados de la cartera de negociación dentro del margen financiero). Adicionalmente, hemos hablado del impacto de las valoraciones de la cartera de inversión ordinaria en los recursos computables y de las valoraciones financieras de la cartera de deuda más derivados. En general, hemos tratado de los riesgos reconocidos contablemente.

Sin embargo, no hay que olvidar que no es lo mismo a efectos de gestión del riesgo de interés inmunizar el margen financiero que inmunizar los recursos propios. El mejor ejemplo lo proporciona la cartera de inversión a vencimiento: si tomamos deuda clasificada como cartera de inversión a vencimiento que esté financiada mediante pasivos al mismo plazo, es evidente que hemos inmunizado el margen obtenido, pero el valor de este negocio, equivalente a un bono a tipo fijo, no es indiferente a los tipos de interés, disminuyendo cuando los tipos suben y aumentando cuando los tipos bajan.

Además, hay otra serie de partidas, principalmente en el ámbito de préstamos hipotecarios, bonos de tesorería, títulos hipotecarios, financiación subordinada, ahorro vista y otras para las que no se reconoce en la contabilidad una valoración *marked to market* (que debería hacerse con las curvas de cada mercado correspondiente), pero que producen efectos reales sobre el margen, y que incluso podrían compensar la posición de cada caja en los mercados financieros.

La metodología a aplicar también está asociada a los modelos de simulación. A través de los mismos, habría que calcular los márgenes financieros futuros (y, mejor, los *cash flows* futuros) bajo diversos escenarios de tipos, para evaluar a continuación, a través del descuento de estos flujos, el impacto de las variaciones de los tipos de interés en la valoración de los recursos propios. En este proceso, habría que modelizar las condiciones futuras del mercado, sobre todo, la mayor competencia con estrechamiento de márgenes y la mayor cultura financiera de los clientes.

Esta metodología es distinta de la propuesta por el BIS para la medición de los riesgos de interés en las entidades financieras, ya que la propuesta de Basilea implica unas hipótesis lineales sobre el comportamiento de las masas del balance y de los tipos de interés contradictorias con la evolución real de los mismos.

VII. CONCLUSIONES

Las técnicas utilizadas en el control y la gestión de los riesgos de interés de las entidades financieras, y de las cajas en particular, dado su alto componente de negocio minorista, deben combinar dos atributos contrapuestos: por una parte, deben ser sencillas para ser útiles y comprendidas por los gestores, y también por los supervisores financieros y, por otra, deben recoger de una manera fiable la complejidad del comportamiento financiero en la actualidad. De la combinación de ambas depende su propia credibilidad y, consiguientemente, su aplicación práctica.

Para aplicar estas técnicas sobre una caja de ahorros, hay que empezar segmentando sus actividades en dos áreas diferentes: los riesgos de mercado, donde se incluyen todas las posiciones tanto dentro como fuera de balance mantenidas en los mercados financieros, y el negocio tradicional, en el que se contabilizan las cuentas activas y pasivas con el conjunto de clientes.

La metodología aplicable al conjunto de riesgos de mercado, cuando se contempla a medio y largo plazo, debe incluir necesariamente los efectos en la cuenta de resultados y en la valoración financiera de la posición de la caja en los diferentes mercados. Aunque esta metodología se encuentra con serios problemas de integración de diferentes riesgos, debe servir, en el terreno del riesgo de interés, para conocer los riesgos incurridos, establecer límites a los mismos, sabiendo que la mayor parte de las veces estas variaciones no se producen como un desplazamiento paralelo de la curva de tipos, sino como un cambio más o menos pronunciado de la pendiente de ésta.

Aplicado sobre el riesgo de interés, el método propuesto (una combinación de las técnicas de simulación y duración) puede y debe ser aplicado como una parte sustancial del método global de control del riesgo de interés del conjunto de la caja, para lo cual no existe otra herramienta disponible que no pase por los ejercicios de simulación. De esta manera, no solamente se puede analizar la evolución de los be-

neficios futuros, sino también la variación del valor financiero de los recursos propios de la entidad, fin último de la gestión financiera.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ABELLÓ RIERA, Javier; OLLER MACÍA, Jordi, y VILA SANTANDREU, Jordi (1992), *Introducción a las opciones financieras,* Eada Gestión.

AFI (1994), «Las recomendaciones del G-30 sobre instrumentos derivados», *Análisis Financiero Internacional,* diciembre-enero.

BANCO BILBAO VIZCAYA, *Opciones y futuros sobre índices bursátiles,* Situación 1994/1.

BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS (1989), *Cuantificación de la exposición de los bancos al riesgo de tipo de interés: propuesta de un método de medición,* Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (BS/89/3), febrero 89.

BARAÑANO, Juan José (1992), «Los sistemas de medición del riesgo de interés», *Estrategia Financiera,* marzo 92.

BIERWAG, Gerald O. (1987), *Análisis de la duración. La gestión del riesgo de tipo de interés,* Alianza Editorial.

BRIGGS, Peter W. (1992), *Gestión del riesgo de cambio,* Eada Gestión.

CECA (1993), «El riesgo en las entidades de crédito», *Coyuntura Económica,* noviembre-diciembre.

COSTA RAN, Luis, y FONT VILALTA, Montserrat (1992), *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial,* Esic Editorial.

DE LA LAMA, Arturo (1993), «Sensibilidad del activo y pasivo ante variaciones de tipos de interés», *Perspectivas del Sistema Financiero,* núm. 43.

EZQUIAGA, Ignacio (1991), *El mercado español de deuda del Estado,* Editorial Ariel, S. A.

FREIXAS, Xavier (1990), *Futuros financieros,* Alianza Editorial.

GARCÍA DE BERNARDO, Bernardo; ESEVERRI OHARRIZ, M.ª Elena, y URRIZA CHOCARRO, Antonio (1994), *Los nuevos activos financieros,* Caja de Ahorros de Navarra.

GONZÁLEZ CATALÁ, Vicente (1992), *Análisis de las operaciones financieras bancarias y bursátiles,* Ediciones Ciencias Sociales.

HULL, John C. (1993), *Options, futures, and other derivative securities,* Prentice-Hall International, Editions.

LAISECA, Ricardo (1994), «Riesgos bancarios y tipos de interés», *Ekonomiaz,* 28, Revista Vasca de Economía.

LAMOTHE, Prosper (1993), *Opciones financieras,* McGraw Hill.

MADRID PARRA, Agustín (1994), *Contratos y mercados de futuros y opciones,* Editorial Tecnos, S. A.

MARTÍN MARÍN, José Luis, y RUIZ MARTÍNEZ, Ramón Jesús (1991), *El inversor y los mercados financieros,* Editorial Ariel, S. A.

MARTÍNEZ ABASCAL, Eduardo (1993), *Futuros y opciones en la gestión de carteras,* McGraw Hill.

MENEU, Vicente; JORDÁ, María Paz, y BARREIRA, María Teresa (1994), *Operaciones financieras en el mercado español,* Editorial Ariel, S. A.

MENEU, Vicente; NAVARRO, Eliseo, y BARREIRA, María Teresa (1992), *Análisis y gestión del riesgo de interés,* Editorial Ariel, S. A.

MAULEÓN, Ignacio (1992), *Control de riesgos financieros en banca,* Fedea.

PLATT, Robert B. (1986), *Controlling interest rate risk,* John Wiley & Sons.

POVEDA, Raimundo (1994), «El marco regulador de las entidades de crédito en España: la regulación del riesgo», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA,* núm. 58.

RODRÍGUEZ DE CASTRO, James (1993), *El riesgo flexible. Teoría y práctica de los instrumentos derivados,* Ciencias de la Dirección, S. A.

VALERO LÓPEZ, Francisco J. (1988), *Opciones en instrumentos financieros,* Editorial Ariel, S. A.

VAN HORNE, James C. (1968), *Financial management and policy,* Prentice-Hall International Editions.

— (1971), *Fundamentals of financial management,* Prentice-Hall International Editions.

LA GESTION EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

Manuel Antonio Méndez del Río

El paulatino estrechamiento de los márgenes financieros —en mínimos históricos, situándose, a septiembre de 1994, en el punto más bajo de las últimas décadas— y la creciente volatilidad de las cuentas de resultados de las entidades —recuérdense, por ejemplo, las significativas pérdidas por operaciones financieras de bancos y cajas en el segundo trimestre de 1994, frente al excelente resultado acumulado en el primer semestre de 1993— nos obligan, en mi opinión, a reflexionar sobre la bondad de los sistemas de gestión utilizados por las entidades financieras, y sobre su aparente ineficacia en entornos volátiles.

En este sentido, y partiendo de la definición de la propia esencia de la actividad bancaria, puede ser útil revisar los distintos desarrollos de gestión que han venido utilizando las entidades financieras, incluida la llamada gestión de activos y pasivos, intentando evidenciar su, por otro lado, previsible insuficiencia y, por tanto, la necesidad de desarrollar nuevos modelos de gestión.

Por expresarlo a la manera de Kaufman, la banca (englobando en este término la actividad de mediación propia de bancos y cajas) actúa como mediadora entre las unidades de gasto con superávit y las unidades de gasto con déficit, procurando la captación del ahorro y su canalización hacia la inversión; y realizando además otras funciones, no menos importantes, como creadora de medios de pago, mediadora en los mismos, administradora de patrimonios, servicios de asesoría, etcétera.

La teoría financiera clásica fundamenta la existencia de los intermediarios financieros, bancos y cajas, en las imperfecciones de los mercados; así, como nos recuerdan el profesor Berges y la profesora Soria en su trabajo «La empresa bancaria y la moderna teoría financiera», es obvio que si el mercado financiero no presentase fricciones de ningún tipo, ni costes de transacción, ni problemas en la obtención de la información, y si los activos financieros fueran libremente divisibles, no habría razón alguna para que aquéllas existiesen.

En esta línea teórica se apoya tal existencia; bien sea en la capacidad que como intermediarios financieros tienen de producir activos con menores costes transaccionales que aquellos en los que incurrirían otros agentes económicos (economías de escala y alcance), bien sea en la existencia de información asimétrica en los mercados, o bien sea en el llamado coste de agencia; esto es, en la dificultad que tendrían los agentes económicos no especializados para controlar la bondad de la calidad del activo a lo largo de la vida de éste.

Siguiendo el desarrollo de los profesores Berges y Soria, alrededor del análisis teórico de la necesidad de la actividad bancaria se han desarrollado varios modelos de gestión de entidades financieras que parecen un tanto desenfocados.

El primero asimila la actividad bancaria a los procesos manufactureros e industriales, intentando modelizar la empresa bancaria en términos de *inputs* y *outputs;* esto es, como captadores y transformadores de materia prima. El modelo clásico, como señala Lindley, consiste en considerar la actividad crediticia, los préstamos, como el *output* típico, considerando, por tanto, los préstamos y créditos como la variable de decisión, y los depósitos como la variable exógena.

Desde esta óptica, la excelencia en la gestión vendría determinada por la capacidad de la entidad de encontrar equilibrios óptimos entre los niveles obligatorios de reservas, los de activos líquidos, y los de préstamos y créditos.

Las obvias limitaciones de este enfoque, que considera el pasivo determinado por la demanda, y exógeno, por tanto, a la entidad, se contemplan en el otro enfoque, menos extendido, que considera al pasivo como el *output* (el producto típico de la actividad bancaria), constituyéndose éste en la variable de decisión, y considerando la actividad crediticia como la variable exógena.

Desde este enfoque, la clave de la gestión de las entidades vendría determinada por la habilidad de la institución de encontrar equilibrios óptimos entre el nivel de recursos propios y el de recursos ajenos, y la composición de éstos a través de una producción diferenciada de ellos.

Estos enfoques reduccionistas se ven superados, de alguna manera, por la teoría de carteras, que considera la actividad bancaria compuesta por un conjunto de activos financieros cuyas rentabilidades se pueden considerar exógenas; esto es, no directamente relacionadas con los procesos de producción. En este sentido, los pasivos bancarios serían activos financieros con pesos negativos en la cartera de valores.

Desde esta perspectiva, la clave es maximizar el beneficio mediante combinaciones óptimas de reservas, préstamos y depósitos; es decir, maximización del beneficio esperado suponiendo, como es norma en la teoría de carteras, la aversión al riesgo.

Ciertamente, este enfoque, a diferencia de los anteriores, considera la interdependencia de activos y pasivos, pero ignora aspectos fundamentales de la actividad, tales como los costes transaccionales, los costes de información, los de producción, o la existencia de otras actividades no menos importantes, como las de provisión de servicios financieros, al margen de los activos/pasivos considerados. Asimismo, cae en el error de considerar las rentabilidades o tipos de interés como totalmente exógenos a las entidades, como si los precios fueran determinados nada más que por la demanda, y en absoluto por el coste.

Como desarrollos derivados de los anteriores, se presentan enfoques, llamados integradores, que tratan de tener en cuenta los distintos aspectos de la actividad bancaria, atomizando los procesos de producción en diferentes *inputs* y *outputs,* conceptualmente diferentes, si bien con algunas funciones de producción conjunta.

Desde esta óptica, la excelencia en la gestión vendría determinada por la identificación y manejo de los diferentes procesos internos, desde el convencimiento de que optimizar las partes conduce a optimizar el todo, argumento, en principio, discutible.

¿Cuál es la relevancia que tienen estos enfoques en la actualidad?

Los llamados procesos de desregulación, liberalización, innovación financiera y tecnológica, internacionalización y globalización de los mercados financieros han producido cambios dramáticos en el marco competitivo de las entidades financieras; las entidades están viéndose sometidas a un proceso continuo y acelerado de transformación, especialmente crítico en los últimos años.

A modo de ejemplo, podemos destacar, en los años ochenta, la liberalización de las operaciones bancarias (la liberalización de oficinas en 1985 o la muy importante de tipos de interés y comisiones de 1987, la facilidad de entrada y de apertura de oficinas de la banca extranjera en 1988, el lanzamiento de la «supercuenta» del Banco Santander en 1989), y en los noventa, la guerra por los depósitos, la reducción del coeficiente de caja, la liberalización del movimiento de capitales en 1992 y 1993, la guerra de las hipotecas de 1994, etc., acontecimientos que han ido produciendo un impacto significativo en la cuenta de resultados de nuestras entidades.

La caída generalizada de los márgenes de mediación, la morosidad, la fuerte recesión económica vivida, de la que afortunadamente empezamos a salir, y la rigidez a la baja de los costes de transformación, entre otras causas, han provocado en los últimos años una gran dispersión de los beneficios de las entidades. La que otrora fue un negocio, en general, próspero y seguro, se empieza a percibir ahora como uno de riesgo, como un sector maduro, con menor rentabilidad que la media, con escasas barreras de entrada, menos predecible que otros sectores industriales y, de alguna manera, mediocre.

Un sector, además fuertemente regulado, con una sobreprotección a la industria bancaria que ayuda a encubrir y a perpetuar ineficiencias que en otras industrias llevarían a la quiebra temprana y a su desaparición.

Adicionalmente, y dado el interés social de los intermediarios financieros, la regulación se hace más desde la óptica de los depositantes, acreedores en general y deudores, que desde la óptica del accionista, lo que no va a facilitar la entrada de capitales al sector.

El panorama no ha sido mucho mejor fuera de nuestras fronteras. En los años ochenta, vivimos la crisis de las instituciones de ahorro y préstamo norteamericanas, el colapso de la deuda externa latinoamericana y la caída del mercado inmobiliario.

En el mundo de los productos derivados, por ejemplo, la crisis del mercado de *swaps* inglés, cuando la «Cámara de los Lores» declaró nula la actuación, en ese mercado, de las autoridades locales, con unos riesgos de contrapartida superiores a los 600 millones de libras..., o los 377 millones de dólares de pérdida en *trading* de Mortgage Backed Securities reportados por Merril Lynch en 1987.

El 19 de octubre de ese año, el índice Down Jones cayó el 23 por 100 (los amantes del análisis estadístico de los riesgos recordarán que el suceso superó las veinte desviaciones *standard),* arrastrando al resto de mercados asiáticos y europeos, y aunque los mercados, a través de la acción coordinada de las autoridades monetarias, acabaron, con el tiempo, recuperándose, muchas instituciones no lo hicieron nunca.

En los años noventa no parece que hayan mejorado mucho las cosas: las millonarias pérdidas por los «bonos basura», por los Mortgage Backed Securities, las provisiones por 2.300 millones de libras esterlinas por la caída del mercado del Real Estate en el Reino Unido en 1992.

Asimismo, recientemente, grandes empresas, como Allied-Lyons y Procter & Gamble, han sentido en sus cuentas de resultados la volatilidad de los mercados y los riesgos de la operativa en derivados, reportando pérdidas por 147 millones de libras en derivados de divisas la primera, y por 157 millones de dólares en *leveraged swaps* la segunda, iniciando esta última acciones legales contra el banco que la asesoró en estos mercados.

Por no entrar en el mal año 1993 para bastantes de nuestras entidades, en su negocio tradicional de banca de clientes (por contra, el negocio en mercados fue excelente); o en el funesto 1994 para muchas de nuestras entidades, año en el que se han combinado márgenes estrechos en el negocio tradicional con cuantiosas pérdidas acumuladas en operaciones financieras.

En la misma línea, a octubre de 1994, *Capital Market Risk Advisors* publicaba en Estados Unidos que las pérdidas reconocidas en el mercado de derivados en 1994 triplicaban las del ejercicio de 1993, acercándose a los seis billones (americanos) de dólares USA.

Ciertamente, todos estos procesos de desregulación, liberalización, globalización, etc., han intensificado la competencia entre las entidades, la caballerosidad ha sido reemplazada por la rivalidad más dura y directa, y el mundo se ha hecho mucho más complicado para todos.

Los intermediarios financieros se han encontrado con un mundo cambiante en el cual su forma habitual de hacer negocio —en mercados protegidos, con precios anormalmente altos— resulta ahora tan poco útil como peligrosa.

¿Qué hemos hecho para adaptarnos? ¿Cuál ha sido nuestra reacción habitual?

A pesar de los nuevos entornos de regulación, económicos y competitivos, la exigencia de excedentes, beneficios y dividendos crecientes, ha empujado a los intermediarios financieros a buscar esquemas de gestión similares a los de otras industrias habituadas a entornos competitivos. Así, se percibe un cierto frenesí en el análisis de las necesidades de los clientes, en la disección de los procesos de producción, a la manera de las modelizaciones antes vistas, escrutando las fortalezas y debilidades de las entidades, las amenazas y oportunidades del nuevo entorno, y buscando simultáneamente sistemas de reducción/minimización de costes de transformación. En otras palabras, el *marketing* estratégico, los enfoques producto-cliente y la reingeniería de procesos, han entrado de lleno en las entidades financieras. Citibank, por ejemplo, contrató a las mejores cabezas de Procter & Gamble, especialistas en *marketing* de productos de consumo (detergentes y pasta de dientes, fundamentalmente) y los puso al frente de banca de particulares. Banco Santander, en la misma línea, contrató al Presidente de AC Nielsen en España, como Director General, y le puso a la cabeza del Departamento de Planificación y Estudios.

Entre las entidades financieras empieza a generalizarse un nuevo lenguaje: *lead products, cross selling,* factores de retención, *benchmarking,* etc., y la cultura y los esquemas organizativos orientados hacia el producto y el cliente comienzan a considerarse paradigmáticos.

Los sistemas de gestión se han orientado en este sentido, y así, por ejemplo, un sistema «avanzado» de gestión actualmente es capaz de proporcionarnos, con bastante exactitud, la rentabilidad obtenida por la entidad a escala de producto, segmento, unidad de negocio y cliente.

No obstante, y como acabamos de ver, el enorme esfuerzo realizado por las entidades financieras, desarrollando e incorporando nuevos esquemas de gestión y sistemas de información, no se ha visto recompensado, en general, por mejoras en la rentabilidad y en la solvencia; y, en definitiva, por una gestión más eficaz.

En mi opinión, existe un factor diferencial clave que hace que este tipo de acercamientos no sea plenamente válido para las entidades financieras.

A diferencia de las otras industrias, que se concentran en la elaboración y venta de productos, evitando en lo posible los riesgos asociados, las entidades financieras viven básicamente del riesgo, el fundamento de su negocio es el riesgo, por ello se las remunera, por eso son necesarias. En su mediación financiera entre unidades de gasto con superávit y unidades de gasto con déficit, como señala Casserley, o bien absorben el riesgo, o bien intermedian en él, o simplemente aconsejan sobre él, esa es la naturaleza básica de su actividad.

En este sentido, y parafraseando a Peter Drucker, que en los años sesenta, con su *Managing for results,* revolucionó al mundo del *management* enfatizando aquello de «el cliente es el negocio...», creo que en los noventa las entidades financieras deben iniciar su modesta revolución interna desde el convencimiento de que el riesgo es el negocio, es quien les proporciona los beneficios y es la fuente de sus ingresos.

Este enfoque se diferencia de los anteriores, que consideraban el riesgo como una especie de desgracia añadida a la operativa bancaria, en que reconoce el riesgo, en sus distintas facetas, como inherente a la actividad bancaria tradicional.

Desde esta óptica, la excelencia en la gestión vendría determinada por la capacidad de la institución para identificar y evaluar con precisión el componente de riesgo de sus operaciones, y no sólo el financiero, a fin de fijar un *pricing* adecuado a éstas.

Este planteamiento, en pocas palabras, facilita la

gestión del binomio básico riesgo-rentabilidad, por todos invocado y por muy pocos gestionado.

En este sentido, ha sido bastante ilustrativa la reacción de «sorpresa» de un buen número de entidades ante las pérdidas derivadas de la reciente crisis de la deuda, con despidos/retiros fulminantes de los responsables, creación de equipos de crisis, paralización temporal de la actividad e imposición de nuevos y más restrictivos controles.

Desde el punto de vista de técnica financiera, han sido numerosos los esfuerzos que han hecho las entidades en estos últimos años, explorando, investigando y modelizando esquemas de gestión que incorporasen la noción de riesgo a los ya bastante elaborados sistemas de información de gestión. Así, en los primeros desarrollos, intentaron determinar la rentabilidad por productos, áreas geográficas, unidades de negocio y clientes mediante la introducción de sistemas, más o menos sofisticados, de precios de transferencia interna; sistemas a los que han venido incorporando, con bastante dificultad, el concepto de riesgo asociado.

La conexión establecida por la regulación entre riesgo y recursos propios dio lugar a unos desarrollos iniciales muy interesantes.

El nuevo ordenamiento sobre capital ha servido de revulsivo para la dirección de las entidades financieras, que han vuelto a hacer énfasis en la vieja máxima financiera de la creación de valor.

En esta línea, podríamos resumir la focalización de los esfuerzos de las entidades, a partir de la aparición de la normativa, en:

• La elaboración de sistemas de medición que permitiesen identificar qué actividades crean/destruyen valor para la entidad (por producto, cliente y área de negocio).

• El establecimiento de una dirección disciplinada que demandaba, sobre todo en grupos complejos, que la toma de decisiones se fundamentase, obligatoriamente, en la creación de valor.

• El manejo eficiente de las tecnologías de información que permitiesen disponer con rapidez y precisión de la información relevante.

• La diseminación de la nueva cultura dentro y fuera de la entidad. Dentro, implantada por el *management;* fuera, con el objetivo de que el mercado, los analistas y los inversores conocieran la dirección de los esfuerzos de la entidad.

En el mismo sentido, las respuestas estratégicas más habituales de las entidades a la nueva normativa, podrían resumirse en:

• Estrategias focalizadas hacia la optimización del rendimiento de los activos.

• Búsqueda de la maximización del rendimiento del activo mediante la adopción de la perspectiva de cartera *(portfolio management).*

• Establecimiento de sistemas de información de gestión que facilitan la fijación de rendimientos mínimos a las diferentes actividades, productos, clientes y áreas de negocio *(hurdle rates).*

• Incremento de la banca relacional y de los servicios financieros, seleccionando actividades para fomentar la mejora del margen operacional mediante el cobro de servicios.

• Estricto control de los costes de transformación.

Asimismo, el desarrollo de la titulización ha sido otra de las respuestas estratégicas habituales.

En la medida en que el principio que guíe la toma de decisiones se centre en optimizar la rentabilidad, expresada en términos de rendimiento de los recursos propios (ROE), el éxito ya no se mide en tamaño, sino en rentabilidad sobre fondos propios, y puesto que la norma limita el apalancamiento, además de la maximización del retorno de los activos se persigue la eliminación de balance de aquellos activos con bajo rendimiento y/o alto consumo de recursos.

En este sentido, el balance ha dejado de considerarse un almacén donde se guardaban activos hasta el vencimiento. Así, el activo se aproxima más al concepto de inventario industrial. Para un apalancamiento dado, cuanto más vueltas se dé al inventario más se mejora el rendimiento de los activos (ROA) y, por tanto, el ROE.

Asimismo, se observa una fuerte acumulación de capital híbrido *(Tier 2),* deuda subordinada y perpetua, *floating rate notes, variable rate notes,* acciones preferentes cumulativas, etcétera.

La nueva regulación de capital ha modificado la estructura del apalancamiento, segregando el apalancamiento del capital

$$\frac{(Tier\ 1 + Tier\ 2)}{Tier\ 1}$$

lo que permite la búsqueda directa de la mejora del mismo, acumulando capital híbrido para mejorar el multiplicador y, por ende, el ROE.

La banca, por otro lado, ha sido consciente de que el progresivo estrechamiento de sus márgenes, y el consiguiente deterioro de la rentabilidad, iba a coincidir con mayores necesidades de capital, como consecuencia de la nueva regulación, lo que ha hecho que las entidades más ágiles se anticiparan a cubrir sus necesidades futuras de un recurso, cada vez, previsiblemente, más escaso.

En la misma dirección va la venta de actividades/negocios no rentables; esto es, el abandono de actividades que no añaden/crean valor para la entidad. Las entidades comienzan a plantearse la entrada, establecimiento, o retirada de mercados con-

cretos desde esta óptica, desinvirtiendo y saliendo de aquellos en los que no se posee ventaja competitiva.

La respuesta del Barclays Bank a la nueva regulación puede ejemplificar la manera en que las entidades financieras, con mayor o menor intensidad, han afrontado la nueva normativa.

• La primera medida, en palabras de Brian Worseley, fue la creación de una unidad de recursos propios con el objetivo inmediato de:

— Asegurar el uso del capital de manera óptima.

— Elaborar planes sobre la estructura más adecuada.

— Fijar tasas de retorno mínimo a las diferentes unidades de negocio.

— Desarrollar estrategias de compraventa de negocios desde la perspectiva de manejo eficiente del capital.

• Las primeras conclusiones de esta unidad de recursos propios *(Capital efficiency team)* establecieron los siguientes objetivos en relación al capital de la entidad:

1) Asignar una base de capital fuerte y equilibrada, pero a la vez costo-eficiente y flexible.

2) Equilibrar el peso de la divisa en los recursos propios en función de los activos de riesgo.

3) Fortalecer *Tier 1,* pero sin acudir a nuevas ampliaciones de capital.

4) Maximizar, llevando al límite legal, los instrumentos híbridos de capital contemplados en *Tier 2a* (acciones preferentes cumulativas, FRN y VRN perpetuas).

5) Mantener espacio para el crecimiento en *Tier 2b* (deuda subordinada), como garantía de futuros desarrollos.

6) Mantener un coeficiente de capital escasamente por encima del requerido (9-10 por 100 en términos BIS).

En definitiva, la nueva normativa ha puesto de manifiesto la necesidad ineludible de gobernar las entidades financieras desde el convencimiento de que el ROE es la medida última de su rentabilidad.

En este sentido, la nueva normativa ha modificado los conceptos de apalancamiento financiero y apalancamiento de capital, estableciendo límites al crecimiento, lo que empuja a las entidades a la búsqueda de estructuras óptimas de balance que permitan conseguir ROE máximos.

Los primeros intentos de medir la rentabilidad de forma ajustada al riesgo se hicieron a través del ROC *(return on capital).* Esta medición se derivaba directamente de los nuevos requisitos de capital contemplados en la reciente regulación, por lo que creo que merece la pena detenerse en ella brevemente.

La adecuación de capital requerida por las nuevas directivas comunitarias en materia de recursos propios involucra, directa e indirectamente, a los riesgos financieros básicos: el de crédito, el de iliquidez, el de interés, y el de cambio, lo que, en sí misma, constituye la manifestación de otro riesgo: el llamado riesgo del regulador, que no es sino el generado por la introducción de normas que regulan la actividad de los agentes económicos.

Este es un riesgo difícilmente previsible y cuantificable, y sobre el que las entidades carecen de mecanismos de defensa eficaces. En efecto, aquéllas poseen órganos responsables para el manejo de los diferentes riesgos, implícita o explícitamente, sean los riesgos financieros, los riesgos de entrega, etc.; sin embargo, carecen de mecanismos que los preserven frente al riesgo del regulador.

En este sentido, existe el peligro de que se cumpla el principio de la didáctica regulatoria de Kane, aquel que establecía que: «... la regulación, concebida para restringir cierta actividad a causa del riesgo involucrado, puede conducir a las entidades financieras a circunnavegar la restricción, llevándolas a riesgos no regulados en actividades no restringidas».

Asimismo, la normativa comunitaria presupone una ineficiencia clara del mercado. De alguna manera, supone que las entidades tienden a tomar más riesgos de los razonables y que el mercado no les penaliza.

No hay evidencia histórica en este sentido. Las crisis y quiebras bancarias se han producido, fundamentalmente, por la mala calidad del riesgo crediticio. Y no parece que exista capital/colchón suficiente para una mala gestión en entidades con apalancamientos financieros superiores a quince veces.

Por todo ello, como señala Lwellyn, se podría considerar que la nueva regulación es un tanto redundante, y que puede constituirse en una carga extra para las entidades, obligándoles a mantener más capital que el necesario, lo que, en definitiva, se concreta en la necesidad de generar mayores beneficios, por tanto, peores precios para el sistema y, por ende, mayor ineficiencia en la asignación de recursos.

En este sentido, la ponderación de riesgo que contempla la norma es un tanto sorprendente; es difícil creer, por ejemplo, que un préstamo a una empresa triple A sea cinco veces de mayor riesgo que el otorgado a un banco pequeño, a un «chiringuito financiero», o que el riesgo de una gran empresa sea igual, a efectos de consumo de recursos propios, al del autor de estas líneas.

Asimismo, la regulación pasa por alto los desarrollos analíticos basados en la diversificación del riesgo, olvidando que los riesgos no son aditivos.

Hemos de reconocer, no obstante, que a la hora de confeccionar la norma el regulador se enfrenta con una clara asimetría: si la regulación es mala, es fácilmente cuantificable su coste, el perjuicio es visible y la publicidad de los daños producidos es gratis y ampliamente difundida. Por el contrario, una buena norma pasa desapercibida.

Esta asimetría, como nos recuerda Lwellyn, empuja al regulador a posturas conservadoras.

Como quiera que la legislación comunitaria sobre adecuación de capital no se fundamentaba específicamente en la experiencia empírica, en cálculo actuarial o en el análisis estadístico de los distintos riesgos —esto es, como quiera que el consumo de recursos propios así definido no se sustentaba en el análisis individual de las instituciones ni en el riesgo real incurrido—, el ROC se constituyó en una medida inoperante y además peligrosa, ya que conducía a la fijación de precios erróneos para los distintos activos, basada en metodologías espurias.

La necesidad de ajustar la rentabilidad al riesgo se fue concretando en el desarrollo de los llamados RAPM'S *(risk adjusted profitability measurements)* y, así, al simple ROC se han venido uniendo otros acrónimos más elaborados como RAROC, RORAC, RARORAC, RORAROC, RORAA, etcétera.

La aparición de los RAPM'S, como indican Scott y Watson, vino impuesta no sólo por la nueva regulación de capital, sino también por la necesidad de asignar eficientemente los recursos propios disponibles, dada la creciente volatilidad de los mercados y la escasez de los mismos.

La utilidad básica de los RAPM'S radica en que facilitan la asignación de capital, la fijación de rendimientos mínimos exigibles, la formación de precios y, en definitiva, la evaluación de la gestión.

Bajo estos nuevos enfoques, o bien la rentabilidad o bien los recursos propios, o bien ambos, se ajustan al riesgo. Así, la rentabilidad por producto se entiende neta de costes financieros y de costes de transformación, y neta también del riesgo esperado. El capital, el denominador de la *ratio,* por su parte, cuando se ajusta a riesgo, aparece como un concepto básicamente económico, no contable: el de capital expuesto, que intenta cuantificar las pérdidas «inesperadas» por la asunción del riesgo.

El análisis de otro de los riesgos básicos de las entidades (si bien cuantitativamente menos importante), el riesgo de interés, nucleó a su alrededor un nuevo enfoque para la gestión de entidades, la llamada «gestión de activos y pasivos», que se ha constituido en el enfoque más innovador, y posiblemente con más futuro, de los modelos de gestión.

A diferencia de otros enfoques, que tienden a la segmentación, la gestión de activos y pasivos aborda la gestión de manera global; esto es, activos y pasivos simultáneamente. Este planteamiento inicial, inevitable por otra parte, ya que el riesgo analizado (el de interés) se deriva de la estructura temporal conjunta del balance, se ha ido extendiendo y ha ido englobando al resto de los riesgos financieros, el de cambio y el de iliquidez, principalmente.

Las entidades que han logrado mayores desarrollos en este campo están incorporando a la gestión de activos y pasivos el riesgo de crédito y el riesgo de capital, lo que permite hablar de «gestión integral de activos y pasivos».

La utilidad de estos enfoques y desarrollos técnicos depende, básicamente, de la naturaleza de las entidades y del grado de desarrollo de los mercados en que operan. Si bien, conceptualmente, estos esquemas de gestión son aplicables a cualquier entidad crediticia, son tanto más útiles cuanto más cercana esté la actividad de la institución a la llamada banca al por mayor (banca corporativa) y a los mercados (monetarios y de capitales) y, por tanto, tanto más inútil o, por ser más precisos, tanto más insuficiente cuanto más centrada esté la operativa de la entidad en banca al por menor, en la distribución de productos masivos.

En efecto, las medidas de rentabilidad ajustada a riesgo permiten —como rasgo esencial de su utilidad, como valor añadido fundamental— identificar subprecios y sobreprecios de los distintos activos en el mercado con base en el análisis del riesgo individual del acreditado. Esto es, permiten fijar precios o retornos mínimos exigibles en función de la calidad del riesgo de los clientes. Esta cualidad pierde sentido, en mi opinión, cuando se aplica a los productos típicos, de venta generalizada, de la banca al por menor.

La imposibilidad práctica de establecer perfiles de riesgo/precio individual en este tipo de banca reduce la profundidad de estos desarrollos al nivel de producto, donde el valor añadido, frente a otros sistemas de gestión, es más bien escaso.

En este sentido, me parece necesaria, y hasta urgente, la formulación de nuevos modelos de gestión de entidades financieras, específicos para la banca tradicional, que faciliten la gestión eficiente de nuestras entidades.

Así, y aun creyendo que la excelencia en la gestión de las entidades financieras pasa por la identificación, medición, valoración, y gobierno de los riesgos, y que gobernar productiva y eficazmente los riesgos conduce, sin duda alguna, a la gestión eficiente, estoy convencido de que los enfoques utilizados hasta ahora son claramente insuficientes, especialmente en lo referente a banca al por menor.

Una posible vía, que me atrevo a señalar aquí, y que merece la pena explorarse, es la de la optimización de estructuras de balance.

Este proceso consiste en explicitar y cuantificar la exposición máxima asumible a los diferentes ries-

gos (crédito, interés, iliquidez, cambio, capital, operacional, tecnológico, etc.), y en establecer las restricciones, tanto operativas como legales y del mercado en el que la entidad desarrolla su actividad, con el objeto de determinar qué mezcla de activo y pasivo permite, dadas las anteriores restricciones, obtener un ROE máximo para el nivel de riesgo previamente definido.

Este enfoque, que, a diferencia de los anteriores, aborda el problema de arriba a abajo, engarzando inmediata y directamente con la planificación estratégica, facilitaría la gestión integral de las entidades crediticias, incluso la de aquellas cuyo ámbito operativo es el de banca al por menor.

En definitiva, un desarrollo de este tipo nos permitiría contestar a preguntas que, hoy por hoy, permanecen sin respuesta en la inmensa mayoría de las instituciones financieras, y que, sin embargo, ya cuando se empezaban a implantar los primeros modelos de rentabilidad ajustada a riesgo, eran consideradas claves para la gestión eficiente de cualquier entidad financiera: ¿se adecua el rendimiento al riesgo incurrido?, ¿están asignados los recursos de forma que nos permiten obtener la rentabilidad máxima para nuestro nivel de riesgo?, ¿es aceptable y asumible para una entidad determinada el nivel absoluto de riesgo que tiene en la actualidad?

Por último, y parafraseando a Gilligam, me gustaría añadir que, si bien es cierto que no todas las entidades van a desarrollar sistemas de gestión que les permitan obtener un ROE máximo para un nivel determinado de riesgo asumible, no es menos cierto que todas, en el futuro, van a tener que competir con entidades que sí lo hacen.

LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO ANTE LA GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS

Begoña García Greciano
Bernardo García de Bernardo (*)

I. INTRODUCCION

La profunda transformación vivida en los últimos años por el sistema financiero en general, y los mercados monetarios en particular, ha generado un nuevo contexto de actuación de la política monetaria. Diversos factores, internos y externos, han contribuido a la nueva perspectiva de instrumentación monetaria, en que se ha pasado paulatinamente de un control rígido sobre los activos de caja a un control de los tipos de interés a corto del mercado interbancario.

Durante los años ochenta se producen cambios importantes en la regulación del sistema bancario, y un desarrollo significativo de los mercados primarios y secundarios de deuda pública; ello, unido a nuevas transformaciones durante los noventa, como la reducción del coeficiente legal de caja, desemboca en un mayor protagonismo de los tipos de interés a corto del mercado interbancario como variable instrumental de la política monetaria. Al mismo tiempo, nuevos instrumentos han ido tomando el relevo a otros, intentando que las variables de intervención sean capaces de conducir a los tipos de interés a corto a los niveles deseados.

Esta modernización de nuestro sistema financiero también ha estado ligada a la liberalización de los mercados internacionales, que ha marcado un entorno más competitivo. Bajo este ámbito, ciertos cambios en nuestra regulación fueron necesarios para dotar a nuestro sistema financiero de un mayor grado de competitividad. Por otro lado, factores externos como la obligación cambiaria adquirida con la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME), el inicio de la unión económica y monetaria, y la liberalización de movilidad de capitales han potenciando el protagonismo adquirido por los tipos de interés a corto como variable de control, a la vez que han llevado a modificar los mecanismos de intervención con objeto de flexibilizar al mercado interbancario y evitar tensiones cambiarias.

En este artículo, hemos pretendido destacar el protagonismo adquirido por los tipos de interés a corto del mercado interbancario ante la globalización de los mercados, desde una doble vertiente. La primera, en el ámbito interno, analizar la evolución del tipo interbancario a corto como variable instrumental de la política monetaria, y su relación con los tipos de intervención del Banco de España como instrumento, así como los factores que han contribuido a la mayor interrelación entre ambas. En segundo lugar, desde una óptica internacional, analizar si la liberalización de los mercados ha contribuido a la convergencia en tipos de interés dentro de la Unión Europea, y, por último, examinar el grado de asociación de tipos a corto entre distintos países.

II. RELACION ENTRE TIPO DE INTERES A TRES MESES DEL MERCADO INTERBANCARIO Y TIPO DE INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA

1. Antecedentes

El entorno más competitivo en que se mueve hoy en día el mercado financiero ha determinado que los agentes presten más atención al comportamiento de los tipos fijados por las autoridades monetarias; por ello, en los últimos años se ha pronunciado la relación entre la evolución del tipo de intervención y el tipo de interés interbancario a corto plazo. A este nuevo entorno han contribuido factores externos e internos que se han conjugado para dotar a los mercados financieros del desarrollo de que disponen hoy en día.

Desde el punto de vista externo, hemos asistido a una apertura general de la economía y a una mayor relación internacional, que culmina con nuestro ingreso en la Unión Europea y, con ello, con la perspectiva de ir hacia un mercado único financiero, que nos ha conducido a la realidad actual de la globalización de los mercados.

Desde el punto de vista interno, el intenso proceso de cambios en la regulación ha permitido la transformación de nuestro sistema financiero. Entre ellos, cabe citar la desaparición de los coeficientes de inversión obligatoria y, en consecuencia, la ape-

lación directa al mercado por parte de Tesoro Público para financiar su déficit, una muy sensible reducción del coeficiente legal de caja y la liberalización de los tipos de interés en las entidades financieras, tanto de operaciones de pasivo como de activo, al igual que en las comisiones que aplican a sus clientes por las operaciones que realizan.

Ambos aspectos, externo e interno, están relacionados, concurriendo el desarrollo interno de los mercados monetarios con la apertura hacia el exterior. Al mismo tiempo, muchos cambios en la regulación se producen con el fin de dotar a las entidades financieras de mayor competitividad.

Simultáneamente, se han producido cambios importantes en la instrumentación de la política monetaria en los últimos años (1). El control monetario inicial basado en cantidades, ante el nuevo proceso de innovación financiera que se estaba perfilando, restó a los grandes agregados de contenido informativo futuro sobre la política monetaria, y aumentó la volatilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios. Esta situación generó la preocupación por la estabilidad del tipo de interés. Por ello, a mediados de los ochenta, los tipos de interés a corto del interbancario se decantan como variable instrumental con el objetivo intermedio de controlar las magnitudes monetarias. Todo este proceso conduce a un cambio paulatino, durante los ochenta, desde un sistema de control de los activos de caja hasta controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario.

Por lo que respecta a las variables de intervención, también unas fueron tomando el relevo a otras. En este aspecto, el déficit público desempeñó un papel importante en la sustitución de unos instrumentos por otros. En 1985, el trato fiscal favorable a los pagarés del Tesoro los inutilizó como instrumento, y el desarrollo de los mercados monetarios permitió el control de la liquidez en las operaciones de mercado abierto.

Ante los cambios mencionados, destaca el protagonismo adquirido por los tipos de interés del interbancario y su relación con el tipo de intervención.

2. Relación interbancario-intervención entre 1990 y 1994

La influencia que puedan ejercer los tipos oficiales en los tipos de mercado es un eslabón esencial en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. A partir de 1990, se producen nuevos cambios en los mecanismos de instrumentación que acrecientan la relación entre tipo interbancario y tipo de intervención. No obstante, en esa relación entran en juego otra gran variedad de factores que actúan como fuerzas externas, influyendo en la evolución final del precio de los mercados monetarios.

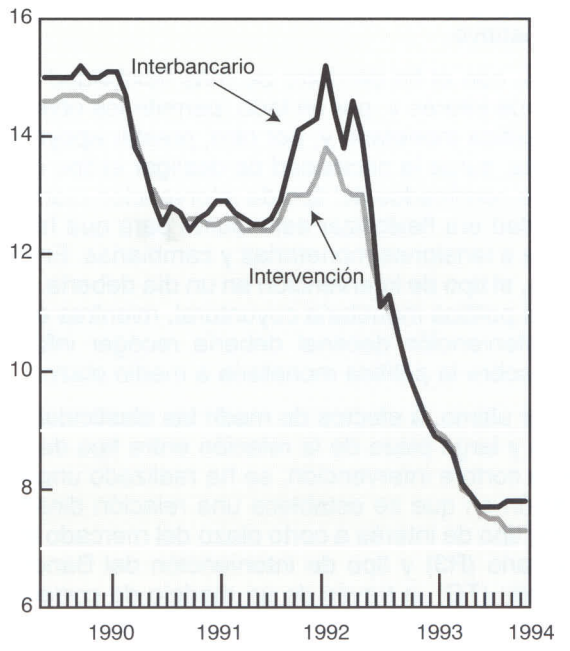
En mayo de 1990, se crea una nueva fase de instrumentación monetaria. Se reduce el coeficiente legal de caja del 17 al 5 por 100, y para evitar las tensiones que produciría en el mercado la inyección de liquidez derivada de esta reducción, se sustituye la diferencia por un nuevo activo que deben suscribir las entidades financieras, los certificados del Banco de España (CBE). Los CBE se convierten en el instrumento principal empleado por el Banco de España para la inyección de liquidez mediante el procedimiento de la subasta.

A efectos de comparar la evolución de los tipos de interés del mercado interbancario a tres meses y la nueva variable de intervención (los CBE), se han representado en el gráfico 1, desde mayo de 1990 hasta octubre de 1994.

En rasgos generales, se observa cómo los aumentos o reducciones de tipo de intervención se trasladan al interbancario con mayor o menor intensidad. Hasta el primer semestre de 1992, el grado de respuesta del tipo de interés a corto fue elevado.

A partir del segundo semestre de 1992, el interbancario comienza a separarse del tipo de intervención. Para entonces, la peseta ya llevaba tres años en la disciplina cambiaria de SME (desde junio de 1989), se había iniciado la primera fase de la unión monetaria y económica (en julio de 1990), y la liberalización de movilidad de capitales (plena en enero de 1993).

GRAFICO 1
TIPO INTERBANCARIO A TRES MESES Y TIPO DE INTERVENCION BANCO DE ESPAÑA



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

Las dudas sobre la consecución en la fecha prevista de los objetivos establecidos en el tratado de Maastricht, así como las inciertas perspectivas sobre el futuro de la unión monetaria, unidas a factores internos como la recesión económica y las tensiones sobre el tipo de cambio, crearon en los agentes un grado de incertidumbre tal que provocó tensiones sobre la evolución futura de los tipos de interés y de cambio, traduciéndose en un aumento de la prima de riesgo, y una sobrerreacción del tipo de interés a corto sobre el tipo de intervención. En el gráfico, se observa cómo entre el segundo semestre de 1992 y primeros meses de 1993, etapa que los expertos han denominado de turbulencia monetaria, el *gap* entre interbancario e intervención se pronuncia. En esa misma etapa, la peseta sufrió tres devaluaciones (septiembre de 1992, noviembre de 1992 y mayo de 1993).

Posteriormente, la reducción de tipos de interés practicada en otros países europeos y la nueva situación cambiaria permitieron reducciones considerables de los tipos de interés en España. No obstante, en noviembre y diciembre de 1993 y enero y febrero de 1994, hay un hecho que merece un comentario: la reducción de los tipos a corto plazo por debajo de los tipos de intervención. Ello fue debido a que el mercado descontaba de forma anticipada el continuo descenso del tipo de intervención, volviendo en marzo de 1994 a su posición normal con tipos de mercado por encima de los de intervención, fecha en la que se observa una estabilización de ambos tipos de interés.

En consecuencia, cuando se conjugan aspectos internos de política monetaria con aspectos externos, éstos restan flexibilidad a la misma, resaltando la necesidad de compatibilizar la política monetaria y la cambiaria ante el nuevo contexto competitivo.

Así, con el fin de dotar de más flexibilidad a los tipos de interés y, por un lado, permitir los objetivos de política monetaria y, por otro, prestar apoyo a la peseta, surge la necesidad de desligar el tipo decenal de certificados del tipo de intervención diario. La finalidad era flexibilizar este último para que hiciera frente a tensiones monetarias y cambiarias. En definitiva, el tipo de intervención en un día debería recoger la política monetaria coyuntural, mientras el tipo de intervención decenal debería recoger información sobre la política monetaria a medio plazo.

Por último, a efectos de medir las elasticidades a corto y largo plazo de la relación entre tipo de interés a corto e intervención, se ha realizado una estimación en que se establece una relación dinámica entre tipo de interés a corto plazo del mercado interbancario (R3) y tipo de intervención del Banco de España (TO), a través de un modelo de corrección de error (el lector interesado puede encontrar un análisis técnico en el Anexo 1).

El período contemplado para este análisis es, de nuevo, entre mayo de 1990 y octubre de 1994, en que el tipo de intervención del Banco de España son los CBE. El corto lapso temporal no permite deducciones contundentes, por lo que tan sólo se pretende una aproximación de la relación entre ambas variables, en un período en el que los efectos de transmisión resultan más significativos.

Tras comprobar que la elasticidad a largo plazo era la unidad, se impuso como restricción en el modelo dinámico. En el cuadro núm. 1 se muestra el modelo final seleccionado, en el que la variación del tipo a corto viene determinada por la variación del tipo de intervención (con un coeficiente de 1,31) y la variación de ambas series en el período anterior. Por último, el término de corrección de error viene a alterar la decisión a corto plazo, manteniéndose la decisión a largo plazo con una elasticidad de transmisión unitaria.

III. EVOLUCION DE TIPOS DE INTERES INTERNACIONALES

La apertura general de la economía a la que hemos asistido en los últimos años nos ha conducido a la realidad actual de la globalización de los mercados. La perspectiva de ir hacia la unión monetaria, y el mayor grado de competitividad que ha generado la interrelación de los mercados europeos, son factores externos que, como hemos comentado, han contribuido a potenciar el protagonismo ya adquirido por los tipos de interés. En el contexto internacional, y bajo la movilidad perfecta de capitales, la evolución de los tipos de un país vendrá influida por la evolución de tipos en países de su entorno; por ello, se supone que los tipos de interés tenderán a converger en el tiempo. Esta hipótesis es la que seguidamente contrastaremos, cuestionándonos si ha existido convergencia en tipos de interés a corto plazo en los países de la Unión Europea. Asimismo, analizaremos el grado de asociación de tipos entre un grupo de países más amplio.

CUADRO NUM. 1

MODELO DE CORRECCION DE ERROR (*)

$$D(R3)_t = \underset{(8,8)}{1,31}\, D(TO)_t - \underset{(2,1)}{0,27}\, D(R3)_{t-1} + \underset{(2,5)}{0,49}\, D(TO)_{t-1} - \underset{(2,8)}{0,26}\, [R3_{t-1} - TO_{t-1} - \underset{(3,3)}{0,58}]$$

$\bar{R}^2 = 0,991$
s.e. = 0,2527
DW = 2,04

(*) Estimación en una etapa por mínimos cuadrados no lineales, bajo la restricción de elasticidad unitaria a largo plazo.

1. Convergencia de tipos de interés nominales en la Unión Europea

Con el fin de examinar si la creciente interrelación de los mercados internacionales, y en concreto en el seno de la UE, ha favorecido la convergencia de tipos de interés nominales a corto plazo, hemos estudiado la evolución de éstos en el período de 1986 a 1994. La fuente de datos utilizada es el *Boletín Estadístico* del Banco de España.

Tras una selección de países pertenecientes a la antigua Europa de los Doce, en la que se excluyó a Grecia y Portugal por distorsionar el análisis (2), se calcularon las medias anuales a partir de las medias mensuales de tipos de interés interbancario a tres meses.

Su representación aparece en el gráfico 2a, en el que se puede observar cómo en 1986 existía una gran dispersión de tipos de interés que se ha ido reduciendo en el tiempo, recogida por la mayor aproximación de las líneas representadas.

Esta misma idea queda reflejada en el gráfico 2b, en que se muestra la desviación estándar como índice que mide el grado de dispersión entre los distintos países. En concreto se computó:

$$\sqrt{\frac{\Sigma_{i=1}^{n} (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

donde, R_i es el tipo de interés en cada país considerado, $\bar{R}$ es el tipo de interés medio, y n es el número de países (n = 9, incluye: Alemania, Dinamarca, España, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Reino Unido, y Bélgica y Luxemburgo).

La evolución de este índice nos indica que, si bien con ciertos repuntes, la tendencia general ha sido una convergencia en tipos de interés a corto, reduciéndose el grado de dispersión entre los países considerados. Esta reducción de disparidades está en consonancia con la liberalización y globalización de los mercados, con las que los tipos de interés tienden a aproximarse en el tiempo.

Los aumentos de divergencia en determinados años apuntan a situaciones internas en países determinados, en las que aumentan sus diferencias con respecto a la media. A título de ejemplo, en 1992 y 1993, la turbulencia monetaria no sólo afectó a España, sino también a países de nuestro entorno como Francia o Italia; en consecuencia, la dispersión global aumentó.

En 1994, la desviación estándar se cifra en 1,2 puntos porcentuales. En concreto, dos países de los considerados aumentan la desviación total: España e Italia. El tipo de interés a corto en España fue de 8,01 puntos como promedio en 1994, y para Italia de 8,46 puntos, mientras el resto de países tenían tipos entre el 5 y 6 por 100. En el caso de España, el diferencial de tipos de interés de dos puntos aproximadamente se ha mantenido desde mayo de 1994, cuando se rompe la tendencia de reducción de aquéllos en nuestro país.

Dado que esta tendencia generalizada de aproximación de tipos de interés en la UE viene determinada no sólo por el contexto exterior, sino también por las situaciones internas de cada país que condicionan la convergencia, se pone de relieve la necesidad de coordinar políticas monetarias en el conjunto de la Unión Europea.

2. Grado de asociación entre tipos de interés internacionales

A efectos de medir cuál es el grado de integración de los mercados monetarios de distintos países, se ha analizado la asociación de tipos de interés nominales a corto plazo. Para ello, se han calculado los coeficientes de correlación de los tipos interbancarios a corto para todos los países de la UE (compuesta por la Europa de los Doce), Estados Unidos y Japón.

Las matrices de correlaciones se calcularon sobre datos mensuales para dos períodos de tiempo: de 1986 a 1994, y de 1990 a 1994 (ver *Anexo 2* para resultados). De ellas se pueden concluir las siguientes apreciaciones. Primero, cuando se analiza el período de 1990 a 1994, en el que la interrelación de los mercados es mayor, el grado de asociación de tipos de interés a corto plazo aumenta de manera generalizada para todos los países. Segundo, dentro de la UE existe un grado de asociación elevado, excepto en el caso de Grecia. Tercero, en relación con otros países, no existe asociación entre la evolución de tipos de interés en los países de la UE y en Estados Unidos, excepto para el caso de Reino Unido. Por último, se observan correlaciones altas entre la UE y Japón, aunque no es generalizable para todos los países de la Unión.

Seleccionando las correlaciones de la evolución de tipos de interés en España con respecto al resto de países en el período de 1990 a 1994, y ordenando de mayor a menor dichas correlaciones, se ha confeccionado el gráfico 3. Se puede observar cómo la evolución de tipos de interés en España presenta la correlación más alta con Francia, seguido de Dinamarca. Otro grupo de países con los cuales también se obtienen correlaciones elevadas son: Bélgica y Luxemburgo, Holanda, Alemania, e Italia. Reino Unido y Portugal son los países de la UE con correlaciones (positivas) más bajas con España, al mismo nivel que Japón. Por último, con Estados Unidos presenta una asociación muy débil, mientras que con Grecia es negativa.

En general, se puede deducir que la evolución de los tipos de interés a corto en España, en los últimos cinco años, ha estado bastante asociada a la evolución del resto de países de la Unión Europea, lo que es un indicativo más de la globalización real de los mercados.

GRAFICO 2a

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO EN LA UNION EUROPEA
(Excluidos: Grecia y Portugal)

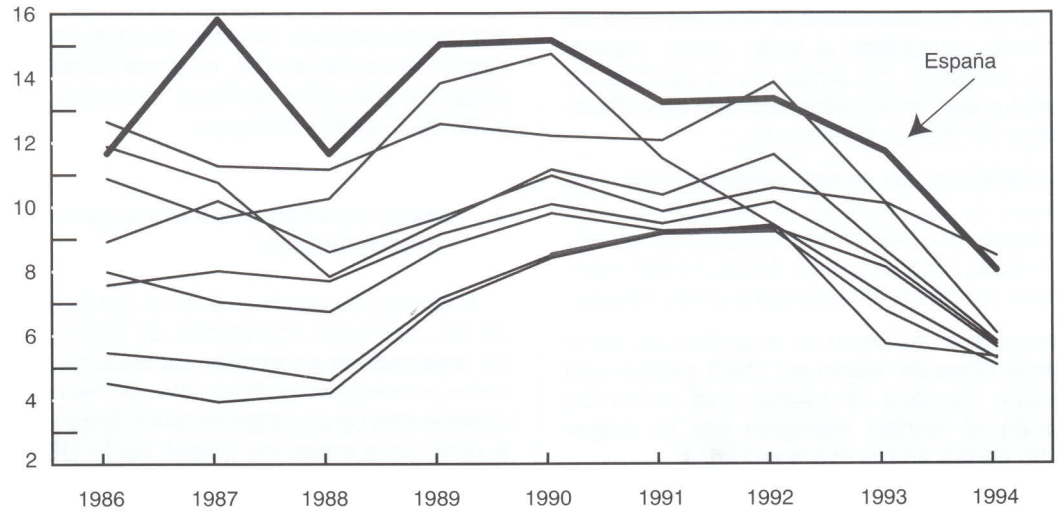
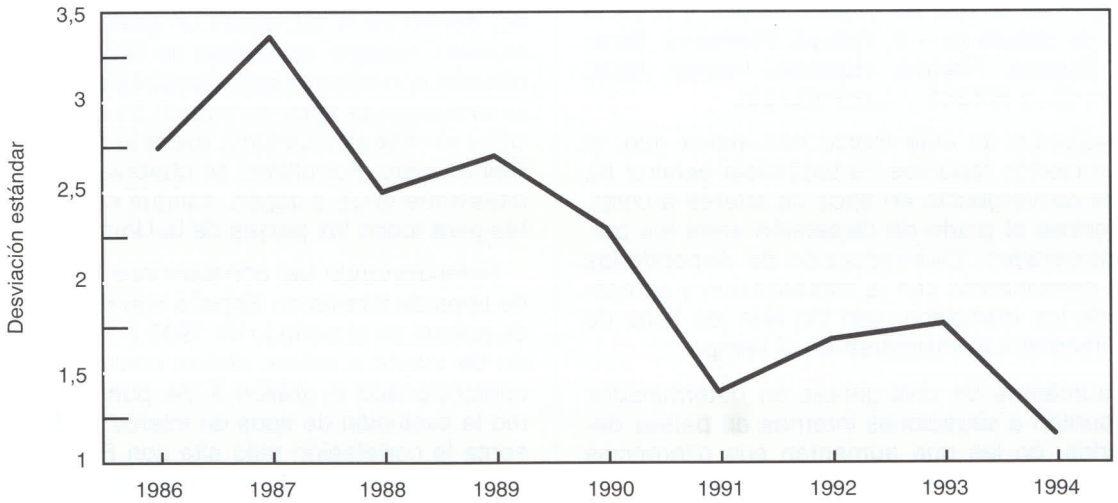


GRAFICO 2b

CONVERGENCIA DE TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO DE LOS PAISES DE LA UNION EUROPEA
(Excluidos: Grecia y Portugal)



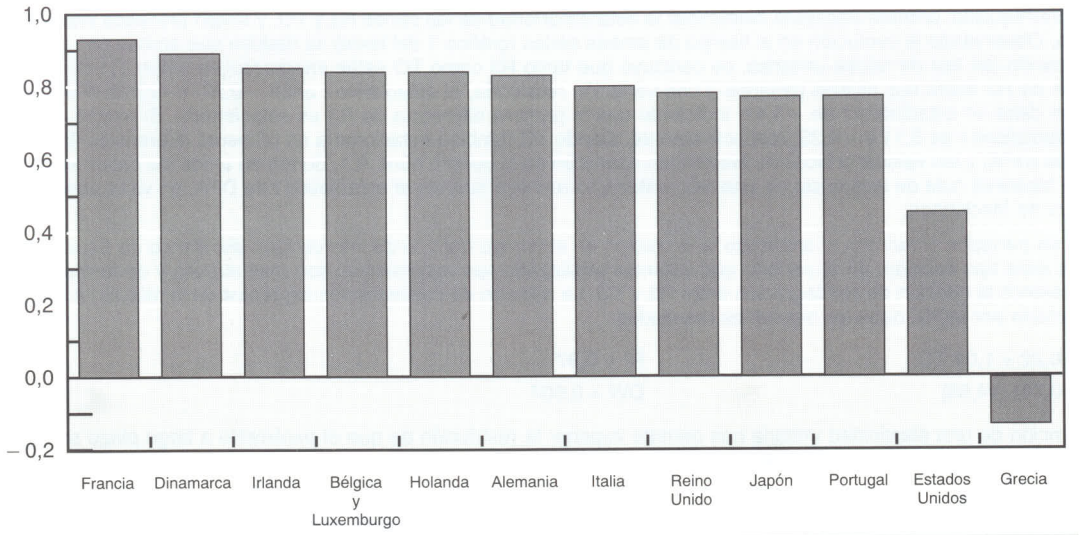
IV. CONCLUSIONES

Diversas transformaciones internas en los mercados financieros perfilaron un nuevo contexto para la instrumentación monetaria durante los años ochenta, en el que los tipos de interés del mercado interbancario a corto plazo pasaron a ser la variable de control de la política monetaria. Junto al desarrollo de los mercados monetarios interiores, la apertura al exterior ha potenciado el protagonismo ya adquirido por los tipos de interés.

