

Los Mercados de Futuros y Opciones ante la Unión Económica y Monetaria Europea

D. Dominique Leblanc

Director d'Operacions Financeres,
Societat de Borses Franceses

Gracias a los organizadores de esta reunión, sobre todo, a la Generalidad de Valencia, a la Sociedad Económica de los Amigos del País y a la Bolsa de Valencia en la persona del Sr. Samper, por darme la oportunidad de realizar unos comentarios sobre el desarrollo europeo de las Bolsas de Futuros y de Opciones, de los Mercados de Productos Derivados, como decimos entre nosotros, que hoy en día son un elemento esencial de la modernización de las plazas financieras y un nuevo factor de competencia. Creo que esta problemática debe analizarse en el contexto europeo actual, que tiene una importancia indudable para todos los ciudadanos, puesto que cambiará, de forma esencial, las relaciones y la economía financiera del continente.

Creo que, en el marco de la conferencia organizada aquí, es oportuno hablar o intentar pronunciarse sobre el desarrollo de las Bolsas y sobre todo, de las Bolsas de Futuros y de Opciones frente al desafío que representa la unión económica y monetaria.

Me gustaría, ante todo, resaltar la faceta de los Mercados de Futuros y de Opciones como instrumento de gestión del riesgo.

Utilizando estos mercados, los operadores controlan su riesgo frente a las variaciones de los tipos de interés y de los tipos de cambio, los riesgos de movimientos de las cotizaciones bursátiles, o bien, los riesgos de variación de precios de las materias primas o los productos agrícolas.

Algo que se sabe menos es que los Mercados de Futuros y de Opciones también desempeñan un papel fundamental como reveladores de precios, porque los participantes en el mercado al comprar o al vender contratos, expresan su punto de vista sobre el precio futuro del instrumento que están negociando, ya sea, un barril de petróleo o un índice bursátil.

Este mecanismo de formación de los precios del futuro desempeña un papel importante porque suministra a los agentes económicos una información indispensable cuando se trata de buscar suministros o recursos, de conocer cuánto hay que producir, qué hay que plantar, dónde hay que invertir, y otros elementos esenciales en la toma de decisiones económicas.

Resulta evidente que el conocimiento del precio futuro y la posibilidad de anticiparse ante la información de ese precio futuro proporciona unos elementos de decisión importantes a los agentes económicos. Creo que es esta doble utilidad de los Contratos de Futuros lo que explica el grandísimo desarrollo de estos mercados.

Hoy en día son utilizados por el conjunto de los intermediarios financieros, ya se trate de corredores, entidades bancarias, fondos de pensiones, de inversión, sociedades de inversión mobiliaria, entidades aseguradoras, los tesoreros de empresas e incluso los particulares. Puede decirse que hoy los Mercados de Futuros han adquirido una gran supremacía, anticipan los precios del mercado de contado y, lo siento por mi vecino de la izquierda, ofrecen ventajas técnicas que los propios mercados de contado desconocen.

Ustedes conocen estas ventajas:

-En primer lugar, no hay problemas de entrega y de pago en los Mercados de Futuros. Hay una seguridad absoluta, vinculada a los mecanismos de «clearing», de compensación.

-Por el hecho de estar dirigidos hacia productos estandarizados, los Mercados de Futuros ofrecen una liquidez mayor que la del Mercado de Contado y la liquidez es una riqueza esencial.

-Finalmente, el precio, el coste de operar en los Mercados de Futuros es limitado, inferior en un 10% al montante del contrato.

Creo poder decir que los Mercados de Futuros y de Opciones son la innovación financiera más importante desde hace unos veinte años. Y, a pesar de su novedad, la negociación con futuros y opciones, que desde hace un siglo se había quedado estancada en el sector de las mercaderías, desde hace 10 años se desarrolla de forma importante en el sector financiero.

El hundimiento de los acuerdos de Bretton Woods se produjo cuando el Presidente Nixon decidió que la cotización del dólar no siguiera ningún patrón. Esto fue lo que ocasionó una gran incertidumbre financiera en el mundo, un aumento de la volatilidad de las cotizaciones, de los tipos de cambio, de los tipos de interés, etc. Esta convulsión del sistema monetario internacional fue, en mi opinión, el origen, la causa del desarrollo de los Mercados de Futuro y de Opciones en el sector financiero desde el año 1972.

Nuestros amigos americanos comenzaron en 1972 en Chicago, con el «Chicago Mercantile Exchange», y propusieron instrumentos de cobertura del tipo de cambio. Estas coberturas, sofisticadas para su tiempo, conocieron una expansión sin precedentes.

