

Evolución del mercado de futuros español: perspectivas y proyectos ante el proceso de integración europea

MARÍA LUISA PALMA MARTOS
Profesora Ayudante de Teoría Económica y Economía Política
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Sevilla

1. INTRODUCCION

La implantación de los mercados de futuros en España en marzo del 90 ha venido a responder por un lado, al desarrollo experimentado por los mercados financieros, y por otro, al crecimiento de la economía en general, que ha planteado la necesidad de nuevos instrumentos financieros que protejan y agilicen el proceso de toma de decisiones de inversión y financiación ante un contexto de incertidumbre en los diversos sectores económicos.

Con la aparición y progresivo desarrollo de este mercado se ha pretendido satisfacer las demandas crecientes de los principales agentes económicos de instrumentos de cobertura de riesgos, ante la elevada volatilidad de los tipos de interés y los precios, las alteraciones de los tipos de cambio, así como la enorme variabilidad registrada en la Bolsa de Valores, circunstancias todas ellas imperantes en los principales países desarrollados. Al mismo tiempo, con la implantación del mercado de futuros en nuestro país se ha realizado un esfuerzo para incorporarnos al proceso de innovaciones financieras surgidas en el contexto internacional y favorecer una mayor liberalización e integración de las transacciones financieras internacionales con vistas a nuestra consolidación en el proceso de unificación europea.

2. IMPORTANCIA ECONOMICA DE LOS MERCADOS DE FUTUROS

Gran parte de la explosión experimentada por los futuros financieros durante la década de los 80 puede ser atribuida al avance realizado en la comprensión de las funciones económicas fundamentales desempeñadas por esta tipología de mercados entre las que podemos destacar al ser asumidas por una gran mayoría de autores las siguientes¹:

¹ GOSS BARRY, A. «Introduction: feasibility and the consequences of using information in Futures Markets». En GOSS BARRY, A. (ed) *Futures Markets: Their establishment and Performance*. Croom-Helm. Londres, pág. 2.

- 1) La función de cobertura o «hedging» al constituir un poderoso instrumento de cobertura de riesgos .
- 2) Función de descubrimiento de precio o «price discovery».
- 3) Recogida y difusión de información.

La función de cobertura o «hedging» ha sido la más ampliamente considerada y a la que se le ha otorgado una importancia fundamental por todos los autores que han abordado el estudio de las operaciones de futuros, al considerar dicha función la principal justificación económica de la aparición de estos mercados.

La creación de un mercado de futuros tiene importantes consecuencias sobre la asignación de recursos en la aceptación más general del término que incluye la asignación de riesgos, en la medida que los precios de los contratos de futuros, determinados competitivamente en el mercado, constituyen el consenso generalizado sobre cuáles serán los precios al contado existentes en una fecha futura, actúan como indicadores para asignar recursos reales, al influir en las decisiones de inversión y financiación futuras llevadas a cabo por los diversos agentes económicos. De esta forma, los mercados a futuros se anticipan a la evolución que seguirá el mercado al contado subyacente al mismo. Esta es la denominada función de «descubrimiento del precio» y que para algunos autores relevantes en el estudio de estos mercados, como F. Edwards (1987)², es considerada el primer servicio económico proporcionado por los mercados de futuros.

Los mercados de futuros se han convertido en un mecanismo económico eficiente para la centralización, agregación y difusión de información tanto dentro del propio mercado como para la economía en general. Al constituir un punto central de encuentro entre compradores y vendedores, elimina una de las dificultades fundamentales de otros mercados que son los costes de búsqueda ante la necesidad de llevar a cabo una transacción. Es la centralización de este mercado la que va a permitir que toda la información disponible sobre oferta y demanda se concentre en un lugar, y se refleje en un único precio para cada activo negociado, de manera que esta información es conocida tanto por los participantes en el mercado, como por los sujetos ajenos al mismo.

El hecho de que los mercados de futuros provean de una corriente de información de precios, entre otras, rápidamente disponible, clara y específica tanto a los participantes en el mercado como a la economía en general, contribuye ampliamente a mejorar la eficiencia del mercado y a reforzar la competencia en general³.

²EDWARDS, F. (1987) «The regulation of futures markets: a conceptual framework». En YAMEY, B. S. *Análisis económico de los mercados*. Traducción coordinada por GARCÍA-DURÁN, JOSÉ, A. Vicens-Universidad, Barcelona. Pág. 128.