A partir de mayo de 1990, en que la nueva variable de intervención son los certificados del Banco de España, se observa un elevado grado de respuesta del tipo interbancario ante variaciones del tipo de intervención. No obstante, durante la etapa de turbulencia monetaria, las tensiones sobre el tipo de cambio desde que la peseta entra en el SME, las

GRAFICO 3

CORRELACIONES DE TIPOS DE INTERES A CORTO DE ESPAÑA CON RESPECTO A LOS PAISES DE LA UNION EUROPEA, ESTADOS UNIDOS Y JAPON (1990-1994)



incertidumbres creadas en etapas de crisis, y en general sobre el futuro de la unión monetaria, y el nuevo contexto competitivo tras la liberalización de los mercados generan incrementos en las primas de riesgo, reduciendo los efectos de transmisión de la política monetaria.

En el ámbito internacional, y sobre la base de unos mercados financieros internos bien desarrollados, la liberalización de movilidad de capitales y la apertura, en general, ha desembocado en una mayor convergencia de los tipos de interés nominales en el seno de la UE. Asimismo, se ha observado una mayor asociación en la evolución de tipos de interés a corto plazo. Esta mayor interrelación de tipos internacionales dificulta la transmisión de la política monetaria individual, poniéndose de relieve la necesidad de coordinar las políticas monetarias y cambiarias internas con las del resto de países de la Unión Europea.

NOTAS

(*) Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias realizadas por J. L. Raymond.

(1) Un estudio sobre los cambios en la instrumentación monetaria desde 1973 se encuentra en: SANZ, B., y VAL, M., «Las técnicas de instrumentación monetaria en España», *Boletín Económico* del Banco de España, marzo 1993, págs. 25-33.

(2) La exclusión de Grecia y Portugal obedece a que mantienen evoluciones de tipos de interés dispares. En ambos países, y más pronunciadamente en el caso de Grecia, los problemas internos de sus economías han dificultado el control de sus tipos de interés nominales.

ANEXO 1

La relación entre tipo de interés del mercado interbancario a tres meses (en adelante, R3) y tipo de intervención del Banco de España (en adelante, TO) se ha establecido a través de un modelo de corrección de error, construyendo una relación dinámica entre ambas variables.

Como prerrequisito, primero debemos determinar la estacionariedad de las series R3 y TO, y si son procesos integrados, el orden de integración. Observando la evolución en el tiempo de ambas series (gráfico 1 del texto) se deduce que ambas son no estacionarias, y, tras la aplicación del test de raíces unitarias, se concluyó que tanto R3 como TO están integradas en orden 1, I (1). En la regresión de la variación de R3 sobre sus niveles pasados y una variación retardada, el estadístico *t* daba – 0,28, mientras el modelo en primeras diferencias daba un estadístico *t* de – 5,47, indicando que la primera diferencia de R3 es estacionaria. El mismo análisis para TO daba unos estadísticos *t* de 0,11 y – 4,23, respectivamente, siendo TO también estacionaria en primeras diferencias. El test de Dickey-Fuller ampliado (DFA) y los valores críticos de Mackinnon aparecen en el cuadro núm. A.1, donde en todos los casos se ha incluido una constante. La hipótesis nula de existencia de una raíz unitaria se rechaza cuando el estadístico *t* de DFA, en valor absoluto, supera los valores críticos de Mackinnon.

Si bien en períodos anteriores al analizado la evolución en el tiempo del tipo de intervención del Banco de España se aproximaba más a una serie tipo escalón, en el período que estamos analizando sus movimientos son más suaves y de forma continua, por lo que nos planteamos la relación de cointegración entre R3 y TO. La relación de cointegración expresiva de la relación a largo plazo entre R3 y TO, estimada por MCO, daba los siguientes resultados:

$$R3 = -0,22 + 1,04\ TO \qquad \bar{R}^2 = 0,97$$
$$(-0,78)\ (44,56) \qquad DW = 0,507$$

La obtención de una elasticidad unitaria nos permite imponer la restricción de que el parámetro a largo plazo sea igual a la unidad. Bajo esta restricción redefinimos la relación de cointegración como:

$$R3_t - TO_t = C + u_t$$

donde la diferencia entre R3 y TO vendría medida por una constante cuya interpretación estaría en consonancia con un premio al riesgo, y u_t es la correspondiente perturbación aleatoria.

El test de DFA sobre los residuos de esta regresión (cuadro núm. A.2) nos conduce a rechazar la hipótesis nula de existencia de una raíz unitaria, lo que implica que R3 y TO están cointegrados con un coeficiente unitario; es decir, el vector de cointegración es (1, – 1).

El teorema de representación de Granger establece la relación entre cointegración y modelos de corrección de error (en adelante, CE). Como idea intuitiva del modelo CE, el caso más general sería representar la variación de R3 en función de la variación de TO, de variaciones pasadas de R3 y TO, y de un término denominado de «error» expresado como la diferencia entre R3 y TO en el período anterior. Este último término opera como un mecanismo automático de corrección de las desviaciones actuales respecto a la situación de equilibrio a largo plazo.

La estimación del modelo CE se realizó en una etapa por mínimos cuadrados no lineales y bajo la restricción de una elasticidad unitaria a largo plazo (cuando se probó la misma ecuación sin imponer esta restricción, se obtuvo un coeficiente unitario a largo plazo). Los resultados de la especificación dinámica se reproducen de nuevo aquí como cuadro núm. A.3, donde el coeficiente del término de error es significativo y con el signo correcto, garantizando la cointegración entre R3 y TO.

En la relación dinámica a corto plazo, la inclusión de una variación retardada de R3 y otra de TO mejoraba sensiblemente los resultados frente a la estimación sin estas variables. En concreto, el error estándar de la ecuación pasaba de 0,2683 a 0,2527, el R^2 de 0,989 a 0,990 y el DW de 2,587 a 2,036. Esto implica una dinámica a corto plazo en la que entran en juego en la determinación de R3, además de la variación de TO y del término de corrección de error, la variación de R3 y la variación de TO, ambas en el período anterior. Por su parte, el término de corrección de error viene a alterar la decisión a corto plazo, manteniéndose la proporción a largo plazo con una elasticidad unitaria.

CUADRO NUM. A.1

Variable	*Test DFA*	*Ho: raíz unitaria*	*Valores críticos de Mackinnon*
R3	– 0,2824	No rechaza	1 % – 3,5547
D (R3)	– 5,4708	Rechaza	5 % – 2,9157
TO	0,1086	No rechaza	10 % – 2,5953
D (TO)	– 4,2317	Rechaza	

Nota: D ( ) indica primeras diferencias.

CUADRO NUM. A.2

Variable	*Test DFA*	*Ho: raíz unitaria*	*Valores críticos de Mackinnon*
U_t	– 2,6612	Rechaza	1 % – 2,6064 5 % – 1,9468 10 % – 1,6190

CUADRO NUM. A.3

MODELO DE CORRECCION DE ERROR (*)

$$D(R3)_t = \underset{(8,8)}{1,31}\ D(TO)_t - \underset{(2,1)}{0,27}\ D(R3)_{t-1} + \underset{(2,5)}{0,49}\ D(TO)_{t-1} - \underset{(2,8)}{0,26}\ [R3_{t-1} - TO_{t-1} - \underset{(3,3)}{0,58}]$$

$\bar{R}^2 = 0,991$ s.e. = 0,2527 DW = 2,04

(*) Estimación en una etapa por mínimos cuadrados no lineales, bajo la restricción de elasticidad unitaria a largo plazo.

ANEXO 2

COEFICIENTES DE CORRELACION DE TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO ENTRE PAISES DE LA UNION EUROPEA (UE-12), ESTADOS UNIDOS Y JAPON EN EL PERIODO 1986-1994

	UE	*Alemania*	*Bélg. y Lux.*	*Dinamarca*	*España*	*Francia*	*Grecia*	*Holanda*	*Irlanda*	*Italia*	*Portugal*	*Reino Unido*	*EE.UU.*	*Japón*
Unión Europea	1,000													
Alemania	0,736	1,000												
Bélg. y Lux.	0,882	0,748	1,000											
Dinamarca	0,714	0,461	0,667	1,000										
España	0,697	0,252	0,495	0,716	1,000									
Francia	0,926	0,720	0,829	0,849	0,685	1,000								
Grecia	0,072	0,604	0,185	0,029	–0,273	0,170	1,000							
Holanda	0,831	0,972	0,823	0,562	0,394	0,799	0,479	1,000						
Irlanda	0,618	0,288	0,568	0,744	0,559	0,690	–0,129	0,426	1,000					
Italia	0,781	0,389	0,664	0,547	0,551	0,722	–0,157	0,510	0,676	1,000				
Portugal	0,699	0,436	0,647	0,508	0,499	0,628	–0,042	0,596	0,672	0,701	1,000			
Reino Unido	0,784	0,282	0,632	0,435	0,619	0,581	–0,383	0,415	0,445	0,588	0,555	1,000		
EE.UU.	0,311	–0,267	0,098	0,048	0,447	0,117	–0,651	–0,158	0,085	0,256	0,142	0,770	1,000	
Japón	0,807	0,488	0,705	0,498	0,542	0,656	–0,093	0,606	0,480	0,525	0,728	0,855	0,518	1,000

COEFICIENTES DE CORRELACION DE TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO ENTRE PAISES DE LA UNION EUROPEA (UE-12), ESTADOS UNIDOS Y JAPON EN EL PERIODO 1990-1994

	UE	*Alemania*	*Bélg. y Lux.*	*Dinamarca*	*España*	*Francia*	*Grecia*	*Holanda*	*Irlanda*	*Italia*	*Portugal*	*Reino Unido*	*EE.UU.*	*Japón*
Unión Europea	1,000													
Alemania	0,923	1,000												
Bélg. y Lux.	0,897	0,856	1,000											
Dinamarca	0,829	0,764	0,826	1,000										
España	0,945	0,829	0,839	0,895	1,000									
Francia	0,940	0,899	0,855	0,933	0,932	1,000								
Grecia	–0,149	–0,013	–0,097	–0,010	–0,131	–0,049	1,000							
Holanda	0,948	0,988	0,872	0,760	0,837	0,899	–0,050	1,000						
Irlanda	0,825	0,765	0,691	0,859	0,853	0,907	0,014	0,766	1,000					
Italia	0,874	0,853	0,731	0,739	0,802	0,850	–0,045	0,856	0,796	1,000				
Portugal	0,873	0,898	0,745	0,613	0,769	0,782	0,023	0,925	0,661	0,751	1,000			
Reino Unido	0,852	0,657	0,757	0,551	0,779	0,677	–0,377	0,729	0,544	0,577	0,720	1,000		
EE.UU.	0,469	0,175	0,335	0,194	0,454	0,267	–0,483	0,279	0,230	0,157	0,358	0,827	1,000	
Japón	0,832	0,697	0,726	0,543	0,772	0,668	–0,262	0,755	0,549	0,528	0,793	0,942	0,779	1,000

PROBLEMATICA FISCAL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Eduardo Ramírez Medina

I. INTRODUCCION. PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y FISCALIDAD

La fiscalidad aparece caracterizada como uno de los elementos a considerar a la hora de definir las condiciones de un producto financiero, tanto en el caso de los más tradicionales productos financieros de financiación-inversión, esto es, aquellos que canalizan decisiones de financiación empresarial y de inversión empresarial-particular, como de aquellos otros cuya función consiste en cubrir un riesgo previamente generado en otros mercados financieros o, incluso, en relaciones económicas y comerciales de cualquier tipo o en crearlo en relación con aquellos agentes que utilizan los mercados de cobertura como mercados de asunción de riesgos y dan, por tanto, contrapartida a aquellos que pretenden cubrirlos.

En relación con la fiscalidad española y, más concretamente, con aquellos textos normativos que van a ser objeto de referencia dentro del presente trabajo relativos, en su mayoría, a impuestos personales (Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas e Impuesto sobre Sociedades), puede afirmarse que el legislador español no ha sido pródigo en referencias financieras dentro de los textos tributarios.

En este sentido, la primera norma que, de manera concreta, trata la cuestión de la fiscalidad de productos financieros es la denominada Ley de Activos Financieros o, más concretamente, Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros (1). La mencionada norma tiene, en líneas generales, dos finalidades básicas:

a) Dar transparencia informativa a los diferentes mercados financieros recogiendo una genérica obligación de información a la Hacienda Pública por parte de aquellos sujetos que tienen la condición de intermediarios financieros y relativa a la identificación de los titulares de todos los activos emitidos, colocados, amortizados o aquellos en cuya transmisión hubiera intervenido.

Como es bien sabido, la regla general, anteriormente mencionada, que aparecía recogida en la disposición adicional 1.ª de la Ley de Activos Financieros, tenía, a su vez, dos importantes excepciones:

— Por un lado, la relativa a los pagarés del Tesoro como fórmula barata de financiación del déficit público. Estos instrumentos no sólo quedaban exceptuados del sistema de retenciones a cuenta, sino que, más aún, quedaban al margen del cumplimiento de las obligaciones de información a la Hacienda Pública por lo que se refiere a la identificación de sus titulares.

— Por otro, la referente a los denominados AFROS o Activos Financieros con Retención en el Origen, que aparecían regulados en los artículos 4.º y siguientes de la Ley de Activos Financieros, como una fórmula de financiación privada sobre la base del establecimiento de una retención fiscal inicial, al tiempo de su emisión, y por un importe cuantioso (2).

La definitiva consecución del objetivo de transparencia informativa a la Hacienda Pública y, por tanto, la eliminación de las dos excepciones anteriormente mencionadas, deriva del texto de la nueva Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (3), cuya disposición adicional 13.ª deroga, por un lado, los preceptos de la Ley de Activos Financieros relativos al régimen fiscal de los activos financieros con retención en el origen y, a su vez, crea un nuevo instrumento de la Deuda Pública, denominado Deuda Pública Especial, para sustituir, por canje, los Pagarés del Tesoro existentes hasta la definitiva entrada en vigor de la norma (1 de enero de 1992).

De acuerdo con los preceptos mencionados de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la transparencia informativa a la Hacienda Pública en los mercados de activos financieros ha sido conseguida de manera definitiva en junio de 1994, por lo que se refiere a los activos financieros con retención en el origen, al tener éstos un período máximo de maduración de tres años a contar desde la publicación de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por lo que se refie-

re al mercado de pagarés del Tesoro, la última emisión de pagarés en régimen informativo especial venció en junio de 1993, al transcurrir 18 meses a contar desde el 1 de enero de 1992. Por último, conviene mencionar que existen en la actualidad, y mantendrán su vigencia hasta 1997, los activos de la deuda pública especial cuyo registro se conserva, en absoluta confidencialidad, bajo la supervisión de las autoridades del Banco de España, circunstancia ésta que permite mantener un régimen informativo peculiar para ciertos activos financieros, vigente en la actualidad, si bien con una previsión de desaparición a no muy largo plazo.

b) La Ley de Activos Financieros persigue, por otro lado, ampliar el concepto de rendimiento del capital mobiliario, incluyendo dentro del mismo los denominados *rendimientos implícitos.* Para ello, recoge una construcción jurídica de cierta complejidad, que hemos tenido ocasión de comentar en otras ocasiones (4), sobre la definición de una nueva categoría de activos financieros denominados *activos financieros con rendimientos implícitos.* Sin ánimo de ser exhaustivos en esta materia y a modo de simple comentario, podemos afirmar que con la reforma mencionada se pretende establecer una cierta neutralidad en el tratamiento fiscal entre las diferentes categorías de activos financieros, independientemente de su forma de remuneración, bien lo sea a través de cupones o rendimientos de devengo periódico o bien a través de primas o retribuciones únicas calculadas sobre el precio de emisión, transmisión o reembolso de los diferentes activos.

Si bien la fiscalidad, como hemos comentado, regula de forma poco exhaustiva la cuestión financiera, podemos afirmar que el *gran olvidado* del ordenamiento tributario es, precisamente, el mercado de derivados o si se prefiere, de instrumentos financieros de cobertura de riesgos.

Efectivamente, la normativa tributaria menciona de manera absolutamente aislada la materia relativa a productos financieros derivados, contratos de futuros y opciones, operaciones de permutas financieras o *swaps,* etc. Así, por ejemplo, la Ley del Impuesto sobre el Valor Añadido (5) menciona, como operaciones exentas, las de permuta financiera en el artículo 20, apartado 1, número 18, letra *d*.

Por lo que se refiere a los impuestos personales, las menciones a productos financieros derivados son también tímidas. En este sentido, por ejemplo, se menciona la excepción a la obligación de practicar retención a cuenta del Impuesto sobre Sociedades en relación con los intereses percibidos por las sociedades o agencias de valores, en contraprestación a las garantías constituidas para operar como miembros de los mercados de futuros y opciones financieros (6).

En nuestra opinión, existen diferentes aspectos que dificultan el tratamiento fiscal específico de los productos financieros derivados y que requieren un comentario más detallado:

1. Una primera cuestión que ha de ser objeto de comentario es la relativa al carácter complejo de todas estas operaciones.

Efectivamente, cuando estamos hablando de *productos financieros derivados* nos referimos tanto a lo que se denominan contratos a futuros (operaciones *forward)* como a operaciones de permutas financieras sobre deudas o créditos y relativas a tipos de interés, tipos de cambio o, incluso, otros parámetros financieros, así como a operaciones de simple cobertura entre partes del tipo de interés, como son las coberturas de tipo de interés mínimo o *floor,* las coberturas de tipo de interés máximo o *cap* y las coberturas mixtas de tipo de interés mínimo y máximo o *collar.*

Considerando la complejidad y la pluralidad de los instrumentos que son objeto de mención cuando tratamos la cuestión de la tributación de productos derivados, parece necesario centrar de una manera sencilla las diferentes categorías de productos a los efectos de poder avanzar con más exactitud en sus aspectos legales, contables y fiscales.

En este sentido, podemos considerar que un producto derivado tiende a cubrir o crear un riesgo financiero sobre un parámetro que puede ser muy diverso. En concreto, pueden considerarse tres tipos de parámetros netamente financieros y sobre los que suele bascular la mayoría de los productos derivados.

Se trata, en definitiva, de los siguientes:

1.º) *Volatilidad de los tipos de interés.* Se trata del riesgo más típico que afecta a deudores y acreedores y sobre el que se establecen diferentes productos financieros derivados que van desde el simple futuro tipificado sobre tipo de interés o FRA *(forward rate agreement),* hasta la permuta financiera de tipos de interés sustituyendo posiciones deudoras a tipo de interés fijo, por otras a variable.

2.º) *Volatilidad de los tipos de cambio.* Se trata de un segundo parámetro frecuentemente utilizado, con la característica de que suele asegurarse un riesgo que no siempre deriva de los mercados financieros sino, en ocasiones, de simples operaciones de comercio exterior.

3.º) *Indices bursátiles.* Se trata de un parámetro financiero normalmente asociado a posiciones de cartera y, por tanto, frecuentemente utilizado por inversores institucionales en relación con los mercados financieros a que se refieren tales índices.

En nuestro país es frecuentemente utilizado, como luego observaremos, los contratos a futuro sobre el índice IBEX 35 que pondera la valoración de los treinta y cinco valores más contratados en las bolsas españolas.

Por lo que se refiere a la regulación financiera relativa a mercados oficiales de futuros y opciones, podemos comentar que la misma se contiene en el Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, en el contexto del cual se han articulado mercados de futuros y opciones, hoy en día integrados en la entidad MEFF Holding. En el marco de este mismo Real Decreto se ha constituido en Valencia un mercado de futuros sobre cítricos cuyas normas de funcionamiento han sido recientemente aprobadas y se encuentra plenamente operativo al tiempo de redactar estas líneas.

Para terminar nuestro comentario sobre el carácter plural de los diferentes productos financieros, conviene hacer una referencia a aquellos productos derivados que están disponibles actualmente en los mercados nacionales.

Por lo que se refiere a los productos derivados que pueden ser contratados hoy en día en los mercados de futuros y opciones, pueden mencionarse, en el marco del mercado MEFF: 1) aquellos contratos cuyo subyacente es un bono puramente intelectual denominado *bono nocional* con un vencimiento de tres o diez años; 2) aquellos otros contratos cuyo subyacente es el tipo de interés interbancario de Madrid a noventa o trescientos sesenta días, denominado MIBOR (Madrid Interbank Offered Rate) y, más recientemente, 3) aquellos contratos cuyo subyacente es el índice IBEX 35 o, incluso, las acciones de ciertas compañías con volúmenes importantes en su negociación bursátil (Telefónica, Endesa, BBV y Repsol). Todos estos contratos tienen un carácter estándar pese a que están sujetos a adaptaciones y modificaciones día a día.

Al margen de lo anterior y fuera del ámbito de los mercados oficiales de futuros y opciones regulados en el Real Decreto de 20 de diciembre de 1991 y de acuerdo con lo ya comentado anteriormente, pueden mencionarse dos tipos de contratos:

— Por un lado, los contratos de permuta financiera o *swaps,* consistentes en el intercambio de posiciones deudoras o acreedoras sobre tipos de interés, tipos de cambio o principales, o múltiples combinaciones de los anteriores. En nuestro país no existe un mercado oficial de permutas financieras pero, sin embargo, su contratación es muy frecuente entre aquellas entidades que realizan operaciones con el exterior y se financian en los mercados internacionales, normalmente en una moneda distinta de la peseta.

— Por otro lado, los productos derivados sobre tipos de interés, entre los cuales pueden mencionarse los antes citados de *cap, floor* y *collar.*

2. Una segunda cuestión que dificulta de forma importante la regulación expresa en la normativa fiscal de los productos financieros derivados es su carácter atípico, esto es, la posibilidad de que dentro de su complejidad y pluralidad, puedan ser contratados productos estándar o tipo o, por el contrario, nos encontremos ante productos diseñados a medida y negociados fuera de mercados organizados. Estos productos son denominados normalmente productos OTC *(over the counter).*

Es cierto que la regulación oficial de los mercados de futuros y opciones ha recogido ciertos elementos de tipicidad y estandarización en estos productos. No sólo los mencionados anteriormente y negociados en el mercado MEFF sino, incluso, aquellos contratos a futuros sobre tipos de interés estandarizados de común acuerdo por los operadores. En este sentido es notable los esfuerzos para la estandarización de las operaciones FRA.

Sin perjuicio de lo anterior, no puede olvidarse que existe un número muy amplio de contratos que son realizados a medida, en lo relativo a la valoración inicial del contrato, valoración de las primas cuando se trate de opciones, valoración de su precio de ejercicio, definición de los subyacentes, etcétera.

Las anteriores circunstancias dificultan de manera importante la determinación de la carga tributaria que haya de estar asociada a estos productos complejos y que requiere, en la mayoría de las ocasiones, el análisis específico del caso concreto sin poder extraer conclusiones de carácter general.

3. Una tercera cuestión que es importante a la hora de delimitar la naturaleza fiscal de las rentas que derivan de estos contratos es el carácter y finalidad con que son celebrados. En concreto, no debe olvidarse que los productos financieros derivados pueden ser contratados atendiendo a una doble finalidad:

a) Cubrir un riesgo previamente asumido en un mercado financiero o en una operación económica. Por ejemplo, un deudor que ha concertado un préstamo a tipo de interés variable puede tener la pretensión de cubrir el riesgo en tipo de interés, al sentir aversión a ser deudor a tipo de interés flotante. Como consecuencia de ello, puede celebrar un contrato de futuro sobre tipo de interés, un contrato de cobertura de tipo de interés máximo *(cap)* o, incluso, puede celebrar una operación de *swap,* permutando su posición deudora a interés variable por una posición deudora a interés fijo.

Esta primera forma de contratar productos derivados está normalmente relacionada con el desarrollo de una actividad empresarial, por lo que parece excluir una calificación especulativa del contrato y de las pretensiones del contratante.

En este sentido, el celebrar un contrato para cubrir un riesgo previamente asumido puede tener consecuencias, no sólo en lo relativo a la calificación fiscal de las rentas, positivas o negativas, obtenidas, sino incluso a efectos de la imputación temporal, contable y fiscal, de los beneficios y las pérdidas.

b) Crear un riesgo sobre la variable financiera o no financiera sobre la que está constituido el contrato derivado.

Al no existir una operación que genere previamente un riesgo, el producto derivado puede ser contratado con la finalidad, puramente especulativa, de obtener beneficios, sobre la base del efecto apalancamiento que todo contrato de este tipo produce al no exigirse el previo desembolso total de la posición contratada sino, simplemente, la garantía o fianza que exija el mercado o la parte que haga de contrapartida.

Esta segunda función de los productos financieros derivados incidirá con toda seguridad en la calificación fiscal de las rentas, en su imputación temporal con efectos contables y fiscales y, cómo no, en la carga tributaria definitiva que quienes acuden a estos mercados deberán satisfacer a la Hacienda pública.

4. Una cuarta circunstancia que debe ser objeto de comentario es el carácter complejo, no sólo ya de la construcción jurídica y económica de los productos financieros derivados, sino también de su mecánica de contratación y del acceso a los mercados, oficiales o no, de estos productos.

En este sentido, puede mencionarse el complejo sistema de garantías y fianzas que no sólo el mercado MEFF español, sino la totalidad de los mercados extranjeros, exigen a los diferentes agentes económicos para abrir posiciones en los mismos. La finalidad de estos sistemas de garantías no es otra que asegurar la correcta liquidación de todas las operaciones que se negocian en estos mercados, de tal suerte que todo sujeto que pretenda mantener abierta una posición deberá tener depositada una cantidad igual a su máxima pérdida antes de que el mercado consiga liquidar su posición. Con ello se consigue dar certeza a todas las operaciones de derivados y se garantiza que todas ellas alcanzan su correcta consumación a través de la liquidación de los beneficios y pérdidas generados. No es de extrañar la atención de los mercados por estas cuestiones, ya que el alto efecto de apalancamiento de estos productos podría provocar situaciones de insolvencia.

5. Una última circunstancia que ha sido ya objeto de comentario líneas atrás y que dificulta extraordinariamente la obtención de conclusiones certeras sobre la carga tributaria que ha de ir asociada a los diferentes productos financieros, es la falta de normativa específica en esta materia y la poca atención que el legislador tributario otorga a estas cuestiones.

En nuestra opinión, esta falta de regulación no debe ser valorada necesariamente de forma negativa, ya que es bien conocido que la normativa fiscal puede incidir de modo negativo en el libre desenvolvimiento de los productos y mercados financieros y, por tanto, no puede afirmarse sin más que los productos financieros derivados sean *huérfanos fiscales.* Todo lo contrario, una correcta aplicación del sistema tributario debe permitir calcular exactamente la carga tributaria asociada a cada uno de estos productos, sin necesidad de que aparezcan expresamente mencionados en la Ley fiscal.

Todo ello hace, sin embargo, extraordinariamente importante, la doctrina administrativa procedente de la Dirección General de Tributos en contestación a las consultas formuladas a la Administración Tributaria por el procedimiento descrito en el artículo 107 de la Ley General Tributaria (7), así como las aportaciones de la doctrina científica en el análisis y estudio sistemático del régimen fiscal aplicable a los diferentes instrumentos financieros derivados.

II. CUESTIONES TRIBUTARIAS CONCRETAS

Una vez recogidos dentro del punto anterior de este trabajo los aspectos generales que suscita la tributación de productos financieros derivados, pasaremos, en este segundo punto, a analizar las cuestiones tributarias concretas a efectos de sentar criterios interpretativos certeros sobre el régimen fiscal que ha de ser aplicable a estos productos.

1. Calificación fiscal de las rentas procedentes de productos financieros derivados

La primera cuestión que suscita la fiscalidad de los contratos de futuros es la relativa a la calificación fiscal de las rentas derivadas de estas operaciones a efectos del cálculo de la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o Impuesto sobre Sociedades del titular-inversor.

La cuestión planteada tiene, en efecto, una gran importancia a la hora de definir la carga tributaria asociada a estos productos financieros, ya que de una calificación tributaria u otra dependerá el modo de integración en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o sobre Sociedades y, en su caso, la posible práctica de retenciones a cuenta.

Conviene advertir que no existe norma legal o reglamentaria que resuelva de modo expreso la cuestión analizada de la calificación fiscal de las rentas derivadas de contratos de futuros financieros, de tal manera que conviene plantear el posible encuadramiento de estas rentas dentro de las diferentes categorías fiscales diseñadas en los impuestos personales españoles.

De acuerdo con los planteamientos anteriores, conviene reflexionar sobre las siguientes opciones de calificación fiscal:

A) *Rendimientos del capital mobiliario*

La cuestión se centra en precisar si existe una cesión a terceros de capitales propios o, por el contrario, una participación en fondos propios de cualquier tipo de entidad.

De acuerdo con el texto de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, las rentas derivadas de contratos de futuros financieros difícilmente pueden tener cabida dentro del concepto de rendimientos íntegros del capital mobiliario ya que, por una parte, no se trata de rendimientos derivados de la cesión o utilización de capitales ajenos, tales como rendimientos implícitos y explícitos del capital mobiliario ni, por otro lado, nos encontramos ante dividendos, primas de asistencia a juntas de accionistas o participaciones en los beneficios de sociedades y asociaciones.

En este sentido, no puede afirmarse que en los contratos de futuros financieros exista cesión previa de capitales por cuanto las partes no realizan ningún desembolso hasta el momento del vencimiento, con excepción del depósito constituido al inicio de la operación, que tendrá la consideración de una fianza para garantizar el buen fin del contrato. A nuestro juicio, este argumento es válido, incluso, respecto de las opciones financieras en donde el desembolso inicial lo es en concepto de prima de la opción y no de cesión de capitales para la obtención de rendimientos.

Por otro lado y para mayor abundamiento de esta argumentación, conviene mencionar la total aleatoriedad a que están sometidas las rentas derivadas de contratos de futuros financieros. Las pérdidas o ganancias derivadas de estos instrumentos derivan de las fluctuaciones u oscilaciones del producto subyacente (tipo de interés interbancario, instrumento de la deuda pública, etc.), circunstancia ésta que difícilmente permite encajar las rentas derivadas de estos contratos en el concepto tributario de rendimientos del capital mobiliario.

No parece poder argumentarse en contra de este planteamiento el hecho de que los contratos de futuros financieros sean utilizados como instrumentos de cobertura de otra operación, denominada subyacente, que consista de forma efectiva en una cesión a terceros de capitales propios o en una participación en fondos propios de cualquier tipo de entidad. En este supuesto, los rendimientos del capital mobiliario serán los derivados de la operación subyacente y no, en nuestra opinión, los procedentes de la operación de cobertura.

De acuerdo con las argumentaciones anteriores, consideramos que las rentas derivadas de estos contratos no encajan en esta primera categoría tributaria de rendimientos de capital, lo cual es muy interesante a la hora de precisar su no sujeción al sistema de retenciones a cuenta que nuestro ordenamiento tributario diseña para los rendimientos del capital mobiliario.

B) *Rendimientos de la actividad empresarial*

Se trata de rendimientos que provienen de la ordenación por cuenta propia de medios de producción y recursos humanos con la finalidad de intervenir en la producción y distribución de bienes y servicios.

Por lo que se refiere a esta categoría fiscal de renta, podemos afirmar que, cuando el contrato de futuro se enmarque en una actividad empresarial que presuponga la cobertura de riesgos en tipos de interés, tipos de cambio o índices bursátiles, esta categoría fiscal parece ser la que mejor responde a la naturaleza de las posibles rentas obtenidas.

Por lo que se refiere al tratamiento de las rentas derivadas de contratos de futuros financieros que sean utilizados de forma especulativa y no para la cobertura de riesgos financieros, en nuestra opinión, la calificación de rendimientos de la actividad empresarial quedará circunscrita a aquellas rentas percibidas cuando el objeto social o el objeto empresarial de la actividad ejercida por un empresario individual consista, precisamente, en la inversión en este tipo de instrumentos.

La solución comentada parece la más razonable desde la óptica del tratamiento fiscal de las entidades jurídicas y, en general, de los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, así como, en su caso, del tratamiento de las rentas empresariales en el ámbito del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

En conclusión, podemos afirmar que la calificación fiscal de las rentas derivadas de los contratos de futuro que cubran riesgos financieros enmarcados en la actividad empresarial debe ser la mencionada de rendimientos de la actividad empresarial.

C) *Incrementos o disminuciones de patrimonio*

Una última categoría tributaria que debe ser objeto de mención en estas líneas es la correspondiente a incrementos y disminuciones patrimoniales. Siguiendo la definición que, de los mismos, contempla el artículo 44 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, nos encontramos ante *«variaciones en el valor del patrimonio del sujeto pasivo que se pongan de manifiesto con ocasión de cualquier alteración en la composición de aquél (...)».*

Como puede observarse, la definición legal de incrementos y disminuciones patrimoniales tiene un carácter ciertamente residual, esto es, parece ser el *cajón de sastre* donde deben ir aquellas rentas que no reciben una calificación más precisa en la mencionada figura impositiva.

En este sentido, las variaciones en la composi-

ción de la cartera de valores mobiliarios de las personas físicas determina la aparición de incrementos o disminuciones patrimoniales y, en este sentido, las rentas derivadas de contratos de futuros financieros, cuando sean percibidos por sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas fuera del marco de una actividad empresarial y, en consecuencia, sin tratarse de operaciones de cobertura de riesgos financieros sobre tipos de interés, tipos de cambio e índices bursátiles, quedarían englobados dentro de esta categoría de renta ahora analizada.

La mencionada calificación de incrementos o disminuciones patrimoniales en el Impuesto sobre la Renta plantea, sin embargo, algunos comentarios de interés:

1.º Por un lado, el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas establece la tributación de los incrementos o disminuciones patrimoniales a través de porcentajes de reducción anual. Quiere esto decir que los incrementos o disminuciones de patrimonio generados en un período superior a los dos años no inciden nominalmente en la base imponible del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, sino que su cómputo será menor a medida en que mayor sea el período temporal de su generación.

2.º En segundo lugar, conviene tener presente que la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas limita la compensación de incrementos y disminuciones patrimoniales no permitiendo, por ejemplo, compensar disminuciones de patrimonio con rendimientos del capital mobiliario. Este extremo es, en el caso que nos ocupa, muy interesante ya que, de adoptarse una calificación fiscal en las rentas derivadas de contratos de futuros financieros enmarcadas en la categoría de incrementos o disminuciones patrimoniales, unida a una finalidad de cobertura de riesgos financieros en tipos de interés u otra distinta, generadora de rendimientos de capital mobiliario, podría producirse el efecto de una falta de neutralidad por motivos fiscales de la operativa descrita, al no ser compensables los rendimientos de capital mobiliario de la operación subyacente con las disminuciones patrimoniales del contrato de futuro financiero, mientras que sí sería compensable el incremento patrimonial derivado de este último contrato con el menor rendimiento del capital mobiliario derivado de la operación subyacente.

La Administración tributaria se ha manifestado en relación con la cuestión de referencia, respecto de los inversores no residentes en contratos de futuros financieros negociados los mercados oficiales nacionales. En concreto, la contestación de la Administración tributaria de 12 de julio de 1991 mantiene que:

> «Las rentas derivadas de los futuros financieros obtenidas por no residentes que operen en España sin establecimiento permanente tendrán la consideración, en todo caso, de incrementos de patrimonio.
>
> En consecuencia, en el supuesto de que el perceptor de la renta sea un residente en un Estado miembro de la Comunidad Económica Europea distinto de España que no opere en nuestro país a través de establecimiento permanente, el incremento de patrimonio obtenido, en su caso, del contrato de futuro financiero se considerará, en virtud de los preceptos citados en los primeros párrafos, renta no obtenida en España. Este tratamiento no será de aplicación a aquellos no residentes que operen desde territorios calificados como paraísos fiscales.
>
> Las rentas derivadas de estos contratos se entenderán obtenidas al vencimiento de los mismos o al cierre de la posición si produce con anterioridad. Como consecuencia de ello, surgirá la obligación de efectuar la declaración de estas rentas, aun en el supuesto de exención de las mismas, a través del modelo 210.
>
> En caso de transferencia al extranjero de cantidades derivadas de estos contratos consecuencia del abono de las liquidaciones diarias producidas por las oscilaciones en la cotización de las mismas será obligatoria la presentación previa de la declaración, según lo establecido en el artículo 305 del Real Decreto 2.631/1982, de 15 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades.
>
> Todo lo cual se le comunica de acuerdo y a los efectos previstos en el artículo 107 de la Ley General Tributaria, en su nueva redacción, según Ley 10/1985, de 26 de abril.»

Como puede observarse, la Administración tributaria mantiene una calificación de incrementos de patrimonio, en relación con las rentas derivadas de futuros financieros obtenidas en España por no residentes, que actúen en nuestro país sin la mediación de establecimiento permanente. El criterio descrito parece coherente con nuestro anterior planteamiento, ya que la función, especulativa o de cobertura, del futuro financiero no puede ser objeto de comprobación fiscal respecto de no residentes que operan en España sin establecimiento permanente.

Por otro lado, la calificación de incremento de patrimonio es absolutamente neutra ya que:

— en primer lugar, permite afirmar la no existencia de retenciones a cuenta en origen, y

— en segundo lugar, determina la aplicación de la tributación en el país de residencia, tanto en el marco de la Unión Europea (8), como respecto de terceros países con los que España tenga suscrito convenios para evitar la doble imposición internacional, en los cuales se recoja el principio de tributación de los incrementos patrimoniales en el país de residencia con algunas excepciones, normalmente inmobiliarias, que no afecten al supuesto objeto de este comentario.

2. Imputación temporal de las rentas, positivas o negativas, derivadas de estos contratos

La segunda cuestión de interés a la hora de precisar la carga tributaria asociada a estos contratos, es la relativa a la imputación temporal, contable y fiscal, de las rentas, positivas o negativas, procedentes de productos derivados. Para ello, conviene iniciar el estudio avanzando algunos conceptos básicos en materia contable.

En primer lugar, hay que advertir que en España no existen más normas concretas sobre contabilización de productos financieros derivados, que aquéllas que son aplicables a las entidades de crédito sometidas a la tutela del Banco de España y a las que les es de aplicación las normas recogidas en la Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio, sobre estados contables, si bien hay que advertir que esta norma tiene un ámbito de aplicación reducido, circunscrito a las entidades financieras mencionadas. Sin perjuicio de ello, y al no existir normas contables generales, las disposiciones bancarias mencionadas tienen una importancia interpretativa que no se circunscribe solamente a aquellas entidades que están sometidas obligatoriamente a tales normas.

Por otro lado, puede mencionarse que el organismo responsable en España de la normalización contable (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) ha nombrado una comisión de expertos, recientemente, con la función de formular una norma que desarrolle la contabilización de estos nuevos instrumentos financieros, cubriendo así un objetivo formulado en el propio Plan General de Contabilidad español que data de 1990.

Por todo ello, y considerando la inexistencia normativa en relación con este tema, debe advertirse al lector sobre la provisionalidad de nuestras conclusiones siempre sometidas al posterior desarrollo normativo del Plan General Contable en esta materia.

A efectos de definir el conjunto de principios contables que han de ser aplicados a los contratos de futuros y opciones, deben ser comentados los siguientes extremos:

a) En primer lugar, tiene una especial importancia la determinación de la finalidad, especulativa o de cobertura de riesgos, perseguida en la contratación de operaciones financieras derivadas. En este sentido, la utilización de estos productos con una u otra finalidad determina un conjunto distinto de anotaciones contables.

b) En segundo lugar, la doctrina científica, a falta de una normativa concreta al respecto, se plantea si el principal de estos contratos debe contabilizarse dentro del balance, a través de cuentas de esta naturaleza, o fuera del mismo, mediante cuentas de orden o, incluso, a través de información incluida en los documentos mercantiles distintos de la propia contabilidad.

c) En tercer lugar, se plantea la cuestión de las anotaciones contables relativas a los efectos temporales de estos contratos. En concreto, se plantea si antes de la liquidación de las respectivas posiciones, la contabilidad debe reflejar las diferencias, positivas o negativas, que afectan al precio de contado de dichos instrumentos o al valor de mercado del activo subyacente a los mismos.

d) En último lugar se plantea, como cuestión menor, la contabilización de los depósitos obligatorios que, en concepto de fianza o cauciones, deben realizar quienes intervienen en estos mercados, a efectos de garantizar su solvencia y a la correcta liquidación de sus posiciones.

De acuerdo con el planteamiento anterior, procederemos a analizar brevemente las siguientes cuestiones:

1.º *Representación contable del principal del contrato*

Como hemos advertido anteriormente, la representación del principal del contrato puede realizarse en cuentas de balance o, por el contrario, en cuentas de orden o en información extracontable.

En este sentido y sin perjuicio de la inexistencia aún de normativa contable general en nuestro país, podemos afirmar que los organismos contables así como el Banco de España, respecto de las entidades financieras sometidas a su tutela, se decantan por la representación del principal del contrato en cuentas de orden, que se cancelarán al finalizar el mismo.

Por lo que se refiere a la normativa contable del Banco de España, única existente en esta materia, la autoridad contable del banco emisor se decanta por el registro contable de las operaciones de futuros financieros en cuentas de orden (por un importe equivalente al nominal de los valores o depósitos que se contraten). En este sentido, en el epígrafe de las cuentas de orden y bajo la denominación *operaciones de futuro,* se incluyen las operaciones que se relacionan a continuación:

— Las compraventas de divisas no vencidas, que comprenderán también las permutas financieras de monedas. En este epígrafe se incluirán, con la debida separación, los futuros financieros en divisas.

— Las compraventas de valores no vencidas, que se contabilizarán por el valor contratado de valores a que alcance el contrato.

— Los futuros financieros sobre valores y tipos de interés, que recogerán, por su principal, las ope-

raciones de esta clase contratadas en mercados organizados.

— Opciones sobre tipos de interés. En este caso se entenderá por elemento subyacente el importe sobre el que se calcule los intereses pactados. Las opciones pactadas incluirán los activos adquiridos temporalmente con opción a venta.

— Acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRA), permutas financieras de tipo de interés y otros posibles contratos de futuros que hayan sido contratados fuera de mercados organizados.

— Los valores vendidos a crédito en Bolsa que estén pendientes de entrega.

2.º *Representación contable de las diferencias positivas y negativas de valoración*

La segunda cuestión que debe ser objeto de comentario en este epígrafe del informe es la relativa a la contabilización de las diferencias positivas o negativas de valoración. En este sentido, existen dos soluciones posibles:

a) Aplicación del principio de prudencia valorativa, mediante el reflejo de las diferencias negativas, vía provisión, y aplazamiento del reconocimiento contable de las positivas, hasta el momento de conclusión del contrato.

b) Contabilización inmediata tanto de diferencias positivas como negativas, en el momento en que se producen. Esta solución, que podría suponer la ruptura del principio de prudencia valorativa, parece razonable respecto de aquellas operaciones financieras derivadas que pueden ser contratadas en los diferentes mercados financieros y que tienen, por tanto, contrapartida inmediata en los mismos.

Por lo que se refiere a aquellas operaciones que tienen carácter especulativo y, por tanto, son autónomas de otros productos subyacentes, la doctrina recomienda el reconocimiento de las diferencias temporales, positivas o negativas, en el momento de producirse, sin esperar al momento de conclusión del contrato. Esta posición, recomendada por la doctrina científica, se basa en que tales diferencias temporales son ciertas así como líquidas y exigibles siempre que el contrato se negocie en mercados organizados.

Si se trata de una operación de cobertura de riesgos, las variaciones del valor de mercado deben reconocerse cuando se producen, con la excepción de aquellos resultados que están condicionados a la realización de una transacción posterior. En ese tipo de operaciones es posible considerar las diferencias como gasto o ingreso diferido a regularizar en el momento de la transacción o en el de la venta posterior, o bien considerarlas como un ajuste del activo subyacente cubierto.

Por lo que se refiere a este segundo tema en el marco de la regulación contable procedente del Banco de España, se diferencia el tratamiento contable que haya de darse a operaciones especulativas o de cobertura:

a) *Operaciones sin cobertura*

En las operaciones que no existe cobertura de riesgos, los quebrantos o beneficios que resulten de las operaciones de futuros (sobre valores, tipos de interés o divisas) se registrarán contablemente según las siguientes reglas:

1.ª En el caso de los futuros financieros contratados en mercados organizados, las diferencias que resulten de las variaciones, en más o menos, en las cotizaciones del respectivo mercado, se llevarán íntegramente a la cuenta de pérdidas y ganancias.

2.ª Los resultados de las operaciones realizadas fuera de dichos mercados se contabilizarán en el momento de la liquidación, sin perjuicio de las provisiones que deban constituirse.

A efectos de precisar el mencionado régimen de anotación contable, el Banco de España considera como mercados organizados aquellos que cumplan las dos siguientes condiciones:

— que tengan establecido un sistema de depósitos en garantía actualizables diariamente en función de las cotizaciones registradas, y que

— exista un centro de compensación que organice la cotización y negociación del mercado, registre sus operaciones y se interponga entre las partes, actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.

Por lo que se refiere a aquellos contratos a futuros sobre tipos de interés y a las operaciones de permuta financiera cuyo flujo financiero sea conocido al principio del período del interés, con independencia de la fecha de su liquidación, los quebrantos o beneficios se llevarán a pérdidas y ganancias mediante su periodificación a lo largo de dicho período y a través de la utilización de cuentas transitorias precisas.

b) *Operaciones de cobertura*

Por lo que se refiere a las operaciones de futuro que supongan una cobertura de riesgos, se aplicarán las siguientes reglas contables:

— En las operaciones a plazo con divisas, la diferencia entre el cambio contractual y el cambio de contado se periodificará a lo largo de la vida del contrato.

— En las demás operaciones de cobertura, los beneficios o quebrantos se llevarán a pérdidas y

ganancias de manera simétrica a los ingresos o costes del elemento cubierto.

Una vez analizada la cuestión relativa a la contabilización del principal del contrato y de las diferencias positivas y negativas de valoración, es preciso concluir respecto de la imputación temporal en términos fiscales de las rentas derivadas de estos contratos. Por lo que se refiere a esta cuestión, tenemos:

1.º Respecto de los contratos de futuros y opciones negociados en mercados oficiales, en los términos antes comentados, la imputación contable de los beneficios o quebrantos, a medida en que vayan produciéndose y no al cierre o conclusión del contrato, parece ser una regla coherente con la mecánica de cálculo de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades, aplicable asimismo a aquellos empresarios sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas que calculen su base imponible de acuerdo con las normas de la estimación directa.

2.º En segundo lugar, es preciso pronunciarse respecto de aquellos contratos de futuros y opciones que sean celebrados con finalidad especulativa, en relación con los sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En este caso, los quebrantos y beneficios deberán imputarse en el ejercicio fiscal de la liquidación de la posición o extinción del contrato.

3.º Por lo que se refiere a los contratos de futuros y opciones y, en general, productos derivados, cuando cumplan una finalidad de cobertura de riesgos financieros previamente asumidos en una operación subyacente, un mínimo criterio de coherencia valorativa obliga a imputar, contable y fiscalmente, los beneficios y pérdidas del producto derivado y del subyacente de manera conjunta, de tal forma que no se produzcan diferimientos o anticipos en el pago fiscal del Impuesto sobre Sociedades por un cómputo anticipado de ingresos o gastos.

4.º Sin perjuicio de lo anterior y del carácter concurrente de algunos de los contratos mencionados en los epígrafes anteriores y, respecto de aquellos contratos de futuros y opciones y, en general, aquellas operaciones financieras derivadas que no sean objeto de contratación en mercados oficiales, el criterio contable, antes mencionado, de prudencia valorativa, consistente en trasladar las posibles ganancias a la conclusión del contrato y anticipar, sin embargo, las pérdidas al ejercicio en que se manifiesten por la vía de dotación a provisiones, parece ser un criterio contable ciertamente cuestionable en el ámbito del Impuesto sobre Sociedades que limita, como es bien sabido, la dotación a las provisiones por depreciación, negándola con carácter de fiscalmente deducible respecto de instrumentos financieros con valor cierto de reembolso. Efectivamente, el artículo 72 del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por Real Decreto 2.632/1982, de 15 de octubre, establece en su apartado 5 que:

> «No se admitirá la provisión por depreciación de valores mobiliarios para aquellos títulos que ostenten un valor cierto de reembolso, sin perjuicio de la que pudiera corresponder como saldos de dudoso cobro, salvo que el precio de adquisición sea superior al de reembolso, en cuyo caso resultará admisible en tanto no supere la diferencia aludida (...)»

III. CONCLUSIONES

De acuerdo con los comentarios hechos en este trabajo y a modo de resumen, podemos sentar las siguientes conclusiones:

1. La falta de regulación fiscal expresa en relación con los productos financieros derivados no permite afirmar que nos encontremos ante instrumentos financieros sin régimen fiscal alguno. Por el contrario, una interpretación ordenada y sistemática de la normativa tributaria debe permitir extraer conclusiones interpretativas claras y certeras sobre el régimen fiscal que haya de ser aplicable a las diferentes clases de contratos.

2. Por lo que se refiere a la primera cuestión que ha de abordarse relativa a la fiscalidad de productos derivados, cual es la referente a la calificación fiscal de las rentas, positivas o negativas, generadas, podemos concluir que, con carácter general, debe prevalecer una calificación de rendimientos de explotación económica en el ámbito del Impuesto sobre Sociedades y de rendimientos de actividades empresariales en el ámbito del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Con carácter excepcional, y respecto de aquellos contratos celebrados con finalidad especulativa, podemos concluir que la calificación fiscal más adecuada será la de incrementos y disminuciones patrimoniales. Esta calificación tendrá aplicación preferente en el ámbito del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y, para el caso que nos ocupa, muy excepcional en relación de los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades.

De acuerdo con la doctrina, antes transcrita, procedente de la Dirección General de Tributos del Ministerio de Economía y Hacienda en contestación a las consultas formuladas al amparo del procedimiento recogido en el artículo 107 de la Ley General Tributaria, debemos concluir que la calificación de las rentas obtenidas por no residentes que actúen en nuestro país sin la mediación de establecimiento permanente, procedentes de instrumentos financieros derivados, responde al concepto tributario de alteraciones patrimoniales.

3. Una cuestión del máximo interés es la relativa a la imputación temporal con efectos fiscales de los beneficios o pérdidas generados en el ámbito

del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y, sobre todo, del Impuesto sobre Sociedades.

Por lo que se refiere a esta cuestión y sin ánimo de ser exhaustivo, baste ahora mencionar las reglas generales:

— Respecto de los contratos negociados en mercados oficiales, la imputación contable, día a día, de los beneficios o quebrantos, parece ser adecuada con la mecánica de cálculo de la base imponible del Impuesto sobre Sociedades.

— En relación con aquellos contratos cuya finalidad sea la cobertura de riesgos previamente asumidos en una operación subyacente, la imputación fiscal de ingresos y gastos debe responder a un principio de coherencia, a efectos de impedir el anticipo o diferimiento de la carga tributaria por aplicación de un criterio de imputación temporal distinto en los beneficios y en los quebrantos.

— Por último y respecto de los contratos que no sean objeto de negociación en mercados oficiales y, sin perjuicio de lo recogido en el punto anterior, el criterio contable de prudencia valorativa consistente en trasladar las posibles ganancias a la conclusión del contrato y anticipar, sin embargo, las pérdidas al ejercicio en que se manifiesten por la vía de dotación a provisiones, parece ser un criterio cuestionable en el ámbito fiscal del Impuesto sobre Sociedades, en donde se limita la dotación de provisiones por depreciación, no admitiéndola respecto de instrumentos financieros con valor cierto de reembolso.

NOTAS

(1) Ley 14/1985, de 19 de mayo, desarrollada por su reglamento aprobado por Real Decreto 2.027/1995, de 23 de octubre.

(2) En concreto, el 45 por 100 aplicable sobre el tipo de interés mínimo establecido para este tipo de activos. El mencionado tipo de retención fue elevado al 55 por 100 de manera simultánea a la modificación de la tarifa del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas con el incremento del tipo máximo del 46 al 56 por 100.

Por lo que se refiere a los tipos de interés mínimos sobre los que deberían ser aplicables dichas retenciones, pasaron del 10 por 100 establecido en 1985 al 8,5 por 100 en 1986 y, por último, al 15 por 100, según estableció la Orden Ministerial de 31 de julio de 1987.

(3) Ley 18/1991, de 6 de junio, desarrollada por su Reglamento aprobado por Real Decreto 1.841/1991, de 30 de diciembre.

(4) En este sentido, véase nuestro libro *Estudios sobre fiscalidad financiera y bursátil,* Editorial CISS, Valencia, 1993.

(5) Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, desarrollada por el Reglamento aprobado por Real Decreto 1.624/1992, de 29 de diciembre.

(6) La mencionada norma contiene en la letra *K)* del apartado dos de la Disposición Adicional Primera del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por Real Decreto 1.841/1991, de 30 de diciembre.

(7) Ley 230/1963, de 28 de diciembre.

(8) Tal y como recoge el artículo 17 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

PANORAMICA CONTABLE DE LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS
(Especial referencia a los contratos de futuros y de opciones)

José Luis Cea García

I. EL NUEVO ESCENARIO FINANCIERO

Una de las características más destacadas del sistema económico internacional de los últimos tiempos ha sido la profunda mutación experimentada por los sistemas financieros de los principales países, donde se han podido apreciar numerosas innovaciones en cuanto a sus agentes, en cuanto a las operaciones o instrumentos sobre los que se articula el tráfico financiero, etc., provocando en definitiva una verdadera revolución en la gestión financiera de las empresas.

En verdad, puede afirmarse con rotundidad que la innovación financiera constituye una de las notas dominantes del escenario de la economía o del mundo de los negocios de los últimos años.

La innovación financiera se concreta en numerosos fenómenos y presenta distintas peculiaridades, que, a modo de síntesis, condensaríamos en los siguientes extremos:

a) cambios profundos experimentados en los mercados nacionales e internacionales con una fuerte liberalización y desregulación, lo que ha permitido el libre movimiento de recursos financieros y el acceso por parte de numerosas empresas a mercados financieros extranjeros;

b) cambios en la propia forma de actuar de las entidades bancarias y financieras en general, desarrollando una estrategia de «desintermediación» creciente, facilitando la vinculación directa entre los ahorradores y las empresas necesitadas de financiación;

c) aparición de un haz de nuevos instrumentos financieros desconocidos hasta entonces que han permitido ampliar la oferta y variedad de los activos y pasivos financieros a disposición de inversores y demandantes de recursos financieros, creación de nuevos mercados específicos, desarrollos de estrategias de cobertura de riesgos de precios, nuevas fórmulas de especulación, etcétera;

d) alumbramiento de una nueva gestión financiera dentro de las empresas, al menos las de cierta dimensión, en la que la cobertura de los riesgos financieros básicos de precios (de compra o de venta de materias primas, de tipos de interés, de tipos de cambios), de crédito o de liquidez ocupa un papel central, e igualmente en la que el mantenimiento de una política financiera dinámica y continua, siguiendo la evolución de los mercados, constituye una de las claves de la supervivencia empresarial. Buena parte de esta nueva gestión financiera se ha hecho posible y se fundamenta en algunos de los nuevos instrumentos financieros más emblemáticos surgidos en esta transmutación radical habida en el mundo de las finanzas (1).

II. TIPOS BASICOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS A EFECTOS CONTABLES

Aquí se va a hablar de la problemática contable de los nuevos instrumentos financieros, problemática ciertamente novedosa y muy compleja, la cual no estaba acostumbrada a manejar la profesión contable (ni a nivel académico, ni a nivel de la regulación contable) al no existir en el mundo de la praxis hasta hace poco tiempo tales instrumentos dentro de la operatoria empresarial.

Sin embargo, el catálogo de los instrumentos financieros novedosos es tan sumamente amplio que es preciso efectuar una acotación o corte para no perderse en un bosque demasiado espeso de reflexiones.

En este sentido, aun forzando las simplificaciones, dentro de lo que puede denominarse —con bastante ambigüedad ciertamente— nuevos instrumentos financieros (NIF) se podrían establecer dos bloques:

a) Los NIF por antonomasia, auténticamente nuevos o instrumentos «estrella» en cuanto a la función o cometidos que desempeñan dentro de la gestión financiera moderna. Serían los futuros, las opciones, las permutas financieras o *swaps* y los acuerdos o contratos sobre tipos de interés a plazo o «FRA's» (2).

b) Un subconjunto numeroso o variado de instrumentos financieros, algunos de los cuales serían, más que productos rigurosamente nuevos, modificaciones, realmente adaptaciones o refinamientos de otros instrumentos financieros tradicionalmente utilizados: empréstitos cupón cero, empréstitos con *warrant* o convertibles, facilidades de crédito o de emisión asegurada de títulos-valores, etcétera.

Esta distinción tiene trascendencia además en el orden contable, pues así como en el caso de los NIF genuinos citados habría un vacío casi total de soluciones contables, hasta el punto de ser motivo de estudio actual preferente en la regulación contable de numerosos países, no ocurre exactamente lo mismo con los demás instrumentos financieros, ya que si no existen pronunciamientos contables específicos sobre algunos de ellos, al existir soluciones contables promulgadas para otros instrumentos más o menos afines, ello permite en muchos casos utilizar, por analogía, tales soluciones a los instrumentos modernos adaptados o más refinados que otros precedentes.

Nuestras reflexiones contables van a estar preferentemente centradas alrededor de los NIF genuinos o por antonomasia, que es sobre los que ha surgido y se ha centrado mayoritariamente la preocupación, en el campo académico, en el profesional y en el de la regulación contable, por dictar normas adecuadas para alcanzar un tratamiento idóneo para los mismos. De esta manera, el tema se hará más manejable. No obstante, dada la complejidad innata de la operatoria relativa a los NIF, nos veremos precisados a ofrecer una panorámica general de la problemática contable básica común a las cuatro figuras reseñadas (futuros, opciones, permutas financieras y contratos sobre tipos de interés a plazo), si bien los comentarios que van a aportarse tendrán destino y aplicación especiales para el caso de las dos figuras de uso más universal, a saber, los futuros y las opciones.

Naturalmente, en la exposición de la problemática contable básica de los NIF que pretendemos realizar en este trabajo, nos limitaremos a plantear las grandes cuestiones a resolver, los extremos controvertibles o las posibles alternativas en torno a ellas y, en definitiva, las soluciones contables que parecen más adecuadas para los principales problemas, sin poder descender a los detalles, matices y entresijos de la variada casuística que puede presentar para la Contabilidad el manejo empresarial de los susodichos NIF. No obstante, previamente haremos una pequeña inflexión con respecto al objetivo central de nuestro trabajo, para enunciar cómo se encuentra, a grandes rasgos, el panorama de la regulación contable internacional y nacional en torno a los NIF genuinos aquí apuntados y asimismo para reflexionar acerca de cuál debería ser el procedimiento idóneo de regulación contable de los mismos.

III. PANORAMA INTERNACIONAL Y NACIONAL DE LA REGULACION CONTABLE EN TORNO A LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS (NIF)

1. La situación internacional

La regulación contable en el plano internacional relativa a los NIF es reciente y todavía escasa, presentando lagunas significativas, incluso en países que están a la cabeza del desarrollo económico-financiero y de la propia regulación contable.

Ciertamente, puede afirmarse que existe un vacío normativo, más o menos profundo, en prácticamente todos los países en materia de contabilización de los NIF y, por eso mismo, existe además una notable inseguridad en los mecanismos de tratamiento idóneos para algunas de las incidencias que les afectan, al ser un asunto que ha saltado a la palestra prácticamente de golpe, hasta el punto de que todavía hoy un buen número de manuales básicos de Contabilidad Financiera silencia su temática y otro tanto puede decirse de los programas universitarios de enseñanza de dicha materia.

Un ejemplo altamente elocuente es el de Estados Unidos, donde a pesar de que la regulación contable funciona eficazmente desde hace años, sin embargo, todavía hoy los pronunciamientos emitidos sobre contabilización de los NIF son escasos, recientes y fragmentarios, existiendo una falta de maduración suficiente acerca de los criterios convenientes a prescribir al respecto. En este sentido, el FASB tiene abierta una agenda de trabajo bastante extensa y ambiciosa sobre los NIF que va cubriendo por etapas, actuando con pies de plomo antes de emitir sus respectivos documentos contables sobre el particular.

El catálogo de aportaciones norteamericanas más sobresalientes hasta el momento está formado por (3):

. SFAS 80	Contabilización de los contratos de futuros. 1984.
. SFAS 105	Declaración de información relativa a instrumentos financieros con riesgos fuera de balance y a instrumentos financieros con concentración de riesgo de crédito. 1990.
· SFAS 107	Declaración relativa al valor razonable de los instrumentos financieros. 1992.

Estos dos últimos documentos *(statements)* se refieren a cuestiones sobre revelación informativa *(disclosure)* en la Memoria de determinados aspectos relativos a los instrumentos financieros y, en particular, concernientes a los NIF propiamente dichos.

Por tanto, la parte relativa a normas de reconoci-

miento y valoración de los NIF a efectos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias es la parte más atrasada de la regulación contable norteamericana (la excepción, prácticamente sería el SFAS 80 relativo a contabilización de los contratos de futuros; y en cierto modo también el SFAS 52, conversión de moneda extranjera), sin duda por ser la parte más delicada y compleja del problema. En este sentido, debe indicarse que existe un Memorándum de discusión publicado por el FASB (noviembre, 1991) en el que se ofrece la temática del reconocimiento y de la valoración de los instrumentos financieros en general (y no sólo, por tanto, de los NIF), con el fin de suscitar un debate dentro de la profesión contable norteamericana sobre el particular que sirva de antesala a la promulgación de las correspondientes normas prescriptivas formales por parte del organismo regulador de ese país.