Europa llegó un poco más tarde, y además despacio, pero ahora crece a un ritmo acelerado, casi al ritmo de una eclosión primaveral, como si fuera un champiñón.

En el 1978, 6 años después de Chicago, hubo dos mercados que arrancaron de forma modesta, primero en Londres, con el LTOM, y luego en Amsterdam, el NLKKAS, negociándose en ambos, contratos de opción. En 1982 nace el LIFFE en Londres, primera Bolsa de Futuros Financieros creada en Europa, y a partir de ese momento el ritmo se aceleró: en 1985, el SWIFT, primera Bolsa electrónica, después MATIF en 1986 y 1988 Suiza con SOFEX, Dinamarca y Finlandia.

En 1989 España con MOFEX en Madrid y, después Irlanda en el 90, el DTB alemán y, más tarde el MEFF en Barcelona (1990). Este año Austria con OTTOV y Bélgica con BELFOX, que debería abrir la semana que viene.

De manera que hoy, cuando no tenemos nada hace 10 años -en menos de 10 años- hoy es impresionante observar las 23 Bolsas de Futuros y Opciones implantadas en Europa. 23 es un número enorme. Únicamente, algunos países de Europa del Sur no tienen todavía Bolsa, como Portugal, Grecia e Italia, aunque ya se anuncia un proyecto para el año que viene en Italia, bajo la competencia de los mercados de Francia y de Inglaterra, que han decidido ofertar directamente productos financieros italianos.

De 23 Bolsas en Europa, 16 negocian productos financieros, 6 negocian productos de mercaderías -productos agrícolas-, una bolsa -el MATIF- negocia productos financieros y productos agrícolas.

De la misma manera que ha habido una multiplicación de las bolsas, también ha habido una gran variedad de contratos. Se negocia con 235 productos diferentes en las Bolsas que he mencionado. Los volúmenes se han multiplicado, hubo menos de un millón de contratos hace diez años, y el año pasado se negociaron 110 millones de contratos en las Bolsas de Futuros y de Opciones en Europa. Es un dato impresionante.

De esos 110 millones, 34 millones fueron negociados por el LIFFE en Londres, después MATIF con 28 millones, Amsterdam con 10 millones, y el resto está fragmentado entre las demás Bolsas, es decir, que no hay una distribución equitativa entre las 23 Bolsas, los 110 millones se distribuyen de forma poco homogénea entre las diferentes bolsas europeas.

Hay que hacer notar que la cuota de mercado de los americanos se ha reducido, ha disminuido durante los 10 últimos años, puesto que los americanos tenían el monopolio, la exclusividad de los contratos de futuros y de opciones. En el 80 tenían el 87% del mercado, mientras que hoy los Estados Unidos sólo tienen el 63% del mercado mundial. Cuando digo hoy, estoy refiriéndome al año pasado, el 90.

El crecimiento del volumen de negociación es, por su parte, mucho mayor en Europa que en EE.UU. El año pasado las bolsas americanas crecieron en un 2%, mientras que en Europa crecimos en un 34,6%.

Para que se hagan una idea de la composición de los productos negociados en Europa, dentro de esos 110 millones de contratos, se tiene: 42 millones sobre bonos, sobre obligaciones; 22 millones se refieren a acciones, son productos derivados sobre acciones; 16 millones se han referido a los stock index, es decir, productos sintéticos sobre índices bursátiles; 17 millones a otros productos como el PIBOR, el LIBOR y productos de interés a corto o a medio plazo; 7 millones a mercaderías y menos de un millón a los productos sobre tipos de cambio (exchange rate).

Esta es la distribución de la actividad en las familias de productos que pueden ser negociados en nuestros mercados de futuros. Resulta evidente que tenemos una tecnología y tenemos un «savoir-faire», que es el tratamiento y la transparencia de la negociación. Esto se puede aplicar a todo el conjunto de los productos que les he indicado, tipos de cambio, tipos de interés, mercaderías, etc...

Último elemento: la tecnología. Tenemos tecnologías variadas: la mitad de las bolsas trabajan por subasta, y las demás por computadora, por ordenador. Londres, París y Amsterdam prefieren la subasta, y los demás países del mercado común europeo, así como los países del Norte de Europa negocian, tratan con procedimientos electrónicos. España también trabaja con sistemas electrónicos.

Bien, les he presentado una descripción de la situación hoy en día en Europa de las Bolsas de Futuros y de Opciones. El nacimiento de estas nuevas bolsas es un factor de modernización de las diferentes plazas financieras, pero también es un factor de competencia, incrementada entre las plazas financieras europeas, sobre todo, con respecto a una situación en la que Londres, tradicionalmente, era la única plaza en Europa donde se negociaban este tipo de productos sofisticados.