³STEIN, J. L. (1986). *The Economics of Futures Markets*. Basil Blackwell. Cambridge, Massachusetts. Pág.3.

3. DESARROLLO DEL MERCADO DE FUTUROS ESPAÑOL EN 1992

Desde sus inicios, con la constitución en Barcelona de la sociedad Mercados de Futuros Financieros S.A. (MEFFSA) y su posterior puesta en funcionamiento el 16 de marzo de 1990 con la introducción de un futuro sobre tipos de interés, el bono nocional a tres años⁴, hasta el presente cuando se han cumplido ya tres años de su nacimiento, el mercado de futuros se ha visto sometido a un continuo proceso de evolución, que podemos calificar de muy favorable.

Entre los aspectos destacables, está la constitución de MEFF Sociedad Holding de productos derivados en diciembre de 1991, unificando por una parte los mercados de futuros y opciones sobre tipos de interés en MEFF Renta Fija y los futuros y opciones sobre Renta Variable en MEFF Renta Variable⁵. Entre las ventajas prácticas de la creación del Holding podemos destacar la posibilidad de negociar futuros y opciones en el mismo sistema de negociación electrónica que permite actuar de manera casi simultánea en ambos instrumentos. Este aspecto es en la práctica de gran relevancia ya que permite la implementación de estrategias de inversión que requieren el uso combinado de futuros y opciones bajo la condición de que las transacciones sean ejecutables de forma inmediata.

Otra consecuencia de la homogeneización del sistema electrónico de negociación es la simultaneidad en la publicidad y difusión de precios. El hecho de tener los futuros y opciones cotizando en una misma pantalla permite seguir la evolución de los precios de ambos instrumentos de una forma coordinada. Esto amplía necesariamente la visión que del mercado tienen los operadores, aumentando así el conjunto de posibilidades de actuación ofrecidos al inversor, al mismo tiempo que facilita la toma de decisiones por parte de los mismos, agilizando la negociación (ya que es más fácil operar en un mercado que en dos) y por tanto dotando de profundidad al mercado. También añadiremos como ventajas la simplificación en cuanto al cálculo de depósitos de garantías por posiciones combinadas tomadas en futuros y opciones y en segundo lugar, la mejora en los procedimientos de liquidación y back-office como resultado de la negociación conjunta⁶.

En definitiva con la concentración en un solo mercado, aparte de propiciar una mayor agilización operativa ha favorecido una mayor integración de la gestión y del control de riesgos por parte de los diversos agentes y entidades participantes en el mercado.

⁴Para consultar las características y evolución de estos mercados ver MONJAS BARROSO, M. *Futuros sobre Deuda Pública*. Curso de especialización de instrumentos derivados. U.A.M. Febrero-Marzo 1993.

⁵Hasta diciembre de 1992 la contratación de futuros y opciones sobre deuda estuvo repartida entre MEFFSA (Barcelona) que negociaba únicamente futuros y MOFEX (Madrid) donde se llevaba a cabo la negociación de opciones.

⁶OLLER, J. L. y KETTERER, J. A. Evolución del Mercado de Futuros Financieros (MEFF). *Revista del Colegio de Economistas de Madrid*. N°.52 extra.1991.Pág.164.

Entre las principales innovaciones introducidas a lo largo de 1992 y que explicarían el grado de desarrollo experimentado por el mercado de futuros y opciones a lo largo de 1992, habría que destacar la incorporación a la negociación de dos nuevos productos financieros: el futuro sobre un Índice Bursátil (IBEX-35), cuyo inicio en MEFF Renta Variable tuvo lugar el 14 de enero de 1992 y un contrato sobre un Bono Nocial a 10 años, negociado en MEFF Renta Fija a partir del 10 de abril de 1992. En el mercado de futuros y opciones sobre deuda se ha producido una recomposición en cuanto a la gama de contratos, que tiene su principal exponente en el nacimiento del bono a 10 años anteriormente citado. Otro aspecto a reseñar es la desaparición del Bono Nocial a 5 años, tras el vencimiento de junio y sin haber alcanzado en ningún momento desde su nacimiento en septiembre de 1991, volúmenes de contratación significativos, de manera que en la actualidad únicamente están vigentes los contratos sobre deuda a tres y diez años.