Asimismo, en Estados Unidos existe el propósito de abordar, dentro de la problemática contable de los instrumentos financieros, las normas que permitan diferenciar o segregar los títulos representativos de deuda (aportaciones de capital-préstamo) y los títulos representativos de propiedad (aportaciones de capital-propiedad). A tales efectos, se ha emitido también un Memorándum de discusión en el seno del FASB (agosto, 1990) correspondiente a distinción entre instrumentos de capital-préstamo y de capital-propiedad y a la contabilización de aquellos instrumentos singulares que presentan características de ambas cosas.

De otra parte, en el propio seno del FASB se ha elaborado un «Informe relativo a deliberaciones, incluyendo conclusiones provisionales sobre ciertas cuestiones, referente a contabilización de cobertura de riesgos y otras actividades de ajuste de riesgos» (junio, 1993).

Otros ejemplos a mencionar de organismos reguladores de dimensión o vocación internacional serían:

— El IASC donde existe un borrador específico, Exposure Draft ED 48 de 1994 sobre instrumentos financieros.

— La OCDE, donde su Grupo de Trabajo sobre normas contables viene trabajando desde hace años en el tema en forma de simposiums o reuniones de expertos internacionales sobre el tema monográfico de los NIF. (New Financial Instruments: Disclosure and Accounting, 1988.)

En todo caso, debe significarse del panorama internacional sobre contabilización de NIF, que además se vive una situación bastante gaseosa e insegura, tanto por la complejidad intrínseca del tema como por las variadas y complicadas repercusiones que las normas contables sobre los NIF pudieran tener sobre la imagen fiel de las empresas.

2. La situación en España

I) En cuanto al régimen general de la regulación contable española (integrado básicamente por el PGC 1990 y por las sucesivas resoluciones de contenido contable emitidas por el ICAC).

Se podrían mencionar, extractadamente, las siguientes notas:

1.ª No existe norma ni pronunciamiento expreso alguno en el PGC 1990 correspondiente a la contabilización de los NIF. Mas sí existe la promesa declarada de acometer prioritariamente tal temática dentro de los objetivos futuros de la regulación contable española, según se menciona en el apartado 8 de la Introducción del PGC 1990.

2.ª En descargo de esta omisión normativa en el seno del PGC 1990 correspondiente a los NIF habría que tener en cuenta que entonces:

a) No existía en España una regulación jurídica mínimamente sólida sobre los NIF (en particular sobre opciones, futuros, permutas financieras, etc.).

b) La implantación práctica en el mundo empresarial de tales figuras financieras era muy escasa.

3.ª Hoy, sin embargo, el panorama es distinto por varios motivos:

a) Está liberalizada la operatoria sobre tales instrumentos en los mercados internacionales (Real Decreto 672/1992, de 2 de julio, precedido en el tiempo por la Orden de 19-12-88, la cual fue derogada después por dicho Real Decreto).

b) En los mercados nacionales: el Real Decreto 1.814/1991, de 20 de diciembre, ha regulado los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones (fundamentalmente «financieras»).

c) En la actualidad funcionan mercados oficiales, por separado, de futuros y de opciones en España (MEFFSA), aunque por el momento sin una utilización numerosa y con volúmenes de contratación globales no demasiado importantes, aunque en constante progresión.

4.ª En estos momentos, dentro del ICAC, un grupo de trabajo ha elaborado un borrador que desembocará en su momento en un pronunciamiento específico (4) sobre tratamiento contable de contratos u operaciones de futuros y de opciones (al amparo de la Disposición final quinta del PGC 1990 —desarrollo de normas de valoración y de elaboración de las cuentas anuales).

II) En cuanto al Banco de España, con competencia contable sobre las entidades de crédito sometidas a su disciplina y control.

Desde hace varios años, a través de sucesivas circulares, el Banco de España ha ido regulando los aspectos contables de diversos NIF.

— En particular, habría que señalar el contenido

específico vigente de la Circular 4/1991, de 14 de junio.

— Se ha ocupado preferentemente de la regulación contable de futuros y opciones, por ser probablemente las figuras más conocidas y manejadas dentro del ambiguo y extenso mundo de los NIF (particularmente en su Norma 34, apartados 4 y 5).

— La Circular 4/1991, de 14 de junio, cubre los grandes rasgos del problema contable de los NIF, mas sin descender a los detalles peculiares.

III) En cuanto a la Comisión Nacional del Mercado Valores (CNMV), con competencia contable sobre entidades del sector financiero y bursátil sometidas a su disciplina y control.

— Circular 5/1990, de 28 de noviembre, correspondiente a normas contables para las Sociedades y Agencias de Valores: Norma 3.ª.12, cubre la normativa contable sobre futuros financieros, convenios sobre tipos de interés futuros, permutas financieras y opciones.

— Circular 7/1990, de 27 de diciembre, correspondiente a normas contables para las Instituciones de Inversión Colectiva: Norma 11.ª, apartados 7 y 8, cubre la normativa contable sobre futuros financieros y opciones.

IV) En cuanto a pronunciamientos no prescriptivos: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA).

En algunos de sus documentos publicados sobre principios y normas contables existen algunas referencias sueltas, superficiales e insuficientes relativas al tratamiento contable de las operaciones o contratos de futuros.

Sin embargo, es uno de los temas prioritarios en la agenda de trabajo de la Comisión de Principios y Normas Contables. En la actualidad se dispone de un borrador de normas contables sobre contratos de futuros y de opciones correspondientes específicamente a existencias (5) exclusivamente.

IV. EL PROCEDIMIENTO IDONEO DE REGULACION CONTABLE DE LOS NIF

Hay una cuestión de índole general que atañe al procedimiento idóneo de abordar el estudio y pronunciamiento relativos a los NIF por parte de los organismos responsables de emitir normas contables.

Surge, en efecto, la pregunta de cuál es el camino más adecuado de afrontar o establecer, en el plano material, la regulación contable para los instrumentos financieros en general y, en particular para los NIF genuinos o «productos derivados» que han sido indicados anteriormente (futuros, opciones, permutas financieras y convenios o contratos sobre tipos de interés a plazo).

El dilema se reduce a adoptar un determinado camino dentro de las dos vías alternativas por las que puede transitar en este sentido la regulación contable, a saber:

a) Formular una serie de principios y normas contables de tipo general que puedan ser válidos para todos los instrumentos financieros, incluidos los NIF genuinos y cualesquiera otros que pudieran aparecer en el futuro, complementados, en su caso, con normas contables específicas detalladas para ciertos instrumentos particulares respecto a puntos singulares de su problemática, las cuales podrían ser emitidas sucesivamente en el futuro por el organismo regulador.

b) Emitir normas específicas sustantivas y particularizadas para el tratamiento contable completo de cada uno de los NIF más característicos o relevantes (futuros, opciones, permutas financieras y convenios de tipos de interés a plazo por supuesto, más también de otros instrumentos de cierta singularidad como empréstitos convertibles, empréstitos con opción de suscripción de acciones, bonos especiales sobre compra de acciones, títulos híbridos de deuda y capital como créditos participativos, financiación subordinada, etc.).

No resulta fácil decidir cuál de los dos procedimientos de regulación contable es el de mayor eficacia práctica de cara al usuario de la norma contable, al no existir ventajas inobjetables y contundentes a favor de uno de ellos sobre el otro. De hecho, las opiniones están divididas al respecto. Así, por ejemplo, el Memorándum de discusión del FASB de 1991 relativo a los problemas de «Reconocimiento y valoración contable de los instrumentos financieros» parece inclinarse por la primera de las vías o caminos alternativos señalados y es posible que, en el plano ideal, así lo fuese, ya que lo deseable sería sentar los cimientos de un gran edificio en el que pudieran albergarse congruentemente todos los instrumentos financieros (los convencionales y los nuevos), lo que implicaría abstraer primero un cuadro de grandes principios y normas básicas para el tratamiento de los apartados principales de la problemática contable de cualquier instrumento financiero (reglas de reconocimiento temporal, línea de demarcación de las operaciones de balance y fuera de balance, presentación y revelación de información contable de los instrumentos de balance y de fuera de balance, valoración inicial y posterior de los instrumentos financieros, imputación temporal de las diferencias valorativas a la renta contable de las empresas, reglas para la desaparición o eliminación contable de los instrumentos financieros como activo o como pasivo de la empresa y destino de las diferencias valorativas resultantes o acumuladas hasta ese momento), lo cual permitiría pasar después a la problemática con-

table de detalle de un segundo nivel de algunos instrumentos financieros singulares desde un marco común de referencia, lo que evitaría ciertas incongruencias de tratamiento contable de supuestos analógicos que podría deparar el estudio, pieza a pieza o individualizado, de cada uno de los instrumentos financieros más característicos. Podría probablemente argüirse también, en ventaja de este procedimiento, la más fácil reconducción o sustitución de la normativa reguladora vigente respecto al tratamiento contable prescrito para los instrumentos financieros convencionales (sobre títulos-valores o valores mobiliarios, sobre pasivos financieros, etcétera), desde las nuevas bases comunes derivadas en los nuevos grandes principios y normas contables básicas para los instrumentos financieros.

Sin embargo, este procedimiento ideal puede presentar un gran inconveniente práctico en el sentido de la gran dificultad de abstraer un cuadro de principios y normas contables básicas válidas para un universo tan complejo y variado como es el de los instrumentos financieros, lo que puede empantanar el proyecto durante largo tiempo, con el inconveniente añadido de que mientras tanto seguirían existiendo vacíos normativos importantes sobre algunos de los instrumentos financieros singulares de uso común creciente en el mercado empresarial que están demandando la correspondiente cobertura contable (como mínimo futuros, opciones, permutas y convenios sobre tipos de interés a plazo).

En consecuencia, nuestra opinión personal se inclina hacia el segundo de los caminos, es decir, hacia el estudio singularizado y urgente de normativa específica para cada uno de los instrumentos financieros más característicos, máxime en un caso como el de España donde los recursos puestos al servicio de la regulación contable son limitados como es archisabido. Ello permitirá ir disponiendo gradualmente de cobertura contable concreta para resolver los problemas reales de las empresas que utilizan algunos de los NIF más característicos, mientras que los pendientes de regulación en un momento dado podrían encontrar, en las normas y criterios contables de los ya regulados, puntos de analogía en los que apoyar provisionalmente sus propias soluciones. Todo ello sin perjuicio de que el ente regulador pudiese dictar resoluciones paralelas que modificasen parcialmente los principios y normas de valoración vigentes con respecto a determinados instrumentos contemplados actualmente, cuando se apreciara su inadecuación o contradicción a la vista de la regulación contable formulada para los nuevos instrumentos regulados, etcétera, cosa que, por otro lado, parece estar sensibilizando o calando en el seno del ICAC a la vista de la resolución adoptada sobre algún instrumento financiero concreto, en franca contradicción con el tratamiento prescrito en el PGC 1990 respecto a otros instrumentos financieros cuyo fondo económico financiero es muy afín (6).

Sin embargo, siendo el procedimiento de regulación contable individualizado o «pieza a pieza» de cada NIF el más adecuado en términos pragmáticos para ir cubriendo el vacío normativo existente en España (y en la práctica totalidad de los países) sobre el particular, no hay duda, sin embargo, que existe un espacio contable común a todos ellos a resolver, en el que se encuentran una serie de grandes problemas muy similares, más allá de las particularidades y rasgos específicos de cada uno de los NIF que debería originar una regulación complementaria o de segundo nivel con respecto a la normativa básica de los grandes problemas del espacio contable común de los NIF por excelencia que hemos señalado aquí (futuros, opciones, permutas financieras y convenios sobre tipos de interés a plazo). En lo que sigue, intentaremos sintetizar y dar respuesta a cada una de las cuestiones de la problemática contable básica común de los consignados NIF, con especial detenimiento en cuanto al tratamiento de los contratos u operaciones de futuros y de opciones.

V. EL ESPACIO CONTABLE DE LOS NIF: LAS CUESTIONES BASICAS A RESOLVER

La exposición de la problemática contable básica común que plantean los NIF por antonomasia o más genuinos (futuros, opciones, permutas financieras y contratos sobre tipos de interés a plazo, con especial referencia a las dos primeras figuras) habrá de ser, por fuerza, somera en razón de la naturaleza genérica del presente trabajo, ofreciéndose la solución o tratamiento contable a seguir en relación con sus principales problemas y esbozándose algunos de los enfoques o soluciones contables alternativas que pudieran esgrimirse en torno a determinados puntos o cuestiones concretas.

1. Nacimiento o concertación de los NIF

La pregunta clave a formular es si deben ser incorporados los NIF en el momento de su concertación al sistema contable principal o patrimonial de la empresa (operaciones de balance), o si sólo deben anotarse datos relevantes de los mismos en el sistema contable complementario o extrapatrimonial (operaciones fuera de balance) a efectos de su inclusión informativa en la Memoria o Anexo.

Todos estos contratos u operaciones son fuera de balance, al pertenecer al género de los no ejecutados o a ejecutar en el futuro. Así, en el momento del nacimiento o concertación de estos contratos surge un derecho y una obligación futuras que se compensan entre sí, no habiendo, por tanto, aún ni crédito ni deuda realmente devengados, sino meros

compromisos de créditos o deudas futuras, razón por la cual no afectan en ese instante al sistema patrimonial de la empresa. Su vencimiento tendrá lugar en el futuro (un único vencimiento, o varios como en el caso de la permutas financieras) y en alguna figura concreta (opciones) puede que ni tan siquiera se lleguen a ejecutar si el tenedor de las opciones decide no ejercitarlas por no convenirle; en otros casos, lo que se hará es cancelar el contrato sin la entrega material de la cosa u objeto subyacente y su correspondiente contraprestación monetaria, sino que se saldará cobrando o pagando tan sólo las diferencias de precios (entre el convenido en el contrato y el que rige en el mercado de contado para el objeto subyacente) que serían el verdadero derecho u obligación exigible ya a su vencimiento, ya de forma continua (futuros y opciones genuinas, negociadas en mercados oficiales organizados), por lo que serían las diferencias de precios lo que debería asentarse con toda propiedad dentro del sistema contable principal de la empresa (balance y, en su caso, la cuenta de pérdidas y ganancias), aparte, como es natural, de los gastos de transacción devengados o satisfechos, las garantías constituidas (y sus posteriores variaciones) exigidas para tal tipo de contratos, así como las primas iniciales satisfechas o percibidas en el caso concreto de los contratos de opción (y sus oscilaciones posteriores).

En verdad, el objeto contratado (clase y cantidad) en los NIF indicados actúa como montante nocional o de referencia para calcular los efectos económicos o diferencias resultantes según los términos pactados en los contratos y a tenor de la evolución de los precios de semejante objeto en los respectivos mercados de contado normales del mismo, motivo por el cual lo único que procede es registrar las diferencias resultantes y no el montante nocional de los respectivos contratos dentro del sistema contable patrimonial de la empresa.

En apoyo de esto, la teoría contable desde J. B. Canning *(The economics of accountancy,* Ronald Press, Nueva York, 1965) sostiene que un activo no debe existir si el derecho de recibir servicios en el futuro es exactamente compensado por una obligación idéntica de prestar servicios y, a la inversa, una obligación no existe si el deber de prestar servicios es exactamente compensado por el derecho idéntico de recibir servicios, siendo esta situación típica de todos los contratos u operaciones no ejecutadas o a ejecutar. Igualmente Henderson y Peirson *(A note on accounting and executory contracts,* Abacus, vol. 20, n.º 1, pág. 98) sostienen que «los derechos y obligaciones correlativas de los contratos en los que sus dos partes se encuentran igualmente y proporcionalmente no cumplimentadas no deben reconocerse como activos o pasivos en los estados financieros de acuerdo con lo que se entiende hasta el momento como principios de contabilidad generalmente aceptados».

Por su parte, la regulación contable norteamericana, en el APB, n.º 5. *Reporting of leases in financial statements of lessee,* párrafo 8, sostiene igual posición: «Los derechos y obligaciones correlativas de las partes no cumplimentadas de los contratos a ejecutar no deben ser reconocidas ni como activos ni como pasivos, de acuerdo con lo que se entiende hasta el momento como principios de contabilidad generalmente aceptados».

Ahora bien, aunque los NIF no producen efectos patrimoniales en la fecha de su concertación (con excepción naturalmente de las garantías o fianzas a constituir y los correspondientes gastos de transacción devengados, y en el caso particular de las opciones la prima pagada o cobrada por las mismas), tales operaciones o contratos acarrean riesgos, derechos y obligaciones para las empresas signatarias de cara al futuro de éstas, por lo que deben ser desvelados a través de la correspondiente información a incluir en la Memoria o Anexo.

¿Qué extremos relativos a los NIF vigentes en el momento de presentar las cuentas anuales deberían ser descritos e incorporados a la Memoria o Anexo?

Evidentemente es una cuestión que no tiene una respuesta única e inobjetable. Hoy está en boga engordar el contenido de las Memorias, de tal modo que todo lo que sea aumentar la información acerca de los riesgos empresariales parece pertinente. No es extraño, por ello, que en esta delicada parcela de los riesgos empresariales se pida una descripción bastante exhaustiva de los datos más relevantes de los NIF en vigor al cierre del ejercicio.

Aunque cada una de las distintas figuras comentadas de los NIF puede requerir la presentación de algunos extremos singulares o privativos, en general, la información conveniente a revelar en la Memoria acerca de los NIF se referirá a los siguientes puntos:

a) Descripción de los datos esenciales de los contratos u operaciones sobre NIF abiertos en fin de ejercicio: contenido u objeto material subyacente; nominal o importe nocional; precio concertado para el elemento a intercambiar, para el ejercicio de la opción, etc.; vencimiento o serie de vencimientos; naturaleza especulativa o de cobertura de riesgos de los distintos contratos; carácter bursátil o extrabursátil de los contratos; espacio geográfico de concertación o mercado de negociación de los contratos, etcétera.

b) Enumeración de los elementos patrimoniales u operaciones principales a ejecutar por la empresa cuyos riesgos pretenden cubrirse con los NIF vigentes, con especificación de los riesgos concretos cubiertos (precios de mercancías, tipos de interés, tipos de cambio, etcétera).

c) Descripción del tratamiento contable seguido durante el ejercicio para los distintos NIF manteni-

dos durante el mismo (ora especulativos, ora de cobertura de riesgos), consignando el montante imputado a la cuenta de pérdidas y ganancias y, si éste fuese importante, su presentación dentro de este documento como resultados financieros, extraordinarios o de explotación.

d) Montantes diferidos de gastos de transacción o diferencias de cotización devengadas o registradas contablemente al cierre correspondientes a NIF de cobertura de riesgos, si fuese importante para la imagen fiel de la empresa, máxime si su importe no apareciese consignado en partidas separadas en el balance, sino que hubiesen sido incorporados como ajustes de valor de rúbricas o partidas concretas de activo o de pasivo cuyos riesgos pretenden cubrirse con tales instrumentos.

e) En el caso de NIF de naturaleza extrabursátil, consignación de las pérdidas potenciales contra la empresa en la fecha de cierre (por diferencias desfavorables de precios para tales NIF entre los precios de éstos y los respectivos precios de mercado de los objetos materiales subyacentes de los mismos), en el caso de que la empresa no hubiese dotado las pertinentes provisiones al cierre para tales pérdidas potenciales, de tener éstas una magnitud significativa, reseñando los motivos de la no dotación de tales provisiones.

f) En el caso de NIF de naturaleza extrabursátil, consignación de las ganancias potenciales a favor de la empresa en la fecha de cierre (por diferencias favorables de precios para tales NIF), que ésta no hubiese contabilizado como activos a su favor como consecuencia del principio de prudencia, es decir, al no estar definitivamente asegurada su materialización definitiva, cuando su importe fuese significativo, denotando la probabilidad de su consolidación posterior en razón de la garantía de las contrapartes de los NIF pertinentes, evolución previsible de los precios de mercado, etcétera.

Para la inclusión de esta información en la Memoria, quizá convendría habilitar un apartado especial que podría denominarse «Información sobre contratos y operaciones financieras fuera de balance, especulativas y de cobertura de riesgos» (apartado adicional 22 de la Memoria del PGC 1990), separando en él la información relativa a las distintas figuras instrumentales de este carácter.

Asimismo, a efectos de seguimiento informativo de estas operaciones fuera de balance a lo largo del ejercicio, las empresas podrían utilizar un adecuado juego de cuentas de orden, si así lo considerasen pertinente.

Además de lo anterior debería solventarse la cuestión de cómo habrían de ser contabilizadas las garantías o fianzas exigidas en relación con los NIF (7) y los gastos de transacción devengados por éstos al nacimiento de los contratos u operaciones respectivas.

Obviamente, unas y otros incidirían en el sistema contable patrimonial de la empresa. En cuanto a las garantías constituidas, serían registradas y tratadas sus distintas incidencias contables de acuerdo con los patrones generales que rigen para la contabilización de cualquier fianza o garantía constituida por la empresa en la marcha de sus negocios (8) En cuanto a los gastos de transacción, su imputación inmediata a pérdidas y ganancias o su diferimiento responderá a que los correspondientes instrumentos pertenezcan a la categoría de contratos especulativos o de cobertura de riesgos, rigiendo para ellos las mismas normas contables que habrán de regir en uno y otro caso, para las diferencias de cotización o de valoración detectadas para tales NIF a lo largo de su trayectoria o vigencia temporal, las cuales serán expuestas más adelante.

Por último, en el caso particular de los contratos de opción, la prima pagada por el tomador o comprador de los mismos y la prima cobrada por su emisor o vendedor deberían ser reconocidas como activo o pasivo financiero, respectivamente.

2. Registro de las incidencias durante la vida de los NIF

La problemática contable de los NIF se centra en torno a las siguientes cuestiones:

a) Al registro o no dentro del sistema contable principal de la empresa de las diferencias valorativas o de cotización de los contratos surgidas durante su período de vigencia, ya gradualmente o continuamente, ya con motivo del cierre del ejercicio contable.

b) A la imputación de la contrapartida surgida del reconocimiento o registro contable de las diferencias valorativas afloradas, ya continuamente, ya al cierre del ejercicio, dentro de la renta o resultado contable temporal de la empresa.

c) Al registro de la cancelación, anticipada o al vencimiento natural, de los correspondientes contratos u operaciones de este género.

d) Al registro de otras incidencias menores que pudieran surgir durante el trayecto de vigencia de los contratos u operaciones como la actualización de las garantías o fianzas, la incurrencia de gastos de transacción adicionales, etcétera.

Realmente las cuestiones que plantean problemas contables de alguna singularidad propia de los NIF, dignos de ser comentados, serían las correspondientes a los dos primeros apartados *a)* y *b),* por cuanto los efectos de la cancelación aparecerán subsumidos en estos dos (registro de diferencias valorativas e imputación temporal de las mismas al resultado contable empresarial) con lo que no es menester ningún comentario especial; igualmente el registro de incidencias tales como la actualización o

cancelación de las garantías constituidas o, en su caso, los nuevos gastos de transacción devengados por los NIF darían lugar a una problemática contable convencional o similar a la expuesta para estos mismos conceptos en relación con el nacimiento de tales contratos u operaciones. Pasamos a abordar, pues, las dos grandes cuestiones básicas indicadas.

A) EL RECONOCIMIENTO TEMPORAL, A EFECTOS DE BALANCE, DE LAS DIFERENCIAS VALORATIVAS DE LOS NIF

¿Cuándo deben reconocerse contablemente las diferencias valorativas inherentes a los NIF concertados por la empresa?

En este sentido, habría que diferenciar entre:

a) Contratos u operaciones sobre NIF negociados en mercados oficiales organizados (contratos bursátiles): contratos de futuros y de opciones genuinas.

b) Contratos u operaciones sobre NIF no genuinos o negociados en mercados extrabursátiles, o no suficientemente oficiales, o de régimen parcialmente abierto (mercados u operaciones a plazo —*forward;* operaciones de «mostrador» u *over the counter*— OTC; mercados interbancarios; contratos bilaterales puros a la medida o *vis a vis,* etc.): contratos extrabursátiles de futuros y de opciones, más todos los contratos de permuta financiera y de tipos de interés a plazo por ser estos intrínsecamente extrabursátiles.

1. De contratos u operaciones sobre NIF negociados en mercados oficiales organizados (contratos bursátiles)

Las figuras características serían los contratos de futuros y de opciones genuinas o negociadas en mercados bursátiles. Las notas más relevantes de este tipo de operaciones o contratos serían:

— existencia de precios o cotizaciones transparentes y continuas;

— contratos normalizados o standard;

— las diferencias continuas de cotización son plenamente líquidas y exigibles por/o a la empresa frente al órgano rector del mercado (Bolsa) correspondiente, por lo que además su liquidación estará plenamente garantizada por dicho órgano rector;

— posibilidad de cancelación anticipada de la posición inicial tomada por la empresa a través de la formulación de la correspondiente orden de signo contrario respecto a tales operaciones o contratos.

Estas características hacen que sea corolario obligado reconocer, dentro del sistema contable patrimonial de la empresa, las diferencias continuas de cotización de los correspondientes contratos de futuros u opciones abiertas que mantenga la empresa, sin necesidad de tener que esperar al cierre del ejercicio o a la cancelación o vencimiento de aquéllos. Diferencias que, en el caso de los contratos de futuros, serán cargadas o abonadas a los agentes mediadores del mercado por cuyo conducto se conciertan éstos, representando derechos de crédito u obligaciones de pago vencidas y líquidas entre la empresa y dichos agentes mediadores; en el caso de las opciones (de compra o de venta) adquiridas o emitidas (vendidas), las diferencias continuas de cotización implicarán aumento o disminución de la prima original satisfecha (opciones adquiridas) o recibida (opciones emitidas) en el momento de concertar el correspondiente contrato bursátil de opciones, aumentando o disminuyendo el importe valorativo inicial del activo financiero (opciones adquiridas) o del pasivo financiero exigible (opciones emitidas o vendidas). En suma, tanto los contratos de futuros como las opciones serían valorados a su cotización continua de mercado, lo que supone una novedad significativa con respecto a la valoración tradicional de la mayoría de los instrumentos financieros convencionales (9) según lo que han sido hasta ahora los «principios de contabilidad generalmente aceptados» al respecto.

La aplicación correcta de este criterio exige, como es natural, perfilar qué se entiende por mercados oficiales organizados en este orden de cosas, debiendo la regulación contable correspondiente precisar este concepto o especificar algunos detalles o rasgos diferenciadores. En todo caso, no será una cuestión excesivamente problemática concretar o tipificar este extremo, pues lleva intuitivamente a admitir como tales a cualquier mercado bursátil, nacional o extranjero, debidamente habilitado y reconocido legalmente para concertar tales operaciones o contratos en un régimen abierto, transparente y, sobre todo, que cuenten con un órgano rector que asegure frente a quienes cursan las respectivas órdenes el buen fin y liquidación de las diferencias resultantes.

En verdad, la valoración prescrita para los NIF genuinos o bursátiles a precios o cotizaciones continuas de mercado suscita una reflexión paralela en el sentido de que tal criterio equivale a valorar estos contratos también a su precio de adquisición en su concepción continua o «dinámica», dado que si pudiendo cancelar la posición de dichos contratos en cualquier momento, mediante la orden bursátil de signo contrario, no se hace así, sino que se mantiene la posición, ello equivale de facto, en términos financieros, a una reventa y recompra implícitas a la última cotización de mercado. Visto desde esta perspectiva no habría realmente ninguna alteración o vulneración del criterio básico o general de contabilización del precio de adquisición, sino que éste estaría debidamente contextualizado y adaptado a la auténtica expresión económica dinámica de las

transacciones efectuadas en mercados líquidos oficialmente organizados. Este mismo razonamiento podría ser perfectamente traspasado por lo demás a la valoración de los títulos-valores o instrumentos financieros convencionales cotizados en mercados oficiales organizados con liquidez y liquidación aseguradas, propugnando, por pura congruencia, el cambio del patrón inveterado de su valoración a precio de adquisición histórico, estático y meramente jurídico-formal, generalizando, por tanto, el criterio de valoración a la cotización continua de mercado para todos los instrumentos financieros, nuevos y convencionales, genuinos o bursátiles (10).

2. De contratos u operaciones sobre NIF no negociados en mercados oficiales organizados (contratos extrabursátiles)

Bien por las características intrínsecas de determinados NIF (permutas financieras —*swaps*— y convenios sobre tipos de interés a plazo —*fras*—), bien por tratarse de contratos concertados fuera del marco y condiciones de los mercados oficiales organizados (futuros y opciones extrabursátiles), lo cierto es que su contratación no presenta las características consignadas para el bloque de los NIF genuinos, sino más bien rasgos contrarios a estos últimos, lo que justificaría otro tipo de tratamiento contable. Más en concreto:

— la cotización o precio de los contratos no es plenamente transparente, sino más o menos viscoso, y normalmente discontinuo o esporádico. En suma, las diferencias valorativas no serían precisas o perfectamente cuantificables a lo largo del trayecto de vigencia de los contratos, es decir, antes de su vencimiento;

— la liquidez o cancelación de las posiciones abiertas de los contratos es más o menos restringida, no siendo fácil, por lo general, su transmisión o cesión a terceros antes de su vencimiento formal (ausencia de mercado secundario fluido);

— la garantía de liquidación de los efectos económicos de los contratos cancelados es más o menos limitada, presentando un mayor o menor riesgo. Las diferencias valorativas resultantes no tendrían asegurado plenamente su reembolso (riesgo de contraparte salvo que cuenten con afianzamiento o aval seguro);

— la liquidación de las diferencias valorativas de los contratos (precio de contado-precio concertado para el instrumento financiero) no es exigible sino hasta su vencimiento o cancelación definitiva, devengándose entonces de una vez.

En estas condiciones es claro que no tendría sentido registrar como activo o pasivo exigible las posibles diferencias valorativas continuas detectadas durante el plazo de vigencia de los contratos u operaciones respectivas, como por contra se hacía en el caso anterior, sino que, en principio, habría que posponer su reconocimiento hasta la fecha de su cancelación o vencimiento.

Así, pues, habría una diferencia radical entre la valoración de los contratos bursátiles de los NIF y los contratos extrabursátiles o no genuinos a efectos de tratamiento contable, puesto que los primeros serían valorados a precios o cotizaciones oficiales continuas de mercado, mientras que los segundos serían valorados a su valor original (el cual sería nulo para futuros, permutas financieras y convenios sobre tipos de interés a plazo, mientras que, en el caso de las opciones, equivaldría a su registro en el sistema contable patrimonial por el importe de la prima inicial satisfecha en su adquisición o percibida en su emisión). En otras palabras, en los NIF extrabursátiles, toda la diferencia resultante se reconocería de golpe en el momento de la cancelación o vencimiento definitivo de los mismos que es cuando el activo o el pasivo representativo de dicha diferencia sería realizable o exigible para la empresa, mientras que en los futuros y opciones bursátiles se reconocerían día a día las diferencias de cotización al ser éstas devengadas, precisas en cuantía, vencidas o líquidas de iure y de facto y segura su percepción o cobro.

3. El caso especial de contratos extrabursátiles concertados sobre contratos idénticos a los bursátiles

Mención especial requiere el caso particular de los contratos de futuros y de opciones extrabursátiles o entre particulares, pero concertados sobre contratos idénticos a los negociados en mercados organizados. La particularidad de estos casos radicaría en que los precios serían transparentes, con lo que se conocería con precisión el montante de las diferencias continuas de valoración de los mismos, mas la liquidación de las diferencias no estaría plenamente garantizada y existiría dificultad de cancelación o cesión, previa al vencimiento, de la posición (diferencias continuas no líquidas) (11). Ello podría hacer pensar si en este caso, por excepción, deberían registrarse —en el Balance— el activo o el pasivo correspondientes a las diferencias continuas de valoración de esta clase particular de contratos extrabursátiles, al conocerse con precisión su cuantía o si, por el contrario, debería mantenerse el criterio general de contabilización anteriormente argumentado para los contratos extrabursátiles en general (reconocer todas las diferencias valorativas de golpe en el momento de la cancelación o vencimiento formal de los mismos). En este sentido, hay que decir que lo normal es que prevalezcan los rasgos de la falta de liquidez y riesgo de liquidación de las diferencias continuas de valoración apreciadas sobre la certeza de su cuantía y que, por tanto, se postule también para este caso particular su no reconocimiento como activo o pasi-

vo hasta su vencimiento formal, o sea, su asimilación plena al régimen general de todos los contratos extrabursátiles.

4. Incidencias al cierre de ejercicio de los contratos extrabursátiles: el principio de prudencia

Ahora bien, ¿qué hacer respecto a los contratos extrabursátiles abiertos o no vencidos, al cierre del ejercicio? Entendemos que debería intervenir el principio de prudencia sobre el de devengo estricto, debiendo derivarse la misma incidencia contable que se desprende de dicho principio con respecto a cualquier otro activo o pasivo empresarial, como es lo lógico y congruente, pues no habría ningún motivo especial para utilizar un rasero interpretativo peculiar del principio de la prudencia aplicado al caso de los NIF extrabursátiles.

Pues bien, habida cuenta que habrá contratos al cierre que presenten diferencias potenciales negativas de valoración, comparando las condiciones contractuales convenidas con el precio presente de mercado de contado del objeto contratado, por más que éste no fuese plenamente transparente ni pudiera tampoco exigirse esa diferencia a la empresa en ese momento, mientras que habrá otros que podrán presentar diferencias potenciales positivas, deberá actuarse según el postulado asimétrico habitual del principio de prudencia. Esto es, según como se entiende hoy este principio, habría que reconocer exclusivamente las diferencias potenciales negativas de los NIF extrabursátiles al cierre del ejercicio, a través de la oportuna provisión para riesgos y gastos (con reflejo, por tanto, como pasivo en el balance y con imputación preventiva, como gasto, en la cuenta de pérdidas y ganancias en determinados casos, según se puntualizará más adelante), mientras que las diferencias potenciales positivas no serían objeto de reconocimiento en el sistema contable patrimonial y sí en la Memoria, mediante nota descriptiva, si su cuantía fuese importante (12).

Naturalmente, habría que resolver algunas cuestiones técnicas, ciertamente importantes, con el fin de dar una interpretación razonable y no exagerada del principio de prudencia en este contexto, lo que pasaría, como mínimo, por la necesidad de aplicar una visión global o de cartera con compensaciones homogéneas en cuanto a la posible dotación de la provisión para riesgos y gastos correspondiente a las diferencias potenciales de valoración al cierre de los contratos extrabursátiles sobre NIF. Las principales cuestiones técnicas en este orden de cosas serían:

a) ¿Cómo determinar los precios de mercado en la fecha de cierre a efectos de la posible determinación de las diferencias potenciales de valoración con relación a los precios o términos económicos concertados en los respectivos NIF extrabursátiles?

Habría que significar que pueden existir distintos grados de certeza o de acercamiento a los precios de mercado de estos contratos, según el ámbito más o menos abierto o reducido de los mismos, existiendo obviamente mercados de contratación de tales contratos con distinto grado de certeza o viscosidad en cuanto a precios, pudiendo haber, desde luego, casos más o menos parecidos a auténticas «cajas negras» en los que no podría pasarse de llegar a estos datos más que a través de estimaciones, apreciaciones, dictámenes periciales, o «fórmulas de general aceptación admitidas en la práctica» *(Black-Scholes* en el caso de opciones, por ejemplo). En general, debería rehuirse de reconocer provisiones para riesgos y gastos correspondientes a contratos cuyo precio de mercado fuese excesivamente viscoso o difícil de objetivar con visos de veracidad, siendo preferible optar en estos casos de indeterminación o estimación razonable de su precio o valoración al cierre por su adecuada descripción en la Memoria.

b) ¿Cómo determinar la compensación homogénea de diferencias potenciales positivas o negativas a efectos de reconocer una provisión neta, satisfactoria y no exagerada, para riesgos y gastos por este concepto?

Este es un tema crucial, pero no privativo de la contabilidad de los NIF extrabursátiles, sino común a todos los elementos patrimoniales, cuya disquisición requeriría una atención monográfica al tema (13). Baste con decir aquí que, como mínimo (quizá también como máximo), la compensación o efecto cartera de todos los instrumentos de la misma especie sería un imperativo de lógica elemental, incluso dentro de los planteamientos actuales, insatisfactorios por supuesto, de interpretación del principio de prudencia según «el estado actual del arte» de la contabilidad financiera.

En todo caso, se deja en el aire si cabría o no algún género de compensación de diferencias de ambos signos entre contratos bursátiles y extrabursátiles de la misma especie. No parece, sin embargo, que esto parezca apropiado o posible, según la técnica contable expuesta, en la medida que en los contratos bursátiles, tanto las diferencias positivas como las negativas serían registradas en su integridad, de modo individual y por separado unas de otras, con lo que sería imposible, amén de irracional, compensar posibles diferencias positivas devengadas, líquidas y vencidas, reconocidas íntegramente en el balance, correspondientes a NIF extrabursátiles abiertos en la fecha de cierre, con las diferencias potenciales negativas en esa misma fecha de los NIF extrabursátiles, dado que ello vulneraría probablemente además el principio contable de no compensación de activos y pasivos.

Así, pues, en los NIF extrabursátiles —salvo las opciones, que sería un caso particular— aparecería la provisión para riesgos y gastos equivalente a las diferencias potenciales netas negativas al cierre del ejercicio contable para el conjunto o cartera de los contratos u operaciones extrabursátiles del mismo género.

En el caso particular de las opciones extrabursátiles se dotaría igualmente dicha provisión para riesgos y gastos, sólo que ahora se operaría por lo general con dos subcarteras por separado y sin compensación entre ellas: la cartera de opciones adquiridas y la cartera de opciones emitidas o vendidas, refiriéndose en el caso de las adquiridas a las minusvalías potenciales netas de toda esa subcartera (las opciones, como activos de la empresa, aparecerían valoradas contablemente a sus primas originales satisfechas) y, en el caso de las emitidas, a las plusvalías potenciales netas de toda esa subcartera (las opciones, como pasivos de la empresa, aparecerían valoradas contablemente a sus primas originales percibidas).

La razón de la separación o no compensación entre ambas subcarteras estribaría en que el riesgo de pérdida de las opciones adquiridas, como es sabido, se limita al coste pagado como prima (pérdida limitada), mientras que en las opciones emitidas o vendidas el riesgo de pérdida podría llegar a ser ilimitado. No obstante lo anterior, debe significarse que, en determinados casos, podría llegar a admitirse una bolsa común de compensación para las diferencias potenciales al cierre de todas las opciones extrabursátiles (adquiridas y emitidas), siempre que pudiera evidenciarse que todas ellas integrasen una estrategia financiera común de compensación o cobertura entre unas y otras desplegada por la empresa. De otra parte, la provisión para riesgos y gastos se calcularía sobre la prima original (pagada o cobrada) de las opciones, que sería el importe por el que aparecería valorada en el balance de la empresa como activo o pasivo financiero, calculando su valor potencial de mercado al cierre a través del procedimiento que otorgue mayor fiabilidad al dato resultante, habida cuenta de la inexistencia de mercados organizados que fijen su cotización con precisión y transparencia. El recurso habitual que hace la contabilidad a la frase de «fórmulas o criterios valorativos racionales de general aceptación admitidos por la práctica», cuando no existen datos de precios de mercado fiables para cualquier elemento patrimonial, sería perfectamente aplicable al caso de las opciones extrabursátiles a efectos del posible reconocimiento al cierre de ejercicio de la correspondiente provisión para riesgos y gastos de las mismas.

Como es lógico, esta introducción del principio de prudencia a efectos de eventuales repercusiones en el sistema contable patrimonial de la empresa, como consecuencia de la evolución adversa de los precios de sus NIF extrabursátiles en vigor al cierre de ejercicio, producirá la pertinente traslación temporal de efectos de un ejercicio a otro (esto afectará sobre todo al destino de la contrapartida surgida de la provisión para riesgos y gastos aflorada en cuanto a su incidencia en el resultado temporal) en la medida que la estimación de los precios de mercado al cierre puede no ser enteramente precisa y ante la posible reversión o cambio de signo posterior de los precios de las cosas u objetos subyacentes de contratación en tales NIF.

Además, para el juego coherente del principio de prudencia, en el contexto de los NIF extrabursátiles abiertos al cierre de ejercicio, es preciso tener en cuenta una consideración adicional. Así, dentro de la normalización contable española —PGC 1990, etc.— resulta que no siempre el principio de prudencia se aplica, con las mismas repercusiones contables, a la generalidad de los casos similares en las operaciones normales o convencionales, sino que habiendo un patrón de tratamiento contable común, sin embargo, existen rupturas o tratamientos excepcionales en algún caso concreto. Así, por ejemplo, en el PGC 1990, por excepción frente a la óptica general de la prudencia, también deberían registrarse en el balance al cierre las diferencias de cambio potenciales positivas relativas a las posiciones de créditos o débitos en divisas, si bien su contrapartida, normalmente, sería en una cuenta del propio balance —ingresos a distribuir en varios ejercicios— y no con abono a la cuenta de pérdidas y ganancias. Pues bien, para ser coherentes con ese planteamiento, en los NIF extrabursátiles relativos a divisas —sobre todo en los de cobertura de créditos o débitos de la empresa en divisas— entendemos debería mantenerse un criterio concorde con el criterio de tratamiento al cierre de las diferencias potenciales de cambio de los créditos o débitos en divisas o, lo que es lo mismo, entendemos que deberían aflorarse en el balance no sólo las diferencias potenciales negativas netas de los NIF extrabursátiles en divisas (esto es lo que se ha mantenido aquí como criterio general de dotación de la provisión para riesgos y gastos), sino que también debería hacerse lo propio con las diferencias potenciales positivas netas de esta clase de contratos (en los demás extrabursátiles, las ganancias potenciales netas al cierre deberían ser objeto de información exclusivamente en la Memoria, si su cuantía fuese significativa) y con igual destino contable para la contrapartida surgida de tal afloración que el que estuviese prescrito dentro de la normalización contable general para las diferencias potenciales positivas netas de los créditos o débitos en divisas al cierre mantenidos por la empresa (14).

Lo anterior constituiría la regla general de reconocimiento de las diferencias valorativas potenciales al cierre de todos los NIF extrabursátiles en general, si bien en alguno de estos instrumentos concretos (distintos de futuros y opciones) podría reconocerse alguna modificación. El caso más sig-

nificativo de destacar sería el de las permutas financieras de intereses, de divisas o mixtas, donde podría reconocerse indistintamente el diferencial neto positivo o negativo de las corrientes del contrato devengadas o periodificadas en la fecha de cierre (intereses devengados a cobrar o a pagar...) por asimilación a la mecánica contable inherente a los intereses corridos o devengados (y no vencidos) en la fecha de cierre de los activos o pasivos financieros contables de naturaleza convencional (por ejemplo, obligaciones de renta fija poseídas o emitidas por la empresa) y con la dotación, en su caso, de la provisión por riesgo de incobrabilidad en cuanto a las diferencias corridas y no vencidas. Asimismo, siendo las permutas financieras contratos que vinculan durante una cadena de vencimientos futuros a largo plazo, la periodificación antedicha cubriría tan sólo las diferencias potenciales corridas al cierre con referencia al siguiente vencimiento previsto, mas es evidente que, con relación a las corrientes netas correspondientes a los siguientes vencimientos de los contratos, existiría un valor actual potencial positivo o negativo para la empresa que representaría un activo o pasivo potencial o contingente para ella, representativo del precio aproximado de cancelación presente de los correspondientes contratos de permuta financiera entre las partes; el procedimiento contable adecuado a seguir, en nuestra opinión, vendría determinado igualmente por la asimetría del principio de prudencia, en el sentido de reconocer los valores actuales negativos netos de la cartera de contratos de permuta financiera abiertos en la fecha del cierre y diferir, en cambio, el reconocimiento de los valores actuales positivos netos de esta cartera de contratos intrínsecamente extrabursátiles, sustituyéndose por la correspondiente descripción de estos valores en la Memoria, aunque habría posiciones maximalistas del principio de prudencia a las que repugnaría la compensación de valores actuales positivos o negativos de la cartera de estos contratos, en razón del carácter individualizado habitual de cada uno de estos contratos, estimando por ello que se vulneraría el principio contable de no compensación entre activos y pasivos o entre ingresos o gastos, si bien cabría señalar que los valores actuales de uno y otro signo de los contratos no representan deudas o créditos ciertos y devengados, sino inciertos, estimados y meramente potenciales por lo que no se produciría, en nuestra opinión, vulneración del principio de no compensación utilizando una visión globalizadora o de cartera a efectos de compensación en el juicio sobre el principio de prudencia aplicado a esta clase de contratos abiertos a ejecutar en el futuro (15).

En cuanto a los contratos de tipos de interés a plazo —*fras*— abiertos al cierre, parece lógico que funcione el criterio general expuesto del principio de prudencia, en el sentido de reconocer la oportuna provisión para riesgos y gastos por el valor potencial negativo neto de la cartera de esta clase de contratos extrabusátiles en vigor, mientras que de resultar un valor potencial positivo neto lo mejor sería su consignación en la Memoria al expresar los valores potenciales de redención de estos contratos importes no vencidos, no exigibles, no líquidos, no asegurados y susceptibles de reversión en el futuro (16).

B) LA IMPUTACION TEMPORAL A LA CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS DE LAS DIFERENCIAS VALORATIVAS DE LOS NIF

¿Cuál debe ser la contrapartida contable de las diferencias contables reconocidas sobre los NIF bursátiles o extrabursátiles o, lo que es análogo, cuál debe ser el régimen de imputación temporal de tales diferencias al resultado contable empresarial?

Es el meollo principal o asunto clave de la problemática contable de los NIF. Para el diseño de la normativa contable aplicable hay que preguntarse acerca de la motivación perseguida por la empresa a la hora de contraer o concertar tales tipos de operaciones o contratos. Según sea una u otra la motivación perseguida, resultará uno u otro tratamiento contable de la imputación temporal de sus diferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias.

En este sentido pueden existir dos planteamientos, actitudes o motivaciones radicalmente distintos a la hora de celebrar operaciones sobre los NIF señalados: *a)* operaciones o negocios de especulación; *b)* operaciones de cobertura de riesgos de otras operaciones o elementos patrimoniales del negocio. Pues bien, según sea una u otra la motivación presumiblemente perseguida por la empresa al respecto —evidenciada a través del cumplimiento o no de ciertos requisitos objetivados— se seguiría un régimen contable u otro en cuanto a la imputación a resultados de las diferencias valorativas afloradas o resultantes para estos contratos, así como de sus gastos de transacción.

1. DE OPERACIONES O NEGOCIOS DE ESPECULACION

Se trataría de contratos autónomos o independientes de las empresas articulados sobre NIF, con el fin de obtener un lucro, en forma análoga al lucro perseguido en la ejecución de cualesquiera otra operación o contrato de cualquier índole (por ejemplo, en un contrato de compra o de venta a futuros —de una mercancía, de un instrumento financiero, etc.— a un determinado precio, la empresa pretendería comprar más barato o vender más caro hoy el objeto de dicho contrato que el precio de contado que hubiese de tener el día del vencimiento del contrato de futuros el susodicho objeto, de tal manera que si acierta en su vaticinio o especulación, ganará la diferencia y si yerra, perderá ésta, siendo,

por tanto, la especulación del precio, la única motivación o propósito perseguido por la empresa).

Las notas singulares diferenciadoras de los contratos u operaciones especulativas articuladas sobre NIF serían, en forma resumida, las siguientes:

— contratos autónomos, sustantivos e independientes de índole aleatoria;

— su finalidad es la búsqueda de lucro como en otros negocios o transacciones convencionales (al ser aleatorios pueden deparar indistintamente pérdidas o ganancias para la empresa que los utiliza (17);

— existe, por parte de la empresa que ejecuta este tipo de operaciones, una exposición deliberada al riesgo de precio del objeto subyacente del contrato, en cualquiera de sus diferentes manifestaciones específicas (riesgo de variación de los precios de mercancías reales, de los tipos de interés de activos o pasivos financieros, de los tipos de cambio de divisas). Se trataría, en suma, de un negocio intrínseco más de la empresa;

— son realizados por los especuladores y arbitrajistas natos de los mercados oficiales organizados en donde se cotizan determinados NIF (futuros y opciones bursátiles); en cuanto a los NIF extrabursátiles, no es corriente la posición especulativa en empresas no financieras, soliendo circunscribirse a determinadas operaciones de este género concertadas por empresas netamente financieras o bancarias (por ejemplo, en una permuta financiera o *swap* es difícil que la empresa no financiera, que asume una de las partes del contrato, lo haga de modo abiertamente especulativo, esto es, sin pretensión alguna de cubrir riesgos de otras operaciones principales o elementos patrimoniales poseídos por ella, mientras que si la contraparte del contrato fuese una entidad bancaria o financiera, dedicada con habitualidad a negocios en masa sobre *swaps,* es posible que su posición sea de especulación pura —operación no casada— o de intermediación —operación casada o con órdenes de signo opuesto—, aunque en rigor no puede descartarse ni lo uno ni lo otro) (18).

El corolario contable que se desprende para estos negocios especulativos montados sobre NIF es inmediato y claro: deben seguir el mismo régimen de imputación temporal a resultados que el que la regulación contable establece para cualquier otro negocio especulativo. Ello se traduciría de modo más concreto en la siguiente regla: tanto las diferencias valorativas positivas como las negativas afloradas durante la vida de los respectivos contratos (de acuerdo con las pautas antes expuestas —en los distintos apartados del V.2.— según que se tratase de contratos bursátiles o extrabursátiles) deberían imputarse inmediatamente en la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa al ser negocios autónomos que han agotado sus efectos en sí mismos, y lo mismo debería hacerse con los gastos de transacción provocados por tales contratos, los cuales deberían incidir en la cifra de resultados en el momento mismo en que se produce su devengo (coincidente normalmente con la incurrencia o satisfacción efectiva de dichos gastos).

La adaptación de esta regla general a las situaciones particulares de los NIF tendría las siguientes precisiones:

• NIF genuinos o bursátiles (futuros y opciones).

Repercutir íntegramente en la cuenta de resultados los gastos de transacción de los mismos en el momento de su devengo.

Repercutir continuamente en la cuenta de resultados las diferencias de cotización diarias —positivas o negativas— reconocidas contablemente a favor o en contra de la empresa.

• NIF no genuinos o extrabursátiles (futuros y opciones extrabursátiles, permutas financieras y contratos sobre tipos de interés a plazo).

Los gastos de transacción podrían ser imputados íntegramente contra la cuenta de resultados en el momento de su devengo (principio de prudencia estricto), aunque podría discutirse, como solución alternativa, el posible diferimiento e imputación proporcional al tiempo de duración de la posición especulativa de los contratos u operaciones respectivas en atención al principio de correlación de ingresos y gastos y relajando el peso o severidad del principio de prudencia. Esta segunda opción, sin embargo, tendría menos respaldo seguramente dentro de la profesión contable actual, al encontrarse ésta demasiado polarizada hacia una aplicación rigurosa del principio de prudencia, pero en el plano teórico no resulta ni mucho menos descabellada en nuestra opinión (19).

Repercutir contra la cuenta de resultados los juegos de la dotación (aumentos) o desdotación (excesos) de la provisión para riesgos y gastos reconocida en aplicación del principio de prudencia para aquellos contratos u operaciones que denoten diferencias valorativas potenciales negativas —o recuperación de las reconocidas previamente— en la fecha de cierre, siguiendo mecanismos contables análogos a los que rijan dentro de la regulación contable correspondiente para el resto de las figuras que originan o dan lugar al nacimiento —y, en su caso, desaparición posterior— de provisiones para riesgos y gastos (20).

Como variante de esta situación, en el caso de contratos, tales como permutas financieras, en los que se hubiese optado por periodificar la diferencia potencial —positiva o negativa— detectada en la fecha de cierre, cualquiera que fuese su signo, dicho importe se reconocería como ganancia o pérdida en la cuenta de resultados del ejercicio que se cierra. Del mismo modo, el valor actual neto negati-

vo de las posiciones especulativas abiertas (permutas financieras correspondientes a los restantes vencimientos no periodificados al cierre —y contratos sobre tipos de interés a plazo), debería ser reconocido como provisión para riesgos y gastos con imputación inmediata en la cuenta de resultados, según los criterios comunes dictados por el principio de prudencia (21).

En cuanto al alojamiento o presentación de esta clase de resultados en la cuenta de pérdidas y ganancias, dentro de los tres estratos convencionales observados en el formato del documento (resultados de explotación, financieros o extraordinarios), normalmente su encaje natural corresponderá al estrato de los resultados financieros, mas no puede destacarse su inclusión más representativa dentro de los resultados de la explotación, cuando los contratos NIF especulativos entrasen dentro de las operaciones comerciales de ciertas empresas como una especie de derivado natural de aquéllas (por ejemplo, hay empresas cuyo negocio de explotación natural puede estar en contacto con determinadas mercancías —metales, soja, maíz, etc.— y en conexión con la dinámica de su negocio pudieran concertar, con habitualidad, contratos de futuros u opciones sobre tales mercancías, de los que algunos de ellos o partes de los mismos, por no cubrir estrictamente riesgos de las operaciones principales de su negocio, podrían ser tachados de especulativos, pues en verdad ésta sería una parte integral e indisociable de su propio negocio de explotación principal o genuino), e incluso en otros casos optarse por su inclusión como resultados extraordinarios cuando su aparición sea exclusivamente excepcional y no sea producto del desarrollo de la gestión comercial, ni financiera, ordinaria de la empresa, sino un mero acto esporádico de intento especulativo ante coyunturas especiales de mercados concretos (por ejemplo, vender o comprar a futuros o comprar o vender opciones sobre una cierta divisa, no con habitualidad, sino excepcionalmente ante turbulencias en los mercados de cambios en un instante concreto y sin responder a necesidades de su negocio comercial o a la gestión financiera inherente a dicho negocio).

En el caso de los contratos para los que no se hubiese demandado el reconocimiento preventivo en la fecha de cierre de la correspondiente provisión para riesgos y gastos (diferencias potenciales negativas de valoración), la totalidad de la diferencia positiva o negativa definitivamente resultante en la fecha singular (o en la cadena de fechas efectivas) de vencimiento o cancelación de aquéllos, se hará imputar en ese momento íntegramente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

2. DE OPERACIONES O NEGOCIOS DE COBERTURA DE RIESGOS

Se trataría de contratos o negocios accesorios, subordinados, colaterales o asociados a ciertas operaciones prlncipales o habituales de los negocios de la empresa, concertados los primeros con el fin de evitar o atenuar determinados riesgos inherentes a las operaciones principales con las que se vinculan ya ejecutadas por la empresa y, por tanto, correspondientes a elementos patrimoniales poseídos por ella —activos o pasivos—, o a ejecutar en el futuro, esto es, no asociados aún con elementos patrimoniales poseídos, sino a poseer por la empresa en el futuro una vez ejecutadas las operaciones principales correspondientes.

La motivación de los contratos sobre NIF de cobertura de riesgos de los negocios normales de la empresa sería, en definitiva, asegurar ingresos, gastos o márgenes —precios o precios límite en definitiva— de dichos negocios. Serían, pues, negocios subordinados de los principales de la empresa que transforman o fijan de antemano ingresos, gastos o márgenes de aquéllos, bien definitivamente —contratos de futuros—, bien umbrales límite de estas magnitudes, mejorables en su caso —contratos de opciones—. Por consiguiente, los NIF no se han concertado como negocios autónomos per se, o sea, que de no haber existido riesgos que cubrir de las operaciones principales del negocio genuino de la empresa no se hubiesen concertado los NIF.

El corolario que se desprende en cuanto al tratamiento contable de los NIF que realizan la cobertura de riesgos se traduciría en las siguientes ideas básicas:

a) Sería un contrasentido que los NIF celebrados con el fin de cubrir determinados riesgos de otras operaciones principales o elementos patrimoniales poseídos por la empresa tuviesen un tratamiento contable dispar al de las operaciones o elementos cubiertos, en particular, en lo tocante al mecanismo de imputación temporal a la cuenta de resultados, el cual debería estar debidamente sincronizado en ambos: operación o elemento cubierto y NIF que efectúa la cobertura del riesgo.

b) En consecuencia, la imputación temporal a resultados de los efectos de los NIF de cobertura (diferencias valorativas y gastos de transacción) debe seguir el mismo régimen o patrón de imputación temporal a resultados de los efectos de las operaciones o elementos patrimoniales cubiertos por aquéllas.

La imputación a resultados ha de ser paralela, simétrica y globalizada para ambas (operación o elemento cubierto e instrumento de cobertura) en lo que se refiere al tiempo o plazo, cuantía o intensidad y estrato de inclusión dentro del formato de la cuenta de pérdidas y ganancias. En resumidas cuentas, debería producirse el mismo efecto conjunto en la cuenta de resultados de la empresa correspondiente a los distintos períodos, que el que se hubiese dado si el elemento u operación principal cubierta hubiese sido concertado, de origen, en

los mismos términos finalmente resultantes como consecuencia del correspondiente NIF celebrado como cobertura de determinados riesgos de aquélla. Esta es la posición mayoritariamente mantenida dentro de la regulación y de la teoría contables en el escenario internacional (22).

Significa esto que la afloración contable de diferencias valorativas y gastos de transacción de los NIF de cobertura no implicará, por lo general, la imputación inmediata a la cuenta de resultados del importe que se hubiese reconocido por estos conceptos, sino que podría diferirse o aparcarse su imputación a resultados de momento, siendo procedente hacerlo cuando se impute la renta inherente a la operación o elemento cubierto y ambas por una cuantía exactamente proporcional.

Desde luego, la unión de los efectos de ambas (operación cubierta e instrumento de cobertura de riesgos) favorecerá o mejorará el objetivo informativo de la imagen fiel, al responder a la lógica económico-financiera de los hechos que evidencia la vinculación entre ambas cosas, con lo que tal criterio contable otorga prevalencia al fondo económico-financiero de los hechos empresariales (vinculación de ambas operaciones) sobre la forma o apariencia jurídico-formal de los mismos (aparecerían como dos contratos sustantivos y aislados) (23).

a) *La prueba de la cobertura de riesgos*

El asunto clave para que se pueda aplicar con justicia y razón el mecanismo que se acaba de describir de imputación temporal a la cuenta de resultados de los efectos económicos de los NIF estriba en cómo probar que se produce una auténtica cobertura de los riesgos de operaciones principales o de elementos patrimoniales poseídos por la empresa.

Es menester, por tanto, establecer una serie de evidencias o de requisitos objetivos a cumplir de un modo razonable por la empresa, para poder presumir, por consiguiente, el régimen de imputación temporal antes enunciado de los efectos del NIF de cobertura.

La formulación de una serie de requisitos a cumplir para que pueda aplicarse el régimen de imputación a resultados propio de las situaciones de cobertura de riesgos es importante, ya que, de lo contrario, podría forzarse el concepto de la cobertura de riesgos para diferir resultados adversos para la empresa, procedentes de algunos contratos sobre NIF (también desde luego de resultados favorables), que, de otro modo, es decir, en caso de haberse visto como operaciones propiamente especulativas, no se hubiesen producido. En otras palabras, la exigencia del cumplimiento de una serie de requisitos para que determinados NIF puedan tratarse contablemente según el criterio expuesto para las situaciones de cobertura de riesgos, evitaría interpretaciones discrecionales o de conveniencia para la empresa al respecto. Además, los requisitos a enunciar deberían ser razonables y no exagerados (de lo contrario, podría impedirse prácticamente la existencia de motivación de cobertura de riesgos), con el fin de no caer en posiciones contables ultraprudentes (dificultando el diferimiento de los efectos de numerosos NIF en los que, con toda probabilidad, está funcionando la cobertura de riesgos de operaciones principales o elementos patrimoniales del negocio).

En este sentido, la regulación contable de distintos países (24) se inclina por la solución práctica de establecer para todos los NIF que tratamos aquí, la presunción *iuris tantum* o, salvo prueba en contrario, radicando precisamente la prueba en contrario en el cumplimiento de una serie de requisitos exigidos para poder pensar que existe cobertura efectiva de ciertos riesgos de determinadas operaciones o elementos patrimoniales de la empresa. Antes de enunciar la lista de tales requisitos, convendrá hacer una breve alusión a las clases y variantes que pueden existir de la cobertura de riesgos.

1. Clases y variantes de la cobertura de riesgos

Una cuestión técnica importante es el análisis de las distintas clases y variantes de cobertura de riesgos que podrían darse en la práctica. Sin embargo, no es oportuno entrar aquí y ahora a exponer con excesivos detalles esta cuestión, sino que nos limitaremos a ofrecer una breve pincelada de las cuestiones generales al respecto.

- Coberturas perfectas y coberturas imperfectas

Según que exista o no coincidencia inequívoca de los términos respectivos de la operación principal o elemento principal cubierto y del NIF que realiza la cobertura de riesgos (objeto subyacente, calidad del objeto, plazo de duración, etcétera).

De no coincidir sustancialmente los términos respectivos de lo cubierto y del instrumento de cobertura, podrían surgir importantes dudas con respecto a la adecuada catalogación del NIF (de especulación o de cobertura) a efectos del tratamiento contable en un sentido u otro. Por lo general, si las discrepancias fuesen importantes quizá sería preferible aplicar para el NIF el tratamiento contable propio de los contratos especulativos.