Esta competitividad es normal en un mercado en expansión, y es sana porque es un factor permanente de innovación y de disminución de costos. Lo que se plantea es saber si hay lugar en Europa para tantas Bolsas de Futuros y de Opciones. En los Mercados de Futuros, esta multiplicidad es una fuente de división de los depósitos a constituir, de complejidad técnica para los operadores e incluso, a veces, de obscuridad para los grandes inversores americanos y japoneses.

Mi impresión es que es probable que cada mercado disponga de una o varias fuentes que le permita subsistir. Sin embargo, no parece probable que haya sitio para tantos productos de vocación internacional, y creo que vamos a asistir a una división entre las bolsas domésticas, que van a tratar los productos locales de proximidad, y luego algunas plazas en Europa, no muchas, 2 ó 3, como máximo 4, que negociarán los grandes productos internacionales, los productos de tipos de interés, de mercaderías, negociados a escala continental, a escala mediterránea, o a escala mundial.

¿Hay que dejar que se desarrolle esta competitividad en Europa, o hay que organizarla? ¿No habría que darse cuenta de que, frente a un mercado global muy competitivo, una racionalización se debería imponer en el Continente, para incrementar la eficacia y bajar los costes de nuestras operaciones?

Esta pregunta viene reforzada por las perspectivas de unión política, económica y monetaria, porque está claro que si un día tenemos una moneda única y esta perspectiva cada vez se hace más probable -quizá la cumbre de Maastricht decida que tengamos una moneda única antes del final del milenio-. Así parece presentarse el futuro. Está claro que cuando tengamos una moneda única, ya no tendremos mucho sitio para los Mercados del Bund, del Long Gilt, del Notional, del Nocional o del BTP italiano.

Todos estos productos van a desaparecer porque ya no tendremos más que productos en ECUs, que serán negociados en una o varias plazas, pero no en 23.

Estas cuestiones no tienen respuesta clara hoy por hoy, pero lo que es importante es que, antes de cooperar, hay que mostrar que uno existe, hay que mostrar que uno tiene una plaza válida como plaza financiera en tal o cual segmento, en tal o cual nicho. Es decir, es importante desde el punto de vista político, incluido el Gobierno Español, aclimatar el mercado del ECU en el país, y colocar emisiones en ECUs a cuenta de Entidades Públicas. Son tomas de posiciones que benefician a las plazas financieras y que esbozan el paisaje de mañana.

Es probable que, tras esta fase de hipercompetitividad, en la que la situación se distribuiría entre las plazas financieras, habría que orientarse hacia una forma de cooperación. Las bolsas europeas empiezan a entenderlo, se han agrupado en una asociación que se llama ECOFEX, creada a iniciativa del LIFFE, MATIF, el ELTON y el EOE para, en una primera fase, participar en los trabajos europeos de las Directivas sobre Inversiones que van a tener una influencia mayor sobre nuestra actividad.

Según estas Directivas, cada participante en su país podrá acceder directamente a la bolsa de otro país. Esto va a cambiar las reglas del juego, porque hoy trabajamos con formas de bolsa, de miembros asociados que han comprado una sede y que se encuentran en un lugar cerrado, en «*numerus clausus*». Está claro que la Directiva sobre Inversiones va a cambiar este tipo de organización para nuestras bolsas, y naturalmente, procuramos influir en la Comisión Europea para proteger los intereses de nuestros miembros y de nuestras bolsas. Con respecto a esta evolución, no es que la rechacemos, pero queremos que sea coherente con el desarrollo y con la eficacia de los mercados.

Tal vez un día haga falta una conferencia en la cumbre para tratar estos problemas de cooperación entre las bolsas. Está claro que algunos problemas no se afrontan, y que la competencia no organizada perjudica el desarrollo europeo frente a los grandes inversores americanos y japoneses. Si ha habido una conferencia en Madrid para la paz en el Oriente próximo, ¿por qué no realizar una en Valencia para organizar la cooperación de las Bolsas de Futuros y de Opciones en Europa?

Eso es una sugerencia, Sr. Samper. Tal vez sea demasiado pronto para que usted adopte esta iniciativa. Todo esto es muy importante, pero en realidad no hay que mirarse demasiado el ombligo.