A) Futuro sobre IBEX-35

Un contrato de futuro sobre un índice bursátil es un acuerdo de compra-venta aplazada de un activo específico (en este caso el índice IBEX), en una fecha y un precio determinados, y con unas características preestablecidas. El Índice IBEX está compuesto por los 35 valores más líquidos del Mercado Continuo, lo cual lo hace poco manipulable y adecuado para servir de activo subyacente a los futuros y opciones. A pesar de ser pocos valores y por estar bien elegidos, el grado de correlación entre el IBEX-35 y el IGBM es del 97,8 %). Este índice es revisado cada seis meses por el gestor del índice (Sociedad de Bolsas S. A.), de forma que las acciones que no cumplan las condiciones para formar parte del índice salgan del mismo y se incorporen aquellas que sí las cumplan. Su composición y normas de cálculo son transparentes y la independencia de su gestor frente al mercado garantiza la imparcialidad de su cálculo.

El IBEX-35 tiene como fecha y precio base el 31 de diciembre de 1991 y 5.000 respectivamente. Desde ese momento y teniendo en cuenta que el precio de la acción de cada compañía es el de la última transacción en el Mercado Continuo, el Índice se calcula según la siguiente fórmula⁷:

$$\text{Ibex} - 35_t = \text{Ibex} - 35_{t-1} * \frac{\sum \text{Capitalización}_t}{\sum \text{Capitalización}_{t-1} + J}$$

t = Momento del cálculo de Índice.

Σ Capitalización = suma de la capitalización de todas las compañías incluidas en el Índice. La capitalización de una compañía es el número de acciones emitidas por su precio en un momento determinado.

⁷GALLARDO JIMÉNEZ, E. «El Mercado Español de Instrumentos Derivados sobre Renta Variable». *Información Comercial Española*. N° 704. Abril, 1992. Pág. 53.

J = Es la cantidad utilizada para ajustar el valor del índice por ampliaciones de capital, etc.

Como se puede deducir de la fórmula, la ponderación de los valores dentro del Índice varían permanentemente en tiempo real al hacerlo los precios de cada acción, es decir, si no hay modificaciones o ajustes, el número de acciones permanece constante, mientras que los precios varían de manera que la ponderación efectiva varía en tiempo real.

Este dato es importante a la hora de tomar posiciones en los mercados de derivados sobre índices bursátiles pues al variar la ponderación de cada valor dentro del índice, varía también la influencia que los movimientos de los precios de los distintos valores tiene en el Índice. Por otra parte, el índice IBEX posee una alta volatilidad, dato que lo hace especialmente atractivo para tomar posiciones especulativas. Viendo este dato desde otro punto de vista, favorecerá la cobertura frente a movimientos desfavorables de los precios de las acciones.

La ganancia o la pérdida de quien compra un futuro de este tipo viene dada por la diferencia entre el precio que se ha fijado hoy para ese índice y el que realmente tenga el indicador bursátil en el momento futuro. La principal peculiaridad que distingue los contratos sobre un índice bursátil de otros contratos de futuros es que, al ser su activo subyacente un índice, no se produce entrega del mismo al vencimiento del contrato; esto obliga que al vencimiento del contrato, la liquidación del mismo se haga por diferencias.

Los principales rasgos de los futuros sobre Ibex aparecen en el cuadro 1.

Aplicaciones de los Futuros sobre IBEX

En la teoría tradicional sobre mercados de futuros y opciones se han considerado la aplicación fundamental de estos instrumentos derivados, la gestión de riesgos de carteras. Es decir, la protección de posiciones existentes en posiciones de contado de acciones ante cambios en el valor del subyacente.

Otra aplicación necesaria para la traslación de riesgos es la especulativa. La estrategia del especulador es anticipativa, en el sentido de que si espera una bajada de precios futuros venderá tantos contratos como esté dispuesto a arriesgar. Los especuladores con su participación dotan al mercado de gran volumen y liquidez, proporcionado el que puedan venderse y comprarse contratos con facilidad. Por último, otra actividad realizada con este contrato es el arbitraje que consiste en garantizar que los precios al contado y a futuros mantengan las relaciones apropiadas. El que tales relaciones se mantengan es condición necesaria para la eficiencia del mercado y para su eficacia como vehículo de traslación de riesgos.