- Coberturas completas, incompletas y más que completas

Desde el punto de vista de la cuantía de la operación o elemento patrimonial a cubrir y el supuesto

NIF de cobertura, pueden existir distintas situaciones al respecto.

— Cobertura completa o total: cuando coinciden exactamente la cantidad de lo cubierto y del instrumento de cobertura.

— Cobertura parcial o incompleta: cuando es menor la cantidad del instrumento de cobertura que la de la operación o elemento que se pretende cubrir. Aunque no alcance a la totalidad del riesgo, existiría indudablemente cobertura parcial y, en consecuencia, los efectos del NIF deberían tratarse contablemente según las reglas propias de esta situación. Otra cosa distinta sería si luego los efectos diferenciales de la cobertura deberían repartirse entre la totalidad de la operación o solamente adscribirse a la parcela de ésta exactamente cubierta, lo que requeriría entrar en otras consideraciones y en la casuística de situaciones, lo que desborda naturalmente las posibilidades de este trabajo (por ejemplo, compra a futuros de 100.000 kg de soja a 5 pesetas para una fecha, comprándose 120.000 kg a 6 pesetas, percibiendo por ello diferencias del contrato de futuros de 1 peseta sobre los 100.000 kg contratados: ¿cuál sería el coste de las partidas tomadas: un coste medio ponderado para todo el lote de

$$\frac{120.000 \times 6 - 100.000\ (6 - 5)}{120.000} = 5.166 \text{ pesetas}$$

o se tomaría un coste parcial unitario de 5 pesetas para el primer lote cubierto cle los 100.000 kg y otro coste unitario parcial de 6 pesetas para el lote no cubierto de los 20.000 kg, a efectos de la aplicación ulterior del convenio de valoración de las salidas que aplique la empresa —LIFO, FIFO, etc...)?

— Cobertura más que completa o contrato mixto de cobertura y especulación: cuando la cantidad concertada en el NIF supera la de la operación o elemento patrimonial que se pretende cubrir, el exceso sería considerado contrato especulativo debiendo recibir en cuanto a ese exceso el tratamiento contable propio de los contratos especulativos.

En todo caso, hay que tener cuidado en cuanto a la correcta apreciación de este extremo, pudiendo traerse a colación el caso particular de un contrato NIF con intenciones de cobertura de riesgos de operaciones principales del negocio, cuya cuantía alcance la magnitud actual de un determinado elemento patrimonial poseído por la empresa más el flujo futuro de dicho elemento derivado de la operación principal cubierta durante el tiempo de cobertura proporcionado por dicho contrato. Por ejemplo: se concierta un contrato de futuros de venta de divisas por importe de 100.000 DM (marcos alemanes) para cubrir los riesgos de cambio de cuentas o créditos a cobrar por 40.000 DM actualmente contabilizados por la empresa, más otros 60.000 DM de créditos procedentes de las ventas o exportaciones esperadas o comprometidas de la empresa facturadas en esa divisa durante los meses que cubre la venta a futuros de DM. Ni qué decir tiene que cuando el flujo complementario cubierto pudiera atestiguarse razonablemente (por cumplir los requisitos objetivos señalados con carácter general para las coberturas de riesgos sobre operaciones principales a celebrar en el futuro), el tratamiento contable del referido contrato sería íntegramente de cobertura de riesgos.

Evidentemente, la situación inicial de la cobertura (completa, incompleta o más que completa) puede variar durante el trayecto de vigencia del instrumento financiero que realiza la protección frente al riesgo a cubrir, pudiendo pasar, en los casos límites, de ser considerado contrato de cobertura a contrato especulativo o a la inversa, o a situaciones nuevas intermedias (en parte contratos de cobertura y en parte contratos especulativos). Esto significa que la calificación inicial otorgada al NIF debe ser comprobada y, en su caso, rectificada, debiendo aplicarse en este último supuesto el tratamiento contable propio de la nueva situación a partir del momento en que ésta se produjera.

• Cobertura directa y cobertura indirecta

En cuanto a la naturaleza de la cobertura, esto es, en cuanto al grado de identificación entre el instrumento de cobertura utilizado y la operación o elemento patrimonial que se pretende cubrir, puede hablarse de:

— Cobertura directa o auténtica.

Cuando existe identificación plena entre el instrumento de cobertura y la operación o elemento cubierto, siendo ambos de la misma especie y calidad.

— Cobertura indirecta o cruzada.

Cuando no existe identificación rigurosa entre el instrumento de cobertura y la operación o elemento cubierto, siendo ambos de distinta especie y calidad.

Es bastante frecuente, dado que la gama de instrumentos financieros de cobertura disponibles en los mercados organizados es reducida, que las empresas que pretendan lograr la protección de alguna de sus operaciones o elementos patrimoniales de su negocio, se vean precisadas a tener que echar mano de algún contrato relativo a NIF orientado hacia la finalidad reseñada de cobertura, que no sea de la especie exacta de lo que se pretende cubrir.

Es perfectamente admisible tal estrategia de cobertura cruzada y, por mor de ello el tratamiento contable del caso según los criterios propios de la cobertura de riesgos, siempre que pueda evidenciarse un vínculo claro y una correlación positiva del

movimiento de los precios respectivos del objeto subyacente del NIF que pretende establecer la cobertura y el del elemento patrimonial de la operación principal a cubrir, amén de que la cuantía de los efectos económicos o diferencias provocadas por el referido movimiento de los precios respectivos, fuese aproximadamente similar y de signo contrario para que se esté produciendo de modo fehaciente la cobertura a través de un instrumento de distinta especie o calidad.

Desde luego, si la ligazón entre la transacción o elemento a cubrir y el instrumento de cobertura cruzada empleado se basase exclusivamente en indicios vagos con relación a los extremos que acaban de consignarse, habría que aplicar el tratamiento contable propio de los contratos especulativos. En este sentido, serían rechazables las llamadas macrocoberturas a escala de la empresa en su conjunto, como posible vía argumental para el tratamiento contable propio de las operaciones de cobertura de riesgos de ciertos NIF que supuestamente ejercitasen una cobertura de naturaleza cruzada sobre el conjunto de las operaciones principales o de los elementos patrimoniales del negocio.

Por contra, un caso paradigmático de cobertura cruzada sería cuando la empresa accediese a un contrato de futuros u opción sobre índices bursátiles (por ejemplo, sobre el IBEX 35 en el mercado español) con el fin de cubrir los riesgos de una cartera de títulos-valores de una empresa que tuviese una composición o estructura parecida a la del índice del contrato de cobertura.

En consecuencia, aunque a efectos de tratamiento contable pueden aceptarse situaciones de coberturas indirectas o cruzadas, sería conveniente, sin embargo, dar una interpretación cautelosa y restrictiva de estas situaciones, con el fin de impedir la entrada en el saco de las operaciones de cobertura de riesgos de ciertos contratos sobre NIF en los que no estuviese suficientemente clara la cobertura fáctica y, en suma, para evitar el diferimiento de la imputación contable de los efectos económicos de tales contratos dudosos. Ante dudas razonables de actuación efectiva de la cobertura cruzada sería preferible utilizar los criterios contables propios de las operaciones especulativas.

- Modo de establecer la cobertura o el vínculo entre la operación o elemento patrimonial a cubrir y su instrumento u operación de cobertura

Un asunto particularmente interesante a dilucidar a efectos de la contabilización según los criterios propios de la cobertura de riesgos, sería el tipo de vinculación que ha de darse entre los NIF de cobertura y las operaciones principales o elementos patrimoniales cuyos riesgos pretenden ser cubiertos, o sea, si ha de existir un único contrato de cobertura y un único elemento u operación cubierta, o si caben otras posibilidades o combinaciones.

Pues bien, la perspectiva individual de vinculación consignada (un contrato NIF y una sola operación o elemento patrimonial cubierto) sería un caso particular tan sólo de la cuestión, cabiendo desde luego otras posibilidades o combinaciones (varios NIF y un único elemento u operación cubierta, un NIF y varios elementos u operaciones cubiertas, varios NIF y varios elementos u operaciones cubiertas). Así, pues, en el plano teórico cabría cualquiera de las posiciones o situaciones reseñadas. En todo caso, hay que tener claro que lo importante es que pueda evidenciarse, con claridad y desde el principio, la vinculación entre una cosa y otra (uno o varios elementos u operaciones cubiertas y uno o varios contratos que desempeñan la cobertura de los primeros), así como que funcione eficazmente la cobertura argüida (correlación próxima de precios, cuantías análogas, efectos económicos de signo contrario de la o de las operaciones de cobertura y de la o de las operaciones o elementos cubiertos...).

En todo caso, habría que tener en cuenta para los supuestos de vinculación plural de operaciones de cobertura y de operaciones o elementos patrimoniales cubiertos, o sea, cuando se pretendiese vincular una cierta cartera de una cosa y otra, que la cartera respectiva debería estar perfectamente identificada y guardar rasgos de homogeneidad palpables para poder ser aplicados los criterios inherentes a la contabilidad de cobertura de riesgos. Dicho en términos más claros aún: cabría aducir la cobertura de los riesgos de precios de una cartera de títulos de renta variable de una empresa y una masa plural de instrumentos financieros orientados a lograr dicha cobertura, siempre que se pudiera evidenciar razonablemente una cobertura fáctica satisfactoria de los riesgos de dicha cartera en su conjunto, mas no podría pretenderse obtener la calificación de cobertura para un conjunto de contratos sobre NIF supuestamente orientados a la protección de los precios de una cartera conjunta de títulos de renta variable más ciertas cantidades de materias primas poseídas por la empresa.

- Momento en el que se realiza la cobertura del riesgo: operaciones de cobertura vinculadas con elementos patrimoniales poseídos por la empresa o con operaciones principales a ejecutar por ésta en el futuro

Las operaciones de cobertura de riesgos pueden ser concertadas antes, en o después del momento del nacimiento para la empresa de la operación principal o elemento patrimonial cuyos riesgos pretenden ser cubiertos.

Por consiguiente, podría darse un doble supuesto para las operaciones de cobertura:

I. Operaciones de cobertura sobre activos o pasivos, reales o financieros, poseídos por la empresa (como elementos de su balance) al tiempo de concertar las primeras.

Los activos o pasivos a cubrir son previos, preceden o son concomitantes con los NIF que van a efectuar la cobertura de sus riesgos. En estos casos, el nexo de unión o cobertura de los riesgos es más fácil de probar, al existir ya en manos de la empresa los elementos patrimoniales cuyos riesgos pretenden cubrir determinados contratos sobre NIF.

En consecuencia, si esta ligazón entre los elementos patrimoniales y sus instrumentos de cobertura de riesgos puede apreciarse satisfactoriamente, las diferencias dimanantes de los instrumentos de cobertura correspondientes (básicamente diferencias de cotización o de valoración y gastos de transacción) podrían ligarse o integrarse (como ajustes de valor) en el valor contable de los elementos patrimoniales poseídos cubiertos.

II. Operaciones de cobertura sobre transacciones u operaciones principales del negocio de la empresa, reales o financieras, a ejecutar en el futuro o con posterioridad a la concertación de los instrumentos de cobertura de sus riesgos.

Ante la certeza o eventualidad, más o menos fundada, de que la empresa ha de acometer cualquier operación principal (real o financiera) de su negocio, ésta puede decidir concertar los instrumentos de cobertura de sus riesgos con anterioridad a la ejecución y percepción de las consecuencias contables (reconocimiento de activos o pasivos, de ingresos o gastos...) de las operaciones principales cubiertas.

En consecuencia, los NIF de cobertura precederían en el tiempo al reflejo patrimonial de los efectos de las operaciones principales cubiertas, surgiendo previamente el reconocimiento contable de diferencias de los NIF de cobertura. Tales diferencias de los NIF afloradas contablemente, en el supuesto de que la cobertura de riesgos de operaciones principales a acometer en el futuro quedase suficientemente probada, deberían diferirse (mostrándose en el balance en cuentas de espera —como partidas de gastos o ingresos diferidos por lo general—), empezándose su imputación a resultados a partir de la fecha de aparición o registro contable de los efectos de las operaciones principales cubiertas, en perfecto paralelismo —cuantía y conducto— con la imputación temporal a resultados de los efectos o diferencias derivadas de las operaciones principales a las que cubren.

Evidentemente, en los casos de cobertura de riesgos sobre operaciones principales del negocio a ejecutar en el futuro, la identificación de los NIF de cobertura (concertados con anterioridad) y las operaciones principales a cubrir (a concertar con posterioridad) es más dudosa o problemática que en los casos de cobertura sobre activos o pasivos ya poseídos por la empresa. Por este motivo, la regulación contable suele exigir requisitos probatorios adicionales o específicos en los casos de NIF de cobertura antepuestos en el tiempo a las operaciones principales a cubrir, para poder ser tratadas las diferencias inherentes a los NIF en el intervalo que precede a la aparición de las consecuencias contables de las operaciones principales cubiertas, según los criterios de imputación contable propios de las operaciones de cobertura de riesgos.

En todo caso, conviene plantear dos escenarios distintos de esta posición, ya que cada uno de ellos puede presentar matices peculiares importantes a estos efectos.

II.1. Las operaciones principales (reales o financieras) a cubrir están concertadas en firme por la empresa por lo que se conocen los términos en que han de ser ejecutadas en el futuro, aparte de existir por el compromiso o contrato firme contraído por la empresa una garantía suficiente de su realización futura.

II.2. Las operaciones principales (reales o financieras) a cubrir no están concertadas en firme por la empresa, sino que se trata de transacciones u operaciones previsiblemente a ejecutar en el futuro o simplemente declaradas como tales por la empresa (por ejemplo, por estar aprobada su ejecución por la administracion de la empresa, por formar parte de su programa o presupuesto de actuación en el ejercicio venidero, por constituir el fluir normal de sus negocios, etcétera).

Desde luego, el hecho de estar contraída en firme o no la ejecución futura de las operaciones principales a cubrir con NIF concertados previamente introduce un matiz importante que refuerza o no la probabilidad de su efectiva ejecución futura, por lo que hay quienes piensan que la cobertura de riesgos sobre operaciones principales futuras comprometidas en firme por la empresa debe regirse por los mismos requisitos probatorios que se establezcan para los supuestos de cobertura de riesgos de activos o pasivos ya poseídos por la empresa, mientras que si se tratase de pretendidas coberturas sobre operaciones principales no comprometidas en firme y más o menos solemnemente declarada su ejecución futura por la propia empresa es entonces cuando debería exigirse el cumplimiento de unos requisitos probatorios adicionales y específicos que permitiese presumir razonablemente la ejecución futura de las operaciones principales correspondientes y probar, en definitiva, la pretendida cobertura de sus riesgos, dado que es en este último caso donde pudieran darse interpretaciones a priori interesadas en torno al supuesto carácter de instrumentos de cobertura de riesgos de ciertos NIF concertados, con el fin de evitar la imputación inmediata de sus efectos a la cuenta de resultados de la empresa.

En este sentido, hay quienes defienden una posición límite o extrema (postura minoritaria en todo caso), aduciendo que sólo cabría admitir el tratamiento contable relativo a las operaciones de cobertura de riesgos cuando los NIF cubran ya elementos patrimoniales poseídos, ya operaciones principales a ejecutar en el futuro comprometidas en firme de modo fehaciente, postulando en consecuencia el tratamiento contable como contratos especulativos para los NIF supuestamente destinados a cubrir los riesgos de las operaciones futuras del negocio no comprometidas aún en firme.

Aparte de los dos supuestos de cobertura descritos, cabría señalar, asimismo, la posible existencia de un caso mixto o intermedio, en el que la cobertura de riesgos de los NIF concertados se proyectaría, en parte de su cuantía, sobre activos o pasivos ya poseídos por la empresa, y en otra parte, sobre operaciones principales del negocio a ejecutar por la empresa en el futuro, bien comprometidas en firme o simplemente de posible ejecución. Esta posible situación, a efectos de la calificación de su régimen contable adecuado, debería enjuiciarse de acuerdo con los requisitos probatorios de la cobertura, exigidos por la regulación contable, para cada una de sus partes concertadas.

2. Requisitos probatorios de la cobertura de riesgos a efectos contables

Para que la diferencia de tratamiento contable —indicada en este trabajo— entre los NIF especulativos y los de cobertura de riesgos pueda funcionar de modo automático y no discrecional, es menester que la regulación contable exija el cumplimiento de una serie de requisitos probatorios capaces de demostrar de forma objetiva la existencia de cobertura de riesgos proporcionada por ciertos contratos sobre NIF celebrados por la empresa.

En este sentido, podrían enumerarse a grandes rasgos los principales requisitos probatorios de carácter común, esto es, los que cabría exigir a los NIF con independencia de que cubriesen riesgos de elementos patrimoniales ya poseídos por la empresa o de operaciones principales del negocio a ejecutar con posterioridad a la aparición de las coberturas, para mencionar seguidamente una serie de requisitos probatorios adicionales a cumplir específicamente para los supuestos de cobertura previa sobre operaciones principales a ejecutar en el futuro y no comprometidas en firme.

• Requisitos probatorios comunes de la cobertura de riesgos a efectos contables.

1) Prueba o demostración de exposición al riesgo.

a) La empresa debe contar con activos o pasivos concretos poseídos o con operaciones principales a ejecutar que impliquen para ella riesgos de precios, de tipos de interés, de tipos de cambio de divisas, etcétera.

b) La empresa no debe contar con cobertura previa de tales riesgos proporcionada con otros medios o instrumentos ya concertados o disponibles.

2) Reducción efectiva de los riesgos a través de los NIF concertados.

Debe evidenciarse un funcionamiento eficaz de la cobertura de los riesgos cubiertos con los NIF o, lo que es lo mismo, debe existir una reducción de la sensibilidad de los resultados empresariales ante la variación de los precios o cotizaciones de los elementos cubiertos, otorgada precisamente por la acción de los NIF concertados por la empresa, de tal manera que de no haber sido por estos instrumentos de cobertura, la cifra de resultados correspondiente a los elementos patrimoniales u operaciones principales pretendidamente cubiertas hubiera dependido exclusivamente de la evolución de los precios o cotizaciones de estas últimas.

Por ejemplo:

a) En una operación o contrato de venta a futuros de un activo poseído por la empresa al precio *X,* si baja el precio de mercado de contado de dicho activo, también bajará su precio de mercado de futuros, con lo que la pérdida producida en el mercado de contado del activo se traduce en ganancia en la operación o contrato concertado de venta a futuros de dicho activo, con lo que los dos efectos contrarios se amortiguan, contrarrestan o compensan, produciéndose en definitiva la cobertura o reducción efectiva del riesgo de precio del activo en cuestión.

b) En una opción de venta tomada sobre un activo poseído o a poseer por la empresa, concertada a un determinado precio de ejercicio de la opción (PE):

— Si sube el precio o cotización de mercado de contado del activo VM por encima del PE de la opción (VM > PE) se obtiene un aumento de resultados vendiendo el activo en el mercado de contado y no ejercitando la opción de venta (la ganancia extra proporcionada por el mercado de contado implicaría a su vez la pérdida menor satisfecha por disponer de la opción de venta —prima pagada).

— Si baja el precio o cotización de mercado de contado del activo VM < PE, la caída de los resultados empresariales se detiene o encuentra un tope mínimo merced al contrato de opción de venta la cual sería ejercitada (la empresa obtendría el beneficio mínimo o la pérdida máxima en dicho activo garantizada por la opción de venta adquirida por la empresa poseedora del mismo).

3) Reducción efectiva de los riesgos a escala global.

Una cuestión importante radica en la fijación de la escala en la cual ha de juzgarse la reducción efectiva de riesgos de la empresa lograda merced a determinados NIF. Es, desde luego, un asunto sumamente complejo con facetas sutiles y, por tanto, sujeto a profunda controversia para la correcta aplicación de los mecanismos propios de la contabilización como contratos de cobertura de riesgos.

Partiendo de que cualquier posición adoptada al respecto por la regulación contable siempre habrá de ser convencional y discutible, la que parece más apropiada tendría estas características básicas:

— Enfoque global de la reducción de los riesgos: debe trascenderse la identificación individual exacta con operación u operaciones concretas o específicas tanto en lo que respecta a los contratos de cobertura como a los elementos patrimoniales u operaciones principales cubiertas. Lo importante es que se aprecie una cobertura a escala global (perspectiva de cartera) de conjuntos homogéneos e interdependientes de coberturas y elementos u operaciones cubiertas que permita columbrar que, merced a ese conjunto de NIF, la empresa consigue una reducción efectiva de los riesgos de precios, tipos de interés, tipos de cambio de divisas, etc., para un conjunto homogéneo de elementos u operaciones principales que redunde, en último término, en una reducción efectiva de los efectos de tales riesgos a escala de la empresa en su conjunto.

En este sentido, se debería admitir la exposición neta al riesgo de elementos u operaciones interrelacionadas de signo contrario o visión de cartera compensada. Así, por ejemplo, en una empresa que contase simultáneamente con préstamos recibidos y concedidos en la misma divisa, la exposición neta de la cartera conjunta al riesgo de cambio debería prevalecer, por encima de una visión individualizada de ciertos NIF orientados a cubrir ciertos préstamos recibidos o ciertos préstamos concedidos, etc., ya que de prevalecer la ligazón individualizada (un NIF de compra a futuro de la divisa *X* para cubrir el riesgo de cambio de un préstamo recibido en esa misma divisa, teniendo la empresa al mismo tiempo préstamos concedidos en esa misma divisa) y recomendarse el tratamiento contable de las operaciones de cobertura de riesgos a ese nivel, ello podría conducir a una visión contable engañosa, dado que el riesgo de cambio estaría naturalmente cubierto con la posición contraria del préstamo concedido, con lo que en verdad el susodicho NIF concertado, en vez de cubrir el riesgo de cambio del pasivo en divisas de la empresa, abriría un riesgo de cambio no existente previamente, esto es, el NIF concertado en vez del pretendido o supuesto carácter de instrumento de cobertura de riesgos sería en efecto un contrato especulativo, debiendo ser tratado, por tanto, con los criterios contables inherentes a su condición efectiva.

— No obstante, la prevalencia del enfoque global de la reducción de los riesgos (a nivel de la empresa en conjunto en último término) para poder aplicarse los criterios contables propios de los contratos de cobertura de riesgos, en aquellas empresas cuyo modelo organizativo estuviese altamente descentralizado, funcionando a escala de unidades operativas o divisiones descentralizadas con elevada independencia, la reducción efectiva de los riesgos podría admitirse a escala de cada unidad descentralizada en relación con los NIF promovidos desde su iniciativa de gestión, aunque a escala de la empresa en su conjunto tal reducción efectiva de riesgos no se cumpliese o no pudiese apreciarse siquiera.

4) Mantenimiento de la cobertura del riesgo durante el trayecto de vigencia de los instrumentos o contratos que proporcionan la cobertura.

Para poder ser tratados contablemente como contratos de cobertura no basta con que se cumplan los requisitos probatorios en un momento singular, sino que ha de lograrse de una manera mantenida, de tal manera que si a partir de un determinado momento de la vida de los NIF dejasen de cumplirse los requisitos o presunciones de cobertura, los NIF pasarían a ser tratados desde entonces con los criterios contables propios de los contratos especulativos. En cuanto a las diferencias acumuladas hasta entonces de los NIF que cambian a especulativos, hay que decir que lo normal es incardinarlas o asociarlas (como ajustes de valor) de los respectivos elementos patrimoniales u operaciones principales cubiertas hasta ese momento, ya que se parte de la base que hasta entonces sí funcionó la cobertura, aunque a partir de ese instante dejase de funcionar o de percibirse.

Evidentemente, cabría la situación contraria en la que los NIF inicialmente considerados como contratos especulativos, cambiasen a contratos de cobertura de riesgos durante su plazo de vigencia al cumplirse los requisitos objetivos establecidos para tal calificación. Ni que decir tiene que las diferencias dimanantes de los correspondientes NIF a partir del instante en que cambiasen de naturaleza deberían contabilizarse con arreglo a los criterios prescritos para los contratos de cobertura de riesgos.

• Requisitos probatorios adicionales de la cobertura de riesgos para instrumentos de cobertura vinculados a operaciones principales a ejecutar posteriormente no comprometidas aún en firme.

a) Exigir evidencias razonables acerca del acaecimiento futuro de las operaciones principales a cubrir que se alegan como motivación o razón de ser de la concertación de ciertos NIF.

La probatura suficiente de la verosimilitud de la ejecución futura, y en los términos previstos, de las operaciones principales cuyos riesgos se aduce pretenden ser cubiertos con determinados NIF concertados previamente, resulta una garantía obligada

para la aplicación de los criterios contables correspondientes a los contratos de cobertura de riesgos.

La regulación contable podría considerar suficiente a este respecto el que se diera alguna de las siguientes situaciones:

— Existencia, en el pasado cercano de la empresa, de operaciones principales semejantes (naturaleza, cuantía, etc.).

— Que las operaciones principales supuestamente cubiertas estuviesen incluidas en los planes de acción futuros a ejecutar por la empresa, debidamente aprobados y declarados por ésta.

— Tratarse de operaciones habituales de la explotación de la empresa y en cuantía concorde con la capacidad o medios actuales disponibles para su futura ejecución.

— Perspectiva clara de pérdidas importantes para la empresa de no ejecutarse las operaciones pertinentes.

b) Identificar razonablemente los datos y condiciones de las operaciones principales a cubrir que permitan apreciar su adecuada cobertura con determinados NIF contraídos previamente.

Conviene señalar, en este orden de cosas, que no cabe colegir mecánicamente la existencia de riesgos a cubrir en operaciones principales a ejecutar por la empresa, sino que el riesgo y la cobertura del mismo deben probarse de modo satisfactorio.

Ejemplo:

En empresa que disfruta de poder de mercado (monopolio, competencia monopolística...), con demanda rígida para sus productos y no sujeta a regulación oficial de los precios o tarifas para sus productos y, por tanto, con posibilidad clara de repercutir en precios las elevaciones de sus costes (posición de «hacedora de precios» —*price maker),* existen argumentos sólidos para proponer el tratamiento contable como negocios especulativos para los NIF potencialmente capaces de cubrir riesgos de precios de aquellos factores que intervienen en la fabricación de sus productos, ya que la elevación de los precios de sus factores seguramente se repercutiría, esto es, no se desaprovecharía su repercusión en los precios de sus productos, aunque el riesgo de elevación de precios de sus factores hubiese estado supuestamente cubierto con determinados NIF.

Ejemplo:

Compra a futuros de primera materia a 100 pesetas y luego —en el momento de la compra efectiva— su precio de contado es 120 pesetas: ¿tiene sentido valorar la primera materia comprada a 100 pesetas (precio de contado-diferencias del contrato de futuro) en vez de a 120 pesetas si se van a repercutir las 120 pesetas en el precio de los productos a los que se incorpora la materia prima en cuestión?

Por último, consignar que tratándose en concreto de NIF extrabursátiles, del tipo *vis a vis* o a la medida (particularmente contratos de permuta financiera —*swaps*— o contratos sobre tipos de interés a plazo —*FRA's—)* concertados por empresas no financieras, existe por este motivo una presunción muy fuerte en favor de que la motivación perseguida para su concertación sea la cobertura de riesgos de elementos patrimoniales u otras operaciones principales de su negocio, lo que no cabe presumir desde luego en el caso de NIF bursátiles o negociados en mercados oficiales organizados (futuros y opciones básicamente), en los que por este motivo la prueba de la cobertura de riesgos debería ser aplicada con mayor rigor y minuciosidad que en el caso de los consignados NIF extrabursátiles.

b) *Reconocimiento e imputación contable de las diferencias de valoración*

Suponiendo que determinados NIF cumplan los requisitos probatorios propios de la cobertura de riesgos, surge la cuestión contable básica del reconocimiento e imputación temporal de las diferencias de valoración (diferencias de precios o cotizaciones y gastos de transacción) de los NIF que desempeñan tal función.

En este sentido, conviene recordar lo que oportunamente se dijo en cuanto al distinto criterio de reconocimiento de las diferencias de precios o cotizaciones de los NIF según que se tratase de contratos bursátiles o extrabursátiles, ya que en los bursátiles el registro contable sería continuo, mientras que en los extrabursátiles sólo tendría lugar de golpe en el momento de su vencimiento efectivo (o, en su caso, como provisión al cierre de ejercicio de las diferencias potenciales negativas). Tal criterio, en lo general, se mantiene en cuanto a los NIF que desempeñan función de cobertura de riesgos (aunque cabría plantear algún cambio en cuanto a las diferencias potenciales al cierre de los contratos extrabursátiles, cuya discusión pormenorizada rebasa las posibilidades del presente trabajo) (25). La variación diferencial significativa en cuanto al tratamiento contable de los NIF de cobertura de riesgos con respecto a los especulativos radicaría, pues, en la contrapartida a que se aplicarían las diferencias de valoración afloradas, pues así como en el caso de los especulativos deberían imputarse directa e inmediatamente a la cuenta de pérdidas y ganancias, en los de cobertura de riesgos procedería su diferimiento y acumulación transitoria en cuentas de espera (cuentas de gastos e ingresos diferidos) hasta su imputación temporal a la cuenta de pérdidas y ganancias que se produciría en paralelo, en consonancia y por el conducto a través del cual se produciría la imputación en esta misma cuenta de los resultados inherentes a las respectivas operaciones principales o elementos patrimoniales cubiertos.

Ahora bien, dentro de esta regla general existen diferentes matices de orden contable formal según que la cobertura se refiera, de una parte, a elementos patrimoniales poseídos por la empresa o a operaciones principales a ejecutar por ésta en el futuro y, de otra parte, según la naturaleza de los activos o pasivos afectados por la cobertura (reales, financieros, en divisas...), matices diferenciales que, en cuanto a sus grandes rasgos, pasamos a extractar.

1. Coberturas de riesgos vinculadas a elementos patrimoniales (activos o pasivos exigibles) poseídos por la empresa

Las diferencias de valoración (gastos de transacción y diferencias positivas o negativas de cotización) de los NIF de cobertura afloradas se acumularían en cuanto a su contrapartida en cuentas de ingresos o gastos diferidos (ingresos o gastos a distribuir en varios ejercicios —en la terminología del Plan General de Contabilidad [PGC] de 1990—, por contratos de cobertura de riesgos), hasta la fecha de cierre del ejercicio —para los que mantuviesen abierta o vigente su cobertura—, en cuyo instante se procedería de la siguiente manera:

• Fecha de cierre del ejercicio

— Cuentas transitorias de acumulación de las diferencias de valoración (gastos de transacción y diferencias de cotización) de los NIF de cobertura de riesgos:

Gastos o ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.

Habría que proceder y tener en cuenta las siguientes consecuencias contables:

a) Incorporar el saldo de las diferencias acumuladas como ajustes de valor del activo o pasivo exigible cubierto a efectos de presentación en el Balance (Ejemplo 1).

b) Además, habría que tener en cuenta las diferencias acumuladas (de un signo u otro) correspondientes a la cobertura (explícitas —en el caso de los contratos bursátiles—, e implícitas —en el caso de los extrabursátiles) a efectos de la eventual dotación o reconocimiento de la pertinente corrección valorativa (provisión por depreciación) del elemento patrimonial cubierto (Ejemplo 2).

Evidentemente, esta actuación supone hacerlo con criterios de máxima prudencia —en la línea ortodoxa de cómo entiende la prudencia el PGC 1990— (27), al ignorar el reconocimiento contable del crédito potencial del futuro de cobertura que contrarrestaría la caída de la cotización del activo real cubierto por él, que en cambio se contabilizaría como provisión en su integridad, asimetría debida al motivo aducido de falta de garantía en cuanto a la solvencia de la contraparte del contrato de futuros. En todo caso, parecería razonable, de obrar en la línea expuesta de máxima prudencia, hacer constar dentro de la Memoria la existencia de la cobertura, matizada como fuese obligado ante el grado de riesgo de insolvencia de la contraparte, significando la cuantía del crédito potencial no registrado contablemente, a favor de la misma al cierre por mor de la evolución del precio o cotización del contrato que efectúa la cobertura del activo real correspondiente.

En resumen, podrían extraerse las siguientes conclusiones:

— Cuando para un activo poseído cubierto, se tuviese un precio de venta neto asegurado (deducidos los gastos de transacción de la cobertura) por la operación de cobertura por encima de su valor contable y no existiese riesgo fundado de crédito o insolvencia de la contraparte de la cobertura, no sería menester corrección valorativa alguna al cierre (provisión por depreciación) para el activo cubierto, mientras que de existir riesgo fundado de insolvencia sí sería necesaria la corrección valorativa cuando la cotización en el mercado natural de contado al cierre del activo fuese inferior a su valor contable (incluido el ajuste de valor de los gastos de transacción de su operación de cobertura).

— Cuando para un pasivo exigible cubierto se tuviese un precio de compra o de reembolso asegurado (incluido en él los gastos de transacción de la cobertura) por la operación de cobertura por debajo de su valor neto contable (precio de reembolso contabilizado-gastos financieros diferidos), no sería menester reconocer provisión alguna para riesgos y gastos, con independencia de que el precio de reembolso del mercado de contado del pasivo exigible cubierto pudiese ser superior al valor neto contable de éste (28).

• Fecha de desprendimiento (del activo real) o de cancelación (del pasivo exigible) cubierto.

Las diferencias de valoración (gastos de transacción y diferencias de cotización) acumuladas en las cuentas transitorias de ingresos o gastos diferidos (a distribuir en varios ejercicios) correspondientes a la cobertura hasta la fecha de desprendimiento o cancelación del elemento patrimonial cubierto deberían desaparecer en ese momento, siguiendo un mecanismo de imputación contable a la cuenta de resultados paralelo o simétrico al de la imputación correspondiente al elemento patrimonial cubierto.

Dentro de esta regla general, cabrían, sin embargo, distintas vías alternativas de encauzamiento contable formal que se pasan a exponer:

a) Como menor o mayor importe del ingreso correspondiente al activo real cubierto ahora vendido (Ejemplo 3).

b) Como ajuste de valor contable del activo real cubierto ahora vendido.

Ingresos de explotación (Precio neto de contado)	90
Gastos de explotación (Valor contable mostrado como coste +/– diferencias y gastos de su cobertura): (100 – 15 + 2)	(87)
Resultados de explotación	3

c) Los efectos de la operación de cobertura figurarían como módulo complementario del resultado de contado del activo real cubierto ahora vendido (en partidas separadas).

Ingresos de explotación (Precio neto de contado)		90
Gastos de explotación (Valor contable mostrado como coste)		(100)
Pérdida de la venta al contado		(10)
A añadir:		
Diferencias de la operación de cobertura		
Diferencias de cotización	15	13
Gastos de transacción	(2)	
Resultados de explotación		3

¿Cuál de estas tres alternativas formales resulta más adecuada en términos de mejor expresión informativa de la situación? Desde luego, no hay una solución contundente, ya que las variantes expuestas encierran meras diferencias de matiz, por lo que optar por una vía u otra es algo convencional, producto más bien de pequeñas apreciaciones de índole subjetiva. En el caso particularmente tratado, en el que la cobertura asegura el precio de venta o ingreso neto futuro de un activo real poseído por la empresa, parece más adecuado o congruente la opción *a),* esto es, incluir los efectos de la cobertura dentro del ingreso correspondiente al activo cubierto, o bien la opción *c)* de mostrar en renglones separados del resultado de la explotación al margen de la operación de venta al contado y el proporcionado por la operación de la cobertura celebrada de la venta, con preferencia a la opción *b)* o ajuste de los efectos de la cobertura dentro del coste del activo real vendido. En todo caso, se trata de una cuestión contable de índole secundaria desde nuestra óptica, en la que no pretendemos mantener una posición apodíctica.

Ahora bien, dentro del tema que nos ocupa —imputación temporal a la cuenta de resultados de las diferencias de valoración (de cotización y gastos de transacción) dimanantes de los NIF de cobertura de riesgos— pueden existir diferencias o matices en cuanto a la imputación según que los elementos patrimoniales cubiertos fuesen reales, financieros o créditos o débitos en divisas. De modo más concreto:

I) Imputación temporal correspondiente a activos (o pasivos) reales cubiertos.

Comoquiera que la imputación o reconocimiento contable del resultado del elemento patrimonial cubierto, de acuerdo con los criterios al uso, se produce por lo general de modo puntual o discreto en el momento del devengo o materialización por la venta del activo real (o por la compra o redención del pasivo real, aunque en este caso cabrían determinadas matizaciones) y por la integridad del resultado de la transacción, entonces, por pura coherencia, habría que proceder de igual modo en cuanto a la imputación temporal de las diferencias acumuladas (de cotización y gastos de transacción) de los NIF que realizan su cobertura, o sea, imputación íntegra en ese mismo momento de las diferencias (29).

II) Imputación temporal correspondiente a activos o pasivos financieros de renta fija (préstamos, obligaciones, pagarés, etcétera).

Comoquiera que la imputación o reconocimiento contable del resultado del elemento patrimonial cubierto, de acuerdo con los criterios al uso, se produce de modo continuo (intereses devengados y no vencidos), ello obliga a hacer lo propio con la imputación temporal de las diferencias acumuladas de los NIF que realizan la cobertura, o sea, su imputación o reparto continuo y con los mismos criterios de periodificación del gasto o del ingreso financiero devengado al cierre de ejercicio para el pasivo o el activo financiero cubiertos.

Dicho con mayor precisión aún:

— Cobertura de un activo financiero de renta fija poseído por la empresa.

El sobreprecio o infraprecio de venta asegurado por el NIF de cobertura junto con sus gastos de transacción debería repartirse financieramente, como un ingrediente positivo o negativo del ingreso financiero devengado o periodificado del activo financiero, durante el intervalo de duración de la cobertura.

— Cobertura de un pasivo financiero de renta fija poseído por la empresa.

El sobreprecio o infraprecio de compra o rescate asegurado por el NIF de cobertura junto con sus gastos de transacción debería repartirse financieramente, como un ingrediente positivo o negativo del gasto financiero devengado o periodificado del pasivo financiero cubierto, durante el intervalo de duración de la cobertura.

III) Imputación temporal correspondiente a créditos o débitos en divisas.

Cuando a través de un NIF cualquiera (futuro, opción, *swap,* etc.) se intenta cubrir el riesgo de cambio inherente a un crédito o débito en divisas poseído por la empresa, esto es, asegurar un tipo de cambio futuro para la venta o la compra de la divisa en cuestión, la imputación temporal a resultados de las diferencias del contrato de cobertura (de cotización y gastos de transacción) debería ser pareja a la imputación temporal a resultados de las

diferencias de cambio inherentes al crédito o débito en divisas cubierto.

Ahora bien, dentro de esta regla de carácter general cabría esgrimir diferentes alternativas de registro de la diferencia entre el cambio asegurado por la operación de cobertura celebrada y el cambio de contado de la divisa en la fecha de concertación de la cobertura más los gastos de transacción y, en su caso, del canon o prima satisfecha al adquirir la opción de venta o de compra de la divisa en cuestión (de concertarse la cobertura a través de un contrato de opción sobre divisas). Las principales alternativas serían:

— Imputación íntegra a resultados en la fecha de concertación de la operación de cobertura.

— Reparto o imputación proporcional a resultados a lo largo del intervalo de duración de la cobertura, con periodificación, en su caso, al cierre de ejercicio de la porción correspondiente a la fracción transcurrida del intervalo de la cobertura.

— Imputación íntegra a resultados coincidiendo con la fecha de conclusión de la cobertura.

De estas tres vías alternativas de imputación a resultados, salvo la última que parece escasamente recomendable por razones obvias, podrían arbitrarse cualesquiera de las otras dos, pareciendo preferible la imputación o reparto proporcional a lo largo del intervalo de duración de la cobertura, máxime de tratarse el crédito o débito en divisas cubierto de una operación financiera rentable de préstamo concedido a terceros o recibido de terceros, mientras que de ser la contrapartida de una operación real de bienes y servicios vendidos o comprados por la empresa a crédito en divisas, entonces cabría imputar incluso la totalidad de las diferencias inherentes a la cobertura en el momento de reconocer la operación real de compra o de venta —como un componente más del equivalente en pesetas de la operación real— en la medida que la operación de cobertura celebrada aseguraría en ese momento un importe neto en pesetas a cobrar (como mínimo si fuese una opción de venta en divisas) o a pagar (como máximo si fuese una opción de compra en divisas) para el crédito o el débito en divisas correspondiente a la exportación o importación de bienes o servicios (Ejemplo 4. Enunciado).

Alternativas contables posibles

a) Registro de las diferencias del contrato de futuros (prima o descuento del tipo de cambio más gastos de transacción) como imputación íntegra a resultados en el momento de registrarse la operación de exportación cubierta (solución 4a).

b) Registro de las diferencias del contrato de futuros (prima o descuento del tipo de cambio más gastos de transacción) con imputación proporcional a resultados durante el intervalo temporal de la cobertura del riesgo de cambio (solución 4b).

c) Registro de las diferencias del contrato de futuros (prima o descuento del tipo de cambio más gastos de transacción) como imputación íntegra a resultados en el momento del vencimiento de la operación principal cubierta y de su instrumento de cobertura (solución 4c).

De acuerdo con lo dicho, el procedimiento más adecuado de imputación temporal a resultados de los efectos de la operación de cobertura sería *a)* por cubrir el riesgo de cambio de una operación real de exportación de bienes o servicios.

Ejemplo 5. Enunciado

La solución que se ofrece, al tratarse de una operación onerosa de préstamo, es incardinar las diferencias de la cobertura del riesgo de cambio como un ingrediente más del coste financiero del préstamo y, por tanto, su imputación temporal a resultados habrá de hacerse de forma simétrica o paralela a la imputación del interés y demás gastos financieros de la operación, o sea, reparto proporcional de las diferencias de la cobertura al tiempo de duración del préstamo (Ejemplo 5. Solución).

Este mecanismo de tratamiento contable diferenciado y diferido en cuanto a la imputación temporal de la renta correspondiente a los instrumentos de cobertura de riesgos resulta lógico por la regla de materialización del beneficio a través de !a venta o cancelación de las operaciones mercantiles.

Asimismo, interesa hacer mención a un par de casos especiales en los que puede existir alguna singularidad en cuanto a la imputación temporal a la cuenta de resultados de las diferencias de valoración de los NIF que desempeñan la cobertura de riesgos.

A) Tratamiento contable especial para los NIF cuyos activos o pasivos supuestamente cubiertos debiesen valorarse a sus precios de mercado continuo

Especial mención ha de merecer el caso singular de aquellos activos o pasivos cubiertos cuya valoración se hiciese a precio de mercado continuo, fuese éste mayor o menor que su precio histórico de adquisición o de producción, con imputación, asimismo, continua de las diferencias de cotización —positivas o negativas— habidas (o al menos en la fecha de cierre de ejercicio) a la cuenta de pérdidas y ganancias. Ejemplos de esta naturaleza serían la valoración de tesorería (caja o depósitos a la vista) en divisas, de los FIAMM's (Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario) dentro del régimen general de la regulación contable española (30), o la valoración de la cartera de negociación de las entidades de crédito según la normativa contable del Banco de España (31). Pues bien, comoquiera que el tratamiento contable aplicado para los activos o pasivos cubiertos que se rigen según el crite-

rio de valoración descrito es típicamente especulativo, de ahí que las diferencias (de cotización y gastos de transacción) de aquellos instrumentos financieros que supuestamente cubriesen los riesgos de precios de tales activos o pasivos fuesen tratadas, asimismo, como operaciones de especulación y, por tanto, con imputación directa, inmediata e íntegra en la cuenta de pérdidas y ganancias a medida que se fuesen devengando sucesivamente tales diferencias. La razón está en que si los activos y pasivos son tratados como elementos especulativos continuos (se actúa bajo un supuesto de venta y recompra potencial continua por parte de su tenedor), no podría haber *de facto* cobertura colateral de su riesgo de precio en la concertación de NIF, motivo por el cual de concertarse algún NIF sería una operación sustantiva de riesgo en su propia esencia, por más que cumpliera los requisitos contables objetivos para probar la cobertura de riesgo de activos o pasivos de la empresa valorados a precios continuos de mercado, con lo que sus efectos económicos deberían registrarse contablemente según las normas establecidas para las operaciones de especulación relativas a NIF que han quedado expuestas previamente (Ejemplo 6).

En definitiva, si la valoración del elemento patrimonial fuese a precio de mercado —continua o al menos al cierre de ejercicio— con imputación de las diferencias detectadas a la cuenta de resultados, asimismo, habría que proceder con las diferencias valorativas de su supuesto instrumento de cobertura de riesgos. Uno y otro (elemento patrimonial y supuesto instrumento de cobertura), pues, deberían tratarse *de facto* como dos operaciones especulativas a efectos contables.

B) El caso de la conclusión de la cobertura con mantenimiento por la empresa del activo o pasivo cubierto

Puede ocurrir que vencida la cobertura (mejor dicho el NIF sobre el que se monta la cobertura), el activo o pasivo cubierto siguiera manteniéndose en manos de la empresa, aunque ésta pudiera desprenderse de él (activo) o rescatarlo (pasivo) en ese momento —por contar con mercado suficiente para ello—. La pregunta que surge es dónde imputar las diferencias acumuladas del NIF cancelado que efectuó la cobertura hasta ese momento de un activo o pasivo que sigue reteniendo la empresa. La cuestión, en nuestra opinión, no tiene vuelta de hoja: si funcionó la cobertura del riesgo en el intervalo previo cubierto, por haberse cumplido los requisitos probatorios de tal situación, las diferencias acumuladas del NIF de cobertura deberían integrarse como ajuste del valor contable del activo o pasivo cubierto que sigue reteniendo la empresa y, en suma, el activo o pasivo cubierto en el momento del vencimiento o cancelación del NIF que efectuó la cobertura debería ser valorado a su precio de mercado de contado, con repercusión de las diferencias de valoración denotadas en la cuenta de pérdidas y ganancias. La razón de este proceder estribaría en que la retención del activo o pasivo cubierto, pudiéndose desprender de él en ese momento en su mercado de contado natural, equivaldría a la toma fáctica de la decisión empresarial de preferir seguir el ciclo especulativo de dicho activo o pasivo —frente a cualquier otro empleo o inversión es-peculativa—, o sea, la ejecución implícita de una reventa y recompra del elemento cubierto cuya cobertura acaba de aparecer (Ejemplos 7 y 8).

2. Coberturas de riesgos vinculadas a operaciones principales del negocio de la empresa a ejecutar en el futuro

Las diferencias de valoración (gastos de transacción y diferencias positivas o negativas de cotización) de los NIF de cobertura afloradas desde el momento de su concertación se acumularían en cuanto a su contrapartida en cuentas de espera de ingresos o gastos diferidos (ingresos o gastos a distribuir en varios ejercicios —en la terminología del PGC 1990— por contratos de cobertura de riesgos), empezándose su imputación a resultados a partir del momento en que surgiese la operación principal cubierta, o sea, cuando apareciese contablemente el activo o pasivo cubierto derivado de ella, de acuerdo con el mismo mecanismo de imputación temporal a renta de las diferencias inherentes al correspondiente activo o pasivo cubierto, según esquemas de funcionamiento contable esgrimidos en el supuesto anterior, o sea, cobertura de riesgos vinculados a elementos patrimoniales (activos o pasivos) poseídos por la empresa en el momento de concertar su NIF de cobertura, lo que evita su reproducción pormenorizada.

En esencia, como antes, cuando se registrase el activo o pasivo de la operación principal cubierta, las diferencias de valoración previamente acumuladas de su operación de cobertura —reconocidas en las correspondientes cuentas de espera— se integrarían o volcarían como ajuste de valor del activo o pasivo cubierto (o, al menos, coincidiendo con la fecha de cierre del ejercicio contable a efectos de su presentación en el Balance) (Ejemplos 9 y 10).

En definitiva, si los NIF que efectúan la cobertura nacen antes que las operaciones principales cubiertas, habría diferimiento de los efectos acumulados y aflorados de la operación de cobertura, fuesen éstos de signo positivo o negativo. Esto supone, sobre todo en cuanto a los efectos o diferencias negativas, una novedad contable que chocaría contra la interpretación ortodoxa o tradicional del principio de prudencia, novedad desde luego debidamente justificada al no ser autónomas las operaciones de cobertura, sino preparatorias y subordinadas a

las respectivas operaciones principales cubiertas, por lo que es lógico que sus diferencias de valoración se acumulen y traspasen como ingredientes o ajustes de la valoración contable asignable a los futuros activos o pasivos de las operaciones principales cubiertas.

Conviene comentar la adaptación de la regla general que se acaba de exponer a la singularidad de un par de casos especiales que pueden darse al ejecutarse posteriormente la operación principal cubierta previamente con un determinado NIF.

A) El caso de la compra efectiva del activo cubierto por cuantía inferior a la prevista en el NIF de cobertura concertado previamente.

Un caso particular de las operaciones de cobertura contraídas antes de la ejecución de las operaciones principales cubiertas sería cuando la ejecución efectiva posterior de estas últimas lo fuese por cantidad inferior a la del NIF sobre el que se monta la cobertura de riesgos y que ha quedado cancelado. Pues bien, en este caso las diferencias de valoración acumuladas de la operación de cobertura (de cotización y gastos de transacción) deberían escindirse proporcionalmente en dos porciones:

1.ª) La correspondiente hasta el límite cuantitativo efectivamente ejecutado de la operación principal cubierta, porción que se incorporaría como ajuste de valor del activo o del pasivo correspondiente a la operación cubierta, según el régimen general antes descrito.

2.ª) La correspondiente al exceso sobre el importe efectivamente ejecutado de la operación principal cubierta, porción que se imputaría automáticamente a la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que en contra de la cobertura de riesgos que se había previsto, al ejecutar de hecho la operación principal por una cuantía inferior a la cubierta, no ha existido *de facto* tal cobertura por el exceso no cubierto, lo que justificaría su tratamiento como especulativo, en el justo momento en el que se tuviese constancia de tal circunstancia.

B) Compra de futuro de un activo cuando su precio asegurado fuese superior al precio de mercado de contado en el momento en que se produce su compra efectiva.

¿Qué ocurre o qué ha de hacerse contablemente si el precio pactado en el contrato de cobertura (por ejemplo, compra de futuros de un activo) fuese superior al precio de mercado de contado en el momento en que se ejecutase materialmente la operación principal cubierta (compra de un activo)?

Desde luego, como se ha dicho antes, las diferencias de valoración acumuladas de la cobertura deberían integrarse como ajuste del valor contable del activo adquirido, por lo que, en definitiva, obrando según la regla general de tratamiento contable para los NIF de cobertura, resultaría que el valor contabilizado como coste de adquisición efectivo del activo en cuestión excedería de su coste de adquisición a precio de mercado de contado en el momento de su compra efectiva. La pregunta es, por tanto, obligada: ¿habría que dotar provisión por depreciación de dicho activo en la fecha de la compra en atención al principio de prudencia, o no sería procedente hacerlo?

Estimamos que no procedería dotar provisión alguna por el exceso en la fecha de adquisición del activo cubierto, ya que éste debe ser mostrado por su coste de adquisición efectivo soportado por la empresa (el que quedó asegurado de antemano en la operación de cobertura de su precio más los gastos de transacción de la cobertura) y además éste habrá de ser el importe de la inversión a recuperar de dicho activo a través de su incorporación al proceso de producción-distribución que desempeñe la empresa. Sólo si, en la fecha de cierre de ejercicio, el activo siguiese estando en manos de la empresa y entonces su precio de mercado de contado fuese inferior al valor contabilizado como coste de adquisición efectivo del mismo, es cuando, de acuerdo con la aplicación general del principio de prudencia, procedería dotar, en su caso, la provisión por depreciación correspondiente, pero nunca en modo alguno hacerlo en el momento de la compra e incorporación material del activo a la empresa (Ejemplo 11).

3. La presentación en la cuenta de pérdidas y ganancias de las diferencias valorativas de los NIF de cobertura de riesgos imputados a resultados del ejercicio

La presentación dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente a las diferencias valorativas (de cotización y gastos de transacción) de los NIF de cobertura de riesgos que hubiesen sido imputados a resultados del ejercicio, por haberse imputado, asimismo, en paralelo y simétricamente la renta inherente a los elementos cubiertos, debería atenerse a los siguientes criterios generales:

a) Debería integrarse dentro del mismo estrato de la referida cuenta en la que se mostrase la renta del elemento patrimonial u operación principal del negocio cubierta con la que el NIF de cobertura se vincula (resultados de explotación, resultados financieros o resultados extraordinarios).

b) En cuanto a la exposición o registro material en la cuenta de pérdidas y ganancias de los dos componentes de renta imputados (el del elemento patrimonial u operación principal cubierta y el del NIF que realiza la cobertura) podría seguirse uno cualquiera de estos dos mecanismos registrales:

— Exposición integral o agregada de ambos componentes en un único renglón o partida específica de la cuenta de pérdidas o ganancias.

La aglutinación en el mismo renglón de resulta-

dos de los dos componentes mencionados renta dejaría sin explicitar la contribución correspondiente al elemento cubierto y la de su instrumento de cobertura.

— Exposición separada o desagregada de ambos componentes en sendos renglones o partidas específicas de la cuenta de pérdidas y ganancias.

La contribución a los resultados dimanante del elemento patrimonial u operación principal cubierta figuraría en la partida de dicha cuenta donde debiera figurar la renta computada y por el importe exactamente igual al que debería haber figurado para la misma, en el caso de no haber contado con instrumento de cobertura alguno. Por su parte, el margen de renta imputado procedente del instrumento de cobertura utilizado debería mostrar de forma explícita en un renglón a añadir al modelo de dicha cuenta (sobre el que consta en el formato prescrito por el PGC 1990) con la debida descripción de su naturaleza de resultados procedentes de operaciones cobertura imputados al ejercicio.

Como es natural, la exposición desagregada o en partidas separadas de los dos componentes imputados a resultados proporcionará una mayor riqueza informativa con respecto al grado de eficacia logrado por la empresa en su gestión: en cuanto al componente especulativo de sus operaciones principales y en cuanto al de las operaciones de cobertura de riesgos de éstas, respectivamente.

Evidentemente, dentro de los criterios generales de presentación descritos, existen variantes específicas o itinerarios alternativos de registro contable (que atañen al juego de cuentas concreto a emplear) en cuyo detalle obviamente no es posible entrar aquí (32)

NOTAS

(1) Para mayor detalle de este apartado puede consultarse nuestro trabajo: «Los instrumentos financieros y la gestión financiera moderna», *Actualidad Financiera,* núms. 45-46 diciembre 1989, págs. 3007-3061.

(2) Son conocidos también, en el argot financiero, como instrumentos derivados, esto es, contratos bilaterales o acuerdos de intercambio recíproco de cobros y pagos cuyo valor o montante se deriva, como su denominación indica, de un elemento subyacente (un activo, un índice, un tipo de interés o de cambio de divisas o, incluso, otro instrumento derivado). Véase, *Las recomendaciones del Grupo de los Treinta sobre Instrumentos Derivados,* Análisis Financiero Internacional, diciembre-enero 1994, pág. 7.

(3) Podrían mencionarse también, aunque con concentración parcial en el tema de contabilización de NIF: SFAS 52, *Conversión de Moneda Extranjera,* 1981, y SFAS 115, *Contabilización para ciertas inversiones en deuda y participaciones en capital,* 1993.

(4) Bajo la jerarquía administrativa que se le asigne (Orden del Ministerio de Economía y Hacienda o Resolución del ICAC).

(5) Conocidas como *commodities* en el argot internacional de estos mercados.

(6) Véase el tratamiento prescrito en la Resolución de 27 de febrero de 1992, sobre criterios de contabilización de las participaciones de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) valorados al cierre a su valor liquidativo, con repercusión en el cuenta de resultados del ejercicio de la diferencia valorativa a un signo u otro, mientras que los títulos soporte de la cartera de estos fondos, si estuviesen poseídos directamente por los inversores, de acuerdo con el PGC 1990, deberían ser valorados por la regla del precio de adquisición o precio de mercado al cierre (el más bajo de ambos), lo que evidenciaría una contradicción llamativa para supuestos prácticamente análogos, que está demandando por ello la pertinente subsanación de la regla valorativa prescrita en el PGC 1990.

(7) Véase artículo 28 del Real Decreto 1.814/1991, sobre Mercado de Futuros y de Opciones.

(8) Si en vez de consistir en metálico, lo fuesen en títulos-valores, habría que hacer notar en la Memoria su afectación o gravamen al buen fin de NIF abiertos.

(9) Habría algunas excepciones dentro de la regulación contable española (por ejemplo, valoración de los FIAMM poseídos, tesorería en divisas, créditos y débitos en moneda extranjera, cartera de negociación de las entidades de crédito según los criterios contables del Banco de España...), donde también se valorarán estas partidas, a efectos de Balance, a su valor o cotización de mercado al cierre, cualquiera que esta cotización fuese. Algo parecido ocurre en la mayoría de países, con algunas excepciones similares también (véase, por ejemplo, SFAS, número 115 emitido por el organismo regulador norteamericano FASB relativo a Contabilización para ciertas inversiones en deuda y participaciones en capital).

(10) Hemos defendido esta tesis en nuestro trabajo: *El principio del devengo en el Plan General de Contabilidad de 1990. Una lectura progresista en favor de la Imagen Fiel,* Monografía número 5, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1993, págs. 75-82.

(11) Evidentemente, cabría cerrar aparentemente la posición antes del vencimiento formulando una orden de signo contrario en el mercado bursátil para los mismos datos de la operación. Sin embargo, aunque el riesgo de precios a partir de ese momento quedaría cubierto de esta forma, seguiría, sin embargo, abierto el riesgo de crédito, pues así como el contrato bursátil concertado tendría garantizado el crédito resultante a favor en su caso, no ocurriría lo mismo con el hipotético crédito a su favor del contrato extrabursátil y, asimismo, las diferencias continuas del contrato bursátil serían exigibles diariamente, mientras que las del contrato extrabursátil no lo serían hasta el vencimiento formal del contrato.

(12) Estamos ciñéndonos a la visión tradicional del principio de prudencia dentro de la contabilidad empresarial —visión prescrita por cierto dentro del PGC 1990— y no a la opinión personal que mantenemos al respecto, la cual implicaría otra forma de concebir las implicaciones contables de dicho principio. Este principio se encuentra hoy en día en crisis, sometido a críticas sólidas desde la doctrina e incluso en la regulación contable. Véase J. L. Cea, *Una revisión crítica del principio de prudencia en defensa de la Imagen Fiel* (pendiente de publicación por ICAC).

(13) Véase J. L. Cea, *Una revisión crítica del principio de prudencia en defensa de la Imagen Fiel,* op. cit.

(14) Esta reflexión sería válida exclusivamente para los NIF extrabursátiles relativos a divisas que no desempeñasen función de cobertura de riesgos de créditos o débitos en divisas de la empresa, ya que de desempeñar tal función de cobertura, la valoración al cierre de los respectivos créditos o débitos en divisas cubiertos por tales NIF, por excepción señalada en la Norma de Valoración 14.ª 5 del PGC 1990, no se haría según la norma general de valoración al cierre de los créditos o débitos en divisas no cubiertos (al tipo de cambio de cierre), con lo que tampoco procedería hacerlo para las diferencias potenciales al cierre de los NIF extrabursátiles en divisas que efectuasen la cobertura del riesgo de cambio de tales créditos o débitos en divisas.

(15) Para mayor detalle sobre las ideas aquí extractadas en cuanto a la incidencia contable del principio de prudencia en las permutas financieras —*swaps*— puede consultarse nuestro trabajo: *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable,* Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid, 1990, págs. 149 y sigs.

(16) Para mayor detalle sobre este extremo puede consultarse nuestro trabajo: *Una aproximación financiera hacia los contratos de tipos de interés a plazo (FRA's),* Cuaderno de Derecho y Comercio, núm. 15, diciembre 1994, Consejo General de los Colegios de Corredores de Comercio.

(17) Esto no ocurriría en las operaciones especulativas de arbitraje o en las operaciones especulativas casadas, o sea, aquéllas en las que, para un mismo agente, existen órdenes de signo opuesto sobre un mismo contrato, pero con un margen favorable para el agente intermediario titular de las dos órdenes casadas.

(18) En consecuencia, a efectos de tratamiento contable de los contratos especulativos, deberían quedar englobados los actos de especulación pura, los de arbitraje y los de intermediación con operaciones casadas (especulación sin riesgo o con margen asegurado o incluso con riesgo atemperado o limitado).

(19) En la regulación contable española hay que tener en cuenta además que el principio de prudencia tiene prevalencia sobre cualquier otro principio en caso de conflicto, artículo 38.1.*c* del Código de Comercio.

(20) En caso de diferencias potenciales positivas, al no ser menester su reconocimiento como activo de la empresa (principio de prudencia), procedería tan sólo su consignación en la Memoria si su importe fuese relevante.

(21) Por contra, si su valor potencial fuese positivo, bastaría con dejar constancia de ello en la Memoria, si su cuantía fuese significativa.