Creo que el problema es más amplio y sobrepasa las fronteras de la Comunidad Económica Europea. Los Mercados financieros, y sobre todo los Mercados de Futuros y de Opciones, son mercados globales. Esto es una realidad apoyada por las nuevas tecnologías de telecomunicación, los modos de transacción electrónica. Esto nos sitúa en un mercado global.

Para MATIF, Europa ya no tiene significado, la parte más importante de clientes no residentes está formada por japoneses, americanos, canadienses. Nuestro desafío, en realidad, es el mundo, y no sólo Europa. Creo que debemos pensar en cómo dar una respuesta global a una necesidad que cada vez está más internacionalizada, globalizada. Esto es lo que ha llevado a MATIF a apoyar un proyecto llamado GLOBEX que es un sistema electrónico mundial desarrollado por Reuter, vinculado al problema del sistema de subasta y de los usos horarios, que hace que sí se pueda trabajar 24 horas de cada 24. Esta red electrónica nos permitirá, gracias a las pantallas, tratar los mercados sobre una base continua en el tiempo, de forma electrónica.

Creo que voy a reservar un poco de tiempo al debate. Podría continuar hablando mucho rato, pero tal vez sea más interesante dialogar con la sala, dejando, pues, mi exposición en este punto. Muchas gracias.

PREGUNTAS

¿Se planteará la misma competencia entre el mercado físico de los productos y los mercados de productos derivados?

El mercado de productos derivados es, ante todo, un sistema de cobertura respecto a los productos del mercado real, y fundamentalmente, es una herramienta para poder, si se trata por ejemplo de títulos, tener un «*management*» de la cartera, si se trata de divisas, una posibilidad de defensa ante situaciones de volatilidad grandes, y si se trata de materias primas, en el mismo sentido. Por eso creo que, si bien la competencia entre los mercados de productos derivados entre sí internacionalmente hablando puede existir, sin embargo, la competencia entre los mercados de productos derivados y los mercados de contado, de producto físico no existe, sino que, al contrario, son mercados complementarios. Muchas gracias.

Relación entre el mercado real y el mercado derivado.

Creo que no existiría un mercado de productos derivados si no hubiera un mercado de contado. Un mercado de productos derivados tiene que ser un mercado derivado de algo. Hay una complementariedad, una sinergia fortísima entre los mercados al contado

y los mercados de futuros. Si los mercados de futuros se desarrollaran solos sin los mercados de contado, serían mercados puramente especulativos. Creo que esto no sería deseable y creo que, en ese caso, el Mercado de Futuros no respondería a su legitimidad económica, que es la de ofrecer un servicio de gestión de la cobertura del riesgo.

Existe una buena complementariedad pero, a pesar de ello los Mercados de Futuros se desarrollan más deprisa y, tal vez, más eficientemente que los mercados de contado. Esto es una realidad. A menudo, se produce un avance en el mercado de contado, es lo que se llama la fertilización recíproca. Voy a darles un ejemplo: el mercado de obligaciones francés. Después de 1986, cuando se creó MATIF, su actividad se duplicó. El mercado de contado se multiplicó por dos, MATIF se multiplicó por 100.

El mismo fenómeno fue observado en el mercado de obligaciones italiano. En Italia hay un mercado telemático para obligaciones italianas. Lanzamos hace poco más de un mes en París un instrumento notional sobre las obligaciones italianas, y Londres también a continuación lanzó un producto, pues este mercado telemático italiano explotó ese día, lo que demuestra la complementariedad entre ambos mercados. Creo en la mejora de la eficacia de ambos mercados juntos.

¿Cree que es rentable que en el caso de Valencia, la creación de una plaza financiera de un Mercado de Futuros, derivado únicamente en un sólo producto, como es el caso de las naranjas, pueda ser rentable, o en todo caso, por ejemplo se pueden negociar las naranjas perfectamente en París o en Londres por poner un ejemplo, porque lo mismo está sucediendo en Chicago?

Como ha explicado el Sr. Samper, es una forma de cooperación en Europa. Hemos aceptado un trabajo de asesoramiento con la Bolsa de Valencia para examinar la viabilidad de una Bolsa de materias primas, de mercaderías en Valencia, con una orientación fuerte, pero no exclusiva hacia los cítricos. Esta misma mañana he entregado al Sr. Samper las conclusiones provisionales de dicho estudio de viabilidad, y naturalmente no puedo darles los resultados porque corresponde al Sr. Samper y a la Generalidad el analizarlos -sobre todo en lo que se refiere a la rentabilidad- y no puedo sacar conclusiones. Creo que sería necesario dejar que el Sr. Samper pueda leer el estudio antes de darle los resultados. De momento, es prematuro responder a esa pregunta.