Otros autores entre ellos Weller (1992) y Ketterer (1992) plantean la negociación a futuros como una sustitución de la negociación al contado, con-

CUADRO 1
Características técnicas de los futuros sobre Ibex-35

| | |
|--------------------------------------|--|
| Valor del contrato: | Ibex * 100 pesetas. |
| Vencimiento: | Todos los meses. Se negociaran en todo momento, al menos, los tres vencimientos correlativos mas próximos. |
| Fecha de vencimiento: | Tercer viernes de cada mes. |
| Fecha de liquidación del contrato: | Tercer viernes del mes de vencimiento. |
| Ultimo día de negociación: | La fecha de vencimiento. |
| Forma de cotización: | En puntos enteros del índice, con una fluctuación mínima de un punto. No existe fluctuación máxima. |
| Liquidación de pérdidas y ganancias: | Antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha de la transacción, en efectivo, por diferencias respecto al precio de liquidación diaria. |
| Liquidación de las comisiones: | Primer día hábil posterior a la fecha de transacción. |
| Garantía: | Variable en función de la cartera de opciones y futuros. Se suministraran antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha de calculo. |
| Precio de liquidación diaria: | Media aritmética entre el mejor precio de compra y de venta para cada vencimiento al cierre del mercado cada día. |

Fuente: GALLARDO JIMÉNEZ, Ernesto: «El mercado español de instrumentos derivados sobre renta variable». ICE n.º 704 abril 1992. Pág.54.

siderando la la gestión activa de carteras utilizando productos derivados, entre ellos los futuros. Este planteamiento se separa ampliamente de la teoría tradicional sobre futuros y opciones donde la principal función económica de estos mercados, la cobertura o «hedging», se realiza tomando en el mercado de futuros la estrategia contraria a la adoptada en el mercado al contado y por tanto combinando posiciones al contado y a futuros⁸.

⁸Entre los principales autores que han abordado la función de cobertura o Hedging desde diversas perspectivas hemos de destacar las aportaciones efectuadas por H. WORKING que en su artículo «Hedging Reconsidered» (1953) plantea «la operación de cobertura como un sustituto temporal para una compra o venta al contado, independientemente de la razón para elegir la cobertura», lo cual podemos considerarlo un precedente frente a la teoría considerada por WELLER y KETTERER. En un artículo posterior «New Concepts Concerning Futures Markets and Prices» (1962) vuelve a la perspectiva tradicional de considerar la función de cobertura como una forma de evitar «la pérdida».

Evolución del IBEX-35.

Los mercados de futuros y opciones sobre IBEX-35 han experimentado un auge espectacular desde su creación en enero de 1992. Este auge ha sido debido al aumento de variabilidad de los índices bursátiles, al mayor conocimiento del mercado y de las posibilidades de cobertura y especulación, y a la incorporación de nuevos partícipes, como las instituciones de inversión colectiva (Estas instituciones, a las que atrae lo especulativo del producto, tuvieron en el mes de septiembre de 1992 una cuota del 41% del mercado). Como podemos observar en el gráfico 1 la negociación ha sido progresivamente creciente a lo largo de 1992. Se ha movido un volumen de negocio de 4.965.100 millones de contratos, 55% en futuros y un 45% en opciones. Esto ha permitido que se coloque entre los cinco primeros del mundo por número de contratos. Se observa que, a partir de julio, los futuros sobrepasan a las opciones en volumen de negociación, quizás como consecuencia del aumento del coste de las primas de estas últimas, asociado al aumento de la variabilidad del índice. El volumen ha crecido desde los 5.000 contratos negociados el primer día, hasta los 34.000 de media diaria en el mes de diciembre. Esta actividad creciente se ha traducido tanto en un aumento de la negociación puesta de manifiesto en el gráfico 1 como en una disminución de variabilidad de las cotizaciones de las acciones que componen el índice.

B) El Bono Nocial a 10 años

Este contrato comenzó a negociarse el 10 de abril de 1992, con lo cual el mercado cubría por completo el total de emisiones temporales a medio y largo plazo en Deuda del Estado, al mismo tiempo que con su introducción pretendía atraer un mayor número de inversores y asegurar el dominio futuro del mercado.

La necesidad de un contrato a largo plazo en el mercado de Deuda española, parece derivarse de una serie de razones⁹:

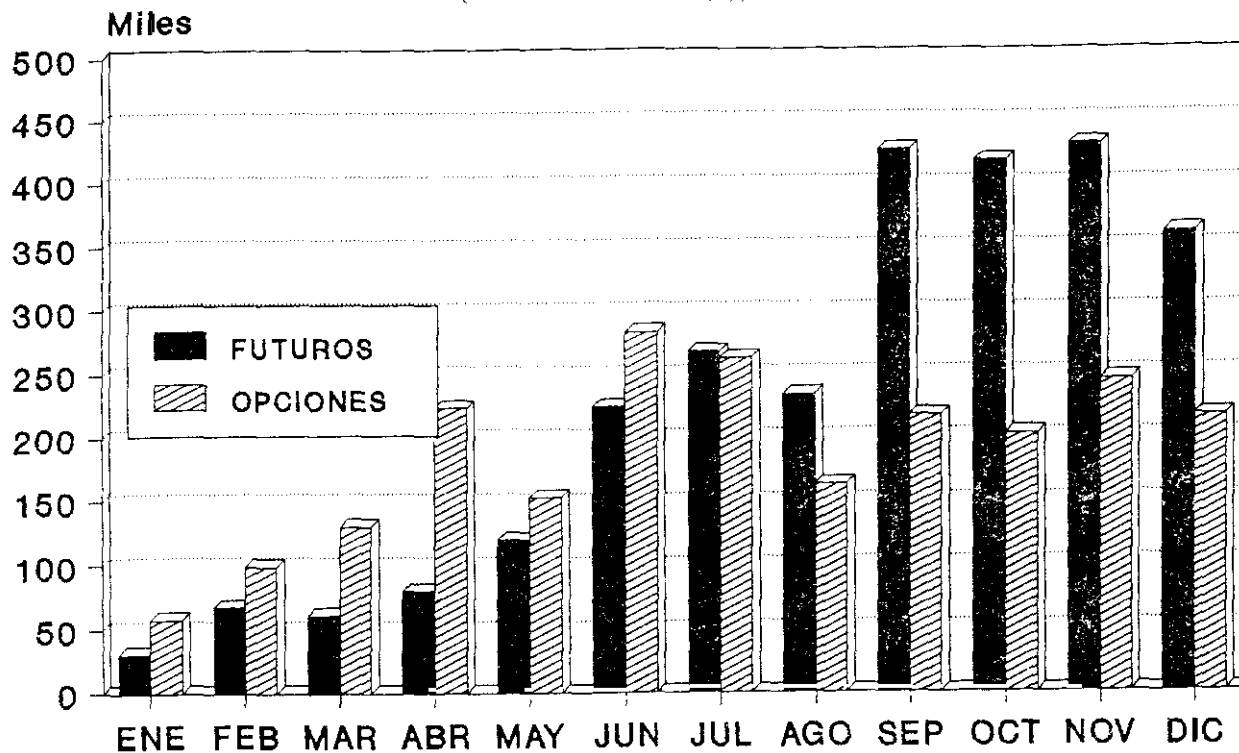
1) Aumento considerable de la deuda emitida a largo plazo por el Tesoro. En los últimos años la política del Tesoro ha ido dirigida hacia un alargamiento de los plazos medios de la Deuda emitida, para conseguir una continuidad en la estructura temporal de financiación del déficit público.

2) Existencia de una volatilidad acusada en las T.I.R. de las obligaciones del Estado. La evolución del rendimiento de la Deuda emitida a plazos largos muestra una gran tendencia a la volatilidad en este último año, quedando justificada la introducción de un futuro a largo plazo para cubrir riesgos de precios.

3) Necesidad de ofrecer un instrumento derivado sobre activos a largo plazo, competitivo con otros similares existentes en las bolsas extranjeras.

⁹MONJAS BARROSO, M. Op.cit.Pág.21.

GRAFICO 1
Contratación en mercados de futuros y opciones: índice Ibex-35
 (evolución en 1992 (a))



Fuente: Banco de España.
 Boletín Estadístico. Abril 93.

(a) Expresado en número de contratos
 (b) Contratos call + put

CUADRO 2
Características técnicas del bono nocial diez años

| | |
|----------------------------|---|
| Naturaleza: | Obligaciones nocionales del tesoro español, emitidas a la par, con un cupón del 9% pagadero anualmente y vida pendiente no menor de seis años y seis meses en el día del vencimiento. |
| Nominal: | 10.000.000 pesetas. |
| Vencimiento: | Tercer miércoles de cada mes del ciclo Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre. |
| Ultimo día de negociación: | Dos días antes del vencimiento. |
| Horario de mercado: | 9:00 a 15:00 horas. |
| Tick: | 0,01% del nominal (1.000 pesetas). |
| Liquidación: | Entrega de títulos el día del vencimiento. |
| Fluctuación máxima: | 2% (200 ticks). |

Fuente: M.E.F.F. Renta Fija.