(22) Para un mayor desarrollo del contenido argumental de esta posición —e incluso de la posición minoritaria contraria— puede consultarse nuestro trabajo: *Análisis contable de los contratos de futuros,* Instituto de Planificación Contable, Monografía 10, Madrid, 1987, págs. 24-40.

(23) Principio contable que goza de amplio respaldo doctrinal y que es reconocido expresamente como tal en pronunciamientos de organismos emisores de ámbito internacional como, por ejemplo, el IASC (NIF 1, párrafo 17), APB Statement núm. 4, etcétera.

(24) Esta es la posición adoptada prácticamente por el SFAS número 80, *Accounting for future contracts,* emitido por el FASB en Estados Unidos.

(25) Básicamente la duda primordial radicaría en si merecería o no la pena la afloración contable de las diferencias potenciales negativas (como provisión para riesgos y gastos) habida cuenta de que, por tratarse de NIF extrabursátiles de cobertura de riesgos, tales diferencias no deberían imputarse inmediatamente a resultados, sino tener como contrapartida un gasto diferido o a distribuir en varios ejercicios, en el caso concreto de cobertura sobre operaciones principales a ejecutar en el futuro. Mostrar un pasivo probable y a la vez una partida como activo de igual cuantía como gasto diferido no parece tener un sentido informativo contundentemente ilustrativo, por lo que cabría pensar que, en estos casos, podría bastar la descripción en la Memoria de estas diferencias. Es un asunto controvertible sin duda.

(26) La contrapartida de esta partida de cargo sería un abono en la cuenta de pasivo exigible representativa de la deuda contraída por las diferencias negativas de cotización del contrato de futuros en la fecha de cierre (en operaciones bursátiles o contratos de futuros genuinos se abonaría a los agentes mediadores de dichos mercados con los que se hubiesen concertado las respectivas operaciones, pues es con quienes se contrae en rigor la deuda o crédito correspondiente a las diferencias continuas de cotización de los NIF).

(27) Mantenemos una posición crítica con respecto a la interpretación ortodoxa o habitual del principio de prudencia que, desde luego, no es privativa del PGC 1990, sino que es la posición internacionalmente más imperante. J. L. Cea: *Una revisión crítica del principio de prudencia en defensa de la Imagen Fiel,* Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (próxima publicación).

(28) Sin embargo, de acuerdo con la interpretación tradicional dada al principio de prudencia, éste sólo suele actuar en cuanto al reconocimiento como provisión por depreciación de las minusvalías potenciales al cierre de los activos poseídos por la empresa, no reconociendo en cambio como provisión para riesgos y gastos las plusvalías potenciales al cierre de los pasivos exigibles poseídos por la empresa (cuando el tipo de interés contractual de éstos excediese del tipo de interés de mercado vigente en ese momento). La conclusión o reflexión aportada, sólo tendría operatividad obviamente de dotar la empresa provisiones para riesgos y gastos por las plusvalías potenciales al cierre correspondientes a sus pasivos exigibles.

(29) Es lo que se ha visto en el último ejemplo numérico expuesto aquí.

(30) Contenido del PGC 1990 y disposiciones o resoluciones pertinentes emanadas del ICAC.

(31) Véase Circular 4/1991, de 4 de junio, y Circular 6/1994, de 26 de septiembre.

(32) Véase nuestro trabajo: *Análisis contable de los contratos de futuros,* op. cit., págs. 49-81.

Ejemplo 1

— Activo real poseído (valor contable: precio de adquisición 100 u.m.).
— Venta a futuros del activo real: 120 u.m. al 31-1-X + 1.
— Fecha de cierre del ejercicio X.
— Precio de mercado de futuros del activo real al 31-1-X + 1: 130 u.m.
— Gastos de transacción del contrato de futuros: 2 u.m.

El contrato de futuros tendría acumulado en cuentas de gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos:

— Gastos de transacción	2 u.m.	
— Diferencias de cotización: (130-120)	10 u.m.	(26)
	12 u.m.	

Procedería, pues, volcar el saldo de esta cuenta como ajuste de valor contable del activo real cubierto:

31-12-X

12 u.m.	Activo real	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	12 u.m.

De este modo el activo real sería presentado en el Balance por un importe de 112 u.m. Equivaldría, pues, al importe invertido por la empresa para el conjunto del activo, o sea, su coste de adquisición o de producción más (o menos en otros casos) las diferencias acumuladas hasta el cierre de su operación de cobertura aneja.

Ejemplo 2

— Activo real poseído (valor contable: precio de adquisición) ..	100 u.m.
— Cotización de mercado de contado al cierre del activo real .	(88) u.m.
— Provisión por depreciación (*)	12 u.m.

(*) Dotación a efectuar con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio en cuestión de no contar con instrumento de cobertura del riesgo de caída de precio del activo real poseído por la empresa.

— Escenario contable al cierre con instrumento de cobertura del riesgo de precio del activo real.
— Ventas a futuros del activo real: 105 u.m. al 31-1-X + 1.
— Precio de mercado de futuros del activo real al 31-1-X + 1: 90 u.m.
— Gastos de transacción del contrato de futuros: 2 u.m.

Suponiendo que la venta a futuros fuese una operación bursátil o concertada en mercado oficial organizado, habría que haber registrado las diferencias de cotización del contrato de futuros acumuladas al cierre de la siguiente manera:

15	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	a	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos (105-90)	15

Aparte de ello, los gastos de transacción del contrato de cobertura por 2 u.m. figurarían registrados en gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.

La pregunta a formular es si habría que dotar o no provisión por depreciación del activo real cubierto. La respuesta vendrá después de volcar, como ajustes de valor, los gastos o ingresos diferidos de la cobertura del activo real, confrontando el valor contable ajustado del activo con la cotización de mercado de contado al cierre.

31-12-X

13	Activo real.			
15	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.			
		a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	2

Valor contable ajustado al cierre del activo real cubierto: (100 – 13) = 87 u.m.
<
Cotización de mercado de contado al cierre del activo cubierto = 88 u.m.,

luego no sería menester la dotación de provisión alguna, ya que se recuperaría potencialmente el valor contable mostrado como inversión para el activo real cubierto.

Suponiendo que la venta a futuros fuese una operación extrabursátil o concertada fuera de un mercado oficial organizado.

Este caso sería algo más problemático de resolver, ya que las 12 u.m. de pérdida potencial del activo real al cierre por caída de su propia cotización de mercado más las 2 u.m. de gastos de transacción de su operación de cobertura estarían plenamente cubiertas

por las 15 u.m. de ganancias potenciales al cierre del contrato de futuros de cobertura, pero siempre a condición de que no existiese una duda fundada de recuperación del crédito potencial a favor de la empresa procedente del contrato de cobertura, cosa que no ocurriría en las operaciones bursátiles pero que, en cambio, sí puede ocurrir en las extrabursátiles. En consecuencia, de estar razonablemente asegurado el crédito potencial —no devengado ni vencido por supuesto— a la fecha de cierre, cabría un régimen contable similar al señalado para el supuesto precedente expuesto de futuro bursátil, o sea, la no dotación de provisión por depreciación alguna, mientras que de haber dudas fundadas (riesgo de garantía evidente) con respecto a la contraparte del crédito potencial a favor de la empresa del futuro de cobertura, entonces, en una interpretación ortodoxa y congruente del principio de prudencia, debería dotarse la correspondiente provisión por depreciación del activo real cubierto que, en este caso, englobaría la minusvalía potencial de cotización al cierre del activo real (12 u.m.) más los gastos de transacción diferidos de la operación de cobertura, lo que en suma implicaría la siguiente anotación contable.

31-12-X

2	Activo real	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	2

Ajuste de valor por gastos de transacción de la cobertura

14	Pérdidas y ganancias (dotación a la provisión) (102 – 88)	a	Provisión por depreciación del activo real.	14

Ejemplo 3

— Precio neto de mercado de contado en la fecha de la venta = 90 u.m.
— Precio contratado de la venta a futuros que efectúa la cobertura = 105 u.m.

Suponiendo que la cotización del contrato de futuros que efectúa la cobertura fuese, en la fecha de la venta del activo real cubierto, idéntica a la de su mercado de contado, entonces se tendrían estas partidas acumuladas del contrato de cobertura:
Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos (diferencias de cotización): (105 – 90) = 15 u.m.
Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos (gastos de transacción) = 2 u.m.

Ingresos de explotación (del activo real vendido) (Precio neto de contrato ± Diferencias y gastos de su cobertura): (90 + 15 – 2)	103
Gastos de explotación (del activo real vendido) (Valor contable mostrado como coste)	(100)
Resultados de explotación	3

Ejemplo 4. Enunciado

• Cobertura del riesgo de cambio de una operación de exportación de mercancías a crédito efectuada en moneda extranjera a través de la venta a futuros del importe a cobrar en divisas de dicha factura.
— Venta de mercancías el 1-11-X0 por importe de 100 DM a cobrar el 1-1-X1. Cambio de contado DM/pesetas en esa fecha: 1 DM = 80 pesetas.
— Contrato de venta a futuros de 100 DM vencimiento 1-1-X1 (fecha de concertación 1-11-X0) a 83 pesetas/DM. Gasto de transacción del contrato: 45 pesetas.
— Fecha de cierre del ejercicio: 31-12-X0. Cotización venta a futuros de 100 DM vencimiento 1-1-X1: 84 pesetas/DM.
— Vencimiento del contrato de futuros: 1-2-X1. Cotización de contado de venta de DM: 85 pesetas/DM (equivalente a cotización contrato de venta a futuros de 100 DM vencido en esa fecha).

Solución 4a)

— Fecha de concertación de la operación principal cubierta y de su instrumento de cobertura.

1-11-X0

8.300	Créditos a corto plazo en moneda extranjera.	a	Ingresos por ventas	8.300

Nota: La valoración del ingreso por ventas se haría al cambio asegurado por el contrato de cobertura del riesgo de cambio.
100 DM × 83

1-11-X0

45	Pérdidas y ganancias. Gastos financieros.	a	Tesorería	45

— Gastos de transacción de la operación de cobertura.

— Fecha de cierre de ejercicio.

31-12-X0

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (83-84) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

— Diferencias de cotización del contrato de futuros.

— Fecha de vencimiento del crédito a cobrar y del contrato de venta a futuros en moneda extranjera

1-2-X1

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (84-85) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

— Diferencias de cotización del contrato de futuros.

Nota: La empresa liquidaría las dos operaciones vencidas en esa fecha:
a) Operación principal cubierta: cobra 100 DM y los vende en mercado de contado obteniendo 85 × 100 = 8.500 ptas.
b) Operación de cobertura: liquida diferencias de cotización de la venta a futuros, pagando: (83-85) 100 = 200 ptas.
Por consiguiente, todos los efectos de la operación principal cubierta y de su operación de cobertura (300 – 45 = 255 ptas. de beneficios) se imputarían a resultados en el ejercicio en que se reconoce el ingreso por ventas (principio del devengo), por tratarse de una operación real de venta de mercancías.

Solución 4b)

— Fecha de concertación de la operación principal cubierta y de su instrumento de cobertura.

1-11-X0

8.300	Créditos a corto plazo en moneda extranjera.	a	Ingresos por ventas al cambio de contado: 100 × 80	8.000
		a	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos 100 (80-83)	300

1-11-X0

45	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	45

— Gastos de transacción de la operación de cobertura.

— Fecha de cierre de ejercicio.
Constatación de las diferencias de cotización.

31-12-X0

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (83-84) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

Imputación proporcional a resultados de los efectos de la operación de cobertura: dos tercios del total de la cobertura.

31-12-X0

200	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos. 2/3 de 300	a	Pérdidas y ganancias. Ingresos financieros.	200
30	Pérdidas y ganancias. Gastos financieros 2/3 de 45	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	30

— Fecha de vencimiento del crédito a cobrar y del contrato de venta a futuros en moneda extranjera.
Constatación de las diferencias de cotización.

1-2-X1

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (84-85) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

Imputación proporcional a resultados de los efectos de la operación de cobertura: un tercio del total de la cobertura.

31-12-X0

100	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos. 1/3 de 300	a	Pérdidas y ganancias. Ingresos financieros.	100
15	Pérdidas y ganancias. Gastos financieros 1/3 de 45	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos	15

Bajo esta alternativa, la imputación a resultados de los efectos de la operación de cobertura se repartirían temporalmente entre los dos ejercicios hacia los que se proyecta la duración de la cobertura: ejercicio X0: (200 – 30) = 170 ptas. de beneficio + ejercicio X1: (100 – 15) = 85 ptas. de beneficio, mientras que en la alternativa *a)* las 255 ptas. de diferencias totales se imputarían al ejercicio X0.

Solución 4c)

— Fecha de concertación de la operación principal cubierta y de su instrumento de cobertura.

1-11-X0

8.300	Créditos a corto plazo en moneda extranjera — al cambio asegurado: 100 × 83	a	Ingresos por ventas — al cambio de contado: 100 × 80	8.000
		a	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos 100 (80-83)	300

1-11-X0

45	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	45

— Gastos de transacción de la operación de cobertura.

— Fecha de cierre de ejercicio.

31-12-X0

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (83-84) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

— Diferencias de cotización del contrato de futuros.

— Fecha de vencimiento del crédito a cobrar y del contrato de venta a futuros en moneda extranjera. Constatación de las diferencias de cotización.

1-2-X1

100	Créditos a corto plazo en moneda extranjera (84-85) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	100

Imputación a resultados de los efectos totales de la operación de cobertura.

31-12-X0

300	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Pérdidas y ganancias. Ingresos financieros.	300
45	Pérdidas y ganancias. Gastos financieros.	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	45

Bajo esta alternativa, todos los efectos de la operación de cobertura se imputarían en el momento de vencimiento de ésta y de su operación principal cubierta, por lo que las (300 – 45) = 255 ptas. de beneficio se reconocerían en la cuenta de resultados del ejercicio X1.

Ejemplo 5. Enunciado

• Cobertura del riesgo de cambio de un préstamo recibido (pasivo) en divisas a través de la compra a futuros del importe a pagar (principal + intereses) en divisas.

— Obtención de un préstamo el 1-11-X0 de 97 DM a reembolsar el 30-4-X1 por importe de 100 DM. Cambio de contado DM/pesetas en esa fecha: 1 DM = 80 ptas.

— Contrato de compra a futuros de 100 DM vencimiento 30-4-X1 (fecha de concertación 1-11-X0) a 34,50 ptas./DM. Gastos de transacción del contrato: 60 ptas.

— Fecha de cierre del ejercicio: 31-12-X0. Cotización compra a futuros de 100 DM vencimiento 30-4-X1: 84 ptas./DM.

— Vencimiento del contrato de futuros: 30-4-X1. Cotización de contado de compra de DM: 86 ptas./DM (equivalente a cotización contrato de venta a futuros de 100 DM vencido en esa fecha).

Ejemplo 5. Solución

— Fecha de concertación de la operación principal cubierta y de su instrumento de cobertura.

1-11-X0

7.760	Tesorería 97 DM a 80			
690	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Gastos financieros diferidos. — Por intereses: 3 DM × 80 = 240 — Por contratos de cobertura de riesgos (de cambio): 100 (84,50 – 80) = 450	a	Deudas a corto plazo en moneda extranjera 100 DM a 84,50 (*) (*) Al cambio asegurado por el contrato de cobertura.	8.450

1-11-X0

60	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos (de cambio)	a	Tesorería	60

— Gastos de transacción de la operación de cobertura.

— Fecha de cierre de ejercicio.
Constatación de las diferencias de cotización.

31-12-X0

50	Deudas a corto plazo en moneda extranjera (84,50-84) 100	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros.	50

Imputación a resultados de los gastos financieros devengados del préstamo; intereses + diferencias de la operación de cobertura del riesgo de cambio.

Los gastos financieros totales del préstamo a repartir entre el período de duración del préstamo (6 meses: de 1-11-X0 al 30-4-X1) ascenderían a:

Intereses del préstamo		240 ptas.
Diferencias de la operación de cobertura del riesgo de cambio.		
— Diferencias de cambio	450	
— Gastos de transacción	60	510 ptas.
		750 ptas.

Caben dos opciones alternativas para el cálculo de los gastos financieros devengados o corridos del préstamo correspondientes al subintervalo de dos meses (del 1-11-X0 al 31-12-X0):

a) Capitalización lineal: 2/6 de 750 = 250 ptas.

b) Capitalización compuesta:

$$(7.760 - 60)\ (1 + i)^{6/12} = 8.450$$

i = 0,2042946 tasa anual de coste efectivo del préstamo.

Gastos financieros corridos para dos meses (1-11-X0 al 31-12-X0).

— Montante acumulado al 31-12-X0

$$(7.760 - 60)\ (1 + 0{,}2042946)^{2/12} = 7.942{,}23$$

— Montante al 1-11-X0 = 7.700,00

242,23

En la solución del ejemplo se utilizará la periodificación resultante en régimen de capitalización simple, por facilidad de exposición de la solución y porque suele ser el mecanismo habitual de periodificación contable utilizado, aunque, en rigor, es el menos adecuado en términos financieros estrictos. En consecuencia:

31-12-X0

250	Gastos financieros — Intereses de deudas a corto plazo 2/6 240 = 80 — Diferencias negativas de cambio (operación de cobertura) 2/6 510 = 170	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Gastos financieros diferidos. — Por intereses: 80 — Por contratos de cobertura de riesgos (de cambio): 170	250

— Fecha de vencimiento del préstamo a pagar y del contrato de compra a futuros en moneda extranjera. Constatación de las diferencias de cotización.

30-4-X1

200	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros. (84-86) 100	a	Deudas a corto plazo en moneda extranjera	200

Nota: La empresa liquidaría las dos operaciones vencidas en esa fecha:

a) Operación principal cubierta: compra en mercado de contado 100 DM a 86 ptas. pagando = 8.600 ptas.
b) Operación de cobertura: liquida diferencias de cotización de la compra a futuros, cobrando 150 ptas.

Imputación a resultados de los gastos financieros devengados del préstamo: intereses + diferencias de la operación de cobertura del riesgo de cambio.

Imputación correspondiente a cuatro meses (1-1-X1 al 30-4-X1) ascendería (en régimen de capitalización simple) a: 4/6 750 = 500 ptas.

30-4-X1

500	Gastos financieros — Intereses de deudas a corto plazo 4/6 240 = 160 — Diferencias negativas de cambio (operación de cobertura) 4/6 510 = 340	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Gastos financieros diferidos. — Por intereses: 160 — Por contratos de cobertura de riesgos (de cambio): 340	500

Ejemplo 6

— Activo (supuestamente cubierto): valor contable 100 u.m.
Nota: De acuerdo con la regla contable específica de valoración para este activo, éste debería valorarse —al menos al cierre de ejercicio— a su precio neto de contado con imputación a resultados de sus diferencias positivas o negativas de cotización.
— Operación de venta a futuros a tres meses de dicho activo: 115 u.m.
— Fecha de concertación: 1-10-X.
— Gastos de transacción: 2 u.m.
— Cotización neta de mercado de contado al cierre de dicho activo: 120 u.m.
— Cotización de mercado al cierre para el contrato de venta a futuros celebrado: 119 u.m.

— Fecha de concertación de la venta a futuros.

1-10-X

2	Pérdidas y ganancias — Gastos de transacción.	a	Tesorería	2

— Fecha de cierre de ejercicio.
— Reconocimiento de la cotización de contado del activo.

31-12-X

20	Activo (120-100)	a	Pérdidas y ganancias	20

— Reconocimiento de la cotización del contrato de futuros.

31-12-X

4	Pérdidas y ganancias	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros (115-119)	4

Ejemplo 7

— Activo (título de renta fija) poseído por la empresa: valor contable-precio de adquisición: 100 u.m.
— Concertación de una venta a futuros a tres meses a 103 u.m. con gastos de transacción de 0,5 u.m.
— Cotización de mercado de contado del activo (en la fecha de vencimiento del contrato de futuros): 104 u.m.

Nota: Coincidiría con la cotización final del contrato de futuros.

— Registro de incidencias del contrato de futuros de cobertura

0,5	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	0,5

— Gastos de transacción

		x		
1	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de futuros	1

— Diferencias de cotización acumuladas a la fecha de vencimiento del contrato de futuros (103 – 104).

— Ajuste de valor de la operación cubierta.

		x		
1,5	Activo (título de renta fija)	a	Gatos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos	1,5

— Imputación de diferencias acumuladas de la cobertura.

Podría pensarse, que el nuevo valor contable del activo cubierto hasta el momento en que desaparece la cobertura: 101,5 u.m. = 100 + 1,5 (precio de adquisición + ajuste de la cobertura), debería ser el nuevo valor contable de dicho activo. Sin embargo, en nuestra opinión, si el activo cubierto se puede vender en ese momento a su precio de mercado de contado de 104 u.m. —operación bursátil o de mercado oficial organizado— no habría razón para no valorar el activo retenido a su cotización oficial de mercado de contado vigente, ya que la empresa, económicamente hablando, ha decidido reinvertir el coste de oportunidad de dicho activo, o sea, su cotización oficial de mercado de contado de 104 u.m. en el mismo activo, con preferencia sobre su inversión alternativa en otros activos, con lo que no hay motivo económico para diferir el reconocimiento en resultados de la diferencia contable correspondiente, invocando indebidamente el principio de prudencia, el cual no tendría sentido al menos ante activos negociados en mercados oficiales organizados. En consecuencia, procedería realizar la siguiente anotación:

		x		
2,5	Activo (título de renta fija) (104 – 101,5)	a	Pérdidas y ganancias — Beneficios en títulos de renta fija	2,5

Ejemplo 8

— Activo (título de renta fija) poseído por la empresa: valor contable – precio adquisición: 100 u.m.
— Compra de una opción de venta a tres meses con precio de ejercicio de 102 u.m., pagando prima de la opción de 0,5 u.m. y 0,3 u.m. como gastos de transacción.
— Cotización de mercado de contado del activo (en la fecha de vencimiento del contrato de opción): 105 u.m.
Nota: Coincidiría con la cotización final del contrato de opción.

— Registro de incidencias del contrato de opción de cobertura.

		x		
0,3	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	0,3

— Gastos de transacción.

		x		
0,5	Cartera de opciones adquiridas. Opciones de venta.	a	Tesorería	0,5

— Prima satisfecha por la opción.

— Fecha de vencimiento de la opción de venta.

El valor de la opción de venta es nulo, al no interesar su ejercicio puesto que el precio de venta del mercado de contado del activo subyacente supera el precio de ejercicio concertado para la opción de venta: 105 > 102.

		x		
0,5	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Cartera de opciones adquiridas. Opciones de venta.	0,5

— Diferencias de cotización acumuladas a la fecha de vencimiento del contrato de opción.

— Ajuste de valor de la operación cubierta.

		x		
0,8	Activo (título de renta fija).	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	0,8

— Imputación de diferencias acumuladas de la cobertura.

Podría pensarse, que el nuevo valor contable del activo cubierto hasta el momento en que desaparece la cobertura: 100,8 u.m. = precio de adquisicion (100) + ajuste de la cobertura (0,8), debería ser el nuevo valor contable de dicho activo. Sin embargo, en nuestra opinión, si el activo cubierto se puede vender en ese momento a su precio de mercado de contado —operación bursátil o de mercado oficial organizado— no habría razón para no valorar el activo retenido a su cotización oficial de mercado de contado vigente, ya que la empresa, económicamente hablando, ha decidido reinvertir el coste de oportunidad de dicho activo (masa líquida a la que se renuncia por mantener la inversión), o sea, su cotización oficial de mercado de 105 u.m. en el mismo activo, con preferencia sobre su inversión alternativa en otros activos, con lo que no hay motivo económico para diferir el reconocimiento en resultados de la diferencia contable correspondiente invocando indebidamente el principio de prudencia, el cual no tendría sentido al menos ante activos negociados en mercados oficiales organizados. En consecuencia, procedería realizar la siguiente anotación:

		x		
4,2	Activo (título de renta fija) (105 – 100,8)	a	Pérdidas y ganancias — Beneficios de títulos de renta fija.	4,2

Ejemplo 9

— Compra a futuros de un activo a tres meses: 140 u.m.
— Compra efectiva del activo al cabo de tres meses (precio de contado) = 150 u.m.
— Liquidación del contrato de futuros: (150 – 140) = 10 u.m. crédito a favor de la empresa.
— Gastos de transacción de la compra a futuros: 1 u.m.

— Efectos del contrato de futuros

		x		
1	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos. — Gastos de transacción.	a	Tesorería	1
		x		
10	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de cobertura de riesgos.	a	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	10

— Diferencias de cotización acumuladas hasta cancelación del contrato de futuros (150 – 140)

— Ejecución de la operación principal de compra al contado del activo cubierto.

		x		
150	Activo	a	Tesorería	150

— Ajuste de valor de la operación principal cubierta.

		x		
10	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	1
		a	Activo	9

Valor contable del activo adquirido:

Precio de contado ± diferencias de valoración de su operación de cobertura:
150 – (10 – 1) = 141 u.m.

Ejemplo 10

— Adquisición de una opción de compra de un activo a tres meses con precio de ejercicio: 140 u.m.
— Gastos de transacción de la opción 1 u.m. y prima satisfecha por la opción de 3 u.m.
— Compra efectiva del activo al cabo de tres meses (precio de contado): 147 u.m.
— Liquidación del contrato de opción: 7 u.m.

Nota: Tendrá valor de mercado para su tenedor, ya que el precio de contado del activo subyacente sería superior al precio de ejercicio concertado para la opción de compra: (147 – 140).

— Efectos del contrato de opción de compra

		x		
1	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	1
	— Gastos de transacción.			
		x		
3	Cartera de opciones adquiridas. Opciones de compra.	a	Tesorería	3
	— Prima satisfecha por la opción.			

— Fecha de vencimiento de la opción de compra.

		x		
4	Cartera de opciones adquiridas. Opciones de compra (*) (7 – 3)	a	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	4

— Ejecución de la operación principal de compra al contado del activo cubierto.

		x		
147	Activo	a	Tesorería	147
	— Ajuste de valor de la operación principal cubierta			
		x		
4	Ingresos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	1
		a	Activo	3

Valor contable del activo adquirido:

Precio de contado ± diferencias de valoración de su operación de cobertura 147 – (4 – 1) = 144 u.m.

Importe que se corresponde con el precio de adquisición total garantizado por la operación previa de cobertura, al haber interesado el ejercicio de la opción (precio de ejercicio + gastos de transacción + prima satisfecha) de la opción: 140 + 1 + 3 = 144 u.m.

(*) El saldo de esta cuenta (7 u.m.) sería percibido en efectivo por la empresa tenedora de la opción de compra.

Ejemplo 11

— Compra a futuros a tres meses de un activo a un precio de compra de 100 u.m. concertada al 1-4-X.
— Compra en el mercado de contado del activo el 1-7-X a un precio de 80 u.m.
— Gastos de transacción de la compra a futuros: 2 u.m.
— Liquidación del contrato de futuros el 1-7-X: deuda de la empresa (80 – 100) ..... 20 u.m.

— Registro de los efectos del contrato de cobertura.

		x		
2	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Tesorería	2
	— Gastos de transacción.			

		x		
20	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	a	Cuenta corriente con agentes mediadores. Por operaciones de cobertura de riesgos.	20

— Diferencias de cotización acumuladas hasta cancelación del contrato de futuros (80 – 100).

— Ejecución de la operación principal de compra al contado del activo cubierto.

		x		
80	Activo	a	Tesorería	80

— Ajuste de valor de la operación principal cubierta.

		x		
22	Activo	a	Gastos a distribuir en varios ejercicios. Por contratos de cobertura de riesgos.	22

Valor contable del activo adquirido:

Precio de contado ± diferencias de valoración de su operación de cobertura
80 + (20 + 2) = 102 u.m.

En conclusión:

a) Se mantendría 102 u.m. como coste de adquisición del activo cubierto, aunque su precio de contado en ese momento denotase una minusvalía potencial de 22 u.m. y sin que fuera menester dotar provisión por depreciación alguna.

b) Si el activo permaneciese en la fecha de cierre, se confrontaría en ese momento su coste de adquisición contabilizado de 102 u.m. con su precio de mercado de contado (o con las expectativas de recuperación de dicho importe invertido vía ingresos dentro del proceso a que esté destinado dicho activo), para comprobar si existe o no minusvalía potencial, dotando en su caso la pertinente provisión por depreciación.

c) Si el activo, por contra, hubiese desaparecido por su venta directa o la del producto al que se hubiese incorporado como factor consumido, entonces habrá pasado como coste en la cuenta de pérdidas y ganancias por su importe de 102 u.m., expresándose de tal forma su verdadero margen de resultados.

LA GLOBALIZACION Y LAS ECONOMIAS EUROPEAS
De los equipos marcadores brasileños a los teletrabajadores irlandeses

Rob van Esch

I. INTRODUCCION

Los hombres de negocios más importantes de Europa, presididos por el señor Bangemann, envían un claro mensaje a la cumbre de Corfú de junio de 1994 (1): «Las tecnologías de información y comunicaciones están generando en todo el mundo una nueva revolución industrial, que es ya tan importante y con un alcance tan amplio como la del pasado».

A remolque de las nuevas tecnologías, y enfrentada a un desempleo masivo, la postura europea para afrontar dicha revolución industrial es delicada. Sólo en fecha reciente, con ocasión de la cumbre europea de Copenhague de 1992, ha dado la Comunidad Europea señales de estar despertando de su larga hibernación económica. Por el momento, seguimos frotándonos los ojos y mirando incrédulos a nuestro alrededor. Parece como si nos diéramos cuenta, repentinamente, de que el desempleo en Europa ha avanzado en la misma dirección durante los últimos veinte años, siempre subiendo, y descendiendo sólo ocasionalmente. También sabemos ya que hace mucho tiempo que muchos países, por ejemplo los asiáticos, dejaron de imitar simplemente los productos occidentales, y son ya líderes del mercado en muchos campos. Globalización se ha convertido en algo más que un término de atención: tenemos cada vez más cerca una economía mundial totalmente integrada.

En este trabajo, examinamos la tendencia de la globalización y sus consecuencias para las economías europeas. Para hacerlo, lo primero que nos preguntamos es la forma de definir la globalización y qué fuerzas están detrás de esta tendencia: tecnología, libertad de movimientos de capital y política pura.

Llevamos siglos presenciando la globalización de las economías. Sin embargo, en el apartado III se especifica que la tendencia actual contiene elementos que la convierten en única en la historia de la economía. ¿Cuáles son, en general, las consecuencias? Esta pregunta es el tema del apartado IV, después de lo cual debatiremos las características de las economías de la Comunidad Europea. Es evidente que el reto para los países europeos, enfrentados a las consecuencias de una globalización de estas características, es enorme.

En el apartado VI se recogen las principales recomendaciones políticas.

II. LA GLOBALIZACION: ¿QUE ES Y POR QUE SE PLANTEA?

Cada vez son más los sectores que establecen mercados auténticamente globales que les aportan una gama de nuevas posibilidades de mercado. Esta creciente competencia obliga a las empresas a ser extremadamente conscientes de los costes. Actualmente, casi todos los procesos de producción pueden dividirse en distintos segmentos. Así se especifica en el informe sobre inversiones mundiales (2): «Un número cada vez mayor de empresas transnacionales separan la producción física de los artículos de las fases de investigación y desarrollo y *marketing* del proceso productivo». Esto es ahora más fácil, toda vez que también ha crecido enormemente el número de posibles ubicaciones donde se pueden llevar a cabo las distintas partes de este proceso. Por tanto, la cadena de producción, formada ahora por subactividades cada vez menos relacionadas, buscará la combinación geográfica más eficaz desde el punto de vista del coste, proceso que refleja el término «globalización». Dado que los eslabones de la cadena de producción cada vez se desunen más, la economía mundial se está integrando más y más. La consecuencia de ello es que actualmente resulta casi imposible referirse a algo como «Fabricado en Holanda», o en Taiwán, que tanto da.

Hay muchos ejemplos entre los que elegir. Por ejemplo, de cada 10.000 dólares que gasta el ciudadano estadounidense en un Pontiac de la General Motors, sólo el 40 por 100 permanece en Estados Unidos (cuadro núm. 1).

Nike es un ejemplo explícito de lo que denominamos globalización. Esta empresa de zapatos «estadounidense» tiene actualmente una nómina

CUADRO NUM. 1

DESGLOSE DE LOS 10.000 DOLARES GASTADOS EN UN PONTIAC: DESTINO DE LOS PAGOS

País	*Importe*	*Finalidad*
Estados Unidos	3.800	Modelo básico
Corea del Sur	3.000	Tareas rutinarias
Japón	1.750	Piezas avanzadas
Alemania	750	Diseño
Varios países asiáticos	400	Piezas pequeñas diversas
Reino Unido	250	Marketing
Irlanda/Barbados	50	Proceso de datos

Fuente: R. Reich, *The work of nations; preparing ourselves for the 21st century capitalism,* Nueva York, 1992, pág. 113.

de 9.000 empleados en Estados Unidos, mientras que sus subcontratistas en otros países dan empleo a casi 75.000 personas. Las 9.000 personas citadas se centran en la parte de servicios del proceso de producción, mientras que la fabricación se realiza en todo el mundo (3).

Las fuerzas en las que se apoya la globalización

• *Tecnología*

Las oportunidades que nos ofrece la tecnología son bastante bien conocidas. Si deseamos enviar correo electrónico a Estados Unidos, basta con pulsar un botón. Ello implica una ampliación de lo que se conoce como «distancia de control». He aquí otro ejemplo: una compañía aseguradora neoyorquina envía a Irlanda, vía satélite, una serie de reclamaciones de daños. La tarea rutinaria de tramitar las reclamaciones y calcular los importes a pagar se lleva a cabo en Irlanda, transmitiendo los datos de nuevo por satélite a Nueva York (4).

¡Si echáramos un vistazo a sólo un par de décadas atrás! La comunicación entre la sede central del Citicorp en Nueva York y su filial en Brasil resultaba bastante difícil. En ocasiones, se tardaban días en lograr una de las escasas líneas telefónicas. El resultado, en Brasil, fue la aparición de una nueva profesión, los «equipos marcadores», cuya única misión era marcar el número de teléfono de la sede neoyorquina (5).

En la actualidad, basta con pulsar el espaciador del teclado del ordenador: es todo lo que se necesita para poner en marcha los procesos de producción en las antípodas. Ahora no sólo hay más oportunidades de comunicación y más baratas, sino que los costes de transporte también han descendido enormemente. Los productos van siendo cada vez más pequeños y ligeros y, por ello, más fáciles de transportar.

• *Cambios políticos*

Más aún, todas estas nuevas oportunidades tecnológicas se están reforzando con una serie de cambios políticos. Para empezar, el movimiento internacional de capitales se ha liberalizado casi por completo, primero en los países de la OCDE y ahora en muchos países en desarrollo. El libre movimiento de capitales es muy importante para la globalización, ya que facilita que las empresas establezcan operaciones en el exterior y realicen inversiones internacionales. Por añadidura, un creciente número de países se están convirtiendo ahora a una economía de mercado, que nos aporta el segundo factor político que ha acelerado el proceso de globalización. La mayoría de los países del mundo acoge con los brazos abiertos a los comercios e industrias internacionales. Lo que también es aplicable, naturalmente, a la Europa del Este.

Los capitales fluirán hacia donde quieran y siempre que puedan y, por tanto, alcanzarán cada vez a más partes del mundo.

• *Inversión extranjera directa*

El flujo total de inversión directa en el extranjero a principios de los años noventa (232.000 millones de dólares) era cinco veces mayor que el correspondiente al período de 1976 a 1980. Durante los primeros años antes de la década de los noventa, no sólo la economía mundial, sino también el flujo de inversiones extranjeras directas (IED) sufrieron una grave recesión. La IED perdió impulso, descendiendo hasta 171.000 millones de dólares en 1992, pero en 1993 empezó a subir de nuevo hasta alcanzar los 195.000 millones de dólares.

Si examinamos el porcentaje de entradas de IED en los países en desarrollo, veremos que se produjeron importantes cambios: del 16 por 100 de 1988 al 41 por 100 en 1993. El *Informe sobre inversiones mundiales* especifica (6): «Incluso durante la recesión de la IED en los países desarrollados, los flujos a los países en desarrollo siguieron subiendo, lo que supone una de las características más sobresalientes de las recientes tendencias mundiales de la IED. Los países en desarrollo alcanzaron en 1993 la cifra récord de 80.000 millones de dólares en IED estimada, duplicando los flujos de 1991 e igualando los flujos mundiales totales de 1986».

III. ¿NADA NUEVO?

Así pues, ¿es la globalización en realidad un fenómeno nuevo? En definitiva, las actividades económicas llevan siglos cambiando de una parte del mundo a otra. La respuesta es «sí», y también «no». El componente «no» está reflejado en el cuadro núm. 2, que relaciona los sectores en los que se

CUADRO NUM. 2

TENDENCIAS DE LA GLOBALIZACION

Años sesenta →	*Años setenta →*	*Años ochenta →*	*Años noventa*
Industrial textil Zapatos, etc.	Industria automovilística Astilleros, etc.	Telecomunicaciones Electrónica para el consumo, ordenadores, etc.	Servicios financieros Aviación, *software,* etc.
Trabajo intensivo →	Capital intensivo →	Alta tecnología/*know how*	
Bajo valor añadido	→	Alto valor añadido	

ha establecido un mercado mundial en las últimas décadas.

Durante los años sesenta, surgieron de repente nuevos competidores en sectores intensivos en mano de obra, sobre todo de los países recientemente industrializados. Las políticas de industrialización de estos países se basaron en una industria textil orientada a la exportación, y pudieron disfrutar de una importante ventaja competitiva en dichos sectores por el mero hecho de que sus costes salariales eran muchísimo más bajos (7).

Durante los años setenta, correspondió el turno a sectores más intensivos en capital (navieras, fabricación de aparatos, industria del automóvil). En la industria automovilística, el aumento de la competencia internacional se reflejó en la creciente participación de los vehículos japoneses en el mercado mundial: 14 por 100 en 1970 (CEE 41 por 100) en comparación con el 24 por 100 de 1980 (CE 31 por 100) (8).

A partir de entonces, ha emergido también un mercado mundial en los sectores altamente tecnificados, como la industria del ordenador y la electrónica de consumo. Por ejemplo, las exportaciones de televisiones y grabadoras a escala mundial crecieron más del 10 por 100 anual durante los años ochenta. Sin embargo, las exportaciones de los países en desarrollo aumentaron más del 20 por 100 anual (9).

En fecha más reciente, los mercados globales han ido surgiendo en numerosos sectores que hasta el momento habían estado tradicionalmente divididos entre los diversos mercados nacionales (sector de servicios, por lo general). Incluyen el sector financiero, las telecomunicaciones, los transportes y los medios de comunicación.

El número de empresas que intentan alcanzar un ámbito mundial crece a gran velocidad. A principios de los años noventa, había más de 37.000 empresas matrices que controlaban más de 200.000 filiales extranjeras en todo el mundo. Dos tercios de las matrices (26.000) correspondían a 14 países importantes, un aumento de 19.000 desde finales de la década de los años sesenta (10).

Por tanto, en un número creciente de sectores, las empresas se ven obligadas a tener en cuenta a los competidores de todo el mundo. Durante estos movimientos y cambios, la globalización ha ido adoptando gradualmente su forma actual. ¿Qué hay de nuevo en ello?

En primer lugar, la globalización ya no está limitada a las industrias de fabricación. También el sector de servicios está librando batallas en un mercado mundial y repartiendo el proceso de producción. Como tal, el proceso se ha convertido en parcialmente invisible. Se trata de un nuevo avance: en definitiva, los primeros cambios en la producción implicaron, sobre todo, a los artículos manufacturados. Dicho de otro modo, cuando se relocalizó parte de la industria textil, se siguieron comprando los mismos productos, pero sus etiquetas eran distintas. Ahora bien, cuando se transfiere el proceso de datos al otro extremo del mundo, apenas notamos la diferencia.

En segundo lugar, la globalización se está produciendo a una velocidad alarmante. Por ejemplo, sólo un tercio de las empresas que eran líderes del mercado mundial a principios de los años ochenta podían seguir presumiendo de la misma posición en 1990. Con anterioridad, hasta el 90 por 100 se habían mantenido en esa posición durante un período de diez años (11). En sólo una década, los ciclos medios de productos también se han reducido a menos de la mitad, mientras que el punto de paridad se alcanza a un volumen de producción más alto. Este movimiento de tenaza significa que las empresas disponen de menos tiempo para obtener beneficios de nuevos productos. La industria automovilística es una de las más afectadas a este respecto, con un período de obtención de beneficios un 20 por 100 más corto en comparación con el de hace diez años (12). Otro ejemplo de la velocidad de la globalización es que la mitad de los empleados de la empresa sueca Ericsson está fabricando ahora productos que no existían hace tres o cuatro años.

IV. LAS CONSECUENCIAS DE LA GLOBALIZACION

El cambio más importante derivado de la globalización está contenido en el concepto de «compañía». Hasta fechas muy recientes, todo el mundo

sabía lo que producía una compañía y cómo lo hacía. También las operaciones interiores y exteriores estaban claramente separadas. Como consecuencia de la globalización, numerosas empresas operan hoy formando parte de una red, debido a lo cual también han desarrollado su propia estructura de red interna. De ahí que, en términos organizativos, hayan evolucionado desde una estructura piramidal, pasando por una plana, hasta una serie de pequeñas unidades. Lo grande ha dejado de ser tan hermoso.

Como consecuencia, no sólo se han alterado radicalmente los métodos de producción, sino también la naturaleza del empleo.

¿Por qué el cambio?

¿Por qué están las empresas tan interesadas en la transformación? Por una parte, tienen que incrementar su capacidad para adaptarse a las condiciones rápidamente cambiantes del mercado y aprovechar las nuevas oportunidades. La globalización conduce a la permanente creación de nuevos mercados. Si las empresas los aprovechan, la globalización puede aportarles muchas salidas en todo el mundo.

A las empresas que se lancen «al mundo» también se les concede acceso a profesionales capacitados y con talento de diferentes países; países que solíamos calificar como «en desarrollo» están acabando rápidamente con su (antiguo) vacío educativo. Según el *Informe de competitividad mundial,* es relativamente fácil encontrar empleados capacitados en países como Filipinas e India. Por lo que respecta a la pregunta de si el sistema educativo satisface la necesidad de una economía competitiva, muchos países asiáticos se están desenvolviendo mejor que, por ejemplo, Holanda o España (13). En una comparación internacional de pruebas matemáticas, los niños surcoreanos de trece años superaron a sus iguales en todas las economías industriales, y está recibiendo educación una proporción de surcoreanos de veinte-veinticuatro años mayor que en la mayoría de los países europeos (14).

Hasta ahora, hemos desarrollado las razones ofensivas que tienen las empresas para seguir transformándose: aprovechando las nuevas oportunidades de los mercados y las capacidades que van surgiendo por todo el mundo. Muchas tienen, además, razones defensivas, como reacción ante la creciente competencia. La globalización incluye la súbita aparición de nuevos competidores por todo el mundo. Por tanto, es imprescindible que las empresas se sigan reorganizando, y que traten de proseguir con la producción utilizando menos mano de obra. Por ejemplo, durante los años ochenta, el empleo de las primeras 500 empresas estadounidenses descendió el 30 por 100 (cinco millones de puestos de trabajo), mientras que la facturación no se modificó (15).

En general, podemos identificar dos estrategias que deben seguir las empresas cuando se enfrentan a nuevos competidores. En primer lugar, está el creciente aprovisionamiento externo en otros países, lo que los franceses denominan *délocalisation.* En segundo lugar, las empresas pueden convertir su esperanza en innovación economizadora de mano de obra defensiva. Palabras extinguidas como «reingeniería», introducidas por quienes impulsaban la gestión, intentan verter un sabor ofensivo sobre estrategias básicamente defensivas del ahorro permanente en costes (16). El señor Radke, director de Siemens Nixdorf, afirma (17): «El rediseño no era algo que hacíamos porque quisiéramos. *Tuvimos* que hacerlo».

Consecuencias para las economías europeas

Hace casi dos siglos que William Playfair escribió (18): «La conclusión general es que la riqueza y el poder nunca han sido permanentes en ningún lugar... y que se desplazan sobre la faz de la Tierra como si fueran una caravana de mercaderes. Cuando llegan, lo encuentran todo verde y fresco; mientras permanecen allí, todo es ajetreo y abundancia, pero cuando se van, todo lo que queda tras ellos está hollado, yermo, desnudo».

Observando los cambios acaecidos en el poder económico desde la fecha en que Playfair escribió lo anterior, seguiría teniendo razón si lo escribiera ahora. Sin embargo, el reflejo de la historia no implica, necesariamente, que las economías europeas, que juegan la Liga Mundial desde hace varios siglos, deban enfrentarse inevitablemente con un próximo período de caída del poder económico. Las economías europeas, en general, tienen acceso a una fuerza laboral bien educada. Este es un factor importante para mantenerse en cabeza de la carrera, ya que permite que un país aproveche las oportunidades mediante la innovación tecnológica. También tienen una ventaja inicial razonable en el área de la infraestructura (investigación), aunque sin duda se requiere una mayor expansión (19).

Sin embargo, la globalización también aporta considerables amenazas a la sociedad; olvidarlo supondría introducir a la fuerza las tendencias históricas descritas por William Playfair. Estos problemas suelen surgir en el mercado laboral, y su palabra clave es «desempleo», lo que nos lleva a considerar las consecuencias que tiene la globalización sobre el empleo.

Empleo

La OCDE publicó este verano un amplio estudio sobre la situación del desempleo en los países industrializados. La conclusión de la OCDE, en lo que respecta al empleo, afecta a la globaliza-

ción (20): «El análisis del comercio de artículos sugiere que existe en los países miembros de la OCDE un ligero efecto negativo en la demanda de mano de obra no especializada, debido al comercio con países no pertenecientes a la Organización, pero esas pérdidas de puestos de trabajo no especializados se han compensado ampliamente con los puestos obtenidos mediante el comercio en artículos producidos por mano de obra especializada».

Un ejemplo de lo difícil que es juzgar en qué estado nos encontramos lo da el *Informe sobre inversiones mundiales* cuando comenta los efectos sobre el empleo de la inversión directa extranjera de salida (que es el motor del proceso de globalización). Con referencia a Estados Unidos y al Reino Unido, la evidencia sugiere que «el impacto sobre el empleo ha sido de marginalmente positivo a neutro, ya que la pérdida inmediata de puestos de trabajo suele ser compensada por aumentos en el empleo como consecuencia de la mejor competitividad de las empresas matrices en el interior y el crecimiento de sus exportaciones a sus filiales en el exterior».

Sin embargo, hay evidencias que llevan a distintas conclusiones para otros países. Suecia, por ejemplo, presenta señales de cambio del empleo en el exterior acompañando a la inversión directa. Afectan, sobre todo, a los productos químicos y electrónicos y al transporte (21).

En fecha reciente, se han publicado diversos estudios utilizando métodos alternativos de cálculo y/o nuevos datos. Los resultados parecen bastante ambiguos en lo que se refiere a los efectos de la globalización en el mercado de trabajo.

Wood intenta cuantificar los efectos del mayor comercio con países de salarios bajos y de la introducción de tecnologías para ahorrar mano de obra (esta última se basará en «supuestos», estudio de casos prácticos y evidencias anecdóticas). Su conclusión es (22) «que, hasta 1990, los cambios en el comercio con el Sur (es decir, con países en desarrollo) han reducido en alrededor del 20 por 100 la demanda de mano de obra en el Norte, pasando de inexperta a experta».

Otro estudio llegaba aproximadamente a la misma conclusión (23): las crecientes importaciones provocaron un descenso del 7 por 100 en los puestos de trabajo de producción (experiencia baja) en fabricación y del 2 por 100 en los puestos de trabajo no de producción.

En consecuencia, podemos llegar a la conclusión de que hay varias fuerzas que actúan a escala mudial para reducir las expectativas de los trabajadores poco experimentados. Algunos ejemplos pueden resultar ilustrativos. Tomemos el de la empresa alemana de comunicaciones Siemens: la mano de obra semiexperta ha descendido desde 1962 del 44 por 100 de la nómina total al 21 por 100, mientras que los técnicos experimentados se han duplicado hasta alcanzar el 37 por 100 (24). Podemos examinar también el sector bancario holandés. Cada año desaparece un 3 por 100 de empleos, al tiempo que se está produciendo un desvío desde los puestos de trabajo de bajo salario a los de alto nivel (25). El ejemplo final se refiere al mercado holandés de trabajo en su conjunto. Los puestos de trabajo de baja experiencia en jornada completa descendieron en 200.000 durante los años ochenta. Al mismo tiempo, aumentaron a gran velocidad los puestos de trabajo a tiempo parcial y con horario flexible, en número de 280.000. Como desarrollo neto, cuando se miden los equivalentes en jornada completa, el empleo de baja experiencia descendió en 60.000 (26).

En un estudio realizado por *The Economist* sobre la economía mundial, se llega a la conclusión de que cabe la probabilidad de que estas fuerzas se hagan más poderosas en los años venideros. No olvidemos que la globalización, en la mayoría de los países industriales, también aumenta la demanda de mano de obra, sobre todo en los segmentos más experimentados del mercado laboral. Como dice *The Economist* (27): «El problema está en la transición». Definitivamente, el «argumento de la transición» cobra muchísimo sentido; las economías están sometidas a una transición en marcha, ¿no es cierto? ¿Y qué pasa con la salud de las economías europeas para hacer frente al período de transición? En el apartado que sigue nos ocupamos de esta pregunta.

V. LA SALUD DE LAS ECONOMIAS EUROPEAS

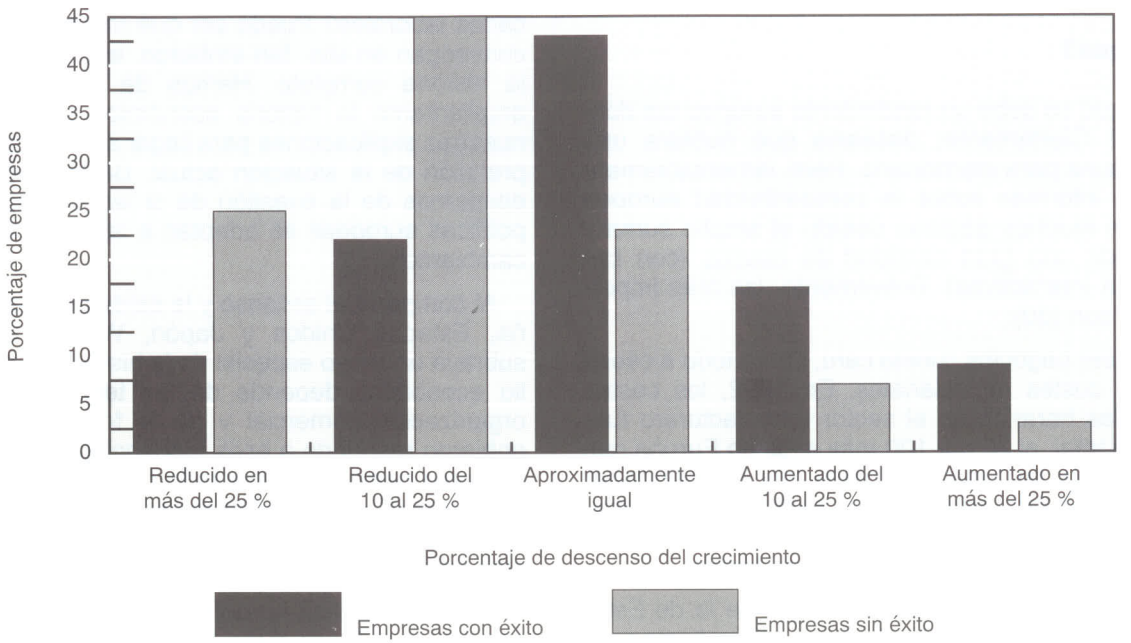
Por qué es importante la competitividad

Una industria competitiva es una condición previa esencial para acumular riqueza y generar empleo. Ni que decir tiene que la competitividad tiene particular importancia para las empresas que deben hacer frente a competidores internacionales. Sin embargo, debido a las crecientes interdependencias entre sectores abiertos y protegidos, la competitividad y la eficacia son importantes en toda la economía. La organización empresarial europea UNICE comprobó que las empresas de crecimiento rápido son más competitivas que las otras. Al mismo tiempo, estas empresas tienen mayor propensión al crecimiento del empleo como puede verse en el gráfico 1 (28).

Competitividad europea

Entonces, ¿cuál es la evaluación de la posición competitiva de Europa? Mala, si se consideran las participaciones en el mercado de las principales regiones económicas en porcentaje de las exportaciones mundiales de productos fabricados. La parti-

GRAFICO 1
RELACION ENTRE CRECIMIENTO Y CREACION DE EMPLEO



cipación europea en el mercado es la única que se ha deteriorado continuamente desde 1980 (cuadro número 3).

Siendo éste el caso, ¿se está preparando Europa para el futuro mediante un excelente comportamiento de los sectores de crecimiento rápido de la industria? Como se muestra en el cuadro núm. 4, la respuesta es no. Europa sigue prestando demasiada atención a los sectores de escasa demanda.

Mercados laborales

Si se echa un vistazo al comportamiento industrial europeo, no sorprenderá que los mercados laborales tampoco estén en buena forma. Desde 1960, el crecimiento del empleo en la Comunidad Europea sólo fue del 0,3 por 100 anual. Compárese esto con el de Estados Unidos (1,8 por 100) y Japón (1,2 por 100). Y todavía es peor porque el crecimiento de los puestos de trabajo en ambos países se ha producido, en gran medida, en el sector privado, mientras que dos tercios de la creación de empleo en Europa ha tenido lugar en el sector público (29).

El deficiente comportamiento del empleo en Europa no impidió el crecimiento de la oferta de mano de obra, con una media anual de alrededor del 0,3 por 100. El desempleo se disparó, sobre todo a partir de mediados de los setenta. A estas alturas, Europa se enfrenta a una tasa media de desempleo superior al 11 por 100. El desempleo de

CUADRO NUM. 3
PARTICIPACIONES EN EL MERCADO DE LAS PRINCIPALES AREAS ECONOMICAS (Porcentaje de las exportaciones mundiales de productos manufacturados)

Años	*Unión Europea*	*Estados Unidos*	*Japón*	*Otros*
1980	29	18	15	39
1986	25	14	18	43
1992	24	17	17	42

Fuente: European Commision, *An industrial competitiveness policy for the European Union,* Bruselas, 14 de septiembre de 1994 (figura 3).

CUADRO NUM. 4
ESPECIALIZACION SECTORIAL DE LA INDUSTRIA (Evolución en porcentaje del valor añadido bruto en la fabricación, 1980-1990)

	Sectores de escasa demanda (a)	*Sectores de demanda moderada* (b)	*Sectores de demanda fuerte* (c)
Unión Europea -6-	– 3,8	– 1,2	5,0
Estados Unidos	– 5,3	1,0	4,2
Japón	– 9,4	– 7,7	17,2

(a) Metales; minerales no metálicos; productos metálicos; textiles, ropa, cueros y calzado, y otros productos manufacturados.
(b) Maquinaria; equipo de transporte; alimentos, bebidas y tabaco; papel y productos para imprimir, y caucho y plásticos.
(c) Productos químicos; productos farmacéuticos; EDP; instrumentos de precisión y ópticos, y artículos eléctricos.
Fuente: European Commision, o.c. en cuadro núm. 3 (figura 30).

larga duración está dañando las existencias de capital humano en Europa más que en ningún otro sitio. Más del 40 por 100 del desempleado europeo sufre esta situación desde hace más de un año.

¿Por qué?

¿A qué se debe un rendimiento europeo tan deficiente? Ciertamente, desearía que hubiera una sola causa para identificarlo. Pero, lamentablemente, los informes sobre la competitividad europea ocupan muchas páginas debido al amplio suma y sigue de una gran cantidad de causas (con frecuencia interactivas). Brevemente, las más importantes son (30):

• Hacer negocios cuesta caro, sobre todo a causa de los costes no salariales. En 1992, los costes laborales horarios en el sector manufacturero fueron, en total, el 20 por 100 más altos en Europa que en Japón y en Estados Unidos (por no mencionar las economías asiáticas en rápido crecimiento). Además, el peso de los impuestos ha sido consistentemente mayor que en esos dos países.

• La productividad va a remolque de la de Estados Unidos y Japón desde hace algún tiempo. El resultado es que los niveles absolutos de productividad son el 30 por 100 más bajos en Europa que en Estados Unidos y están el 10 por 100 por debajo de los de Japón. Estos mediocres resultados de la productividad pueden achacarse a razones muy diversas: insuficiente nivel de inversión, escaso desembolso en investigación y desarrollo, proteccionismo, prácticas directivas que no son lo bastante cooperativas, etcétera.

• El entorno macroeconómico no aportó la estabilidad que con tanta urgencia se precisa para crear un clima de inversiones saludable (por ejemplo, la confusión del Sistema Monetario Europeo en 1992).

• Naturalmente, la situación en el mercado laboral es en parte resultado de la posición competitiva de la economía europea. No obstante, también se puede considerar que algunas características del mercado laboral propiamente dicho contribuyen al elevado desempleo a largo plazo (31). La posición negociadora de la mano de obra fue reforzada por los gobiernos mediante la legislación: leyes de seguridad en el empleo, salarios mínimos, leyes sobre equiparación de salarios y su indiciación. En segundo lugar, la búsqueda de mayor equidad y menos desigualdad de la renta que se produjo a finales de los años sesenta dio lugar a un sistema relativamente generoso de seguridad social y asistencia.

Para resumir (32): «La Comunidad Europea cada vez se asemeja más a un castillo de arena cuando está subiendo la marea».

¿Es así?

¿Explican los factores anteriormente citados el estado de la competitividad europea? ¿Explican, además, la situación, realmente grave, de los mercados laborales? Puede ser que muchas personas convengan en ello. Sin embargo, esa no puede ser la historia completa. Hemos de incorporar más ampliamente la historia económica (europea) en nuestras explicaciones para llegar a una mejor comprensión de la situación actual. Básicamente, nos ocupamos de la cuestión de si las instituciones y políticas europeas se adaptan a las circunstancias cambiantes.

Al comparar el ascenso y la caída de Gran Bretaña, Estados Unidos y Japón, William Lazonick subraya un rasgo especial de la historia: el desarrollo económico depende de las tendencias en la organización comercial y de la forma en que el gobierno responde a esas tendencias. Naturalmente, como hemos argumentado que la característica fundamental de la globalización es la forma cambiante de producir, ello puede ser importante para este trabajo.

Lazonick explica su opinión como sigue (33). Al concluir el siglo XIX, Gran Bretaña era conocida por el apodo de «el taller del mundo». Se caracterizaba por un capitalismo propietario coordinado por el mercado: un elevado número de (pequeñas) empresas propiedad de miembros de la familia y gestionadas por ellos. Por entonces, la coordinación del mercado era suficiente en la competencia económica internacional.

Pero los tiempos estaban cambiando: «Al pasar el liderazgo industrial de Gran Bretaña a Estados Unidos, el carácter institucional del capitalismo sufrió un profundo cambio... La ventaja competitiva de Estados Unidos procedía de las empresas directivas que operaban diversas fábricas y oficinas geográficamente dispersas y que integraban varias actividades verticalmente relacionadas».

Entonces llegó Japón: «Lejos de dedicarse a la coordinación del mercado, la base del éxito de la economía japonesa durante las últimas décadas ha sido una elaboración de más largo alcance de las instituciones de capitalismo gerencial, en las que se basó la ventaja competitiva estadounidense durante las primeras seis décadas de este siglo. Detrás del extraordinario éxito de la economía japonesa desde los años cincuenta ha estado la decisión y la capacidad de las empresas corporativas para ampliar el principio de coordinación planificada [...] entre empresas, dentro de las empresas y a las relaciones negocios-gobierno».

¿Qué hicieron los gobiernos de esos países durante los períodos citados? El británico no hizo demasiado, ni siquiera en cuanto a educación ciudadana (se saldó con la transferencia de conocimientos de los trabajadores más viejos a los más

jóvenes). No cabe duda de que el gobierno estadounidense tenía más que hacer, en comparación con el británico. Esenciales para el éxito de las empresas norteamericanas fueron las inversiones en infraestructura, la transformación del sistema educativo y la protección del mercado interior.

El Estado nipón ha ido mucho más lejos (34): «Ha creado incentivos para que los consumidores y las empresas adquieran géneros que incorporan las tecnologías más avanzadas. Ha tratado de limitar el número de empresas que compiten en las industrias manufactureras más importantes... Ha promovido la investigación y el desarrollo cooperativo entre los principales competidores nipones. Ha garantizado el acceso de las cooperativas de fabricación a la financiación económica. Y el Estado japonés ha aportado a la industria una mano de obra altamente educada para ocupar cargos de taller, oficina y directivos».

¿Es que Europa no tuvo política económica alguna durante las últimas décadas capaz de impedir el deterioro de la competitividad? A decir verdad, no. Naturalmente, la fuerza laboral europea está, en términos generales, altamente educada. Su infraestructura se ha desarrollado relativamente bien.

Sin embargo, aparte de tratar de crear unas condiciones económicas óptimas para que las empresas florecieran (por su propia fuerza), Europa no favoreció políticas ofensivas como las japonesas. No es tan sorprendente, si se consideran los problemas con los que tiene que lidiar Europa. Los mercados europeos estaban fragmentados por las fronteras nacionales. La situación, como consecuencia, no era muy conveniente. Pero, además, el resultado fue que muchos sectores de la industria que existían dentro de las fronteras nacionales no hubieran estado allí jamás de haber contado con un mercado interno (por ejemplo, aceros, líneas aéreas, industrias del automóvil). Más aún, en muchos sectores (por ejemplo, textiles, astilleros) la casi completa huida hacia países con bajos salarios puso una pesada carga sobre las fuerzas adaptativas de la parte no tan bien educada de los trabajadores. Las estrategias defensivas de los gobiernos (limítate a lo que tienes) fueron más o menos una respuesta natural, aunque errónea (35): «...el grueso del gasto de la política industrial en Europa no se destina ya a la modernización o a actividades "dinámicamente" competitivas, sino más bien a programas de defensa para industrias en decadencia y regiones con problemas: parece que hay un caso claro de política industrial a remolque del desarrollo de la teoría».

Según Michael Porter, todo ello dio lugar a una Europa que miraba hacia dentro y no trabajaba en su competitividad, sino sólo sobre los problemas internos (36): «En último término, la "nueva Europa" sólo sería viable como sistema autosuficiente, incapaz de competir con empresas situadas en otros lugares».

VI. POLITICAS

En pocas palabras, dos temas merecen especial atención cuando se trata de políticas. En primer lugar, es necesario mejorar la competitividad de la industria europea. ¿Cómo pueden nuestras industrias ponerse en contacto con los sectores de alta demanda?

En segundo lugar, cada vez es más evidente que las tendencias mundiales, como la globalización y la creciente velocidad de la innovación tecnológica, son beneficiosas para el mundo en su conjunto, pero no para todo el mundo por igual.

Competitividad

Si la educación fuera la única clave de la competitividad, Europa estaría en buena posición.

Si la única clave fuera el mecanismo del libre mercado, Hispanoamérica ya habría ascendido al máximo en la escala de competitividades.

Si lo fuera la intervención gubernamental, el telón de acero hubiera caído en 1989 para el otro lado.

Es decir, no hay una sola fórmula para el éxito económico. Las mezclas de políticas que tienen éxito dependen del tiempo, el lugar y la cultura (37).

La política económica tiene que coincidir con las consecuencias de la globalización. Son las siguientes:

— velocidad; de manera que las empresas puedan alcanzar la suficiente flexibilidad para cabalgar sobre las olas;

— agilidad en las actividades; a fin de que se intente aglomerarlas; la palabra clave es conocimiento;

— cada vez más, las empresas están cobrando conciencia de los costes, lo que suele significar «ser conscientes del empleo»; por tanto, alimentar las nuevas empresas y las crecientes para compensar las pérdidas de empleo de las viejas; naturalmente, a este respecto los niveles de coste deben ser competitivos.

Por tanto, ¿cuáles son las consecuencias políticas? ¿Cómo se pueden fijar mejores metas para las economías europeas en relación con la creciente competitividad?

No hay soluciones fáciles a estas preguntas, como hizo constar la OCDE en su estudio sobre puestos de trabajo. En las recomendaciones de dicho estudio sobre política, se identificaron no menos de nueve zonas estratégicas en las que es necesario introducir cambios de política. Varían desde la política macroeconómica apropiada hasta la creciente flexibilidad del mercado laboral y la reforma de los sistemas de desempleo y beneficios relacionados (38).

Teniendo en cuenta las consecuencias de la globalización, dos áreas de política principales parecen especialmente relevantes.

En primer lugar, si quiere solucionar la velocidad de los desarrollos, Europa debe abrir paso a una creciente flexibilidad. Debe alejarse de ese paraíso de los legisladores que es en la actualidad. A este respecto, es prometedor que tantos países europeos hayan adoptado iniciativas para una desregulación que es de esperar que sea masiva. Otro tanto es aplicable a la Comisión Europea, en la que un grupo de trabajo presidido por el señor Bernard Molitor evaluará la necesidad de una legislación europea.

La historia ha demostrado que este tipo de operaciones suele requerir mucho tiempo.

Es de esperar, en beneficio de las economías europeas, que haya llegado el momento de hacer bajar en gran medida el listón de la regulación.

En segundo lugar, ¿cómo pueden medrar las empresas y las actividades ágiles? Creo que podemos tratar estos dos temas conjuntamente. La OCDE emitió recientemente un mensaje muy claro (39): «Al analizar la experiencia política de las dos últimas décadas, surge un mensaje importante. Es la necesidad que tienen muchos países de la OCDE de crear una red de recursos estratégicos locales —servicios comerciales, acceso a las universidades y centros de experiencia tecnológica y buena infraestructura física— para incrementar las oportunidades de las nuevas empresas de sobrevivir y prosperar. La creación de la red corporativa y el estímulo de una íntima interacción entre empresas grandes y pequeñas parecen facilitar el éxito».

Detrás de esa cita, está todo un mundo de cambios políticos. Veamos alguna práctica (40). Durante los años ochenta, se crearon en Estados Unidos varios «puntos calientes» en los que el rendimiento económico fue superior a la media: «Son, al menos, 600.000 personas las que ocupan puestos de trabajo relacionados con la tecnología en 15 de estas zonas todavía emergentes, agrupadas en torno a industrias como las de ordenadores, láseres, aparatos médicos, *software* y biotecnología. El núcleo central de cada una de ellas suele ser una importante universidad investigadora que actúa como imán para las corporaciones y empresarios importantes... La meta es recolectar ideas y talentos en las universidades o escuelas superiores, una ventaja clave para la economía mundial en la que el primero que sale al mercado gana».

Por tanto, las redes locales —por ejemplo, las coaliciones entre líderes comerciales y educadores— son la clave para la competitividad en dichos puntos calientes. Es esencial que las partes implicadas reciban los incentivos correctos. Cooperar con las empresas tiene que ser rentable para las universidades y los institutos investigadores. El establecimiento de estos institutos debe hacerse mirando a dicha meta. En muchos países europeos, ello implica cambios masivos en comparación con la práctica actual.

Hay más factores importantes. Piénsese en el establecimiento adecuado de fondos de capital riesgo, la transferencia de conocimientos a la pequeña y mediana empresa, el compromiso de competitividad de todas las instituciones y personas interesadas (por ejemplo, alcaldías, cámaras de comercio, universidades, etcétera).

El mercado laboral

Ni que decir tiene que las mencionadas líneas políticas mejorarán las oportunidades de empleo en Europa. Sin embargo, todavía debemos luchar con la tendencia mundial de que las perspectivas de los trabajadores no experimentados son relativamente malas, aunque aumente la competitividad.

Restablecer el equilibrio en los mercados laborales es la parte más difícil de los retos políticos contemporáneos. Situar la competitividad en línea con las demandas de la economía mundial resulta muy difícil, pero lógico, ya que está alineada con las tendencias económicas mundiales. Sin embargo, crear oportunidades de empleo para los poco experimentados exige políticas que traten de invertir parcialmente dichas tendencias.

En primer lugar, es necesario mejorar los mercados laborales para alcanzar una mejor equiparación entre la productividad de los trabajadores poco experimentados y sus costes salariales. Sobre todo, como hemos visto, los costes laborales no salariales son relativamente altos en Europa, lo que coincide directamente con los sistemas de la seguridad social. Según enseña la lógica económica, la reducción de los costes laborales no salariales, abaratando el sistema de la seguridad social, mejorará las perspectivas de empleo para los no experimentados. La pregunta clave, naturalmente, es: ¿cómo se puede abaratar el sistema de la seguridad social? La OCDE advierte (41): «...estos sistemas se han desviado en muchos países hacia un apoyo casi permanente de la renta, reduciendo los incentivos laborales. Para limitar los efectos desincentivadores... los países deben legislar únicamente para niveles moderados de beneficios, mantener comprobaciones efectivas sobre quiénes tienen derecho y garantizar lugares en los programas activos como sustitutos para el pago indefinido de apoyo de las rentas pasivas».

A causa de las dificultades en las cambiantes instituciones en el campo de la seguridad social, muchos países piensan que no tienen otra forma de abaratar dicho sistema que reduciendo (relativamente) los beneficios. Esta política es controvertible, toda vez que el sistema sigue limitando los

incentivos laborales. Sin embargo, cuando se restablezcan dichos incentivos, los cambios institucionales deben ser la respuesta más fundamental. Reducir continuamente los beneficios más allá de la creación de suficientes incentivos laborales es un callejón sin salida. Trae consigo el equivalente del «pobre trabajador» estadounidense: el «pobre no trabajador» europeo. Al observar los problemas de los mercados laborales, deberían prohibirse los dogmas cuando se debatan los cambios necesarios en (las instituciones de) el sistema de la seguridad social.

En segundo lugar, elevar los niveles humanos de productividad es un sistema para escapar de la carrera hacia el fondo en el extremo más bajo del mercado laboral. Hemos de establecer, por tanto, una «autopista de la educación». Dicha autopista permite que las personas, bien educadas y flexibles, realicen una tarea en este instante y otra totalmente distinta en otro momento.

Naturalmente, la carretera general de acceso a dicha autopista es la educación básica. En líneas generales, los trabajadores europeos están bien educados. Pero todavía más de la mitad de ellos sólo ha concluido la educación primaria y la secundaria inferior (con Alemania en un extremo, con el 18 por 100, y Portugal en el opuesto, con el 93 por 100) (42). Observando dichas cifras, se aprecia que sigue habiendo muchas personas que no alcanzan la carretera de entrada a la autopista de la educación. Las segundas oportunidades son escasas en la actualidad, por lo que las carreteras de entrada, después de haberse perdido la primera, no son tantas.

VII. EPILOGO

La historia demostrará si realmente hay en marcha en estos momentos una nueva revolución industrial, como aseguran importantes hombres de negocios europeos. La haya o no, Europa debe afrontar cambios masivos en la forma en que trabaja la economía (mundial). En cierto modo, se podría decir que Europa tiene atadas las manos a la espalda cuando se enfrenta a dichos cambios; costes elevados, insuficiente flexibilidad y —seguramente, por lo que respecta a la economía— un desafortunado par de décadas pasadas que siguen causando problemas.

No hay, sin embargo, razón para el pesimismo. Después de todo, sólo hace treinta y cinco años que el Este de Asia estaba en la ruina económica. ¡Miren ahora! Pero Europa está obligada a invertir masivamente en su futuro (a riesgo de proseguir y agravar los problemas económicos). Lo que se necesita, en esencia, es un compromiso hondamente enraizado para aumentar la competitividad a todos los niveles: desde la Comisión Europea hasta los gobiernos nacionales y locales, desde las universidades a la enseñanza básica, desde los agentes de la seguridad social a los funcionarios del servicio de empleo público.

Entonces, y sólo entonces, podrán tener una oportunidad de éxito las políticas que hemos recomendado en este trabajo.

NOTAS

(1) BANGEMANN COMMITEE, *Europe and the global information society. Recommendations to the European Council,* Bruselas, 1994, pág. 2.

(2) UNCTAD, *World investment report, 1994. Transnational corporations. Employment and the workplace,* Nueva York y Ginebra, 1994, pág. 193.

(3) UNCTAD, *World investment report,* 1994, *op. cit.,* página 193.

(4) En la actualidad, alrededor de 3.500 personas están empleadas en Irlanda en este tipo de operaciones (por ejemplo, proceso de datos, tramitación de reclamaciones de seguros/sanitarias, televenta, reservas de hoteles y líneas aéreas).

(5) WALTER B. BRISTON, *The twilight of sovereignity: How the information revolution is changing the World,* Nueva York, 1992.

(6) UNCTAD, *World investment report,* 1994, *op. cit.,* página xix.

(7) BENOIT BOUSSEMART y JACQUES DE BANDT, «The textile industry: widely varying structures», en H. W. DE JONG (ed.), *The structure of european industry,* 1993, pág. 225.

(8) HARMUT BERG, «Motocars: between growth and protectionism», en H. W. DE JONG, *op. cit.,* pág. 139.

(9) A. M. ZAMPETTI, «Globalisation of industrial activities: a case study of the consumer electronics sector», *OECD Working Paper,* París, 1994, pág. 48.

(10) UNCTAD, *World investment report,* 1994, *op. cit.,* página xxi.

(11) Como dijo el profesor GORDON HEWITT en un seminario organizado por IMS Nederland (Amsterdam, 5 de mayo de 1993).

(12) H. J. BULLINGER, «Paradigma change in production management», trabajo presentado en el *VIII Congreso Mundial de Productividad,* Estocolmo, 23-27 de mayo de 1993.

(13) IMD, *World competitiveness report 1994,* Lausana, 1994, págs. 588 y 595.

(14) P. WOODALL, «Survey of the global economy», *The Economist,* 1 de octubre de 1994, pág. 30.

(15) T. KUMPE, *Terug naar at. Produktie. industrie en naatschappij in geheel vrtje markten,* Assen, 1994, pág. 4.

(16) El recorte de los costes es el beneficio más buscado de la reingeniería (43 por 100); otras metas son las de mejorar la respuesta (31 por 100), elevar la calidad (12 por 100), incrementar los ingresos (8 por 100) y otros (8 por 100). Ver IT Management Programme, *IS and business process reengineering, survey of IS directors in the UK and US,* 1993.

(17) E. HALL; J. ROSENTHAL y J. WADE, «How to make reengineering really work», *The McKinsey Quarterly,* 1994, núm. 2, página 126.

(18) WILLIAM PLAYFAIR, *An enquiry into the permanent courses of the decline and fall of powerful and wealthy nations,* 1805; citado en J. D. DAVIDSON y W. REES-MOGG, *The great reckoning; how the world will change before the year 2000,* Londres, 1992.

(19) El señor Kumpe (*op. cit.,* pág. 16) cita a un representante de un fabricante de coches alemán que le aseguró que si los productores alemanes pusieran en práctica una producción realmente ajustada de la noche a la mañana, con consecuencias tales como especialización permanente y entregas dentro de plazo, las carreteras del sur de Alemania no serían capaces de absorber el incremento del transporte.

(20) *The OECD jobs study, facts, analysis, strategies,* París, 1994, pág. 28.

(21) UNCTAD, *World investment report 1994, op. cit.,* páginas 169 y 184.

(22) A. Wood, *North-South trade. Employment and inequality. Changing fortunes in a skill-driven world,* Oxford, 1994, página 11.

(23) J. D. Sachs y H.J. Shatz, «Trade and jobs in the U.S. manufacturing», *Brookings Papers on Economic Activity,* I, 1994, página 3.

(24) *Business Week,* «Special report: The new World of work», 17 de octubre de 1994, pág. 55.

(25) Según un representante de la organización de empresarios holandesa en el NCR. Handelsblad del 15 de octubre de 1994.

(26) L. Bosch y G. Elsendoorn, «Werken aan de onderkant», *Economisch Statische Berichten,* 12-10-94, pág. 925.

(27) P. Woodall, *op. cit.,* pág. 22.

(28) UNICE, *Making Europe more competitive, towards world-class performance,* Bruselas, 1994, pág. 3.

(29) *The OECD jobs study..., op. cit.,* pág. 21.

(30) Ver Unice, *op. cit.,* págs. 8-9, y European Commision, *op. cit.,* págs. 16-17.

(31) Central Planning Bureau, *Scanning the future. A long-term scenario study of the world economy 1990-2015,* La Haya, 1992, págs. 72-73.

(32) J. D. Davidson y W. Rees-Mogg, *op. cit.,* pág. 19.

(33) W. Lazonick, *Business organization and the myth of the market economy,* Cambridge University Press, 1991. La explicación está basada en las páginas 12-19.

(34) W. Lazonick, *op. cit.,* pág. 37.

(35) H. Mosley y G. Schmid, «Public services and competitiveness», en K. Hughes, *European competitiveness,* Cambridge University Press, 1993, pág. 225.

(36) M. E. Porter, «Toward a new concept of global competition and World integration», Actas del *VIII Congreso Mundial sobre Productividad,* Estocolmo, 1993.

(37) Central Planning Bureau, obra citada.

(38) *The OECD jobs study..., op. cit.,* págs. 44-49.

(39) OECD, *Employment Outlook 1994,* París, julio de 1994, página 103.

(40) Lo que sigue está basado en el *Business Week,* «Hot spots. America's new growth regions are blossoming despite the slump», 19 de octubre de 1992.

(41) *The OECD jobs study..., op. cit.,* pág. 48.

(42) OECD, *Education at a glance,* OECD Centre for Educational Research and Innovation, París, 1994, tabla c.1, pág. 26.

RECONCILIAR LA SEGURIDAD SOCIAL CON EL MERCADO

Jacques Bichot

INTRODUCCION

Las exacciones obligatorias alcanzan niveles muy elevados: en Europa representan del 35 al 45 por 100 del PIB. Todos los países se quejan de su cuantía. La competitividad de las empresas europeas se convierte en un problema. Las motivaciones individuales, que suponen recompensar los esfuerzos, se debilitan. Ahora bien, la seguridad social representa más de la mitad de las exacciones obligatorias. En tal contexto, podría ser tentador pensar en reducir la protección social para volver a un nivel de exacciones obligatorias más compatible con el buen funcionamiento de una economía de libre cambio.

Sin embargo, los sondeos reflejan que los europeos están habituados a un alto nivel de seguridad social. La mayoría preferiría pagar más, si hiciera falta, a ver cómo disminuye su protección social. No existe solamente una demanda de seguridad social pagada por otros (en donde uno se ve beneficiario, los «ricos» pagarán por todos...); también existe una demanda seria: muchos están dispuestos a echar mano de su propia cartera para disfrutar de seguridad social. De hecho, existe verdaderamente una demanda de seguros que afecta a los problemas que cubre la seguridad social.

En estas condiciones, luchar por una reducción de la seguridad social sería un contrasentido dramático. Los que predican menos seguridad social amparándose en el liberalismo son intervencionistas, aunque ellos mismos no lo saben, o bien actúan de forma encubierta. Porque para un liberal, no existe una cantidad óptima para un servicio fijada a priori por los tecnócratas. ¿Por qué tendría que ser la única excepción la protección social? ¿Por qué tendría que ser un principio liberal el fijar un contingente, cuando hacerlo a las importaciones de automóviles es intervencionista? Desde una perspectiva democrática liberal, la cantidad óptima de seguridad social es la que resulta de la libre confrontación entre la oferta y la demanda. Pasar de una situación en la que el Estado impone un consumo de protección social quizá superior a lo que los ciudadanos quieren verdaderamente —es decir, están dispuestos a pagar— a una situación en la que el Estado impusiera un racionamiento de la seguridad social sería sustituir un intervencionismo por otro.

Pero ¿por qué muchos incurren en este error? Porque no se imaginan que la protección social puede formar parte de la economía de libre mercado. Para ellos, la seguridad social es una especie de cáncer del que hay que proteger al organismo reduciéndolo al máximo. La seguridad social sería radical y fundamentalmente ajena a la esfera de libre mercado. Por tanto, es, desde luego, impensable considerar ni la oferta ni la demanda de seguridad social.

El presente trabajo tiene como objetivo demostrar que no hay que perder de esta manera la esperanza en la seguridad social. No existe incompatibilidad de naturaleza entre ésta y la economía de libre cambio. Para la economía de mercado, todo lo relacionado con la seguridad social no está definitivamente perdido. Dicho coloquialmente, el problema «tiene remedio». Porque la protección social es un conjunto de dispositivos que sirven para realizar intercambios. Sin ninguna duda, tal y como están las cosas, ello no resulta evidente, porque la seguridad social se ha organizado de forma burocrática. Pero esto no es el fin. Ese servicio se puede reformar para hacer de él una pieza maestra, un elemento clave de la economía de mercado, porque en el seno de nuestra sociedad cumple, fundamentalmente, funciones de intercambio. Muy próxima a la banca y al seguro, la seguridad social podrá formar con ellos un gran conjunto de servicios: la «socio-banca-seguro».

I. FUNCIONES DE LA PROTECCION SOCIAL

1. Los seguros

Son muy conocidos. El seguro de enfermedad y el seguro de accidentes de trabajo no se diferencian fundamentalmente de los seguros contra incendios, inundaciones o accidentes de automóvil. En todos

los casos, el asegurado cambia un gasto determinado (la prima) por compensaciones aleatorias. El organismo que gestiona el servicio permite que se produzca un intercambio entre el conjunto de los asegurados. Es un intercambio tan importante para la economía de mercado que ya en el siglo XII comenzaron a practicarlo los comerciantes genoveses, en un momento en que Europa empezaba a descubrir de nuevo el comercio y a salir de la economía de autarquía.

2. El aplazamiento, o reasignación de la renta a lo largo del ciclo de la vida

Todos pasamos por tres etapas: infancia, madurez y tercera edad. Niño y anciano necesitan aportaciones exteriores; y sus necesidades aumentan a medida que se amplían el primer y el tercer período; formarse después de la adolescencia y jubilarse mucho antes de la vejez, que llega cada vez más tarde y dura cada vez más tiempo, se ha convertido en una regla común.

Todos debemos producir durante el segundo período de nuestra existencia lo suficiente como para «resarcir» a los que nos han mantenido durante la juventud, y lo suficiente como para preparar la jubilación. Es un problema de reasignación de recursos a lo largo del ciclo de la vida. Los organismos de jubilación, las cajas de subsidios familiares, la financiación pública de las instituciones escolares, organizan esta reasignación. No hay diferencia de naturaleza con el préstamo que hace un banco a un particular para construir su casa —o para costear los estudios superiores— ni con los contratos de seguro de vida y las rentas vitalicias que ofrecen organismos de seguros, ni con los fondos de pensiones. La oposición entre distribución y capitalización es muy artificial, porque las jubilaciones por distribución son, de hecho, jubilaciones por capitalización humana, que funcionan gracias a las inversiones en los recursos humanos (la natalidad y la educación de los jóvenes).

La distribución adecuada de la renta a lo largo del ciclo de la vida sólo se puede realizar mediante intercambios: en principio, cada generación recibe de la que le ha precedido, después se lo devuelve cuarenta años más tarde. Es un intercambio a muy largo plazo, pero es fundamental y afecta a una gran parte de los bienes y servicios que produce el país anualmente: millones de europeos trabajan en la enseñanza, y por tanto (en principio), al servicio de la juventud; el 40 por 100 de los cuidados médicos se destinan a los jubilados, etcétera.

3. El cambio demográfico

Tal intercambio se incorpora al cambio entre generaciones que está en la base de la reasignación de la renta a lo largo del ciclo de la vida. Algunos no tienen hijos, o tienen uno solo. Otros contribuyen más a la renovación de las generaciones. Ahora bien, todos cuentan con su jubilación; es decir, piensan disponer de una parte de lo que produzca la generación siguiente. Si cada uno guardase para sí mismo los derechos sobre las rentas de los hijos que ha criado él mismo, los que no tienen hijos, o tienen pocos, no tendrían apenas pensiones. Por tanto, es necesario un intercambio entre los que tienen más hijos y los que tienen pocos o ninguno. Los primeros permiten a los segundos beneficiarse del trabajo de los hijos que han educado; en contrapartida, los segundos financian una parte de esta educación, en forma de impuestos destinados a la enseñanza, cotizaciones o impuestos destinados a la cobertura de enfermedad (los hijos están asegurados «gratuitamente») y a las prestaciones familiares, etcétera.

4. Homogeneización de la renta

En caso de paro, aparece un déficit temporal en la renta del individuo o de la pareja afectada. De la misma manera, en lo referente a la educación de los hijos, hay un momento en el que todos son una carga a la vez. Durante estos períodos nos gustaría disponer de una parte de la renta generada durante otros períodos. Es un problema de reasignación de la renta, pero en el propio seno de la edad adulta. El ahorro y el préstamo permiten hacerle frente en parte. Sin duda, ahorro y préstamo suponen intercambios entre deudores y acreedores.

5. El tratamiento de la pobreza y de ayudas sociales

Esta es la única función de la protección social que no depende directamente de la economía de libre cambio. Representa solamente un pequeño porcentaje del total que gestionan los organismos de la seguridad social en el más amplio sentido de la palabra: entre un 10 y un 20 por 100 aproximadamente. En este caso, se trata de utilizar los recursos para darlos, sin esperar su vuelta, a la gente que los necesita y que, sin duda, no podrán devolver.

Señalemos, sin embargo, que esta asistencia social se puede organizar de una forma más o menos «rentable». Bien estructurada, debe permitir volver a incluir en el circuito productivo a una proporción significativa de personas marginadas. Algunos organismos caritativos saben hacer que los que han salido del apuro tomen conciencia de que tienen el deber de ayudar a su vez a otros marginados, contribuyendo, por ejemplo, a la marcha del organismo que los ha ayudado. Estos organismos se renuevan con un principio de intercambio. Ahora bien, se encuentran entre los más eficaces, porque

no encierran a los pobres en el círculo vicioso de la asistencia, sino que los hacen salir en la medida de lo posible.

Así, incluso en el campo de la lucha contra la pobreza, el intercambio no está ausente por completo. Por el contrario, a través de formas adecuadas, constituye una solución muy eficiente.

Podemos concluir esta primera parte afirmando que la protección social depende completamente de la economía de libre cambio. Se trata de una estructura que tiene como función organizar intercambios, a veces a largo plazo, que afectan al conjunto de la población de un país. Es lo que podemos denominar intercambio social. Pero generalmente este intercambio social no está reconocido, porque está encubierto por una organización burocrática que lo desfigura.

II. EL INTERCAMBIO SOCIAL CAMUFLADO Y DESFIGURADO

La seguridad social y otros organismos, según las particularidades nacionales (Estado, colectividades territoriales, cajas de seguro de desempleo, cajas de jubilaciones complementarias) cumplen más o menos bien su función de intercambio social por una serie de razones; la primera de ellas es el desarrollo de una cierta mitología en torno a la seguridad social que encubre esta función.

1. El mito de la redistribución

Esta mitología está muy bien orquestada; los sumos sacerdotes la predican con mucha seguridad, y los medios de comunicación toman con gusto el relevo de sus homilías. De esta manera, se convence a la gente de que la protección social está hecha para redistribuir las rentas, para que el dinero pase del bolsillo de uno a otro, cuando el primero es rico y el segundo pobre. Los propios estadistas solamente hablan de transferencias sociales, y pocos son los economistas que no ceden ante este conformismo. Por otra parte, la economía de la seguridad social todavía es el pariente pobre del análisis económico.

Está comprobado que se trata de un mito y no de una realidad: para entre un 80 y un 90 por 100 de las cantidades afectadas, la seguridad social toma el dinero de las mismas categorías que se benefician de su generosidad. Sin duda alguna, la redistribución es una de las funciones de la protección social; pero esta función sólo absorbe una pequeña parte de su presupuesto. Por el contrario, el mito de la redistribución lleva a organizar la seguridad y el aplazamiento como si se tratara de redistribución, lo que conduce a múltiples incertidumbres e injusticias.

Una vez aceptada la idea de transferencia social, nos encontramos, en efecto, encerrados en un mundo artificial, como Alicia en el país de las maravillas. Por ejemplo, desde el momento en que se trata de transferencias sociales, ¿por qué no fiscalizar ampliamente la seguridad social? Organizaciones poco sospechosas de socialismo, como la patronal francesa, han propuesto desde esta óptica (y lo han obtenido parcialmente) la fiscalización de los recursos del ramo familia, sin darse cuenta de que se trata de una medida similar a la nacionalización del crédito con la que, por otra parte, no están de acuerdo. Una vez admitido el dogma de las transferencias sociales —es decir, cuando se cree a pies juntillas que la seguridad social está completamente estructurada para redistribuir la renta—, es imposible razonar: los impulsos afectivos y pasionales superan al análisis. Esto esteriliza toda reflexión que pueda llevar a acercar la seguridad social a la banca y al seguro, a hacerla compatible con el mercado.

2. La oscuridad generalizada

En materia de seguridad social, se venda los ojos a la población. Lo que se paga a la seguridad social apenas lo conocen los asalariados —aun cuando hoy, en Francia, en España y en otros países, figura en las nóminas— porque esta cantidad no se abona en la cuenta corriente del interesado. Se utiliza el pretexto de que es más simple que los empresarios paguen directamente a la seguridad social; pero las compañías de electricidad, teléfono, agua y otros organismos, utilizan perfectamente la técnica de la exacción automática extendida a la mayor parte de la población: ¿por qué la seguridad social no es capaz de hacer lo mismo? En realidad, no es cierto que ésta prefiera que el asalariado tenga una idea clara de lo que paga; como las reacciones de los trabajadores independientes que, por las circunstancias, saben exactamente lo que pagan, son muchas veces negativas, prefieren que el asalariado medio permanezca en una ignorancia anestesiante.

Otra fuente de oscuridad en este ámbito es la diferencia entre la cotización salarial y la cotización patronal. Para el economista, está claro que el empresario paga todo y que el asalariado también paga todo. Para el empresario, lo que cuenta es el coste total del trabajo; para él, la remuneración del trabajo incluye todas las cargas relacionadas con el empleo de personal, sea cual sea su estatuto jurídico o su nombre. En cuanto al asalariado que podría resultar beneficiario de la totalidad de esta remuneración del trabajo por el empresario, si sólo recibe una parte, por ejemplo, el 60 por 100, está claro que se le ha retenido el 40 por 100 restante. La verdad es que los empresarios remuneran a sus asalariados por la totalidad del coste laboral, y que éstos pagan a los organismos de protección social una alta contribución.

La diferencia entre las cotizaciones patronales y salariales permite únicamente que los actores sociales discutan para saber qué forma se dará al próximo aumento de las cotizaciones. Por ahora, es más ventajoso para los asalariados que se aumente la parte patronal, y para los empresarios que se aumente la parte salarial. Después actúa la ley del mercado y la situación de equilibrio es la misma; pero durante un período transitorio, resulta ventajoso para unos o para otros, y la rivalidad que se produce por estas ventajas transitorias es una de las razones de ser del sindicalismo obrero y patronal.

Caricaturizando la situación, casi se podría decir que la diferencia entre las cotizaciones patronales y salariales existe solamente para justificar la existencia de los sindicatos obreros y patronales, justificar su presencia en los consejos de administración de los organismos de protección social y tenerlos ocupados con rivalidades ritualizadas.

El asalariado, anestesiado por la retención de su dinero, no tendrá ya la posibilidad de saber para qué función cotiza. El 40 por 100 de las cotizaciones de enfermedad sirven para pagar los servicios de sanidad de los que se benefician los jubilados; este 40 por 100 tiene la misma función que las cotizaciones a las cajas de jubilación, pero el trabajador medio no puede saberlo; le dejan creer que cotiza para su propia cobertura de enfermedad y, así, ignora el coste real de la jubilación. De la misma manera, entre el 10 y el 15 por 100 de las cotizaciones de enfermedad sirven para la infancia; por esto tienen la misma naturaleza que las cotizaciones «familia», pero nadie lo sabe.

3. Falta de lógica actuarial

En cuanto a la jubilación, se finge ignorar ese elemento esencial que es la esperanza de vida en la fecha de la liquidación de la pensión. El derecho intemporal sustituye así al valor actual de la renta vitalicia. Este valor actual es lo que obtiene el jubilado a cambio de su contribución a la inversión demográfica. Pero este intercambio también se oculta, como lo demuestra el punto siguiente.

La primera consecuencia de la falta de lógica actuarial es que o se incita a la gente a acogerse a la jubilación muy pronto, o a hacerlo más tarde, pero nunca se les permite ejercer libertades y responsabilidades en ese tema. En Francia, antes de las reformas de 1982, las deducciones que se practicaban a las pensiones de los que querían acogerse a la jubilación antes de los sesenta y cinco años superaban con creces a lo que hubiera resultado de un cálculo actuarial: el Estado penalizaba entonces la jubilación anticipada. Desde 1983, sucedió lo contrario: esperar más de sesenta años para liquidar la pensión hacía ganar dinero a las cajas de jubilación, sin que el asalariado fuera recompensado por ello, como lo hubiera hecho la lógica actuarial. Entonces, las jubilaciones por encima de la edad «normal» se penalizaban. Dicho de otro modo, el Estado no puede abstenerse de intervenir, sea en un sentido o en otro. ¿Cuándo se dará cuenta de que la democracia y el principio de subsidiariedad consisten, en el fondo, en dejar que los actuarios hagan sus cálculos y en dejar que los principales interesados decidan por sí mismos la solución que les convenga, con total responsabilidad, es decir, sin penalizarlos ni favorecerlos? (Por supuesto, de los cálculos actuariales resultan pensiones mensuales tanto más elevadas cuanto más avanzada sea la edad a la que se liquide la jubilación.)

La segunda consecuencia de la falta de lógica actuarial se manifiesta en las cuentas de las cajas de jubilación por distribución: éstas no llevan la contabilidad ni de sus contratos, ni de sus compromisos, ni de sus derechos devengados. Lógicamente, deberían medir lo que tendrían que pagar a los jubilados y a los activos que ya han adquirido derechos: las cajas tienen una deuda con ellos, y las provisiones matemáticas tienen como función catalogar esta clase de deudas. ¿Por qué no se ha hecho? Se podría hacer: los organismos de seguros de vida lo hacen. Así pues, parece que no quieren hacerlo. Este oscurantismo (etimológicamente: voluntad de mantener la oscuridad) comporta el alejamiento entre las cajas de jubilación por distribución de fondos de pensiones y los organismos de seguros de vida, cuando los servicios prestados a la población son muy parecidos.

4. La mitología de los derechos de jubilación

Se hace creer a las gentes que sus derechos de jubilación se fundamentan en las cotizaciones que pagan a los organismos de jubilación. Más aún: jurídicamente, es lo que pasa cuando cada pago da lugar a la asignación de puntos (en los regímenes complementarios) o de anualidades. Existe aquí una mixtificación extraordinaria, ya que las cotizaciones se gastan poco a poco en beneficio de los jubilados actuales. De hecho, la esperanza de disponer de una pensión se basa en la medida en que los jóvenes han venido al mundo, los han educado, los han mantenido hasta el momento en que son capaces de sustituir a los mayores, y solamente en esta medida. Lo lógico sería asignar derechos de jubilación a prorrata de las contribuciones, dando contenido efectivo a estos derechos; es decir, contribuciones para la educación de los jóvenes. Pero se ha permitido desarrollar una gigantesca «cadena», análoga a estas operaciones engañabobos en las que hay que enviar una pequeña cantidad a quien ha contactado con usted y reclamar otra a otros ingenuos.

De esta manera, se ha hecho que la población acepte un error generalizado de asignación, cuyo equivalente bancario sería el siguiente: imaginemos que cada cliente tiene una cuenta de ahorro y una

cuenta de préstamo, y que un error en el programa informático de gestión de estas cuentas hace que todas las órdenes de reembolso de un vencimiento de préstamo repercutan sobre el saldo de la cuenta de ahorro. El reembolso del préstamo es el pago a las cajas de jubilación por distribución, que sirve para saldar la deuda que tenemos de cara a nuestros mayores. El saldo de la cuenta de ahorro es la asignación de los puntos de jubilación. Sin duda alguna, el resultado de estos errores de asignación es que cada uno concibe la seguridad social como un organismo que retiene y distribuye las rentas sin considerar los servicios prestados, sin lógica económica. Otro resultado es que los puentes entre la seguridad social y las instituciones de ahorro, de crédito y de seguros están cortados, ya que la primera puede recurrir a métodos que para las segundas constituirían faltas profesionales de la mayor gravedad.

A fin de cuentas, actualmente, la seguridad social está organizada de manera que la gente no sabe lo que paga ni lo que recibe, de forma que ignora la relación de reciprocidad que existe entre lo uno y lo otro: lo que pagan y aquello que en su comportamiento anterior es la causa eficiente de lo que reciben. En estas condiciones, no hay nada extraño en que los servicios de intercambio social, que la seguridad social tiene la función de dar, sean completamente desconocidos.

La propia magnitud del desastre sugiere la posibilidad de mejoras. Estas abrirían grandes perspectivas a las instituciones que prestan servicios análogos de acuerdo con los principios de base del intercambio y del mercado.

III. ALGUNAS DIRECCIONES PARA UNA REFORMA

Enumeraremos algunas pistas de manera muy sucinta y sin pretender ser exhaustivos.

1. Supresión de la diferencia entre la parte patronal y la parte salarial

Todas las cotizaciones sociales están reflejadas en la nómina, incluida la asignación del comité de establecimiento, la financiación de la vivienda, etcétera. Todas son consideradas oficialmente como una cotización de seguro que permite derechos de indemnización, como un ahorro que prepara la futura jubilación (lo que se traduce en la asignación de puntos de jubilación), como el reembolso de una deuda contraída durante la juventud (las cotizaciones a las cajas de vejez) o como una retención cuasitributaria que financia la redistribución y la lucha contra la pobreza. El salario bruto las incluye todas.

En una segunda etapa, la cuenta del asalariado será abonada por la totalidad del salario bruto, y las retenciones se efectuarán a esta cuenta de forma personalizada, es decir, tomando en consideración su elección, su situación familiar, etcétera.

2. Remodelación de las cotizaciones

La cotización por enfermedad, en concreto, se reduce aproximadamente a la mitad, en beneficio de la cotización de vejez y, en segundo lugar, de la cotización familiar, para que cada uno sepa de hecho a quién va su dinero, y sólo pague, en concepto de cotización por enfermedad, su propio seguro de enfermedad. Los jubilados ven cómo aumenta su pensión bruta en el debido importe, así como su cotización por enfermedad, lo que deja inalterada su pensión neta, pero saben en adelante lo que los activos gastan por ellos.

3. Supresión del concepto edad de jubilación, y aplicación de un baremo actuarial que fije el valor del punto en función de la edad en el momento de la liquidación de la pensión

En este caso, se trata de aplicar el principio de «neutralidad actuarial», fundamental para permitir una libre elección entre los métodos de capitalización clásicos y los métodos de capitalización humana, llamados «de reparto». En efecto, los fondos de pensiones y otros organismos que proponen fórmulas de ahorro con vistas a la jubilación, con salida posible u obligatoria en renta vitalicia, no pueden competir equitativamente con los organismos que utilizan el dinero del contribuyente para liberarse de las obligaciones que manifiestan los cálculos actuariales.

4. Introducción de «puntos» en todos los regímenes de jubilación por reparto

El sistema de anualidades y el que consiste en pagar un determinado porcentaje del salario de fin laboral, en efecto, son incompatibles con una gestión rigurosa del sistema en su conjunto, y con una competencia leal entre los organismos que proponen sus servicios en el tema del aplazamiento. Esta reforma constituye una cuestión previa para la puesta en práctica de los puntos 3 y 5.

5. Asignación de puntos de jubilación en función de las contribuciones a la inversión demográfica

Estas contribuciones son de dos clases: en especie y en efectivo. Las personas que educan a sus hijos recibirían, entonces, puntos por este concepto y la otra mitad (aproximadamente) de los puntos se

asignaría a prorrata de una contribución en dinero que reemplazaría diversos recursos fiscales y parafiscales del sistema escolar, de los organismos que pagan las prestaciones familiares y del seguro de enfermedad-maternidad. En adelante, estas cantidades ya no se pagarían a fondo perdido; se reconocería su naturaleza de participación en el esfuerzo colectivo de inversión en la juventud: darían derecho a puntos de jubilación, más o menos como un pago en beneficio de un fondo de inversión da derecho a participaciones emitidas por este fondo de inversión.

Se podría dejar un cierto margen a las personas en cuanto a los importes a pagar. Los que prefieran invertir en capital físico, a través de los aplazamientos financieros propuestos por diversos organismos capaces de gestionar un ahorro con vistas a la jubilación, tendrían así la posibilidad de hacerlo. La capitalización clásica entraría en competencia leal con el reparto reformado o capitalización humana.

Señalaremos que los organismos de ahorro y de crédito podrían perfectamente intervenir tanto en la gestión de la jubilación por reparto como en la de la jubilación por capitalización. Todos los derechos sobre los activos residirían en una Caja Nacional, siendo difícil que establecimientos privados puedan tener directamente derechos de exacción obligatoria sobre seres humanos. Pero los organismos de ahorro y de previsión podrían perfectamente poseer créditos contra esta Caja Nacional, como poseen créditos contra el Estado (en forma de obligaciones y bonos del tesoro). Por otra parte, poseer obligaciones del Estado significa, en realidad, poseer, por medio del Estado, derechos sobre la producción de los futuros activos (futuros contribuyentes). El análisis económico de la deuda pública muestra muy poca diferencia entre ésta y la deuda de los organismos de jubilación por reparto: en los dos casos, no hay activo físico, sino derechos de exacción sobre el capital humano.

Así, desde esta perspectiva, las cajas de jubilación clásicas perderían su monopolio actual, y los organismos de ahorro podrían proponer a sus clientes una gama completa de servicios, incluyendo la gestión de su cuenta de puntos de jubilación mediante reparto. Las propuestas incluidas en el párrafo 7 mostrarán hasta qué punto podría ser esto interesante.

6. La contribución destinada a la financiación de la juventud

Podría tomar una forma bastante similar al actual impuesto sobre la renta. Así, este impuesto, el más importante, podría ser renovado por completo. Por una parte, dejaría de ser pagado a fondo perdido, lo que disminuiría su impopularidad. Por otra parte, los defraudadores se castigarían a sí mismos al privarse de los derechos de jubilación. Al ser el fraude una verdadera plaga en muchos países, se entiende el interés de un mecanismo que sancione automáticamente a los ciudadanos a los que se considera culpables.

Esta nueva forma de impuesto sobre la renta se reintegraría a la esfera del intercambio: se convertiría en un préstamo destinado a financiar la educación de las jóvenes generaciones que, una vez adultos, lo reembolsarían posteriormente a sus mayores, en forma de rentas vitalicias. Así, se disminuiría el campo de las exacciones obligatorias sin contrapartidas en una cuantía considerable: en el caso francés, alrededor de 600.000 millones, o sea, el 8,5 por 100 del PIB y el doble del actual impuesto sobre la renta, particularmente bajo en relación con la media europea.

7. Utilización de mecanismos financieros

¿Por qué no reemplazar, por ejemplo, una gran parte de las indemnizaciones de paro por préstamos? ¿Por qué no prestar más a los matrimonios para la educación de sus hijos, al estar el reembolso de estos préstamos empeñado en los derechos de jubilación que ellos obtendrían por el hecho de haber educado a sus hijos? El campo de la sociofinanza es una gran extensión sin cultivar que las técnicas financieras, dirigidas por los organismos financieros clásicos, pueden evaluar para un mayor aprovechamiento conjunto de la población y de estos organismos.

8. Establecer compensaciones

Por ejemplo, entre las cotizaciones «familia», que pagan los asalariados con carga familiar, y las prestaciones familiares a las que tienen derecho. O también entre las prestaciones familiares y los derechos de jubilación: algunos pueden prescindir de la ayuda para educar a sus hijos y prefieren obtener a cambio más puntos de jubilación.

9. Multiplicar las áreas de libre elección

Para una gran parte de la población, cotizaciones y prestaciones podrían convertirse en facultativas, opcionales. Nos encontramos en este caso con una idea liberal clásica: limitar el régimen obligatorio al mínimo y dejar a la gente que opte libremente.

10. Introducir la competencia en el campo sanidad-seguro de enfermedad

Los pacientes no están en la mejor posición para desencadenar la competencia entre los productores de servicios médicos; sin embargo, están en condiciones de escoger el organismo que elegiría a los

prestatarios de servicios que ofrezcan la mejor relación calidad-precio.

Dicho de otro modo, la idea sería promover la competencia a dos niveles:

— entre productores de servicios de sanidad, cuyos compradores serían los organismos aseguradores que tengan la capacidad y la calma necesarias para juzgar los precios y las prestaciones;

— entre los organismos aseguradores, al ser los ciudadanos libres de dirigirse al que elijan, como es el caso de Alemania. Todos deberían asegurar una cobertura de base a un precio concertado pagado por una Caja Central basándose en diferentes criterios (edad, sexo, posibles desventajas, etc.); los más eficientes ofrecerían más que el mínimo legal. Y todos podrían proponer complementos que permitirían ir más allá.

No se desarrollará aquí este punto, ya que el presente estudio está centrado en el aplazamiento. Pero convenía demostrar que existen vías para salir de la rutina burocrática tanto en lo que se refiere a la enfermedad como en lo que se refiere a la jubilación, la juventud y el paro.

Señalaremos también que es posible analizar algunas disposiciones que empujan al fraude; por ejemplo, en el tema del absentismo por enfermedad. El reembolso del 100 por 100 por ausencias cortas, genera, en verdad, más abuso que el hecho de que el asegurado no pague el porcentaje de los gastos de uno u otro medicamento.

CONCLUSION

Integrar la protección social en la economía de mercado es posible, ya que los organismos de protección social tienen como función económica organizar los intercambios. En lugar de limitar las exacciones obligatorias con muchísimas dificultades, a costa de una restricción de los servicios prestados, y probablemente a costa de un racionamiento bastante particular en nuestra opulenta sociedad, llegaríamos así a considerar insignificante el concepto mismo de la exacción obligatoria en, aproximadamente, el 80 por 100 del campo de la protección social.

Este es el reto fundamental: si la crisis actual de la seguridad social finaliza en su conversión, en su integración en la economía de mercado, de la que hoy es parasitaria, un dinamismo nuevo animará nuestra vieja sociedad. Abastecer a la seguridad social es una de las tareas principales que nos incumben en las próximas décadas. La protección social necesita ser reestructurada, basándose en sus fundamentos. Será la gran reforma de comienzos del siglo XXI, considerada imprescindible por la gran evolución que se ha producido desde la fundación del sistema: aumento de la esperanza de vida (diez años en cuarenta años, y en continuo movimiento a razón de dos meses y medio por año aproximadamente); generalización de la actividad laboral femenina; cambio en los modos de vida familiar; caída de la natalidad; aumento del nivel de vida; apertura de las fronteras; rapidez del progreso técnico, etcétera.

En muchos aspectos, la reforma de la seguridad social constituirá la «nueva frontera». Representa una parte importante de la mejora de la gestión de los macrosistemas que necesitamos con urgencia.

En efecto, nuestra capacidad de organización macroeconómica acusa un considerable retraso en relación con nuestros resultados de organización microeconómicos. Sabemos hacer funcionar una empresa de una forma muy eficaz, pero no es lo mismo en el ámbito del Estado y de la protección social. Las insoportables tasas de paro que se producen en Europa, y en particular en España y en Francia, son la consecuencia directa del retraso de la aplicación de nuestros conocimientos macroorganizativos sobre nuestras competencias microorganizativas, microorganizacionales.

Este breve estudio ha querido reflejar algunas de las vías que se deberían explorar para recuperar el retraso acumulado en materia de organización de la protección social. La idea principal es que hay que partir de las competencias de que disponemos. Ahora bien, tenemos una buena ingeniería, un sólido *savoir faire* en el campo de las finanzas y del seguro clásico; a partir de estos puntos fuertes, podremos hacer entrar a la protección social en el marco de la economía de libre cambio. No entregándola al sector privado para su desmembración; esto sería un comportamiento irresponsable y políticamente suicida. Es imprescindible conservar ciertas características de servicio público, y no es posible confiar a agentes privados el poder de exacción sobre los recursos humanos. Pero el mantenimiento de estas prerrogativas de regalía no tiene nada que ver con el *statu quo.* La existencia de un banco central que hace uso de prerrogativas para limitar la emisión monetaria no es en absoluto incompatible con la instauración de una gran libertad y de una verdadera competencia entre los bancos de segundo rango. El desarrollo de los mercados financieros, la multiplicación de las innovaciones, de nuevos productos —quizá en exceso en lo que se refiere a productos derivados— confirma que el ejercicio de la autoridad monetaria ha sido compatible con el paso de la financiación y del ahorro de un régimen burocrático a un régimen competitivo.

Después de un largo período en el seno de la economía administrada, esta integración del sector financiero en la economía de mercado muestra el camino: algo similar es lo que tenemos que hacer con la protección social. Esta se encuentra en la etapa en la que se hallaban la banca y las finanzas hace veinte o treinta años: bajo la autoridad del

Estado, con un fuerte control burocrático que, por otra parte, daba malos resultados en materia de inflación; es decir, en el punto que, en principio, era su razón de ser. Después, la banca y las finanzas se liberalizaron, y se produjo la prodigiosa expansión de las fórmulas de mercado; y a la vez la inflación se contuvo prácticamente. Este éxito clamoroso invita a que seamos razonablemente optimistas con respecto a la transformación de la seguridad social. ¿Quién hubiera dicho hace treinta años que nuestros sistemas bancarios y financieros evolucionarían como lo han hecho?

La gran transformación de la seguridad social que va a tener lugar requiere un formidable trasvase de competencias. El *savoir faire* se encuentra hoy, en gran parte, en la banca y en los seguros (en la banca-seguros). Este sector en concreto es competitivo para desempeñar una función determinante y asumir su parte del mercado en los servicios de la seguridad social nuevo estilo. En los últimos diez años, la banca-seguros y los mercados han constituido la «nueva frontera» de los organismos de ahorro, crédito y seguros. Si mi análisis es correcto, las áreas de socio-finanzas y socio-seguros, reintegradas en la economía de mercado, serán su «nueva frontera» durante la primera década del siglo XXI.

POLITICA ECONOMICA, COMPORTAMIENTO Y RESPUESTAS DEL MERCADO FINANCIERO EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS

Mickey D. Levy

INTRODUCCION

Siguiendo los pasos de Estados Unidos, las economías de los países industrializados europeos están resurgiendo tras prolongados períodos de recesión. La recuperación japonesa está más rezagada. En medio de un comportamiento económico deficiente, ha habido una creciente frustración por la política macroeconómica, unas tasas de desempleo abrumadoramente elevadas en toda Europa y unos cambios erráticos en los mercados financieros. Aunque la perspectiva de la recuperación económica de la mayoría de los países se ha aclarado significativamente, sigue habiendo problemas estructurales.

Observando críticamente las conexiones entre la política económica, el comportamiento económico y las respuestas del mercado financiero, estudiamos en este trabajo tres cuestiones cruciales para la evaluación del entorno en el que desarrollar los negocios: 1) ¿Cuál debe ser el impulso de la política económica para alcanzar un crecimiento económico sostenido y saludable, y de qué forma han contribuido los errores en la política al reciente comportamiento deficiente? 2) ¿Cuáles son las perspectivas económicas para las principales naciones industrializadas, y cuál debería ser la postura actual de las políticas económicas? y 3) ¿Qué respuestas cabe esperar del mercado financiero a medida que maduren las recuperaciones económicas?

Muchas de las recientes experiencias estadounidenses, consideradas por separado y en comparación con otros países industrializados, aportan una visión clave de estas cuestiones.

POLITICAS ECONOMICAS PARA UN COMPORTAMIENTO ECONOMICO SALUDABLE

Los objetivos de una sana política económica son, en esencia, el crecimiento económico sostenido y la elevación del nivel de vida, lo que presumiblemente implica la creación de empleo. Una inflación baja es el ingrediente necesario para una saludable expansión económica sostenida. Las políticas económicas —macro y micro— desempeñan papeles cruciales en la determinación del comportamiento. La conducta del mercado financiero, incluyendo los tipos de interés y de cambio, se determina conjunta y endógenamente por el comportamiento de un país, la política y los flujos internacionales de capitales.

En el mejor de los casos, los políticos de los países industrializados han obtenido resultados mixtos en la consecución de un comportamiento económico sano y sostenido. Europa prosperó en los años setenta, mientras que el comportamiento económico estadounidense vaciló y la inflación creció; la mejoría de las condiciones económicas en la década siguiente fue interrumpida por una inflación más alta; recientemente, mientras en Estados Unidos se han recuperado de la recesión en condiciones saludables, Europa está empezando a lograrlo, y las altas tasas de desempleo suponen una dificultad social y también económica. Mientras la tendencia desinflacionista de los años noventa en todo el mundo industrializado afirma las bases para la expansión, en la mayoría de los países han surgido grandes déficit presupuestarios gubernamentales. Entre tanto, Japón lucha por recuperarse de su reciente y profunda recesión y se enfrenta a un crecimiento potencial más lento. En brusco contraste con ello, muchos de los llamados países en desarrollo han adoptado políticas procrecimiento y gozan de un robusto crecimiento económico que ha elevado en gran medida sus participaciones en la producción mundial. Sus perspectivas son brillantes.

El deficiente funcionamiento económico, los periódicos y destructivos brotes inflacionistas y los niveles inaceptablemente altos de desempleo son consecuencia, sobre todo, de unas políticas económicas mal encauzadas. Por lo que respecta a las políticas macroeconómicas, la fuente más importante del volátil crecimiento de la demanda global, que ha generado amplias fluctuaciones cíclicas en el crecimiento y la inflación reales, han sido las erráticas políticas monetarias. Las políticas fiscales de muchas naciones están dirigidas sobre todo a apo-

yar la renta; este empuje ha dado lugar a un elevado desempleo, escaso ahorro y una trayectoria más baja del crecimiento potencial a la larga. Más aún, un amplio despliegue de políticas microeconómicas y reguladoras, sobre todo en Europa, ha creado una tela de araña de desincentivos que ha restringido el empleo y ha motivado paros voluntarios. Examinemos cada uno de ellos con más detenimiento.

Política monetaria

La meta apropiada de la política monetaria es la estabilidad de precios duradera, mientras que una inflación baja es el ingrediente necesario para una expansión económica sana y sostenida. La inflación elevada deforma la adopción de decisiones económicas, desvía los recursos hacia actividades antieconómicas, crea incertidumbres e interrumpe la expansión económica. Todas las recesiones estadounidenses recientes se han debido a una inflación indeseablemente alta y/o combinada con el retraso de la Reserva Federal y una tardía respuesta extremadamente agresiva. Las fluctuaciones cíclicas en Europa y Japón son atribuibles, sobre todo, a políticas monetarias inestables.

Anteriormente, la política monetaria errática se ha producido por una combinación de las siguientes circunstancias: 1) presión política sobre quienes hacen la política monetaria para reducir el desempleo; 2) intentos equivocados de estabilizar la moneda; 3) tendencia a emplear la política monetaria para conseguir metas que no era posible alcanzar, y 4) confiar en unos marcos analíticos o empíricos mal dispuestos, que típicamente implican la curva de Phillips, en los que los políticos buscan activamente el ilusorio trueque entre desempleo e inflación, fijando la tasa de los fondos federales sin tener en cuenta la oferta de dinero, y una política que echa la vista atrás y no logra considerar los impactos demorados de la política monetaria.

Son abundantes los ejemplos de cada tipo de error de política económica: la Reserva Federal estadounidense tratando de adoptar una postura monetaria en exceso acomodaticia, en un intento mal encauzado por compensar una política fiscal «estricta»; los intentos de determinados bancos centrales europeos de impedir la fluctuación de las monedas para reflejar fenómenos no monetarios, forzando a la política monetaria a desviarse de los objetivos internos, y el tremendo cambio del Banco del Japón, que pasó de una excesiva facilidad monetaria a una restricción excesiva, creando la burbuja del precio de los bienes a finales de los años ochenta, y la subsiguiente recesión y deflación.

La línea fundamental es que el papel propio de la política monetaria consiste en tratar de lograr precios estables como base para una firme expansión económica. Una política monetaria excesivamente acomodaticia tiene un impacto positivo *temporal* sobre el crecimiento económico y la creación de empleo reales, pero su impacto a la larga recae plenamente sobre la inflación: *no* es capaz de elevar el comportamiento económico potencial ni de crear empleo permanente. La política monetaria tiene impactos económicos muy distintos de los de la política fiscal y, en consecuencia, no son sustitutorios. Con demasiada frecuencia, se pide a los bancos centrales que alteren la política monetaria en respuesta a la política fiscal, basándose en el supuesto, incorrecto, de que las políticas fiscal y monetaria son palancas políticas intercambiables; no lo son. Los intentos de usar la política monetaria para lograr más de lo que es capaz falla siempre en el intento por alcanzar los objetivos pretendidos, y sólo genera efectos colaterales indeseados.

Política fiscal

Cuando la mayoría de los analistas y políticos hablan de política fiscal, consideran en primer lugar el déficit presupuestario del gobierno y valoran los cambios en el déficit como medida de empuje fiscal. Esta forma de ver las cosas es bastante limitada y, en muchos sentidos, engañosa. Por el contrario, el enfoque de la política fiscal debería recaer sobre la forma en que se distribuyen los recursos nacionales mediante la mezcla del gasto gubernamental y la carga fiscal, y la forma en que estas estructuras fiscales y de gasto afectan a los incentivos económicos para consumir, ahorrar e invertir. Son estos factores, en vez del desequilibrio presupuestario propiamente dicho, lo que importa para el comportamiento económico y financiero.

La distribución de los recursos nacionales y los incentivos fiscales son cuestiones de enorme importancia en el entorno actual. El gasto deficitario estadounidense alcanzó niveles sin precedentes en los años ochenta y principios de los noventa. Aunque los déficit presupuestarios del país han remitido a lo largo de los últimos años, han crecido fuertemente los déficit en la casi totalidad del mundo industrializado, sobre todo en Europa. Ninguna nación europea importante cumple hoy el criterio de convergencia de Maastricht de un déficit en relación con el PNB inferior al 3 por 100, y más de la mitad viola el criterio del 60 por 100 de deuda gubernamental viva en relación con el PNB (véase cuadro núm. 1).

No obstante, la mayoría de los análisis no consideran a qué se dedica el gasto deficitario y la forma en que las estructuras fiscales particulares afectan a los incentivos. Una parte creciente de gasto gubernamental estadounidense está destinada a quienes, probadamente, carecen de medios económicos (seguridad social y otros programas de jubilación, cuidados sanitarios, etc.), mientras que su sistema fiscal basado en la renta, la doble imposición de la renta corporativa y la elevada tasa sobre

CUADRO NUM. 1

POSICIONES PRESUPUESTARIAS GUBERNAMENTALES Y DEUDA NETA ACTIVA (En porcentaje del PIB)

	Posiciones presupuestarias de 1993		*Deuda gubernamental neta*
	Real	*Estructural*	*Debe*
Estados Unidos	– 3,4	– 3,1	56,4
Canadá	– 7,1	– 4,3	61,8
Reino Unido	– 8,1	– 4,5	32,9
Alemania	– 3,2	– 2,2	26,1
Francia	– 5,8	– 4,1	34,3
Italia	– 10,0	– 7,7	109,4
Japón	– 0,6	0,8	6,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, septiembre de 1994.

las ganancias de capital se combinan para desalentar el ahorro y la inversión. Como consecuencia de ello, la tasa de ahorro en Estados Unidos es una de las más bajas del mundo industrializado, lo que restringe su crecimiento potencial a la larga. No menos importante es el impacto financiero: su reducido ahorro en relación con las demandas de capital eleva los tipos de interés real en todo el mundo, y su masivo déficit por cuenta corriente —que refleja la diferencia entre el ahorro y la inversión— exige enormes entradas de capital internacional, que han contribuido a la caída del dólar estadounidense.

Sin embargo, en todos los demás países industrializados, el gasto y los impuestos gubernamentales, como porcentaje del PIB, son bastante más altos que en Estados Unidos. Con unas porciones relativamente más pequeñas para la defensa nacional, el grueso del gasto gubernamental en la mayoría de los países europeos se destina a asegurar la renta y a apoyar el bienestar. Esta pauta choca con la inversión gubernamental. Sin embargo, en contraste con Estados Unidos, toda Europa depende fuertemente de los impuestos basados en el consumo. Además, determinados países, como Alemania, evitan la doble imposición de los dividendos y tienen otras normas que reducen la carga fiscal sobre el capital. Los sistemas fiscales que son neutros entre el consumo y el ahorro generan tasas significativamente más altas de ahorro nacional que en Estados Unidos. Esto es lo que está detrás de los desequilibrios por cuenta corriente tradicionalmente bajos. Sin embargo, un IVA elevado y los programas de redistribución gubernamental a gran escala que imperan en toda Europa disuaden a los inversores, y perjudican el crecimiento potencial y los niveles de vida.

Así, una cuestión clave con la que se enfrentan ahora las naciones con gasto deficitario no es la magnitud del recorte de los déficit, sino más bien la mejor manera de recortarlos. El rendimiento económico depende crucialmente de las elecciones políticas. A este respecto, las políticas recientes de Estados Unidos, que implicaron aumentos fiscales que han disuadido más aún al ahorro, representan una estrategia económicamente ineficaz y estratégicamente costosa. La tasa de ahorro estadounidense, perturbadoramente baja, y su débil moneda reflejan esta estrategia mal encauzada.