Con la aparición de este bono largo, MEFF se incorpora a las bolsas europeas y americanas, que negocian instrumentos derivados sobre activos de larga duración (Bono francés a 10 años negociado en el MATIF, o el Gilt británico negociado en LIFFE). Esto es importante, sobre todo cuando en el mercado de Deuda cada vez es más evidente el peso específico de la demanda de bonos y obligaciones por parte de no residentes. Esta afluencia de inversores extranjeros se debe fundamentalmente a la alta rentabilidad de los activos españoles frente a sus competidores europeos, así como el favorable trato fiscal. Por otro lado, el mercado nacional posee una alta liquidez en los plazos largos, lo que asegura a los no residentes, la posibilidad de deshacer sus posiciones (en el cuadro 2 podemos observar las características técnicas del Bono Nocial 10 años).

La cotización del bono se expresa en porcentajes sobre el nominal. Los depósitos de garantía son de 300.000 pesetas por posición simple y 150.000 por STRADDLE. Para la entrega de títulos al día del vencimiento, MEFF previamente publica una relación con los valores entregables, que en concreto son las obligaciones que llegado el vencimiento tengan una vida pendiente entre seis y diez años, ya que estos plazos son los más sensibles a variaciones en el tipo de interés y disponen de varias emisiones que puedan incluirse como entregables.

Evolución del Bono Nocial a 10 años en 1992

A lo largo de 1992, hemos tenido ocasión de presenciar como las preferencias de los participantes en el mercado de futuros sobre deuda, se in-

CUADRO 3
Contratación en mercados de futuros y opciones sobre deuda del Estado.
Evolución en 1992 (a)

| MESES | FUTUROS | | OPCIONES | |
|------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| | Bono Nocional tres años | Bono Nocional 10 años | Bono Nocional tres años | Bono Nocional 10 años |
| Enero | 11.800 | — | 21.800 | — |
| Febrero | 12.600 | — | 21.100 | — |
| Marzo | 6.800 | — | — | — |
| Abril | 6.200 | 13.700 | 8.700 | 6.000 |
| Mayo | 7.500 | 25.900 | 8.800 | 14.900 |
| Junio | 4.100 | 104.700 | 2.200 | 51.600 |
| Julio | 3.900 | 115.200 | 2.300 | 43.900 |
| Agosto | 4.200 | 92.300 | 2.300 | 33.500 |
| Septiembre | 700 | 148.700 | — | 23.100 |
| Octubre | 700 | 106.100 | — | 46.300 |
| Noviembre | 500 | 77.200 | — | 38.500 |
| Diciembre | — | 75.200 | — | 7.400 |
| Totales | 59.000 | 759.000 | 67.200 | 265.500 |

Fuente: Banco de España. Boletín Estadístico. Abril 1993.

(a) En miles de contratos.

clinaban a favor del contrato sobre un Bono Nocional a diez años, en detrimento del que hasta ahora se consideraba el contrato estrella del mercado de futuros sobre deuda hasta el vencimiento JUNIO-92, el Bono Nocional a tres años, del que puede hablarse prácticamente de su desaparición (ver el cuadro 3).

Entre las razones que pueden explicar la concentración de liquidez en este contrato, podemos enumerar las siguientes, todas ellas desde una perspectiva general¹⁰:

1) La consolidación de una mayor confianza del mercado hacia la lista de valores *entregables*.

2) La pérdida de importancia relativa de la entrega. El papel fundamental desempeñado por la función de cobertura en el mercado de futuros pone cada vez más de manifiesto la ventaja de este instrumento frente a los mercados a plazo de deuda pública, ya que los mercados de futuros permiten la liquidación de los mercados por compensación sin ser necesaria la entrega física.

3) El creciente papel de los terceros, sobre todo los fondos de inversión, que encuentran también ventajas en los mercados de futuros la primera, de transparencia de precios, y la segunda, contractual, frente a las operaciones a plazo estandarizadas.

¹⁰ REYNES PASCUAL, A. «Alianzamiento de los Futuros y Opciones sobre Deuda». *Revista del Colegio de Economistas de Madrid*. N.º 55 extra. Pág. 192.

Estos dos últimos puntos, unidos con el proceso de alargamiento de la vida media de la deuda emitida por el tesoro iniciado en 1991 con la entrada masiva de no residentes, y que tuvo su punto álgido en las fuertes emisiones de obligaciones a diez años llevadas a cabo en el primer semestre de 1992, han contribuido de forma decisiva a consolidar la primacía de los contratos de futuros y opciones a diez años frente a los equivalentes a tres años.