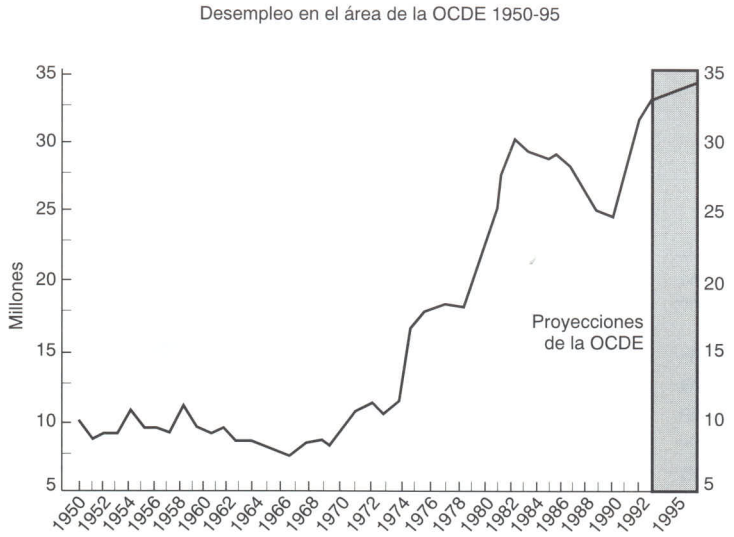
Políticas que desincentivan el empleo

El elevado paro y la falta de crecimiento del empleo tal vez sean las cuestiones económica y socialmente más importantes con las que se enfrenta Europa. El desempleo en la OCDE ha pasado de alrededor de 10 millones en los primeros años setenta hasta los casi 35 millones actuales, y las tasas de desempleo siguen estando por encima del 10 por 100 en muchos países. Más aún, la Comunidad Europea sufre una incidencia muy elevada del desempleo de larga duración, sobre todo entre los que tratan de acceder a su primer empleo (gráfico 1). El crecimiento total del empleo en la CE ha sido despreciable desde principio de los años setenta (0,3 por 100 anual en comparación con el 1,8 por 100 en Estados Unidos), y el empleo del sector privado no ha crecido en absoluto (gráfico 2). Véase OECD (1994 a y b) y Bean (1994).

Las elevadas tasas de desempleo en Europa son más de naturaleza estructural que el resultado de fluctuaciones cíclicas en la demanda global. Una fuerte evidencia sugiere que estas elevadas tasas naturales de desempleo las generan los estados del bienestar, las políticas fiscales y una tela de araña de normas gubernamentales que desincentivan la contratación, desalientan el trabajo e inhiben el flujo de personas que rotan en los puestos de trabajo. Un importante corolario de esta hipótesis, ampliamente apoyado por economistas de primera fila, es que hay poco espacio para que la política monetaria activista mejore permanentemente las tasas, inaceptablemente altas, de desempleo (Krugman, 1994; Meltzer, 1994, y OECD, 1994 a y b).

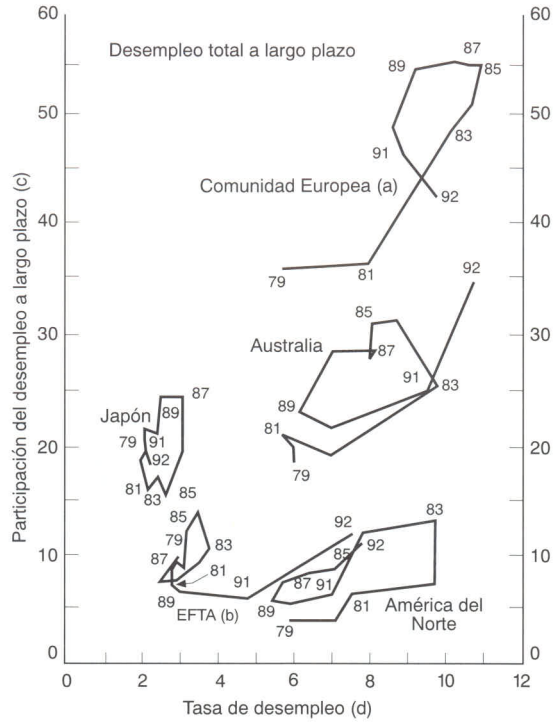
La lista de políticas gubernamentales que contribuyen a las rigideces del mercado laboral y a los altos niveles de desempleo es larguísima. Los elevados impuestos y costes obligatorios de compensación no salarial (para la sanidad y la seguridad social, etc.) introducen una cuña entre el coste total de la mano de obra para un empresario y el salario que percibe el trabajador. La legislación protectora del desempleo en determinados países se ha proyectado para disuadir los despidos laborales o elevar de algún otro modo los costes efectivos que supone para los empresarios despedir a los trabajadores. Las leyes sobre salarios mínimos elevan los costes del empleo por encima del valor añadido de algunas personas con baja preparación. También los controles gubernamentales sobre los convenios colectivos contribuyen a las rigideces del mercado laboral. En líneas generales, estas políticas inhiben la flexibilidad de los salarios reales para ajustar la

GRAFICO 1
EL DESEMPLEO EN EL AREA DE LA OCDE



Nota: La fecha de corte de la información estadística fue el 15 de mayo de 1994.

Fuente: OECD (1994a).



(a) Excluye Luxemburgo y Portugal en todos los años y Grecia en 1979.
(b) Sólo Finlandia, Noruega y Suecia.
(c) Desempleados durante un año o más como porcentaje de todos los desempleados .
(d) Tasas de desempleo normalizadas.

productividad del trabajador. Estas y otras políticas gubernamentales disuaden la contratación. Un seguro de desempleo excesivamente generoso y de larga duración, combinado con estipulaciones fiscales favorables, reduce el coste que supone estar en paro y disuade, por tanto, a los trabajadores desempleados de buscar un empleo.

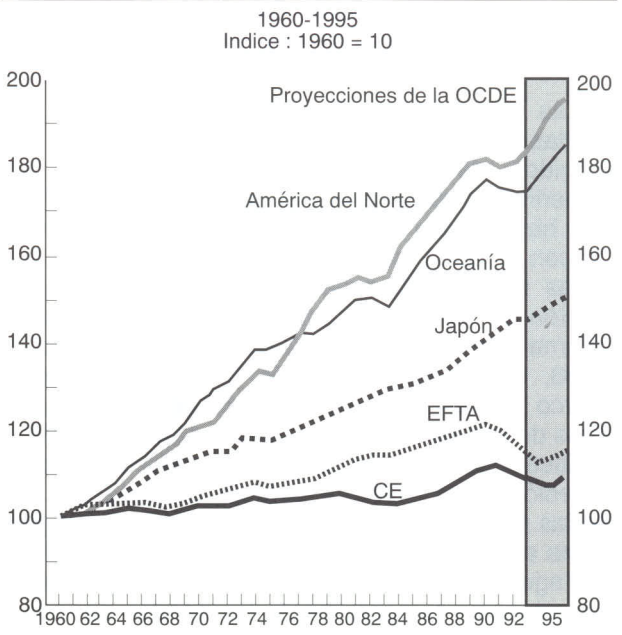
Estas políticas disuasivas del empleo prevalecen más en Europa que en Estados Unidos. El nivel y la duración del seguro de desempleo, los niveles salariales mínimos, la magnitud de los costes no salariales obligatorios de desempleo y la serie de regulaciones gubernamentales referidas a las relaciones laborales son mucho más onerosos en Europa que en Estados Unidos (gráfico 3). La consecuencia de ello es una clara pauta que ha surgido: Estados Unidos ha experimentado un crecimiento del empleo en el sector privado bastante más rápido, unas tasas de desempleo más bajas y menor incidencia del desempleo a largo plazo, así como un mayor grado de flujo de puestos de trabajo que en cualquier país europeo. Sin embargo, Estados Unidos tiene unas ganancias de productividad laboral más bajas y una dispersión más amplia de los salarios reales, además de una desigualdad de rentas superior a las europeas.

Lo que implica que las naciones que tratan de suprimir las tendencias hacia una dispersión más amplia de los salarios y la desigualdad de la renta que provocan factores como el avance tecnológico generan un mayor desempleo estructural. La sustitución entre cambios en la distribución de la renta y niveles estructurales más elevados de desempleo debe ser considerada explícitamente al formular la política social.

Así pues, además de unas políticas macroeconómicas firmes, incluyendo una política monetaria estable y creíble, y una prudente política fiscal que distribuya con eficacia los recursos nacionales y estimule el ahorro nacional para conseguir un rendimiento económico saludable, se requieren también políticas macroeconómicas que permitan mercados flexibles de trabajo, de productos y de capital. Los programas de apoyo de las rentas deberán evitar los desincentivos al trabajo, al tiempo que patrocinan y apoyan activamente los programas que elevan los niveles y capacidad. La rentabilidad económica de estos esfuerzos se miden a lo largo de generaciones, no de años; se requiere paciencia.

GRAFICO 2

CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN LAS REGIONES DE LA OCDE



Fuente: OECD (1994a).

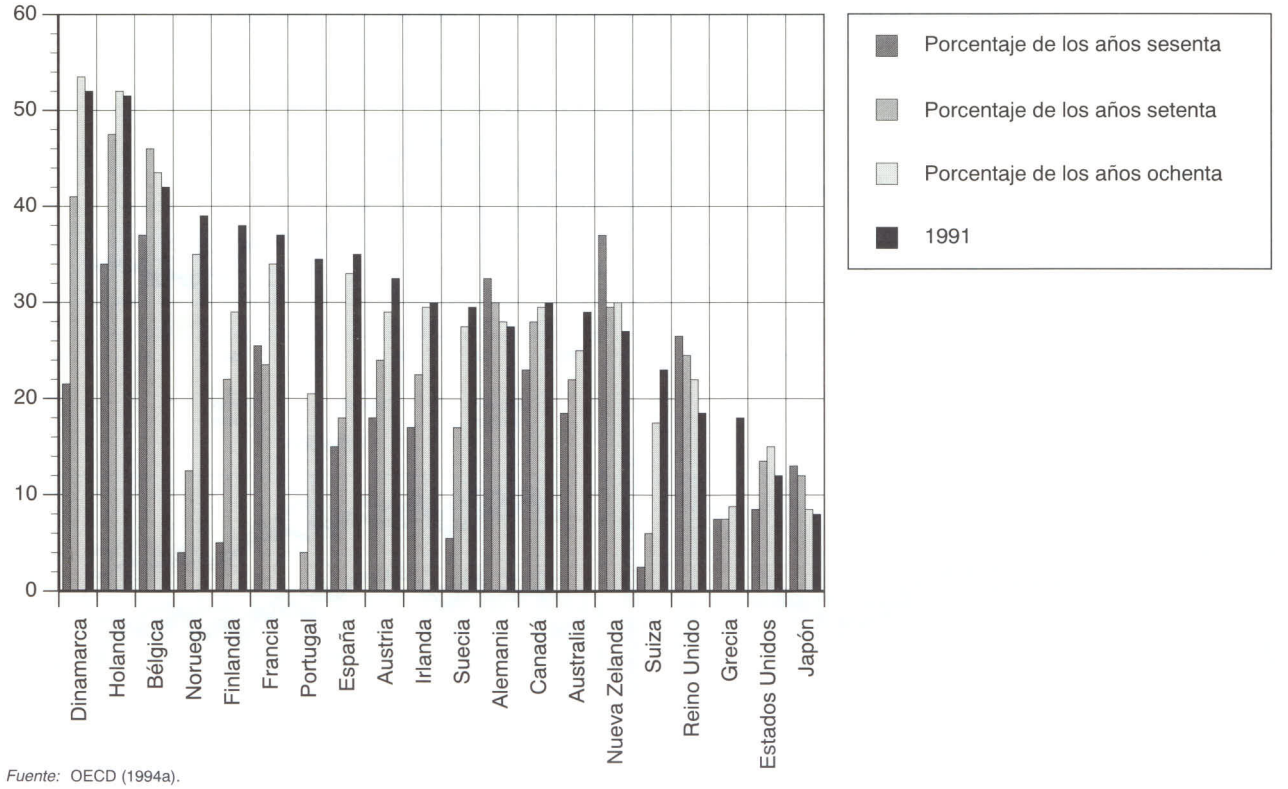
PERSPECTIVAS DEL COMPORTAMIENTO ECONOMICO

Las perspectivas del comportamiento económico se han aclarado significativamente en todo el mundo industrializado. La economía estadounidense está creciendo rápidamente y su estructura, ampliamente mejorada como consecuencia de importantes ajustes en el sector privado, apunta hacia una expansión sostenida. Las economías canadiense y británica también están creciendo a mayor velocidad que lo que indicaban sus líneas de tendencia a largo plazo. A pesar de los problemas estructurales con el desempleo, las reacciones económicas en la Europa continental están acopiando fuerza y deben seguir madurando. Aunque las economías europeas se expandan en los próximos años, la inflación seguirá siendo baja en la mayoría de los países. Japón seguirá luchando por recuperarse y está experimentando una deflación directa.

La reciente temporización desincronizada de las fluctuaciones cíclicas en los países industrializados ha sido, en gran medida, una función de las distintas temporizaciones de cambios en la política monetaria por parte de algunos bancos centrales. La naturaleza desincronizada de las funciones cíclicas ha influido sobre las magnitudes comerciales, los

GRAFICO 3

BENEFICIOS DEL DESEMPLEO DESDE LOS AÑOS SESENTA: RESUMEN DE LA MEDIDA DE LOS DERECHOS
Porcentaje



Fuente: OECD (1994a).

desequilibrios por cuenta corriente y los flujos de capital internacionales, pero no tendrán impactos duraderos.

La creciente inflación que acompañó al fuerte crecimiento económico en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido en 1987-1988 indujo a dichos bancos centrales a ser los primeros en desviarse hacia una política monetaria restrictiva. En cada país, la restrictividad monetaria fue excesiva, con períodos sostenidos de equilibrios descendentes en dinero real y curvas de rendimiento fuertemente invertidas. Ello generó importantes desaceleraciones en la demanda interna, que se iniciaron en la primavera de 1989, y el desvío hacia la recesión. Incluso antes de que la recesión apareciera en Estados Unidos, los importantes ajustes estructurales en el sector privado y la reducción del gasto de defensa gubernamental tuvieron un marcado impacto sobre el comportamiento económico.

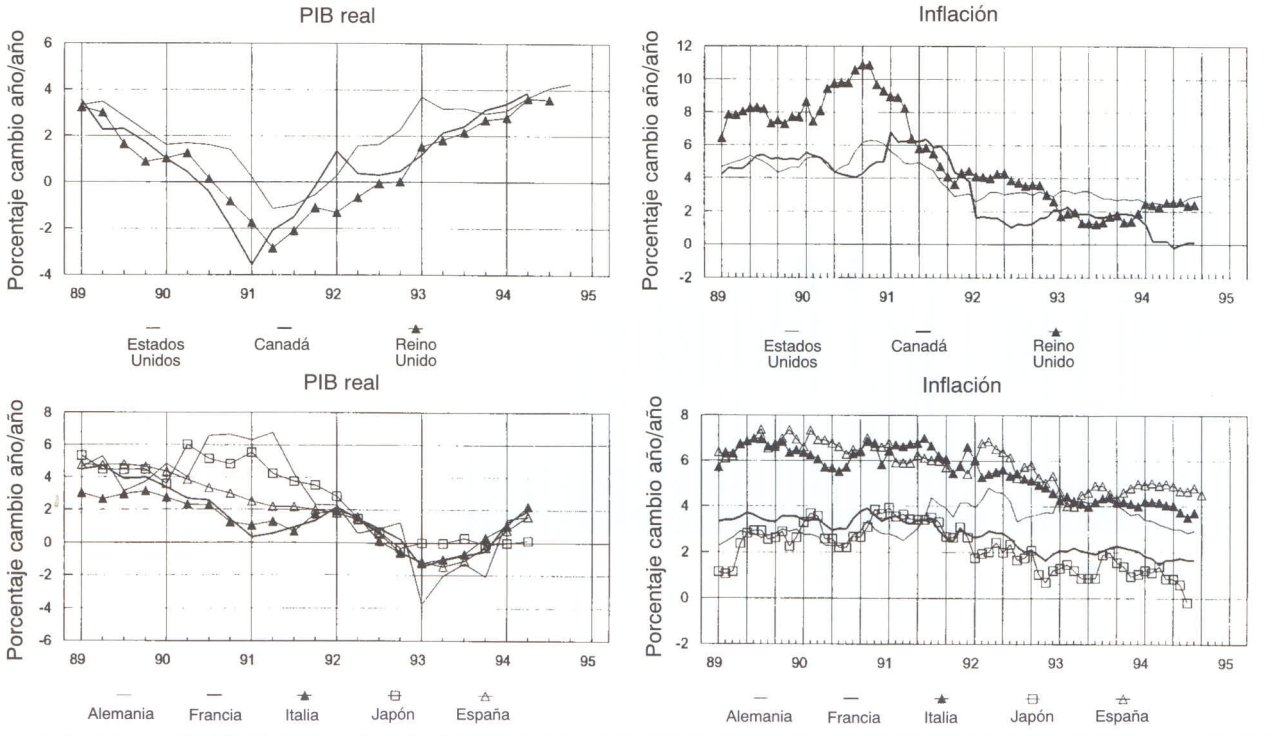
Los bancos centrales de toda Europa y el Banco de Japón no viraron hacia una política monetaria más estricta hasta varios años más tarde. Además de esperar demasiado tiempo para tratar los problemas de inflación que iban surgiendo, estos bancos fueron culpables de otros dos errores políticos en los que suele incurrir la Reserva Federal estadounidense: se centraron en los tipos de interés a corto plazo como medida del empuje monetario, aunque no lograron reconocer que los tipos estaban relacionados con unos descensos sostenidos en los equilibrios monetarios reales, y dejaron de introducir los espacios apropiados entre la acción política y los resultados económicos. Ello generó unas restricciones monetarias excesivas. Así, aunque las recesiones aparecieron en Europa y Japón más tarde que en Estados Unidos, fueron más graves (gráfico 4).

Las recesiones en Europa se hicieron más profundas y prolongadas a causa de los esfuerzos, mal dirigidos, de los bancos centrales europeos por adherirse al mecanismo del tipo de cambio (MTC), que hizo preciso estabilizar sus monedas de acuerdo con el fuerte marco alemán. Las políticas monetarias resultantes, excesivamente estrictas, suprimieron el consumo e impidieron que la demanda interna se recuperara. El relajamiento, en agosto de 1993, de las bandas del MTC que contenían al marco alemán aportó finalmente flexibilidad a los tipos de interés a corto plazo, más bajos, y facilitó la política monetaria en una Europa afectada por la recesión. Esto sólo se produjo después de que varias naciones hubieran incurrido en enormes pérdidas en reservas de capital, en un intento inútil por proteger sus monedas, y el Reino Unido e Italia abandonaran temporalmente las bandas de moneda del mecanismo del tipo de cambio.

Una falacia clave en las estrictas bandas de moneda del MTC es que las monedas pueden fluctuar a causa de factores no monetarios que afectan

GRAFICO 4

TENDENCIAS INTERNACIONALES EN EL COMPORTAMIENTO ECONOMICO



a los tipos reales de rentabilidad esperados, e influyen sobre los flujos de capitales internacionales. El fuerte marco alemán reflejó la unificación alemana y los altos tipos de rentabilidad esperados sobre la subida de la inversión de capitales en Alemania oriental. Estos factores y las entradas de capital en Alemania elevaron los tipos reales de interés y el cambio. El Bundesbank mantuvo altos los tipos de interés a corto plazo para reducir la inflación alemana, relacionada, en parte, con los costes de la unificación.

Así, los intentos por parte de los bancos centrales europeos de utilizar la política monetaria para impedir ajustes a la baja en las monedas en relación con el marco alemán estaban destinados al fracaso. Lamentablemente, los efectos colaterales del intento por alcanzar una meta que nunca tuvo sentido económico (es decir, el uso de la política monetaria para compensar los impactos de los fenómenos no monetarios) implicaron el sacrificio de una gestión firme de la demanda interna.

Desde la gradual reducción de los tipos a corto plazo por el Bundesbank y la relajación de las restricciones del MTC, las políticas monetarias de toda Europa se han hecho cada vez más acomodaticias. Las medidas de oferta monetaria, amplias y estrechas, se han acelerado, mientras que los tipos de inflación han remitido, elevando así los equilibrios monetarios reales. Los tipos de interés a corto plazo han seguido cayendo, y las curvas de rendimiento han pasado de invertidas a escarpadamente positivas. Durante el año pasado, la oferta de dinero ha crecido en casi el 10 por 100 en Alemania, y su crecimiento se ha mantenido a mayor ritmo que la inflación en cada país. Se está haciendo particularmente acomodaticia en el Reino Unido, Italia y España (cuadro núm. 2).

Las economías europeas están concluyendo sus ajustes relacionados con la recesión y están empezando a responder a la «reliquificación» monetaria. Aunque sus recuperaciones están a varios años de distancia de las de Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, están alcanzando mayor ritmo (gráfico 4). El PIB real se amplió el pasado año en todos los países europeos, y el crecimiento medio en los países de la OCDE subió repentinamente al 3 por 100 en la primera mitad de 1994. Hasta la fecha, la demanda interna de la mayoría de las naciones europeas es débil, con ventas minoristas más bajas que hace un año. Sin embargo, un crecimiento universalmente fuerte en la producción industrial (una media del 7 por 100 en los países de la OCDE) ha empezado a reconstruir las existencias, anticipándose a una demanda de producto más fuerte. El sector comercial ha aportado un empuje positivo a la mayoría de las economías europeas, ya que el crecimiento de las exportaciones ha sido fuerte.

CUADRO NUM. 2

INDICADORES DE EMPUJE MONETARIO

	Oferta de dinero		*Alcance del rendimiento*
	Porcentaje de cambio año/año		
	Estrecha	*Ancha*	*Tipos largos menos tipos cortos*
Estados Unidos	4,3	1,4	2,1
Canadá	11,5	5,1	3,7
Reino Unido	6,3	4,7	2,7
Alemania	10,1	8,1	2,3
Francia	3,7	– 1,7	2,4
Italia	6,5	5,4	3,0
Japón	5,9	2,0	2,4
España	9,8	7,7	3,3

Fuente: The Economist, 22 de octubre de 1994.

La *economía británica* ha ido en cabeza de las recuperaciones europeas, tanto en duración como en tasa de crecimiento. El PIB real crecerá el 3,5 por 100 este año, y mantendrá el paso en 1995. Sin embargo, dado que la recuperación fue alimentada por un fuerte consumo en 1992-1993, la expansión se ha alejado del gasto de consumo y depende en gran medida del gasto de capital y de las exportaciones. Esto refleja el impacto negativo de la importante elevación de los impuestos en 1993, equivalente al 1 por 100 del PIB.

La *economía alemana* crecerá alrededor del 2 por 100 en 1994, y a un ritmo algo más rápido al año siguiente. Se espera que la demanda interna se recupere en respuesta a la mayor facilidad monetaria y complemente la reciente fortaleza de las exportaciones. Los consumidores, al tiempo que se benefician de unos tipos de interés más bajos y de la facilidad monetaria, seguirán sufriendo las subidas fiscales impuestas para financiar los costes, inesperadamente altos, de la unificación. Igual que en Estados Unidos, los impactos económicos de unos impuestos más altos serán arrollados por el estímulo monetario.

De igual modo, la recuperación se ha ampliado en *Francia,* ya que las demandas contenidas de productos duraderos de consumo y los incentivos para las ventas de automóviles han estimulado el gasto de consumo. Se espera que esta tendencia continúe en 1995, alimentada por la acomodación monetaria, la recuperación del desempleo y una mayor confianza de los consumidores.

También está cobrando ritmo la recuperación en *Italia,* a impulsos del fuerte crecimiento de las exportaciones y de la producción industrial, sobre todo en el sector automovilístico. Como en el Reino Unido, la posición competitiva italiana se está beneficiando de una moneda débil. El consumo interno, sin embargo, sigue siendo débil, mientras que el gobierno lucha enconadamente con un elevado e insostenible déficit presupuestario, los costes de servicio de la deuda y el desasosiego político.

La recuperación en *España* ha sido más lenta

que en otros países europeos, pero deberá reforzarse considerablemente en 1995. Las ventas internas finales no lograron recuperarse en 1994, tras varios años de brusco descenso. El elevado desempleo y las débiles rentas han suprimido el gasto de consumo, mientras que las inversiones comerciales se han mantenido bajas. Las exportaciones siguen siendo la principal fuente de fuerza, y siguen aumentando a un ritmo de doble dígito. Se espera que el gasto de consumo y la demanda interna se aceleren en 1995, en respuesta a unos tipos de interés más bajos y a una mayor facilidad monetaria, mientras que las exportaciones deben mantenerse fuertes, alimentadas por la recuperación de la economía entre los principales asociados comerciales y por la debilidad de la peseta.

El empleo en Europa sólo ha mejorado lentamente con la recuperación económica, y la tasa de desempleo en la mayoría de los países es más alta que hace un año. El ritmo de la creación de empleo aumentará, pero durará, lamentablemente, lo que dure la actual estructura de desincentivos gubernamentales.

Los costes laborales unitarios se han beneficiado de un aumento de la producción y de un empleo débil. Estas tendencias han elevado las ganancias de la productividad, mientras que se han suprimido salarios por la debilidad de los mercados laborales. En Alemania, por ejemplo, el salto cíclico en la productividad, combinado con el fuerte descenso de los aumentos salariales (han caído al 1,5 por 100 desde el 6 por 100 de 1992), ha reducido en un 14 por 100 los costes laborales unitarios en la fabricación. En 1994, los aumentos de costes laborales estarán por debajo del 2 por 100 en los siete grandes y en todas las naciones importantes de Europa. Se desacelerarán en Europa en 1995, a impulso sobre todo de las fuertes ganancias en la productividad.

La inflación seguirá siendo baja en toda Europa, a pesar incluso de que se concreten las recuperaciones económicas. Siguiendo la pauta cíclica estadounidense, los impulsos monetarios acomodadores en Europa, que habían producido sus impactos iniciales sobre los mercados financieros en 1992-1993, están empezando ahora a estimular el gasto. Con anchas lagunas de salida (las lagunas entre la salida real y la potencial), los flojos mercados laborales asociados y los bajos niveles de utilización de la capacidad, la aceleración en el gasto elevará la salida real, mientras que las presiones de salarios y precios seguirán deprimidas durante todo 1995. Utilizando a Estados Unidos como banco de pruebas, la economía se ha ido ampliando durante tres años y medio desde la recesión de la primavera de 1991, y está empezando a experimentar una inclinación ascendente en la inflación. Las economías europeas pueden ser más susceptibles a las presiones inflacionistas de los salarios, como consecuencia de las rigideces de la mano de obra, inducidas por el gobierno, que suprimen el crecimiento potencial, pero existe la suficiente flexibilidad por el momento.

Japón se está recuperando después de una prolongada recesión, pero a un paso más lento que el de los principales países europeos. Los tipos de interés a corto plazo son bajos, los balances monetarios reales están creciendo y el gobierno ha puesto en marcha una amplia reducción fiscal temporal. Sin embargo, la economía ha estado inhibida por el persistente impacto de las anteriores restricciones monetarias, los ajustes a los bruscos descensos en los valores de bienes raíces, la correspondiente debilidad en la industria bancaria y un crecimiento potencial más lento a la larga. Las ventas al por menor siguen siendo débiles, y las inversiones fijas en los negocios continúan en descenso. Las claves de la recuperación han sido los bruscos aumentos en la inversión pública y las compras gubernamentales. Mientras las tendencias desinflacionistas en Europa prosiguen, Japón se enfrenta a la deflación, con descensos en los precios de productor y consumidor. Pero aunque la recuperación japonesa se concreta, las presiones ascendentes de los precios están lejanas.

RESPUESTAS DEL MERCADO FINANCIERO

Que las tendencias del mercado financiero suelen estar íntimamente relacionadas con el comportamiento económico, es una afirmación simple, pero cierta. Se han ido ajustando eficazmente los niveles y estructuras de plazo de los tipos de interés en los países industrializados para reflejar las fluctuaciones económicas cíclicas, las esperanzas inflacionistas y las políticas de los bancos centrales. Es de esperar que tales conexiones continúen.

La Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra han empezado ya a elevar los tipos a corto plazo para contrarrestar sus fuertes expansiones económicas, mientras que la mayoría de los bancos centrales europeos han concluido sus reducciones de tipos y siguen acomodándose. Los tipos de interés real se elevarán en Europa a medida que se fortalezcan las recuperaciones económicas. En esta situación, los bancos centrales europeos tienen que endurecer su política monetaria, permitiendo el crecimiento de los tipos a fin de mantener baja la inflación y reducir los temores a la misma. Tras la experiencia estadounidense, esto implicará aplanar las curvas de rendimiento, dado que los tipos a corto plazo se elevan a mayor velocidad que los rendimientos de las obligaciones. Los tipos a corto seguirán siendo bajos durante más tiempo en Japón debido a sus condiciones deflacionistas, su modesta recuperación económica y los continuados problemas de su industria bancaria.

La Reserva Federal estadounidense, con los bancos centrales canadiense y británico pisándole los

talones, ha guiado a otros países industrializados en el cambio de la política monetaria, generando fluctuaciones cíclicas y respondiendo después a ellas. La FED empezó a elevar sus tipos en 1987. Para cuando los tipos a corto plazo alcanzaron la cumbre, en septiembre de 1989, la curva de rendimiento estadounidense se había invertido, por primera vez desde 1981. La FED permitió que su objetivo de tasa de fondos federales alcanzara cotas bajas desde mediados de 1989 hasta 1991 como respuesta a la recesión que se estaba produciendo, y luego la fue aliviando durante 1992. El resultado fue una curva de rendimiento históricamente pronunciada (gráfico 5).

Canadá y el Reino Unido siguieron a Estados Unidos en el ajuste. Elevaron los tipos a considerable altura, generando importantes inversiones de la curva. En su abanico más amplio, los tipos a la corta superaron a los rendimientos de obligaciones en 300 puntos base en Canadá, y en 425 en el Reino Unido. Cuando dichas economías sucumbieron al ajuste monetario, los bancos centrales aliviaron la situación. Los cambios en las estructuras del plazo del tipo de interés fueron extraordinarios: Canadá y el Reino Unido se desplazaron a curvas positivas, con rendimientos de las obligaciones superiores a los tipos cortos en 100 puntos base en el otoño de 1993 y con 300 a 380 puntos base en la actualidad.

Los bancos centrales europeos empezaron a estrechar su política monetaria en 1989, justo cuando la economía estadounidense cambiaba hacia la recesión. Empujados primero por la elevada inflación y luego por las restrictivas bandas MTC, los tipos a corto plazo ascendieron bruscamente y se mantuvieron a unos niveles altos ajustados por la inflación, mientras que los rendimientos de las obligaciones alcanzaron su cumbre en la mayoría de los países a finales de 1990. Las curvas del rendimiento se invirtieron en toda Europa, en mayor grado en Francia y el Reino Unido, donde los tipos a corto plazo superaron a los rendimientos de las obligaciones en 425 puntos base. Estas inversiones empezaron a disiparse a mediados de 1992, cuando la creciente carga de la recesión obligó al Bundesbank a iniciar la bajada de los tipos a corto plazo. La flexibilidad a los tipos más bajos por toda Europa, que permitieron la relajación de las bandas MTC en agosto de 1993 y una disminución más agresiva del Bundesbank, dieron lugar a empinadas curvas de rendimiento positivo.

Se han producido dos fases en las empinadas curvas de rendimiento en toda Europa. La primera, que se prolongó hasta finales de 1993, implicaba tipos cortos que descendían más rápidamente que los largos, reflejando las condiciones recesionistas y el alivio monetario. La segunda fase ha implicado rendimientos crecientes de las obligaciones a medida que crecían los tipos estadounidenses. Las recuperaciones económicas europeas han empezado a desplegarse y los mercados financieros se han preocupado por las crecientes demandas de créditos.

El ambiente de bajo tipo de interés en Estados Unidos concluyó en el otoño de 1993, a medida que la economía se reforzaba decididamente, generando una recuperación de las demandas de crédito (gráfico 6). La brusca aceleración de la demanda interna, en respuesta demorada al alargado período de acomodación monetaria, ha forzado a la Reservada Federal a elevar el tipo de los fondos federales del 3 al 4,75 por 100.

Los rendimientos de las obligaciones estadounidenses han crecido más lentamente que los tipos cortos, un típico diseño cíclico generado por la lucha de los mercados financieros, con fuerte crecimiento económico que ejerce una presión ascendente natural sobre los tipos reales y las restricciones de la FED, que constriñen las esperanzas inflacionistas. En su momento, cuando el crecimiento económico se modere en respuesta a la tensión monetaria, la curva de rendimiento se aplanará a medida que retrocedan los rendimientos de las obligaciones. Sin embargo, mientras el PIB real se mantenga por encima del 3 por 100 (pauta esperada hasta la primavera de 1995), nuevas restricciones de la FED serán la fuente del aplanamiento de la curva.

Los tipos a corto plazo están cerca de sus senos cíclicos en la mayoría de los países europeos. Los bancos centrales han bajado tremendamente sus tipos y las políticas monetarias son acomodaticias, con crecientes equilibrios de dinero real. Las eco-

GRAFICO 5

TENDENCIAS DE LA CURVA DE COMPORTAMIENTO EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS

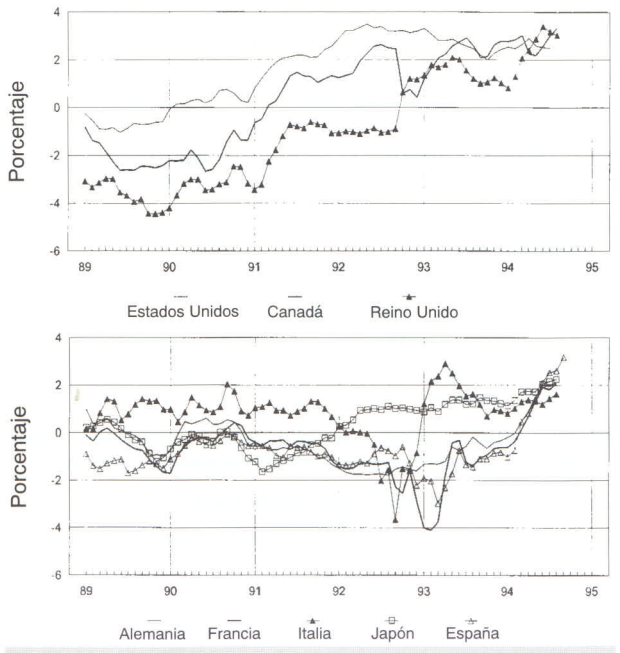
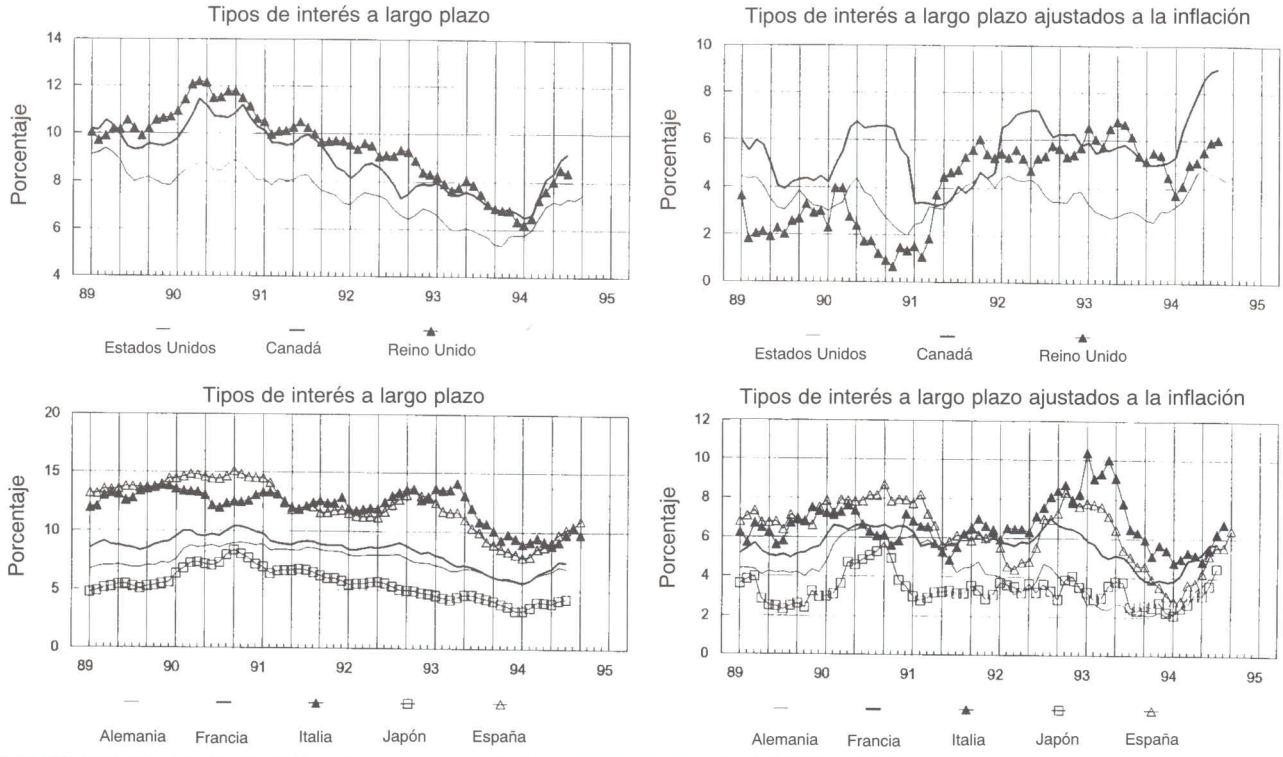


GRAFICO 6

TENDENCIAS INTERNACIONALES DE LOS TIPOS DE INTERES



nomías europeas se están recuperando desde los senos de la recesión. Ello elevará los tipos de rentabilidad esperados sobre la inversión y generará demandas de créditos, lo que eleva el tipo real natural de interés. Como sucedió en Estados Unidos, el siguiente paso de los bancos centrales es elevar sus tipos objetivo a corto e iniciar una política monetaria estricta. El Banco de Inglaterra ya ha elevado los tipos, y se prevén más subidas.

A medida que se refuerce la ganancia de las recuperaciones europeas, las curvas de rendimiento se aplanarán con los tipos a corto, creciendo a un ritmo más rápido que los a largo. Hasta ahora, los tipos de las obligaciones han crecido este año sorprendentemente, incluso más que los rendimientos de las obligaciones estadounidenses, ya que los mercados financieros prevén recuperaciones en el crecimiento económico y en las demandas de crédito. Esto deja muchísimo espacio para el aplanamiento de la curva en los próximos años.

El aspecto más positivo de la política económica y el comportamiento del mercado financiero es que la inflación ha descendido en todo el mundo industrializado y los bancos centrales parecen más comprometidos que en el pasado a mantener baja la inflación. La inflación está por debajo del 2 por 100 en los principales países industrializados, en cumplimiento de la prueba de convergencia de Maastricht. Aunque mantener la inflación baja exigirá una política monetaria más estricta y tipos más altos en Europa en los próximos años, esa búsqueda es un ingrediente necesario para una expansión económica sostenida.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

BEAN, Charles R. (1994), «European unemployment: A survey», *Journal of Economic Literature,* junio, págs. 573-619.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1993), *Social protection in Europe,* Bruselas.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1994), *World economic outlook,* Washington, D.C., septiembre.

KRUGMAN, Paul (1994), «Past and prospective causes of high unemployment», Simposio del Federal Reserve Bank de Kansas City, agosto.

MELTZER, Allan H. (1994), «Welfare State unemployment», Simposio del Federal Reserve Bank de Kansas City, agosto.

OECD (1994a), *The OECD jobs study,* París.

— (1994b), *The OECD jobs study: Evidence and explanations, parts I and II,* París.

CLAUSURA DE LAS XIII SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Juan Cruz Alli

Mal podían imaginar los ganaderos y tratantes segovianos del siglo XVIII cuando operaban en su Bolsa de Lanas que a finales del siglo XX los representantes de las entidades financieras más importantes de España iban a reunirse para discutir, justamente, sobre las operaciones que ellos realizaban, si bien esa discusión iba a moverse dentro de unos parámetros técnicos para ellos desconocidos.

No son, pues, nuevos los problemas que se derivan de las operaciones con «derivados». Tradicionalmente viene afirmándose que pueden ser utilizados con fines de cobertura de riesgos o con una finalidad especulativa. A esta segunda perspectiva se ha de prestar una atención especial, por cuanto los instrumentos financieros derivados han creado en los últimos tiempos problemas importantes.

La prensa económica ha señalado varios de esos problemas. No hace mucho aparecía la noticia de que Procter and Gamble perdía 157 millones de dólares en dos *swaps,* ofrecidas por Bankers Trust, poniendo de manifiesto la falta de mecanismos de control eficientes para los riesgos incurridos en estos instrumentos. En Japón, Kashima Oil perdió 1.500 millones de dólares en derivados sobre el tipo de cambio, y la alemana Metallgesellschaft perdió 1.400 millones en derivados sobre petróleo, reconociendo sus responsables que no conocían los riesgos que estaban corriendo en sus operaciones comerciales y que no supieron articular las correctas operaciones de cobertura.

Igualmente se ha acusado a los productos derivados (en este caso a las opciones y futuros) de haber sido eficaces colaboradores a la elevada volatilidad que han alcanzado los mercados tradicionales de bonos y de acciones. Los destructivos efectos que esta situación ha producido en nuestro propio país en los mercados de deuda pública son bien conocidos por todos.

Conviene, además, tener en cuenta que la facilidad de instrumentar operaciones de este tipo y el efecto de apalancamiento que tienen suponen un fuerte incentivo a su realización, ya que los desembolsos que acarrean son de poca consideración en el momento de la formalización. Lo malo es que si la previsión de futuro falla y los mercados experimentan una evolución distinta a la prevista, la cuantía de las pérdidas puede ser muy importante.

En un reciente informe elaborado por una de las más conocidas firmas de auditoría para el Grupo de los Treinta, trataban de explicarse las causas que, en lo que a los productos derivados se refiere, han originado las importantes pérdidas reseñadas. Errores en la gestión, modelos inadecuados de valoración de los riesgos, falsas presunciones sobre la liquidez de algunos productos están en la base de los descalabros sufridos.

Pero no olvidemos que el mercado de derivados es un juego de suma cero: lo que uno pierde, lo gana otro. Debemos conocer, pues, el mercado para situarnos en el bando de los ganadores.

Estas son las razones que nos indujeron a que estas Sesiones de Trabajo de Tesorería se volcaran en un análisis, que hemos querido fuera completo, de los problemas que los nuevos instrumentos financieros suscitan a los operadores, y así hemos querido contar con todos los puntos de vista. Los de las entidades financieras, los de las empresas usuarias y los de las autoridades monetarias.

Asimismo, nos ha parecido importante determinar los efectos sobre los productos derivados de los tipos de interés y su evolución, así como contar con opiniones autorizadas tanto sobre su régimen jurídico como sobre los efectos que la aplicación del sistema retributivo puede tener sobre su desarrollo.

Ahora bien, las Sesiones de Trabajo de Tesorería, desde su inicio, han pretendido insertar la actividad de los expertos que aquí se reúnen en un ámbito técnico más amplio, que les permita situarse ante la realidad económica en que se desenvuelven con un mejor conocimiento de su contexto.

Por eso hemos buscado también respuestas a dos preceptos clave. La una es casi filosófica: ¿Hacia dónde van los sistemas económicos actuales? El derrumbamiento de los sistemas colectivistas del oriente europeo ha causado una profunda sacudida en todo el mundo económico y el propio sistema occidental capitalista está encontrando gra-

ves dificultades para superar la actual situación de desempleo. Los países del Tercer Mundo, por su parte, claman por encontrar un lugar bajo el sol, de modo que no es posible evitar una cierta dosis de perplejidad ante el mundo que nos rodea.

Junto a esta cuestión, y a la opinión que pueden brindarnos quienes mejor perspectiva tienen para otear el futuro, también hemos querido contar con el punto de vista de quienes siguen el día a día de la competencia económica española con una atención y una dedicación ejemplar. Y con ellos, una vez más, ha podido estar entre nosotros el profesor Fuentes Quintana quien es, sin duda, el mejor conocedor de la economía española desde hace muchos años.

Este es el conjunto de cuestiones que ha acaparado nuestra atención en los dos días de apretado horario que, tradicionalmente, ocupan nuestras Sesiones. Me gustaría que también este año hayamos aprendido algo los unos de los otros en este puente en común que desde hace trece años venimos realizando.

No quiero, finalmente, terminar estas palabras de clausura sin mostrar el agradecimiento de la Caja de Ahorros de Navarra a todos los que, como ponentes o como asistentes, han accedido a acompañar y a brindarnos su amistad colaborando en el feliz desarrollo de estos días de trabajo.

En nombre de la Caja de Ahorros de Navarra, de la Fundación FIES y de la Fundación Internacional de las Ciencias Humanas de París, declaro clausuradas estas XIII Sesiones de Trabajo de Tesorería agradeciendo a todos ustedes su asistencia. Muchas gracias.

LISTA DE ASISTENTES A LAS XIII SESIONES DE TRABAJO DE TESORERIA

Abadíe Muñoz, Luis. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Abella Mascarilla, José. Caja de Ahorros de Tarrasa.
Agustín Bahamonde, María Jesús. Argentaria Gestión Inversiones.
Alarcón Yuste, Salvador. Lloyds Bank.
Alcaide, Julio. Fundación FIES.
Alcalde Moraño, David. Dai-Ichi Kangyo Bank.
Aldaz Díaz de Rada, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.
Alli Aranguren, Juan Cruz. Gobierno de Navarra.
Alvarez Ranz, Javier. Caja Postal de Ahorros.
Alvarez Ruza, Alberto. Eurodeal.
Amengual Soria, José. Banco Atlántico.
Antón, José Antonio. Fundación FIES.
Aparicio Arranz, Angel Antonio. Banco Hipotecario.
Arlabán Esparza, José Manuel. Caja de Ahorros de Navarra.
Artaso Senosiaín, Miguel Angel. Caja de Ahorros de Navarra.
Arteaga Ruiz, María. Industrial Bank of Japan.

Baño, Alejandro. Inverban.
Badiola Pellegrini, Laura. Banco Central Hispano.
Baena, Francisco. Corretajes e Información Monetaria.
Bárcena, Jon. Andersen Consulting.
Bartolozzi, José. Capital Markets.
Bataller López, Francisco. Banco Santander.
Benmergui Esagay, Jacobo. All Trading Brokers Europe.
Bichot, Jacques. Universidad de Lyon.
Botella Alvarez, Jesús. Interdin.
Brenes, Rosendo. Bankinter.
Bunzl, Rafael. Corretajes e Información Monetaria.
Busom Ferrer, Manuel. Banca March.

Camaño Liceras, Alfonso. Banco Bilbao Vizcaya.
Caminos Otermín, Iñaki. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Cancela Sánchez, Angel. Caja de Ahorros de Galicia.
Carapeto, Julio. Gesmosa.
Carrizosa, José Antonio. Caja Rural de Soria.
Carro Martín, César. Caja Rural de Soria.
Castelo Fernández, Manuel. Banco de Crédito Local.
Castro Hernández, Miguel. Eurodeal.
Castro Seoane, Digna. Caja de Ahorros de Vigo.
Collantes Molinero, Cristina. Sakura Bank.
Corbacho, José Antonio. Corretajes e Información Monetaria.
Coret, Jordi. Banc Internacional Banca Mora.
Costa Ran, Luis. Escuela Superior de Agricultura de Barcelona.
Cuello Luque, Sergio. Caja Postal de Ahorros.
Cuenca, Rafael. Capital Markets.

De Diego, Angel. Banco de España.
De la Cruz, Javier. Banco de España.
De la Torre Rodríguez, Domingo. Westdeutsche Landesbank.
De los Ríos, Ricardo. Compagnie Bancaire.
De Santos Radigales, Santiago. Bancaja.
De Vega González, José Manuel. Caja de Ahorros de Avila.
De Vicente Maroto, Carlos. Concept Finanzas.
Del Amo, Ignacio. Citibank, N. A.

Del Río, María. Bank of America.
Della Maggiora García, Juan Christian. Banco Real.
Díaz, Ramón. Capital Markets.
Domingo, Eugenio. Universidad Autónoma.

Escribano López, José Miguel. Bilbao Vizcaya Kutxa.
Eseverri Oharriz, María Elena. Caja de Ahorros de Navarra.
España Lacalle, Antonio. Bancaja.
Espinilla Rodríguez, Angel. Banco Santander.
Estrada Sánchez, Adoración. Interdin.

Fanjul Santos, Francisco. Banco Herrero.
Fernández Bravo, Angel. F.G. Valores y Bolsa.
Fernández Guillén, Marcial. Caja Rural de Asturias.
Fernández Palanco, Domingo. Banco Español de Crédito.
Fernández, Ignacio. Capital Markets.
Fernández, Valentín. Beta Capital.
Ferrer Dalmau, Javier. Corretajes e Información Monetaria.
Filoso Ortiz, Concha. Money Market.
Font Vilalta, Montserrat. Universidad de Barcelona.
Foxá, Ignacio. Corretajes e Información Monetaria.
Fuentes Quintana, Enrique. Fundación FIES.
Fueyo, Abelardo. Banco Exterior de España.
Fustero, Carlos. Ibercaja.

Gallego Herrero, Sonsoles. Analistas Financieros Inter.
Gálvez Corpas, José. Capital Markets.
García Arnés, Juan Manuel. Banco Exterior de España.
García Cebrián, Raimundo. Caja de Ahorros Inmaculada.
García de Bernardo, Bernardo. Caja de Ahorros de Navarra.
García Hidalgo, Manuel. Banco Sabadell.
García Illanes, José. Banco Arabe Español.
García Lázaro, Tomás. Gesmosa.
García Menéndez, Javier. Corretajes e Información Monetaria.
García Moreno, Miguel Angel. J. P. Morgan.
García Mosquera, Ignacio. Banco Espíritu Santo.
García Muñoz, Luis Miguel. Société Generale.
García Nauffal, Rafael. Banco Sabadell Multibanca.
García, Begoña. Fundación FIES.
Gelabert Moya, Juan. Caja de Ahorros de Baleares.
Gil Pinillos, María Teresa. Caja Rural de Navarra.
Gil Vázquez de Solá, Enrique. Banco Herrero.
Goicoetxea Galarza, María Carmen. Diputación Foral de Vizcaya.
Gomara González, Josecho. Banco Vasconia.
Gómez García, Luis Javier. Tokay Bank Limited.
Gómez Sánchez, José Miguel. Corredor de Comercio.
González Aparicio, Luis Fernando. Banca Nazionale del Lavoro.
González de Aguilar, Alvaro. Argentaria Bolsa.
González Iglesias, Eduardo. Paco Paribas.
Grume Sierra, Juan. Banco Sabadell.
Gutiérrez Olivares, Rafael. Caja España de Inversiones.

Henares Almansa, Angustias. Caja Rural de Granada.
Hernández Pérez, Lucas. Caja de Ahorros de Salamanca y Soria.
Hernández Serrano, Santiago. Caja Rural de Almería.
Hernández, Puerto Rico. Corretajes e Información Monetaria.
Hontoria Gaya, Marisa. Abogada.
Humera Fernández, Antonio. Commerz Bank.
Hurtado Alzaga, Javier. Banco Guipuzcoano.

Ibarra, Ricardo. Gesmosa.
Iglesias Aranzo, Ignacio. Banco de España.
Iglesias, José Ignacio. Caja de Ahorros de Vitoria y Alava.
Illera Ceballos, Julio. Banco Español de Crédito.
Iranzo, Juan. Instituto de Estudios Económicos.

Jiménez Blázquez, Margarita. Abn Amro Bank.
Jiménez Hernando, Gema. Banco Herrero.

Jiménez, Juan Ramón. Gobierno de Navarra.
Juaristi Izaga, José Ignacio. Caja de Ahorros de Guipúzcoa San Sebastián.

Ketterer, Juan Antonio. Meff Renta Fija.

Labiano Gorraiz, Santiago. Banco Bilbao Vizcaya.
Laborda, Angel. Ministerio de Economía y Hacienda.
Lacaba Velasco. Fernando. Andersen Consulting.
Lázaro, Carlos. Banco Popular.
Leal, Miguel Angel. Corretajes e Información Monetaria.
Lesmes, José Antonio. Corretajes e Información Monetaria.
Levy, Mickey. Nations Banc Cap Markets Inc.
Liébana, Javier. Corretajes e Información Monetaria.
Llano Cifuentes, Ignacio. Ficambio Mercado Interior.
López Enríquez, Eduardo. Caja España de Inversiones.
López Gallego, José. Caja de Ahorros de Burgos.
López García, Jesús. Caja de Ahorros de Asturias.
López Illescas, Antonio. Corretajes e Información Monetaria.
López Milá, Enric. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
López Montoya, Isabel. Banco de España.
López Ocariz, Luis. Caja de Ahorros de Pamplona.
López, Antonio. Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.
Lozano Ruiz, Esther. Caja de Ahorros General de Granada.

Madrid Parra, Agustín. Universidad de Cádiz.
Malave Verdejo, Agustín. Banco de España.
Manero Jarnes, Rodrigo. All Trading Brokers Europe.
Marina Cerrajero, Domingo. Caja de Ahorros de Madrid.
Martín Macías, Eduardo. Inverseguros S. V.
Martínez, Eduardo. Citibank, N. A.
Martínez, Marta. Corretajes e Información Monetaria.
Masanes Torra, Josep. Caja de Ahorros de Manresa.
Mateo Toloba, Francisco Javier. Andersen Consulting.
Méndez, Manuel. Caja de Ahorros de Segovia.
Menéndez, Alex. Sumitomo Bank.
Mestre Martínez, Ernesto. Banco Pequeña y Mediana Empresa.
Monje, Víctor. Gesmosa.
Mora Vizcaíno, Luis. Intermoney.
Morcuende, Cristina. Corretajes e Información Monetaria.
Moreno Fernández, Enrique. Banco Central Hispano.
Muñoz Ramírez, Manuel. Fuji Bank Limited.

Navas, Ignacio. Banco 21.
Notario Herrero, Angel. Corretajes e Información Monetaria.

Obiols Touceda, Juan Manuel. All Trading Brokers Europe.
Oca Gaia, Carlos. All Trading Brokers Europe.
Ortega Zurdo, Julio. Corretajes e Información Monetaria.
Orueta, Ignacio. Gesmosa.
Osborn, Willie. Banco de Inglaterra.
Osuna Heredia, Emilio. Banco Santander.

Palacios Arazuri, Ignacio. Gesmosa.
Pardo, Enrique. Banco Santander de Negocios.
Paredes Alonso, Fernando. Corretajes e Información Monetaria.
Paredes, Eduardo. Corretajes e Información Monetaria.
Paredes, Marisa. Corretajes e Información Monetaria.
Pascual Arzoz, Pedro. Universidad Pública de Navarra.
Pascual Sáez, Francisco. Banco de Crédito Italiano.
Patlle Gauset, Luis. Interdin.
Pato, Humberto. Gesmosa.
Pereda López, Ana María. Banco Central Hispano.
Pérez Arco, David. Eurodeal.
Pérez Blázquez, Marta. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Pérez Bobadilla, Jesús. Caja de Ahorros de La Rioja.
Pérez Fontcubierta, Gonzalo. Banca Catalana.
Pérez Jutglar, Juan Ignacio. Caja de Ahorros de Madrid.

Pérez Lara, José Luis. Caja de Ahorros del Círculo Católico de Burgos.
Pérez Martín, Andrés. Caja de Ahorros de Avila.
Pérez Martínez, Miguel. Money Market.
Polo, Arancha. Capital Markets.
Pomes, Javier. Abogado.
Pozo, José. Gesmosa.
Prades, Federico. Asociación Española de Banca.
Prados del Amo, Enrique. Gesmosa - GBI.

Quesada, Javier. Inst. Valenciano Inv. Económica.

Ramírez, Eduardo. Ministerio de Economía y Hacienda.
Ramón Abella, Luz. Interdin.
Ramón Rodrigo, Pilar. Ibercaja.
Ramos Robledo, José María. Banco Fomento Exterior de Portugal.
Rapún, Manuel. Universidad Pública de Navarra.
Razola, Alberto. Banco Santander de Negocios.
Renedo Cortés, José María. Caja de Ahorros de Cantabria.
Retamar Ruano, Francisco. Credit Commerciale de France.
Revuelta, José Antonio. Andersen Consulting.
Revuelta, Ramón. Corretajes e Información Monetaria.
Roca Piñol, José. Caja de Ahorros del Penedés.
Rodríguez de Castro, James. Merrill Lynch.
Rodríguez Fernández, Miguel Angel. Gesmosa.
Rodríguez Pons, Begoña. Corretajes e Información Monetaria.
Rojo, Andrés. J. P. Morgan.
Román Novalbos, Eva. All Trading Brokers Europe.
Ruiz Melgar, Miguel Angel. Eurodeal.

Saboya, Gilbert. Banc Internacional Banca Mora.
Sacristán, Paloma. Gesmosa.
Sáenz Jordana, Manuel. Concept Finanzas.
Sáez, Esteban. Banco Bilbao Vizcaya.
Saiz Cebrecos, Eugenio. Royal Bank of Canada.
Sánchez Vallejo, Manuel. Die Erste First Austrian Bank.
Sanz Ferrer, Ricardo. Banco Español de Crédito.
Sendín Hernández, Francisco. Caja de Ahorros de Salamanca y Soria.
Serrahima, Patricia. Gesmosa.
Suárez Escobar, Pablo. Interdin.

Takahashi, Noritaka. Fuji Bank Limited.
Titos Martínez, Enrique. Confederación Española de Cajas de Ahorros.
Toribio, Juan José. Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona.
Torres i Torres, Teresa. Institut Catalá de Finances.
Torres Robert, Eudal. Caja de Ahorros de Tarragona.
Torres, Nuria. Corretajes e Información Monetaria.
Trueba, Belén. Banco Bilbao Vizcaya.

Uriarte Villalonga, Borja. Bankinter.
Urriza Chocarro, Antonio. Caja de Ahorros de Navarra.
Urrutia Jordana, Pablo. Banco Pastor.

Vallejo, Enrique. Gesmosa.
Van Esch, Rob. Ministerio de Economía de Holanda.
Vargas Zúñiga, Juan Luis. Banco Natwest.
Vila Llobet, Joan. Caja de Ahorros de Sabadell.

Yustres Santiago, Marcelino. Banco Arabe Español.

Zabala, Beatriz. Banco Bilbao Vizcaya.

COLABORADORES

ABADIE MUÑOZ, Luis María. Nació en Bilbao en 1953. Ingeniero Industrial por la ETSII de Bilbao. Licenciado en Informática por la Universidad de Deusto y Graduado en Economía Pública. Desempeñó diversos cargos en la Caja de Ahorros Vizcaína, en los departamentos de Auditoría y Control de Gestión. Actualmente trabaja en el Departamento de Planificación y Estudios de la Bilbao Bizkaia Kutxa, dedicado fundamentalmente a los temas relativos al Control y Gestión del Riesgo de Interés.

ALLI ARANGUREN, Juan Cruz. Nació en Pamplona en 1942. Licenciado y Doctor en Derecho por la Universidad de Navarra. Técnico Urbanista. Letrado del Ayuntamiento de Pamplona (1968-1975). Asesor de Juan Manuel Arza Muñuzuri. Diputado foral y Presidente de la Diputación Foral de Navarra (1979-1983). Parlamentario foral y portavoz del grupo parlamentario de UPN tras las elecciones de 1983 y 1987. Candidato a la Alcaldía y Concejal de Pamplona en 1983-1987. Ha sido abogado en ejercicio y profesor en las Facultades de Derecho de la Universidad de Valladolid y de la Universidad Pública de Navarra. En 1987 fue candidato a la Presidencia del Gobierno de Navarra por UPN. Desde septiembre de 1991 es Presidente del Gobierno de Navarra y, en virtud de su cargo, Presidente de la Caja de Ahorros de Navarra.

BICHOT, Jacques. Nacido en 1943 es Doctor en Economía Monetaria por la Universidad de Lyon en la que es hoy titular de las cátedras de Economía Monetaria y Financiera y Economía de la Protección Social. Autor de numerosas publicaciones, es miembro del Consejo Económico y Social de Francia.

CAMINOS OTERMIN, Iñaki. Nació en Bilbao en 1953. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad del País Vasco y Graduado en Investigación Operativa. Master en Finanzas por la Universidad de Deusto. Desempeñó diversos cargos en la Caja de Ahorros Vizcaína en el Area Comercial y de Sistemas de Gestión. Actualmente es Director de Planificación y Estudios de la Bilbao Bizkaia Kutxa.

CEA GARCIA, José Luis. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid.

COSTA RAN, Luis. Nació en Barcelona en 1941. Es Doctor en Derecho por la Universidad Central de Barcelona y Abogado en ejercicio. Es Catedrático de la Escuela Superior de Agricultura de Barcelona (Universidad Politécnica de Cataluña) donde también cursó estudios. Es profesor de tercer ciclo en Economía Agraria en la Escuela Técnica Superior de Ingeniería Agraria de Lleida, donde dirige actualmente un curso de «Ingeniería Financiera en el ámbito agroalimentario». Funcionario excedente del Ministerio de Obras Públicas y Urbanismo y de la Diputación de Barcelona. Es miembro del Instituto Español de Analistas Financieros y Vocal de la delegación catalana. Es asesor de la Generalidad de Cataluña en operaciones financieras internacionales y en la contratación de derivados. Pertenece a la Asociación Española de Periodistas Agrarios.

CRUZ GONZALEZ, Javier de la. Nacido en Madrid el 30 de agosto de 1958. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense (1980) y Licenciado en Derecho por la misma Universidad (1980). Ingresó en el Banco de España como Inspector de ECA en 1981. En la actualidad es Inspector-Jefe, Jefe del Grupo de Análisis Financiero de la Inspección de ECA.

ESCH, Rob van. Nacido en 1959. Trabaja como economista en el Departamento de Política Económica del Ministerio de la Economía de Holanda. Es un experto en políticas de mano de obra y en el problema de la globalización y su impacto en el desarrollo económico. Ha sido el director del proyecto realizado sobre este último tema en el Ministerio de Economía. Es director en el Directorio de Política Económica General en su ministerio.

GARCIA DE BERNARDO, Bernardo. Profesor Mercantil, Licenciado en Derecho, Censor Jurado de Cuentas en excedencia. Licenciado en Ciencias Económicas. Profesor de Mercados Nacionales en el Master de Mercados Financieros de la Fundación San Pablo-CEU. Director Administrativo y Financiero en la empresa privada. Tesorero de la Caja de Ahorros de Navarra desde 1980 hasta 1991, año en el que pasa a desempeñar el puesto de Jefe de Desarrollo del Comité de Activos y Pasivos.

GARCIA GRECIANO, Begoña. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales, y Técnico Especialista en Informática. Viene colaborando con los departamentos de Estudios sobre Comunidades Autónomas y Estudios Cuantitativos de la Fundación FIES desde 1987. En la actualidad es profesora asociada del Departamento de Fundamentos del Análisis Económico I de la Universidad Complutense de Madrid.

KETTERER JUANICO, Juan Antonio. Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Barcelona y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota. Ha sido profesor de Finanzas en The Business School of Northwestern University y en la Carnegie Mellon University. Ha sido consultor del Banco Mundial en diversos trabajos, y actualmente es Subdirector General de Meff Renta Fija.

LEVY, Mickey D. Es el primer Vicepresidente y Jefe del Departamento de Economía Financiera de la Nations Bank Capital Markets, Inc. Miembro del Comité de Expertos Académicos del Federal Reserve Bank de Nueva York y de los de las universidades de California (Berkeley) y de la Graduate School of Public Policy; lo es también del Consejo de Administración del Economic and Social Research Institute.

MADRID PARRA, Agustín. Nació en Añora (Córdoba) en 1952. Licenciado en Derecho por la Universidad de Sevilla. En 1981 fue profesor adscrito al Departamento de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla. Su principal actividad investigadora se ha desarrollado en el ámbito del sistema financiero, especialmente en relación con la financiación del sector inmobiliario. En 1983 obtuvo la beca Fulbright-MEC para estudiar en Estados Unidos. Durante su estancia de dos años en la Universidad de Pennsylvania (Filadelfia), se dedicó al estudio del mercado hipotecario estadounidense. De vuelta a España, continuó su actividad docente e investigadora en la Facultad de Derecho de la Universidad de Sevilla, donde obtuvo el grado de doctor en 1987. En octubre de 1987 obtuvo la plaza de profesor titular de Derecho Mercantil en la Universidad de Extremadura, y en diciembre de 1989 concursó y obtuvo una plaza de profesor titular de Derecho Mercantil en la Universidad de Sevilla. Entre 1987 y 1991 fue Secretario General del Instituto Andaluz de Reforma Agraria. En noviembre de 1991 obtuvo la Cátedra de Derecho Mercantil en la Universidad Pública de Navarra. Desde marzo de 1994 es Catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Cádiz.

MENDEZ DEL RIO, Manuel Antonio. Nació en Santander en 1952. Es Licenciado en Administración de Empresas; Técnico Superior Universitario en Comercio Exterior, Master en Dirección Internacional y Master en Asesoría Fiscal de Empresas. Ha desempeñado distintos cargos en empresas del sector financiero; en los últimos años, en el Grupo Banco Santander, donde ha sido Director de Banca de Grandes Empresas, Director de Gestión Financiera del Grupo, Director General de Sociedades Financieras y Financial Controller del Grupo. Actualmente es Director General de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia. Asimismo, es Vocal de los consejos de administración de Ahorro Corporación y de La Pinilla, S. A.; Presidente de la Federación de Cajas de Ahorros de Castilla y León, y Vocal del Consejo de Administración de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

OSBORN, J. C. William. Master (MA) en Humanidades y Economía Política por la Universidad de Edimburgo; Master (MSc) en Economía Financiera por el University College of North Wales, Bangar. Ingresó en el Banco de Inglaterra al concluir sus estudios universitarios. Trabajó en el Departamento de Banca, en la División de Personal y en el Departamento de Inteligencia Económica hasta 1977, en que fue ascendido a supervisor de banca. En la División de Supervisión Bancaria alternó la supervisión de bancos comerciales (fue supervisor de Barclays, Lloyds, Midland/Hong Kong Bank y Natwest) y la formulación de políticas. Actualmente es Director Principal de Supervisión y Vigilancia, División de Política de Supervisión Bancaria, del Banco de Inglaterra.

RAMIREZ MEDINA, Eduardo. Nació en 1957. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (1979). Inspector de Finanzas del Estado, perteneciente a la especialidad Financiera y Tributaria (1982). Ha realizado el Curso sobre el IVA organizado por el Ministerio de Economía, Finanzas y Presupuesto de la República Francesa. Desde julio de 1983 a febrero de 1984 estuvo destinado en la Inspección de Hacienda de Granada. Entre marzo de 1984 y enero de 1995 ha desempeñado diferentes puestos en la Dirección General de Tributos del Ministerio de Economía y Hacienda: Jefe de la Sección de Competencia, Revisión y Expedientes de Fraude de Ley, Jefe del Servicio de Coordinación y Organización de la Gestión, Consejero Técnico y Coordinador del Area Tributaria en el Gabinete de Estudios, y Subdirector General de Tributación de Operaciones Financieras, entre otros. Ha sido Vocal de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior (CIFEX). Desde abril de 1989 hasta junio de 1991 ha sido Consejero del Grupo de Empresas Alvarez en representación del Instituto Nacional de Industria, y desde mayo de 1992 hasta enero de 1995, Consejero de la Compañía Trasmediterránea en representación de la Dirección General del Patrimonio de Estado. En la actualidad es socio del Bufete Cuatrecasas, en el Departamento de Fiscalidad de las Entidades Financieras y de Seguros. Es colaborador del Instituto de Estudios Fiscales y profesor de la Escuela de Hacienda Pública, del Centro de Formación del Banco de España —donde ha intervenido en cursos dirigidos a Inspectores de entidades de crédito y ahorro y a técnicos del propio banco— del Instituto de Empresa, del Centro de Estudios Comerciales (CECO) y del CEU-San Pablo. Es autor de más de un centenar de publicaciones y ha participado en numerosas conferencias, cursos y seminarios.

RODRIGUEZ DE CASTRO, James. Tras concluir sus estudios de Física en Oxford, comenzó a prestar sus servicios en el Departamento de Capital Markers de Bankers Trust, en Londres, donde trabajó inicialmente cubriendo a las instituciones francesas en el mercado interbancario de *swaps*. Durante la guerra del Golfo fue responsable del diseño e implementación de los modelos de opciones y sistemas de medición y gestión de riesgos utilizados para la gestión diaria del riesgo de petróleo de la compañía. Tras la guerra trabajó en un reducido grupo de arbitrajistas dentro del banco. En la actualidad, dirige para Merrill Lynch, en Tokio, los *books* de instrumentos derivados sobre opciones e índices bursátiles japoneses de la compañía.

GUIAS PARA EL LECTOR

CONFIGURACION JURIDICA DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES

Agustín Madrid Parra

En el ámbito de los denominados «productos derivados» se encuentran variados instrumentos financieros. Como concepción genérica, en el sistema financiero se entiende por «producto derivado» aquel instrumento financiero cuyo valor depende del valor que a su vez tenga un activo (subyacente: elemento patrimonial o índice) en el que se basa. Aquí serán examinados dos tipos de contratos, considerados derivados, como son los de futuros y opciones, sin entrar en otros como los de permuta financiera *(swap).*

Se pretende hacer una aproximación desde una perspectiva jurídico-mercantil. Se trata de conocer y examinar las notas características que configuran estos contratos y el régimen jurídico sustantivo que les es aplicable.

Hoy existen en España mercados organizados de futuros y de opciones, con sus normas reguladoras, en los que se negocian contratos sobre renta fija y sobre renta variable, sobre tipos de interés, sobre índices o sobre acciones concretas. Aunque se puedan encontrar líneas maestras en la configuración jurídica de cada tipo de contrato, que permita reconducirlo hacia alguna categoría jurídica común, hay que partir de la constatación de la dificultad y la relatividad de tal pretensión. Lo importante es el régimen jurídico aplicable conforme a la configuración que en el ordenamiento se hace del contrato.

I. Contratos de futuros

En España, el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe favorable del Banco de España, autorizó en septiembre de 1989 la creación de los mercados de futuros y opciones. El 8 de noviembre del mismo año, OM Ibérica, S. A. inició la contratación de opciones, en Madrid, y el 16 de marzo de 1990 MEFF, S. A. comenzó la contratación de futuros en el MEFF (Mercado de Futuros Financieros) de Barcelona.

Sin embargo, las operaciones a plazo estuvieron ya contempladas en nuestro ordenamiento jurídico mucho antes. Sin perjuicio de la regulación general de operaciones al contado y a plazo contenida en el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, la regulación específica que ha impulsado la aparición de mercados especializados en operaciones a plazo de futuros y opciones se ha desarrollado en el ámbito de la deuda pública. El reconocimiento y regulación de los mercados de futuros y opciones como mercados secundarios con carácter oficial se produce en el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones *(BOE* núm. 310, de 27 de diciembre de 1991), que se dicta en desarrollo y al amparo de los artículos 31 y 59 de la Ley del Mercado de Valores.

Concepto

El contrato de futuros ha sido definido como «aquel por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato». El artículo 1.º.2.*a)* del Real Decreto 1814/1991, por su parte, dispone que se entenderán por futuros financieros «los contratos a plazo sobre valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera, que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador».

Como características jurídicas fundamentales se pueden señalar las que se recogen a continuación.

Operación a plazo de naturaleza mercantil

En la negociación de futuros lo fundamental puede llegar a ser, no ya el cambio aplazado de cosas por dinero, sino la pretensión de obtener un beneficio económico, con el riesgo de que pueda ser una pérdida, en función de la diferencia que exista entre el precio aplazado y el existente en el mercado en el momento de ejecución del contrato. En tal caso, ciertamente, se difumina la condición de compraventa de la operación. No obstante, formalmente se sigue utilizando el esquema de la compraventa. Hay un activo subyacente que constituye el objeto de la compraventa u operación a plazo. Es en el momento de la ejecución cuando hay un proceso de «simplificación» o «espiritualización». En realidad hay una ficción jurídica.

Cuando la ejecución de los contratos de futuros se lleva a cabo en el contexto de mercados organizados, donde el activo subyacente goza de liquidez, el resultado económico es el mismo si se procede a la entrega de la cosa a cambio del precio que si se procede a la liquidación por diferencias. Aunque quepa la posibilidad de ejecución simplificada del contrato mediante liquidación por diferencias, en este supuesto cabe la posibilidad de la realización material de la entrega. Mas cuando el activo subyacente es un índice referido a la cotización de un conjunto o cesta de valores, entonces la entrega material se hace prácticamente imposible. Este supuesto implica ya un paso más en ese proceso de simplificación o espiritualización, tan frecuente en el Derecho como reflejo de la realidad socioeconómica. Se sigue aplicando el mismo esquema formal de una operación (compraventa) a plazo, con liquidación por diferencias, pero en la que ya no es posible la entrega material de la cosa. Se puede seguir calificando como compraventa la operación; pero es evidente que habrá muchas normas relativas al régimen de la compraventa que no resultarán aplicables a los contratos de futuros liquidados por diferencias.

Valor anotado normalizado y cotizado

La denominación «contratos de futuros» se aplica exclusivamente a los contratos que se negocian en los mercados organizados. No incluye los contratos individualizados *(forward),* que se conciertan fuera de dichos mercados *(over the counter),* cuyo contenido las partes contratantes diseñan a la medida de sus necesidades.

El artículo 1.º.5 del Real Decreto 1814/1991 dispone: «Los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en los registros contables de la correspondiente Sociedad Rectora a las que será de aplicación, con las adaptaciones que impongan las especiales características de aquéllos, el régimen contenido en el capítulo II del título I de la Ley del Mercado de Valores.» Los contratos de futuros son valores representados mediante anotaciones en cuenta, si bien presentan especiales peculiaridades relativas a la «emisión» y «transmisión».

Son contratos «cotizados», ya que son objeto de negociación en un mercado organizado. Pero los contratos no son objeto de transmisión en sí mismos. La liquidez que proporciona el mercado se obtiene «deshaciendo posiciones» mediante la concertación de un contrato igual, pero adoptando la posición contraria (compradora o vendedora). Jurídicamente no hay una cesión de contrato, pero desde un punto de vista económico se consiguen los mismos resultados.

Contrato consensual sujeto a compensación y garantías

Los contratos de futuros se perfeccionan mediante la concurrencia «electrónica» de oferta y demanda. Sólo pueden ser

concertados por los miembros del correspondiente mercado, bien por cuenta propia o ajena (clientes).

Cada vez que hay una concurrencia de oferta y demanda nacen, no uno, sino dos contratos, ya que hay una interposición de la Sociedad Rectora que adopta la posición compradora en un contrato y vendedora en el otro. De esta forma se proporciona seguridad al mercado y agilidad para la liquidación de las operaciones, puesto que la Sociedad Rectora actúa como cámara de compensación.

Para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones, miembros y clientes de los mercados de futuros y opciones han de constituir las necesarias garantías iniciales y diarias para asegurar en todo momento el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los contratos celebrados («posiciones abiertas»).

II. Contratos de opciones

Es un contrato que otorga al comprador el derecho (no la obligación) a comprar o vender, mediante el pago de un precio, un activo a un precio establecido en un momento dado o durante un período de tiempo determinado. Según el artículo 1.º 2.*b)* del Real Decreto 1814/1991, se entiende por opciones financieras «los contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices, futuros u otros instrumentos financieros; que tengan normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio, así como su fecha, única o límite, de ejecución; en los que la decisión de ejecutarlos, o no, sea derecho de una de las partes adquirido mediante el pago a la otra de una prima acordada, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador».

Es un contrato que instrumenta una operación a plazo sobre un activo subyacente. Pero no hay una compraventa, ni siquiera a plazo, de dicho activo. La opción sólo confiere a su titular el derecho a comprar o vender. Es una facultad. Si se ejercita, entonces se perfeccionará un contrato de compraventa. En el caso de las opciones hay, teóricamente, dos negocios jurídicos: el propio contrato de opción, por el que se adquiere un derecho o facultad a comprar o vender, y, en su caso, la futura compraventa. Por regla general, el interés de las partes mira más a una acción de cobertura y, con mucha frecuencia, a la pura especulación que a la efectiva transmisión de la propiedad del activo subyacente. Se adopta una posición vendedora o compradora, frecuentemente, lo único que se está haciendo es una apuesta por la evolución futura de los precios o tipos de interés (precio del dinero) en un plazo determinado (el del contrato de opción), de forma que al vencimiento del derecho de opción lo único que se hace es considerar el valor de ésta en términos económicos («como si» efectivamente se celebrase el futuro contrato de compraventa y se liquidara éste por diferencias).

Hay que aplicar a las opciones lo dicho sobre los futuros en relación con su carácter normalizado, negociación en un mercado organizado, peculiaridades en cuanto valor anotado, carácter consensual, compensación y garantías.

EL DESARROLLO DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS Y SUS CONSECUENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Juan Antonio Ketterer

El objeto de este trabajo consiste en discutir los factores que han contribuido a la evolución de los mercados de capitales modernos y, en particular, de los mercados de derivados financieros, basándose en la idea de que la evolución de los mercados es el resultado de la acción de un conjunto de fuerzas competitivas.

Los instrumentos y los mercados financieros tienen una serie de características que los hacen más o menos atractivos para sus potenciales usuarios, haciendo, en consecuencia, que la inversión se canalice a través de los instrumentos y mercados que se consideren idóneos.

Entre tales circunstancias el autor analiza los costes de transacción directa, la estructura y perfil de los *cash-flows* de los instrumentos, la separación y reempaquetamiento de riesgos subyacentes a activos financieros, los arbitrajes (reguladores, fiscales o contables), la flexibilidad en la introducción de nuevos productos y el riesgo de crédito de contrapartida. Considera el autor, no obstante, que en el fondo todo se reduce a una cuestión de costes de transacción entendidos en un sentido muy amplio.

Hasta la década de los ochenta, los mercados tradicionales mantuvieron una preponderancia absoluta, pero a partir de ese momento se produce un cambio radical, desarrollándose los mercados de derivados a un ritmo sorprendente. Esto es así porque, con anterioridad a los ochenta, no existían ni la tecnología ni las bases conceptuales necesarias para poder explotar las ventajas funcionales ofrecidas por los nuevos mercados e instrumentos.

A continuación, el trabajo analiza los factores que pueden suponer una ventaja competitiva de los mercados OTC sobre los mercados organizados, y viceversa, resultando las siguientes conclusiones: 1) los mercados de activos al contado con mercados diseñados por y para los emisores, en tanto que los de instrumentos derivados son mercados de emisores; 2) los instrumentos derivados son más que instrumentos de protección contra el riesgo, son instrumentos de gestión integral de carteras; 3) los mercados organizados tienen como principal atractivo la liquidez, frente a la flexibilidad de los mercados OTC; y 4) los servicios de compensación y liquidación con garantía son muy apreciados por todos los participantes en los mercados.

Por último, se analizan los riesgos inducidos por los mercados derivados, las tendencias en el diseño de instrumentos de inversión y el nuevo papel que desempeñan las cámaras de compensación.

El trabajo finaliza sentando tres conclusiones: 1) la negociación de derivados, si no se maneja adecuadamente, puede inducir a importantes riesgos; 2) los instrumentos que están adquiriendo mayor protagonismo son las «notas estructuradas» que se definen como un producto híbrido consistente en un activo de renta fija más un instrumento derivado; 3) las cámaras de compensación están ampliando su campo de actuación a los mercados de instrumentos OTC, lo que aporta un gran valor añadido a los mercados, minimizando los riesgos asociados con el uso de derivados.

REGULACION DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS

J. C. W. Osborn

La cooperación internacional en el establecimiento de normas de inspección bancaria es relativamente reciente. Así, el Acuerdo de Basilea sólo tiene siete años de antigüedad y no lleva más que tres en vigor. Sin embargo, los logros conseguidos en ese tiempo han sido muy importantes. En el Acuerdo de Basilea, el Grupo de los Diez convino en que la adecuación del capital de sus bancos debía ser valorado con la misma medida. Se acordó lo que constituía el capital, la forma en que serían ponderados los riesgos y se estableció un coeficiente mínimo de solvencia del 8 por 100. Estos requisitos fueron posteriormente introducidos a su vez, en las Directivas sobre Fondos Propios y sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito.

Al alcanzarse el Acuerdo de Basilea estaba implícita la intención de mejorarlo para incorporar los riesgos comerciales o de mercado. La Unión Europea se anticipó en esta ocasión y se aprobó la Directiva de Adecuación del Capital que entrará en funcionamiento el 1 de enero de 1996. Similar es la situación en cuanto a los productos derivados. No son nuevos en sí mismos, pero sí se han desarrollado de modo muy importante en los últi-

mos tiempos y han dado motivo de preocupación a los inspectores bancarios por varias razones.

En primer lugar, porque cuando un banco desarrolla un nuevo producto y éste tiene éxito, los demás bancos se apresuran a copiarlo. En segundo lugar, la rápida expansión de cualquier actividad comercial lleva implícita la escasez de expertos. En tercer término, porque cuando aparece un nuevo producto cabe la posibilidad de que haya aspectos de su medición del riesgo y su tratamiento contable que queden sin resolver o que tengan un tratamiento ambiguo. Por último, en el proceso de desarrollo de cualquier actividad nueva es precisa una auditoría independiente, realizada por personas que no tengan implicación directa con la actividad de que se trate.

Este análisis tiene una especial importancia, en lo que a derivados se refiere, por su especial efecto de apalancamiento que, con muy poco efectivo inicial puede generar grandes pérdidas o grandes ganancias.

La directiva del coeficiente de solvencia y el Acuerdo de Basilea, en el que se basa, aportan la medición del riesgo de crédito. Se requiere que los bancos marquen al mercado sus exposiciones a las contrapartidas en todas las actividades al margen del balance sobre los productos de tipo de interés y de tipo de cambio. Las cifras de los bancos del Reino Unido muestran que, aunque el volumen de los contratos pendientes en términos nominales es muy elevado, la exposición crediticia es comparativamente pequeña en relación con el riesgo crediticio de los préstamos. No obstante, consume una suma lo suficientemente importante del capital regulador como para considerarlo un negocio de bajo riesgo.

La directiva de adecuación de capital trata de captar y medir el riesgo de posición. Propuestas similares se estudian actualmente en Basilea. La directiva de adecuación de capital es una pieza legislativa compleja y muy técnica, y aunque a primera vista podría parecer más rígida que la directiva del coeficiente de solvencia, en la práctica se observan zonas de considerable flexibilidad.

Los bancos desean utilizar sus propios modelos de valor en riesgo para establecer las necesidades de capital para sus actividades comerciales. Los modelos más utilizados han sido los basados en matrices de variación/covariación, los basados en la simulación y el ensayo retrospectivo y el llamado modelo de simulación Monte Carol.

Ahora bien, de nada vale un modelo matemático complejo si el entorno en el que opera no es satisfactorio. En este sentido, debe quedar claro quién es el responsable del modelo y de su mantenimiento, quién dirige a esa persona, qué aprobaciones son necesarias para introducir cambios en el modelo y cómo se valora de forma independiente la calidad de dichos cambios.

DIVERSIFICACION DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS Y SU UTILIZACION POR LA EMPRESA

Luis Costa Ran

Este trabajo aborda el desarrollo y espectacular crecimiento de los mercados de tales productos. Estudia las tendencias diversificadoras de los subyacentes negociados en mercados financieros organizados y en mercados no inscritos u *over-the-counter* (OTC). Tal evolución se manifiesta en razón a su aplicabilidad en la gestión de riesgos financieros y como consecuencia del diseño de nuevos servicios, llevados a cabo por las entidades financieras para sus clientes.

En la parte introductoria, se hace una referencia a los vínculos existentes entre la diversificación en derivados y los fenómenos de globalización, innovación y flexibilidad de los mercados de capitales. Se opina que la globalización infunde más actividad y da a los capitales más independencia de los flujos nacionales y de los propios mercados. Se considera que la globalización engendra innovación que, si bien permite monitorizar el riesgo, no lo suprime. Por otro lado, se asume que la flexibilidad procede de la combinación de la globalización y de la innovación.

En síntesis, los productos derivados conllevan efectos de mayor flexibilidad, de reducción de costes, de mejora de la rentabilidad y de diversificación.

A continuación, se estudia el proceso de diversificación en las bolsas y mercados organizados, que hace referencia a futuros y opciones (ya sean opciones directas o sobre futuros). Se aborda, en primer lugar, la distribución espacial de los mercados organizados mundiales y sus consecuencias estratégicas.

Posteriormente, se analizan las corrientes de diversificación instrumental y sus últimas aportaciones, cuyos subyacentes se agrupan en activos financieros y no financieros. Se ponen de manifiesto ciertos aspectos de carácter interactivo y estratégico, que pueden hacerse extensivos a los mercados OTC.

Se hace mención a sendos proyectos de mercados de futuros agrarios para su implantación en España (futuros sobre naranja, en Valencia; futuros sobre productos cárnicos, cereales y otros, en Barcelona). Se complementa la visión globalizada de las trayectorias latentes sobre los mercados de futuros, con una valoración de las circunstancias que pueden limitar o beneficiar el uso de derivados en los países en transición, ya sea en mercados propios o del exterior.

Los efectos de la diversificación en los mercados OTC también aportan sustanciales referencias, agrupadas en subyacentes financieros y no financieros. El trabajo pone de manifiesto aspectos generacionales, o de evolución instrumental, que asume especial relevancia en los mercados OTC. Ello da lugar a figuras atípicas que se manifiestan muy especialmente en las operaciones de permuta financiera *(swaps).* Las opciones exóticas (OTC) permiten a las entidades financieras la oferta de un amplio abanico de servicios a la empresa para gestionar sus riesgos.

Se opina que un mayor desarrollo de las opciones plurigeneracionales obligará a la Banca a modificar su sistema de control de riesgos de mercado. La proliferación de instrumentos opcionales *ad hoc,* dotados de menor liquidez, representará un reto para las entidades financieras que decidan invertir en estos nuevos instrumentos.

La importancia adquirida por la negociación en los mercados OTC ha propiciado la elaboración de contratos marco para facilitar la negociación de sus operaciones. Ello ha sido fruto del consenso entre operadores y asesores internacionales. La aceptación de un contrato marco, que asuma las condiciones generales de contratación en instrumentos financieros OTC, constituye un claro soporte a la diversificación. Se tratan aspectos tales como el *netting,* la negociación monoproducto/multiproducto y los riesgos de contraparte que afectan a las operaciones OTC.

Respecto a la utilización de los productos derivados por las empresas, en el trabajo se establecen cuatro grupos que están conformados por: las entidades financieras, las administraciones públicas, las instituciones de inversión colectiva y las empresas privadas. Finalmente, se hace una referencia a los riesgos y a las pérdidas más significativos en la operativa con derivados.

PRODUCTOS DERIVADOS: USO Y ABUSO

James Rodríguez de Castro

La creciente internacionalización de las economías domésticas, la utilización de los tipos de interés para conseguir objetivos económicos y la volatilidad de los mercados han sido factores determinantes de sus profundas transformaciones.

A su vez, el fuerte incremento de los precios de la energía a mediados de los setenta determinó una fuerte escalada de los procesos inflacionistas que exigió la aplicación de medidas de política monetaria que generaron una gran volatilidad de los tipos de interés y del tipo de cambio.

El considerable aumento del riesgo de tipo de interés y del riesgo de cambio, consecuencia de esta situación, ha suscitado la preocupación por establecer instrumentos que paliasen tales riesgos, dando lugar a la aparición de los productos derivados, cuya finalidad básica es la cobertura de riesgos. Productos que están experimentando cada vez mayor operatividad al ser empleados también como instrumentos especulativos. El efecto apalancamiento que llevan incorporado permite la obtención de grandes ganancias —y también de grandes pérdidas— con un empleo mínimo de efectivo.

Probablemente, los productos derivados son la innovación financiera más importante de este siglo, porque permiten descomponer el riesgo financiero en sus distintos componentes y gestionarlos por separado, lo que implica que su utilización se ha de hacer con cautela. En este sentido, el autor considera que una gestión financiera prudente sería la que asumiese los riesgos apropiados relacionados con la actividad central del negocio y cubriese en el mercado los riesgos colaterales a dicho negocio. Estos riesgos externos a la actividad central del negocio incluyen factores como los tipos de interés o los tipos de cambio que pueden tener profunda incidencia sobre los resultados de las entidades.

En cuanto a los abusos cometidos en la utilización de estos productos, el autor señala, en primer término, la dificultad con que nos enfrentamos para determinarlos con precisión, dada la falta de información suficiente. No obstante, trata de formular una tipología de los abusos, distinguiendo tres categorías. La primera comprende aquellas que se producen como consecuencia de una excesiva especulación o una utilización improcedente de estos instrumentos financieros. La segunda la integran los que se deben a la inexperiencia de los ajustes y, por último, la tercera categoría es la formada por aquellos abusos que deriven de las reglas contables o de la legislación inadecuada.

ESTRUCTURA DE LOS TIPOS DE INTERES Y TEORIAS SOBRE LA PREDICCION DE TIPOS DE INTERES

Bernardo García de Bernardo

Los agentes que participan en los mercados financieros intentan, de forma regular, recopilar la información disponible que les proporcione un panorama de la futura evolución de los tipos de interés y de cambio.

Aunque buena parte de estas informaciones explica que las teorías aplicadas para la determinación de los tipos de interés tienen un gran componente aleatorio y, en consecuencia, presentan un porcentaje de aciertos peor que el de los meteorólogos, los agentes persisten con tozuda constancia en desvelar el futuro comportamiento de estas variables, con llamativa mezcla de resignación y esperanza, ya que consideran que es su obligación informarse sobre las opiniones que los diversos analistas efectúan y de manera especial aquellas que son predominantes en el mercado respecto a estos temas.

El artículo sobre la estructura y teorías sobre la predicción de tipos de interés pretende dar una sucinta información sobre las diversas teorías que se aplican para la determinación del comportamiento futuro de los tipos de interés, y qué factores influyen de diversas maneras en el comportamiento real de los tipos, así como las evidencias empíricas que se han obtenido de los diversos trabajos que sobre esta materia se han realizado en nuestro país.

En primer lugar, se habla de la estructura temporal de los tipos de interés y cómo en el corto plazo los factores determinantes en el comportamiento de los tipos son de carácter monetario, mientras en el largo plazo estos factores son básicamente económicos.

Debido a que la globalización de los mercados es una realidad cotidiana, y lo ha puesto en evidencia acontecimientos recientes que los mercados han vivido con inusitada intensidad, los factores monetarios económicos que es necesario tener en cuenta son, en primer lugar, los internos, es decir, los de nuestro país, pero también los de los países de nuestro entorno, y en especial los de aquellos con mayor peso específico en los mercados, como es el caso de Alemania, Estados Unidos, etc., por la indiscutible repercusión que en la evolución de nuestros tipos de interés tienen.

En segundo lugar, se hace una breve exposición sobre las diversas teorías que los analistas aplican para la determinación de los tipos de interés, comentando en cada una de ellas los rasgos principales en que se basa dicha teoría, así como los factores que tienen mayor consideración a la hora de determinar la posible curva de tipos.

Terminamos este punto con un comentario sobre las diversas evidencias empíricas que se extraen de los estudios que se han realizado dentro de este campo en nuestro país.

Ante la variedad, y con ello la dispersión, de opiniones que se vienen formulando sobre la evolución futura, tanto de los tipos de interés como de cambio, tratamos, en tercer lugar, de destacar la necesidad de que seamos capaces de formar nuestra propia opinión sobre este tema, y en consecuencia que nuestras decisiones tengan un mayor componente subjetivo, porque la realidad del mercado ha puesto de manifiesto el gran componente aleatorio de estas previsiones y, en consecuencia, en muchas ocasiones, el comportamiento real del mercado es diferente a las previsiones realizadas, y, por tanto, muchos agentes han experimentado las consecuencias desagradables que se derivan de actuar movidos exclusivamente por lo que estos analistas han dicho.

EL CONTROL Y MEDICION DEL RIESGO DE TIPO DE INTERES DESDE UNA OPTICA DE SUPERVISION PRUDENCIAL

Javier de la Cruz González

El objeto de este artículo es comentar cuáles son las ideas que se tienen actualmente sobre el control y medición del riesgo de tipo de interés en la Inspección del Banco de España. En este sentido, es conveniente aclarar que, aun cuando las líneas de pensamiento se encuentran bastante desarrolladas, no se trata todavía de ninguna posición definitiva. De hecho, su concreción final va a depender en gran medida de la opinión y de la experiencia de las propias entidades de crédito.

Por otra parte, en ningún caso deben interpretarse estos comentarios como un anuncio a nivel institucional de cuál va a ser la postura del Banco de España en esta cuestión. En su momento, y a través de los órganos correspondientes, el Banco adoptará y comunicará las medidas que considere oportunas.

Obviamente, los comentarios están formulados desde una óptica de supervisión prudencial, pero no debe por ello entenderse que el planteamiento está limitado al establecimiento de nuevas exigencias de recursos propios o a la regulación de la información que periódicamente deben suministrar las entidades al supervisor.

El propósito es mucho más ambicioso, por cuanto se pretende establecer las bases de un proceso de colaboración entre los gestores y el supervisor que contemple tanto las exigencias de la gestión como las necesidades de la supervisión en un tema tan complejo como es el control del riesgo de tipo de interés. Este proceso pretende ser además una vía para profundizar en el conocimiento de la problemática y aumentar el grado de experiencia.

La idea clave de este planteamiento es que el control y la gestión del riesgo de tipo de interés debe descansar, fundamentalmente, en los propios gestores de las entidades, que deben ser quienes elijan libremente el modelo a seguir. El papel del supervisor dentro de este esquema debe estar limitado al establecimiento del conjunto mínimo de requisitos que debe reunir el modelo, de forma que quede garantizado un adecuado control del riesgo.

Lógicamente, con independencia de ello, el supervisor debe reservarse la capacidad de detectar por sí mismo aquellos casos en los que los niveles de riesgo sean excesivos, así como la posibilidad de imponer medidas correctoras de estas situaciones problemáticas. Para ello, requerirá a las entidades el envío periódico de la información que considere relevante.

Por todo ello, el supervisor debe ser más el coordinador del proceso que su autor, evitando incurrir en el defecto de regular desde una perspectiva externa y alejada de la realidad. A este fin, sería muy conveniente que se invitase a todas las entidades a participar en el proceso de desarrollo en España de los sistemas de control y gestión del riesgo de tipo de interés.

En este sentido es como deben entenderse estos comentarios de carácter general, como un punto de partida de un proceso que, coordinado por el supervisor, tenga muy presentes las necesidades e inquietudes de los gestores y que culmine a medio plazo no tanto en una normativa de regulación en sí como en una situación general de control de este riesgo.

Se trata, por tanto, de iniciar, sin incurrir en precipitaciones innecesarias, un proceso de desarrollo ordenado y continuo de la cuestión, de forma que el coste de la puesta en marcha de estos sistemas no sea traumático ni en términos cuantitativos ni cualitativos, y que al mismo tiempo su utilidad final sea manifiesta tanto para los gestores como para el supervisor.

El artículo está dividido en tres partes. La primera parte se centra en aspectos de carácter general sobre el control del riesgo de tipo de interés. A continuación, se hace una serie de consideraciones sobre los requisitos mínimos que deberían reunir los modelos de control utilizados por las entidades. Finalmente, la tercera parte está dedicada a la información que las entidades deberían suministrar periódicamente al supervisor para que éste pudiera realizar sus propias evaluaciones y a las posibles vías de utilización de dicha información.

CONTROL Y GESTION DEL RIESGO DE INTERES EN LAS CAJAS DE AHORROS: UN ENFOQUE PRACTICO

Luis María Abadíe Muñoz
Iñaki Caminos Otermín

Diversos factores han convertido el control y la gestión del riesgo de interés en las cajas de ahorros en uno de los elementos básicos de competitividad de las mismas; entre ellos, cabe destacar la volatilidad de los tipos en un contexto de fuerte reducción de los márgenes financieros unitarios y el mayor peso de los activos financieros que cotizan en mercados organizados dentro de los balances de las cajas.

El enfoque que desarrollan los autores en esta materia parte de la separación de los riesgos de mercado y la actividad minorista de las cajas en dos mundos diferentes. Aunque la suma de ambos constituya la posición global de la caja frente al riesgo de interés, esta segmentación financiera obliga a profundizar en las técnicas de gestión de riesgos de una manera diferenciada debido al distinto comportamiento financiero y contable de los diferentes activos y pasivos frente a movimientos exógenos de los tipos de interés.

En cuanto a los riesgos de mercado, la metodología propuesta recoge dos aspectos importantes de la realidad actual: el efecto de los cambios en la pendiente de la curva de tipos de interés y los tratamientos contables establecidos por el Banco de España para las carteras de inversión. Un ejemplo de esta metodología es el modelo dinámico para la gestión de las carteras de deuda pública descrito en el artículo, en el que se puede observar el impacto a lo largo del tiempo de las variaciones en los tipos de interés (desplazamientos paralelos y/o rotaciones) sobre la cuenta de resultados de una caja de ahorros en dos escalones: en el margen financiero y en las valoraciones de activos financieros cuyos cambios afloran eventualmente en las cuentas de resultados a través de las dotaciones a los fondos establecidos.

La definición de una medida sintética de los riesgos, como suma de las variaciones del margen y las valoraciones, permite el establecimiento de un sistema de límites a los mismos bajo hipótesis basadas en escenarios adversos de tipos de interés.

La metodología propuesta se basa en una combinación de las técnicas de duración y simulación de manera que se pueda controlar el impacto de los cambios en los tipos de interés tanto en el margen financiero como en las valoraciones de los activos financieros afectos de una manera dinámica, es decir, a lo largo del tiempo.

Por otra parte, la actividad minorista de las cajas no puede ser tratada más que por los modelos de simulación que intentan representar de una manera rigurosa y fiable el comportamiento de los activos y pasivos de una caja, de su política de precios y de su política de productos, en relación con los cambios previstos en la curva de tipos de interés a lo largo del tiempo. La fiabilidad de los modelos de simulación depende, en muy buena medida, de la calidad de los datos de entrada y de la credibilidad de las políticas diseñadas en los mismos como representación sintética de una realidad compleja. Los resultados obtenidos a través de los modelos de simulación permiten tomar decisiones tanto en el corto plazo como decisiones estratégicas que suponen en definitiva el control a largo plazo del riesgo de interés afecto conjunto del balance de una caja de ahorros.

Estos modelos de simulación permitirían, en un paso siguiente, poder analizar desde el punto de vista del riesgo de interés las variaciones en el valor financiero de los recursos propios de una caja de ahorros cubriendo así el objetivo estratégico más importante de la gestión financiera de cualquier empresa.

LA GESTION EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y LA VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS

Manuel Antonio Méndez del Río

La intensidad de los procesos de desregulación, liberalización e internacionalización que vienen soportando las entidades financieras, alineada con el continuo deterioro de los márgenes de negocio y la enorme volatilidad de las cuentas de resultados de estas entidades, obligan —en opinión del autor— a reflexionar sobre la eficacia de los sistemas de gestión utilizados por los intermediarios financieros. De esta manera, y partiendo de la propia necesidad de la actividad bancaria, se analizan los diferentes enfoques de gestión, intentando evidenciar su insuficiencia.

Las entidades financieras se han encontrado con un mundo cambiante, donde la forma habitual de ser gestionadas resulta ahora poco útil, e incluso peligrosa. Asimismo, los intentos de incorporar esquemas de gestión similares a los de otras industrias habituadas a entornos muy competitivos han resultado, salvo escasas excepciones, poco satisfactorios.

Los intermediarios financieros, a diferencia de otras industrias que buscan maximizar el rendimiento de sus actividades evitando los riesgos asociados a las mismas, fundamentan su actividad en el riesgo, bien sea absorbiéndolo, bien sea intermediando, o simplemente aconsejando sobre él.

No obstante, la mayoría de los esquemas actuales de gestión parece ignorar esta obviedad, contemplando, con bastante frecuencia, la aparición del «riesgo» (de crédito, de iliquidez, de cambio, de interés, de capital, etc.) como una desgracia añadida a la actividad, casi siempre desde la perspectiva de «control de daños».

Parece, pues, necesario elaborar sistemas de gestión que, desde el reconocimiento de que el riesgo está en la propia naturaleza del negocio, permitan gobernar eficientemente las entidades, estableciendo el conjunto óptimo de actividades que maximice el rendimiento, para una exposición máxima asumible a los diferentes riesgos.

Estos nuevos esquemas de gestión —anticipa el autor— seguramente se articularán desde la optimización de estructuras de balance.

LA EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO ANTE LA GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS

Begoña García Greciano
Bernardo García de Bernardo

El artículo se propone analizar la evolución de los tipos de interés a corto plazo, así como los factores internos y externos que han contribuido al protagonismo que han adquirido en los últimos años.

La profunda transformación acaecida en los mercados financieros, como los cambios en la regulación del sistema bancario, y el desarrollo de los mercados monetarios y de deuda pública han sido factores internos que han caracterizado distintas fases de la política monetaria, pasando de un control rígido de activos de caja a un control de tipos de interés a corto del mercado interbancario. Estos cambios internos también estaban ligados a un entorno cada vez más competitivo marcado por la apertura hacia Europa. Así, nuevos factores externos como la entrada de la peseta en el SME, el inicio de la unión económica y monetaria, y la liberalización de movilidad de capitales, entre otros, condicionan la reciente evolución de los tipos de interés.

En el ámbito interno, se realiza un breve repaso de los cambios en la instrumentación monetaria y de los acontecimientos que han decantado a los tipos de interés como variable instrumental. Seguidamente, se analiza la relación entre tipo de interés del mercado interbancario y tipo de intervención del Banco de España a efectos de medir el grado de respuesta de los tipos a corto ante variaciones de los tipos oficiales. El período contemplado es a partir de mayo de 1990, en que los certificados del Banco de España se convierten en el instrumento principal de la política monetaria. Se observa que el grado de respuesta es elevado; no obstante, durante la etapa de turbulencia monetaria la incertidumbre creada aumentó las primas de riesgo generando una sobrerreacción del tipo interbancario.

Posteriormente, se analiza la evolución de los tipos de interés en el contexto internacional. En economías abiertas, con mercados financieros ampliamente desarrollados y bajo la movilidad perfecta de capitales, se supone que los tipos de interés de dichas economías tenderán a converger en el tiempo. Esta hipótesis de convergencia de tipos nominales se contrasta para un grupo de países pertenecientes a la Unión Europea en el período comprendido entre 1986 y 1994, apoyando la hipótesis de partida.

Finalmente, se mide el grado de asociación entre la evolución de tipos de interés de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. El período inicial contemplado es de 1986 a 1994, contrastando que en los últimos años, de 1990 a 1994, ha aumentado la asociación entre tipos de interés. En el caso de España se encuentra una asociación elevada entre la evolución de sus tipos y los de la UE, siendo negativa con Grecia, y muy baja con Estados Unidos.

PROBLEMATICA FISCAL DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

Eduardo Ramírez Medina

Las características fiscales de los productos financieros son, sin duda, un elemento determinante de su éxito y, sin embargo, con frecuencia el legislador es extremadamente parco al regularlos. Señala el autor cómo la primera norma que, de manera concreta, se ocupa de la fiscalidad de los productos financieros es la Ley de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, que trató de cumplir dos finalidades básicas: 1) dar transparencia informativa a los mercados financieros, recogiendo una genérica obligación de información a la Hacienda Pública, aunque con las excepciones de los Pagarés del Tesoro y los denominados AFROS (activos financieros con retención en origen) —ambas figuras hoy derogadas—, y 2) ampliar el concepto de rendimiento de capital mobiliario incluyendo dentro del mismo los denominados «rendimientos implícitos».

Pero el gran olvidado del ordenamiento es el mercado de derivados. Las escasas menciones que a él se contienen en las normas fiscales son debidas a los aspectos que dificultan el tratamiento fiscal específico de los productos derivados, que pueden concretarse en su carácter *complejo, atípico,* y en la posibilidad de que traten de atender distintas *finalidades:* cobertura de riesgos previamente asumidos en un mercado financiero o en una operación económica o creación de un riesgo sobre la variable financiera o no financiera sobre la que se constituye el contrato derivado.

Sobre estos aspectos generales, las cuestiones fiscales concretas que se plantean son las siguientes:

En primer lugar, la calificación fiscal de las rentas a efectos del cálculo de la base imponible del impuesto personal del titular. La cuestión es especialmente importante porque de la respuesta que se dé depende el modo de integración en la base y la posible práctica de retenciones.

Aunque no hay ninguna norma que resuelva el problema de forma expresa, el autor entiende que las rentas derivadas de estos contratos no pueden considerarse rendimientos de capital. Puede entenderse que se trata de rendimientos empresariales cuando cubran riesgos financieros enmarcados en la actividad empresarial y podrá tratarse de incrementos patrimoniales cuando sean percibidos por sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas fuera del marco de una actividad empresarial.

La segunda cuestión es la relativa a la imputación temporal de los beneficios o pérdidas generadas en el ámbito de los impuestos personales. Al respecto, el autor señala tres reglas generales: 1) cuando se trata de contratos negociados en mercados oficiales, la imputación deberá hacerse día a día; 2) tratándose de contratos cuya finalidad sea la cobertura de riesgos previamente asumidos en una operación subyacente, la imputación fiscal de ingresos y gastos debe responder a un principio de coherencia, para impedir el anticipo o el diferimiento de la carga tributaria por aplicación de un criterio de imputación temporal distinto en los beneficios y en los quebrantos; 3) por último, en cuanto a los contratos que no sean objeto de negociación en mercados oficiales, un criterio contable de prudencia valorativa sería trasladar las posibles ganancias a la conclusión del contrato y anticipar, sin embargo, las pérdidas al ejercicio en que se manifiesten por la vía de la dotación a provisional.

PANORAMICA CONTABLE DE LOS NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS (Especial referencia a los contratos de futuros y de opciones)

José Luis Cea

La profunda mutación experimentada por los sistemas financieros de los principales países, generados como consecuencia de los cambios acaecidos en los mercados nacionales e internacionales, ha determinado la aparición de los nuevos instrumentos financieros (NIF), cuyo reflejo contable plantea problemas a los expertos contables, justamente por su propia novedad.

Dentro de los nuevos instrumentos financieros, el autor distingue dos grandes bloques: 1) los NIF por antonomasia: futuros, opciones, permutas financieras y acuerdos o contratos sobre tipos de interés a plazo; 2) un subconjunto de instrumentos financieros que, realmente, son adaptaciones de otros instrumentos tradicionalmente utilizados: empréstitos cupón cero, empréstitos convertibles, etcétera.

Desde la perspectiva contable, son los primeros los que mayores problemas plantean por su rigurosa novedad y acerca de ellos trata este artículo.

Se destaca, en primer término, que, en el plano internacional, la regulación contable de los NIF es reciente y todavía escasa, presentando lagunas significativas, incluso en países que están a la cabeza del desarrollo económico financiero y de la propia regulación contable. En cuanto a España, no existen normas en el Plan General de Contabilidad de 1990, pero sí la promesa de acometer su análisis prioritariamente, y en este sentido, dentro del ICAC, un grupo de trabajo ha elaborado un borrador sobre el tratamiento contable de los contratos u operaciones de futuros y de opciones.

Por su parte, a través de sucesivas circulares, el Banco de España ha ido regulando los aspectos contables de diversos NIF. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores también se ha preocupado de dictar algunas normas en esta materia.

A este respecto, el autor se pregunta cuál sería el procedimiento idóneo de regulación de los NIF, pronunciándose por el de regulación individualizada de cada NIF.

En cuanto a las cuestiones básicas que han de resolverse en materia contable, ordena su análisis atendiendo, de una parte, a las que surgen en el momento del nacimiento o concertación del NIF y, de otra, con ocasión del registro de las incidencias durante la vida del NIF.

En punto al primer aspecto, la pregunta clave es si los NIF constituyen operaciones de balance u operaciones fuera de balance. La contestación es que todos estos contratos son operaciones fuera de balance por pertenecer al género de las no ejecutables o que habrán de ejecutarse en el futuro. Ahora bien, aunque no se produzcan efectos en la fecha de su concertación, acarrean riesgos, derechos y obligaciones de cara al futuro, por lo que debería incorporarse la correspondiente información en la memoria o anexo.

En cuanto al segundo bloque de cuestiones —incidencias durante la vida del NIF—, el trabajo pasa cuidadosa revista a las siguientes: 1) registro o no dentro del sistema contable principal de la empresa de las diferencias valorativas o de cotización de los contratos surgidos durante su período de vigencia, ya gradual o continuamente, ya con motivo del cierre del ejercicio contable; 2) imputación de la contrapartida surgida del reconocimiento o registro contable de las diferencias valorativas afloradas, ya continuamente, ya al cierre del ejercicio, dentro de la renta o resultado contable temporal de la empresa; 3) registro de la cancelación, anticipada o al vencimiento natural, de los correspondientes contratos u operaciones de este género, y 4) registro de otras incidencias menores que pudieran surgir durante el trayecto de vigencia de los contratos u operaciones, como la actualización de las garantías o fianzas, la incurrencia en gastos de transacción adicionales, etcétera.

De este conjunto de cuestiones, las que plantean problemas de mayor relieve son las correspondientes a los dos primeros apartados, y a su análisis se dedica el resto del artículo.

¿Cuándo deben reconocerse contablemente las diferencias valorativas inherentes a los NIF concertados por la empresa? En este aspecto, se diferencia entre los contratos negociados en mercados oficiales organizados y los negociados en mercados extrabursátiles.

En lo que se refiere a los primeros, sus características exigen reconocer en el sistema contable patrimonial de la empresa las diferencias continuas de cotización, sin necesidad de esperar al cierre del ejercicio o a la cancelación o vencimiento del contrato. En cambio, en el supuesto de contratos no negociados en mercados oficiales habría que posponer su reconocimiento hasta la fecha de su cancelación o vencimiento.

En orden a la imputación temporal a la cuenta de pérdidas y ganancias de las diferencias valorativas de los NIF —asunto clave en la problemática contable de los NIF—, hay que preguntarse sobre la motivación perseguida por la empresa al concertar estas operaciones.

Cuando tienen carácter especulativo, deben seguir el mismo régimen de imputación temporal a resultados que el que la regulación contable establece para cualquier otro negocio especulativo. Si se trata de operaciones de cobertura de riesgos, la imputación a resultados ha de ser paralela respecto de la operación o elemento cubierto y el instrumento de cobertura, para lo cual deberá probarse que se produce esta relación. En este sentido, la regulación contable de distintos países se inclina por la solución práctica de establecer una presunción *iuris tantum,* radicando la prueba en contrario en una serie de requisitos exigidos para poder pensar que existe cobertura efectiva de ciertos riesgos en determinadas operaciones o elementos patrimoniales de la empresa.

LA GLOBALIZACION Y LAS ECONOMIAS EUROPEAS
De los equipos marcadores brasileños a los teletrabajadores irlandeses

Rob van Esch

En este trabajo se pretende caracterizar lo que usualmente se entiende por «globalización de la economía» buscando, en primer término, la determinación de lo que significa realmente esta expresión, cuáles son sus consecuencias para la economía europea, cómo puede ésta afrontar sus efectos negativos y cuáles son las políticas que pueden articularse para mejorar la competitividad de la industria europea.

Cada vez son más los sectores que se desarrollan en mercados auténticamente globales, lo que obliga a las empresas a ser extremadamente conscientes de sus costes. En este sentido, en la actualidad casi todos los procesos de producción son susceptibles de dividirse en segmentos. Un ejemplo de esta situación lo brinda el hecho de que de cada 10.000 dólares que gasta el ciudadano estadounidense en un Pontiac de la General Motors, sólo el 40 por 100 permanece en Estados Unidos.

Esta situación es posible por la concurrencia de factores tecnológicos, por la liberalización internacional de los movimientos de capitales y por la importancia de la inversión extranjera, especialmente en los países en desarrollo (del 16 por 100 en 1988 al 41 por 100 en 1993).

Si bien la globalización no es un fenómeno rigurosamente nuevo, en el sentido de que las actividades económicas llevan siglos cambiando de una parte del mundo a otra, no es menos cierto que adopta nuevas características. El autor subraya dos fundamentales: la globalización ya no se limita a las industrias de fabricación, sino que también afecta al sector de servicios. Por otra parte, se está produciendo a una velocidad alarmante. Así, la mitad de los empleados de la empresa sueca Ericson está fabricando productos que no existían hace tres o cuatro años.

¿Cuáles han sido las consecuencias de esta nueva situación para las empresas europeas?

En primer término, la globalización puede producir efectos sobre el empleo. La OCDE considera, en sus países miembros, un ligero efecto negativo en la demanda de mano de obra no especializada, debido al comercio con países no pertenecientes a la Organización, pero esas pérdidas de puestos de trabajo no especializados se han compensado ampliamente con los puntos obtenidos mediante el comercio de artículos producidos por mano de obra especializada.

En todo caso, Europa necesita una industria competitiva para acumular riqueza y generar empleo, y a estos efectos la productividad europea va a remolque de la de los Estados Unidos y Japón desde hace algún tiempo. Es quizá en el ámbito de la educación donde habrá que poner el acento para alcanzar una mejor equiparación entre la productividad de los trabajadores poco experimentados y sus costes salariales, junto a una mayor flexibilización de los mercados laborales.

RECONCILIAR LA SEGURIDAD SOCIAL CON EL MERCADO

Jacques Bichot

Las prestaciones tributarias alcanzan en Europa niveles que van del 35 al 45 por 100 del PIB, y de ellas la seguridad social representa más de la mitad, lo que plantea el dilema de la conveniencia o no de reducir los niveles de protección social para volver a unas exacciones tributarias más compatibles con el buen funcionamiento de una economía libre de mercado.

Sin embargo, los sondeos de opinión reflejan que los europeos están habituados a un alto nivel de seguridad social, de tal forma que la mayoría estaría dispuesta a pagar más —si fuera necesario— antes que ver reducida su protección social. En estas condiciones, el autor considera que luchar por la reducción de la seguridad social sería un contrasentido dramático, ya que, desde una perspectiva democrática liberal, la cantidad óptima de seguridad social es la que resulta de la libre confrontación de la oferta y la demanda, y consecuentemente tan intervencionista sería una actuación que impusiera un consumo de seguridad social superior al deseado por los ciudadanos como la que impusiera el racionamiento de la misma.

En este trabajo se pretende demostrar que no hay incompatibilidad de naturaleza entre la seguridad social y la economía de libre cambio. Aunque hoy la seguridad social esté organizada de forma burocrática, puede reformarse para formar, junto con la banca y los seguros, un gran conjunto de servicios.

¿Cuáles son las funciones de la protección social? En lo que a los seguros se refiere, la de enfermedad y de accidentes de trabajo no se diferencian fundamentalmente de los seguros de daños. En todos los casos, el organismo que gestiona el servicio permite que se produzca un intercambio entre el conjunto de los asegurados. Igualmente, se produce un intercambio a muy largo plazo en el supuesto de las reasignaciones de renta a lo largo del ciclo vital (infancia, madurez y tercera edad). La distribución adecuada de la renta a lo largo de este ciclo sólo puede realizarse mediante intercambios: en principio, cada generación recibe de la que la ha precedido y lo devuelve cuarenta años más tarde.

La única función de la protección social que no depende directamente de la economía de libre cambio es el tratamiento de la pobreza y las ayudas sociales. Pero incluso en este campo la idea de intercambio no está totalmente ausente, pues algunos organismos de caridad saben hacer que los que han salido del apuro tomen conciencia de su deber de ayudar a los que continúan marginados.

El autor muestra, a continuación, cómo ese intercambio social que, con mayor o menor acierto, cumple la seguridad social aparece desfigurado por varias razones.

La primera es la que denomina el «mito de la redistribución». Frente a la afirmación generalizada de que la protección social está hecha para redistribuir rentas, señala que para entre un 80 y un 90 por 100 de las cantidades afectadas, la seguridad social toma el dinero de las mismas categorías que se benefician de su generosidad. Otra fuente de oscuridad en este ámbito es la diferencia entre la cotización social y la cotización patronal, e igualmente señala, en cuanto a la jubilación, la falta de lógica actuarial en cuanto que se finge ignorar un elemento esencial cual es la esperanza de vida en la fecha de liquidación de la pensión.

El remedio de estas distorsiones debería venir por la vía de la conversión de la seguridad social, por su integración en la economía de mercado, de la que hoy es parasitaria. El autor considera que no ha de entregarse al sector privado para su desmembración, lo que sería un comportamiento irresponsable y políticamente suicida. Es imprescindible conservar ciertas características de servicio público y no es posible confiar a agentes privados el poder de exacción sobre los recursos humanos. Pero lo mismo que se ha integrado el sector financiero público en el ámbito de la economía de mercado también puede hacerlo la protección social.

POLITICA ECONOMICA, COMPORTAMIENTO Y RESPUESTAS DEL MERCADO FINANCIERO EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS

Mickey D. Levy

La recuperación económica que viene experimentando la mayoría de los precios no significa que hayan dejado de existir problemas estructurales. Por ello, es prudente tratar de dar respuesta a tres cuestiones básicas: 1) ¿Cuál debe ser el impulso de la política económica para alcanzar un crecimiento sano y sostenido, y de qué forma han contribuido los errores en la política al reciente comportamiento deficiente?; 2) ¿Cuáles son las perspectivas económicas para las principales naciones industrializadas y cuál debería ser la postura actual de las políticas económicas?, y 3) ¿Qué respuestas cabe esperar del mercado financiero a medida que maduren las recuperaciones económicas?

En lo que se refiere a la primera de las cuestiones, el autor señala que los objetivos de una sana política económica son, en esencia, el crecimiento económico sostenido y la elevación del nivel de vida, lo que presumiblemente implica creación de empleo. Para ello es ingrediente necesario una inflación baja. El deficiente funcionamiento económico, los brotes inflacionistas y el alto grado de desempleo son las consecuencias de erráticas políticas monetarias y de políticas fiscales dirigidas sobre todo a apoyar la renta, así como de políticas que desincentivan el empleo.

La meta apropiada de la política monetaria es la estabilidad de precios, por lo que es ilusorio el cambio de inflación por desempleo. La utilización de la política monetaria para lograr más de lo que es capaz falla siempre en el intento de alcanzar los objetivos pretendidos y sólo genera efectos colaterales indeseados.

En lo que a la política fiscal se refiere, el problema fundamental hoy planteado es la elevada cuantía de los déficit públicos.

En cuanto al desempleo, una fuerte evidencia sugiere que sus elevadas tasas vienen generadas por las rigideces del mercado laboral y un excesivo proteccionismo al desempleado.

Las perspectivas del comportamiento económico se han aclarado significativamente en todo el mundo industrializado en el sentido de su mejora generalizada.

Por último, las tendencias del mercado financiero están íntimamente relacionadas con el comportamiento económico. En este sentido, se han ido ajustando eficazmente los niveles y estructuras de plazo de los tipos de interés en los países industrializados para reflejar las fluctuaciones económicas cíclicas, las esperanzas inflacionistas y las políticas de los bancos centrales, siendo de esperar que tales conexiones continúen.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. Alicante.
CAJA DE AHORROS DE AVILA. Avila.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz.
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA. Barcelona.
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA. Barcelona.
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres.
CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia).
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña.
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada.
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén.
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León.
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga.
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE. Orense.
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS. Oviedo.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES. Palma de Mallorca.
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE POLLENSA. Pollensa (Baleares).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra.
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona).
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife.
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla.
CAJA SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona.
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia.
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra).
CAJA DE AHORROS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza.
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

N.º 54. Sistema Financiero 1993.
N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual.
N.º 56. La competitividad de la industria española.
N.º 57. Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo.
N.º 58. Entidades financieras y competitividad.
N.º 59. Economía y Hacienda de las Comunidades Autónomas.
N.º 60/61 Sector agrario. Bajo el signo de la incertidumbre.
N.º 62. Economía española. Análisis y diagnóstico.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Ultimos números publicados:

N.º 41. Planificación fiscal internacional.
N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión.
N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito.
N.º 44. Titulización de activos financieros.
N.º 45. Las entidades de crédito ante la unión europea.
N.º 46. Deuda pública. Una revisión actual.
N.º 47. Sociedades de Garantía Recíproca.
N.º 48. Sistema financiero español, 1994: los retos de la competitividad.
N.º 49. Mercado de valores y mercado financiero único.
N.º 50. Productos financieros derivados.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

N.º 10. Aragón.
N.º 11. Arco Mediterráneo.
N.º 12. La Rioja.
N.º 13. Cantabria.
N.º 14. Castilla y León.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada).
N.º 6. Las áreas deprimidas de España.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 54: Sistema financiero 1993

Núm. 55: Comunidades autónomas.
Situación económica actual

Núm. 56: La competitividad de la industria española

Núm. 57: Tribuna joven: los nuevos economistas
ante el reto europeo

Núm. 58: Entidades financieras
y competitividad

Núm. 59: Economía y Hacienda
de las Comunidades Autónomas

Núm. 60-61: Sector agrario. Bajo
el signo de la incertidumbre

Núm. 62: Economía española.
Análisis y diagnóstico

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 350 44 00

AÑO 1995

☐ *Papeles de Economía Española* (suscripción) ..... 7.100 Ptas.
☐ ☐ Números sueltos ..... 2.300 Ptas.
☐ ☐ *Perspectivas del Sistema Financiero* (suscripción) ..... 7.000 Ptas.
☐ ☐ *Cuadernos de Información Económica*, un año ..... 12.000 Ptas.
☐ ☐ Números sueltos ..... 1.600 Ptas.
☐ ☐ *Documentos de Trabajo* (números sueltos) ..... 1.000 Ptas.
☐ ☐ Microfichas (número suelto) ..... 1.300 Ptas.

El pago lo efectuaré:

☐ ☐ Contra reembolso del primer envío ☐ Giro postal núm. ..... ☐ Cheque bancario
☐ ☐ Domiciliación bancaria (facilítenos sus datos y autorización en hoja aparte)

Nombre o razón social .....
Actividad o Departamento .....
Domicilio ..... Teléfono .....
Ciudad ..... C. P. ..... Provincia o país .....
Fecha .....

Firma o sello,

ISSN 8411329564