Este tipo de contratos de futuros mueve al día una media de 8000 contratos diarios. A pesar de su éxito en el mercado, está lejos de alcanzar los volúmenes de contratación del futuro sobre IBEX, ya que este resulta más atractivo a los pequeños inversores, incorporándose una media diaria de 250 a 300 nuevos clientes.

4. PERSPECTIVAS Y PROYECTOS FUTUROS

El mercado de futuros español libra en la actualidad su principal reto ante el proceso de integración europea, un entorno de mayor competitividad, que ofrece oportunidades y amenazas. En cuanto a las oportunidades a destacar, resalta la posibilidad de incorporación de nuevos miembros extranjeros que contribuyan a aumentar la liquidez. La principal amenaza ha sido recibida por la introducción en el LIFFE de un contrato de futuros sobre el Bono Nocial a 10 años, denominado «Bonos Futures»¹¹, en un momento en el que el mercado español de futuros y opciones sobre deuda pública a pesar de experimentar una evolución creciente, no cuenta todavía con la suficiente madurez, y la posibilidad de hacer contactos en dos puntos diferentes puede disminuir el volumen de contratación y, por tanto, la liquidez. La introducción de este contrato, se debe a la gran demanda de los miembros del LIFFE del bono español por su elevada rentabilidad y solvencia. Los responsables de LIFFE argumentan que esta iniciativa no supondrá una competencia para MEFF renta fija, sino que serán mercados complementarios, MEFF centrado en el mercado nacional y LIFFE en el internacional. El principal inconveniente de la introducción de los bonos futuros radica en la posibilidad de reducir la inversión extranjera en nuestro mercado, la cual representa un 20% del total de la negociación.

Ante estas circunstancias, el mercado español está articulando una serie de medidas encaminadas a defender su mercado e incluso mejorar su competitividad frente al mercado de futuros financieros sobre deuda más importante de Europa (El LIFFE controla el 70% del mercado de deuda alemán y gran parte del italiano).

Entre ellas:

¹¹El «Bono Futures» presenta características diferenciadoras frente al Bono Nocial a 10 años español, entre ellas posee un nominal de 20.000.000 millones de pesetas y un cupón semestral del 10%.

A) Reducción drástica de tarifas a los miembros del mercado, con una rebaja del 733,33%, al pasar de 625 pesetas a 75. Esta rebaja coloca a las comisiones de MEFF Renta Fija por debajo de las de LIFFE que son actualmente 75,6 pesetas, estas tarifas se aplicarán a los futuros sobre Deuda, desapareciendo el sistema de descuentos vigentes hasta ahora.

B) MEFF renta fija reducirá los depósitos que exige como garantía para operar en futuros y opciones sobre tipos de interés y deuda, para aumentar su competitividad frente a Londres. En breve, aprobará la admisión de títulos extranjeros como garantías, entre ellos, Letras del Tesoro americano, británico, alemán, francés e italiano. Actualmente, los miembros deben depositar sus márgenes iniciales en repos o ventas con pacto de recompra.

C) Reducir el número de creadores de mercado de 13 a 4, siendo estos últimos, el Banco de Santander, Bankinter, BBV, y el Banco Exterior. Esta medida ha sido calificada de disciplinaria, ya que había creadores que *incumplían sus obligaciones. Actualmente los creadores de mercado tienen la obligación de cotizar precios en firme para un importe mínimo de 20 contratos y con un diferencial de precios máximo de 0,20 puntos. MEFF proyecta elevar esta exigencia hasta 50 contratos y establecer un diferencial más reducido, de 0,15 puntos. Esta medida tiene por objeto dotar al mercado de una mayor profundidad y liquidez, al hacer que los precios sean más ajustados. La contrapartida que obtendrán los creadores de mercado es una reducción en sus tarifas.*

D) Permitir a los inversores extranjeros que sean miembros del MEFF. En este sentido, MEFF Renta Fija ha propuesto a la Cámara de Compensación y Liquidación de los principales mercados de Londres (London Clearing House) que incluya el contrato sobre el Bono a diez años, como medida para potenciar la negociación de los inversores no residentes y contrarrestar la iniciativa de LIFFE. Si prospera esta propuesta, las entidades extranjeras podrán liquidar el contrato de MEFF Renta Fija en la misma Cámara que todos los productos negociados en LIFFE. Además los no residentes se beneficiarán de la posibilidad de compensar sus operaciones complementarias en diferentes activos y reducir el importe que deben depositar como margen inicial. Si finalmente el bono nacional a 10 años se incluye en la Cámara Londinense, se conseguirá una mayor agilización de las negociaciones en este tipo de contratos.

Entre los proyectos a consolidar en 1.993 en el campo de los instrumentos financieros, se encuentran la ampliación del número de vencimientos del contrato sobre MIBOR-90¹². Esta ampliación tiene como objeto facilitar las operaciones de arbitraje entre el mercado de futuros y opciones sobre el MIBOR-90 y los swaps o permutas financieras. Un proyecto complementario actualmente en marcha es la posibilidad de inte-

¹²El número actual de vencimientos son cuatro: marzo, junio, septiembre y diciembre. Este número se verá ampliado con cuatro vencimientos del año siguiente.

gración dentro de la cámara de los swaps sobre tipos de interés que ahora se negocian en mercados no organizados.

Entre los productos financieros sobre los que MEFF Renta Fija prepara su nuevo lanzamiento, están las opciones y futuros sobre el MIBOR-360 o interbancario a un año y el que es, tal vez, el producto más esperado por los inversores, el contrato sobre Letras a un año, ideado para cubrir el hueco que actualmente queda en el mercado a plazo.

Entre los planes ya consolidados a lo largo de 1993, figuran la contratación de opciones sobre acciones (Endesa y Telefónica comenzaron su andadura el 25 de Febrero de este año y posteriormente el 4 de mayo, opciones sobre Repsol y BBV). Respecto a las dos primeras, sólo podemos decir que se han cumplido prácticamente las expectativas esperadas a pesar de que el volumen de negocio alcanzado no ha sido excesivamente elevado fundamentalmente por el desconocimiento de los inversores sobre este tipo de producto. No obstante, las operaciones realizadas por los clientes finales a lo largo de estos dos primeros meses rondan el 30% del mercado, cifra alcanzada por el Ibex ocho meses después de iniciada su contratación.

Por último, en el campo de los futuros sobre mercancías, se espera que en el próximo octubre se inicie la simulación del primer contrato sobre cítricos, reto fundamental de la bolsa de Valencia¹³.

BIBLIOGRAFIA

EDWARDS, F. (1981). «The Regulation of Futures Markets: A Conceptual Framework». *Journal of Futures Markets*. 1 Suplemento.

GALLARDO JIMÉNEZ, E. (1.992) «El Mercado Español de Instrumentos Derivados sobre Renta Variable». *Información Comercial Española*. N° 704, Abril. Págs. 51-65.

GARCÍA BAQUERO, V. (1.992) «Evolución reciente de la Bolsa Española: 1.990-92» *Boletín económico del Banco de España*. Noviembre. Págs. 23-37.

GOSS, B. A. (1986) *Futures Markets: Their Establishment and Performance*. Crom-Helm. Londres.

IRIGARAY, M. (1992) «Opciones y Futuros sobre Ibex-35. Alternativas de Cobertura». *Boletín de Estudios Económicos*. Vol. XLVII. N° 147. Diciembre. Págs. 283-302.

KETTERER, J.A. (1.992) «Los Mercados de Instrumentos Derivados y los Mercados de Valores Subyacentes». *Información Comercial Española*. N° 706, junio. Págs. 69-78.

MONJAS BARROSO, M. (1.992) *Futuros sobre deuda pública*. Curso de especialización en instrumentos derivados. Universidad Autónoma de Madrid.

OLLER, J.L. Y KETTERER, J.A. (1991) «Evolución del Mercado de Futuros Financieros». *Revista del Colegio de Economistas de Madrid*. N° 52 extra. Diciembre. Págs. 162-166.

PALMA MARTOS, M. L. (1.991) *Análisis económico de los mercados de futuros: Una introducción selectiva*. Trabajo de investigación en el marco de los cursos de doctorado del Departamento de Teoría Económica y Economía Política. Universidad de Sevilla.

¹³ MENEU FERRER, V. «El Proyecto de creación de un Mercado de Futuros sobre Mercaderías en Valencia». *Información Comercial Española*. N.º 706. Págs. 131-138.

REYNES PASCUAL, A. (1992) «Afianzamiento de los futuros y Opciones sobre Deuda». *Revista del Colegio de Economistas de Madrid*, N.º 55 extra. Diciembre. Págs.190-196.,

STEIN, J. L.(1986). *The Economics of Futures Markets*. Basil Blackwell.Cambridge, Massachusetts.

WELLER, P. (1.992) *The Theory of Futures Markets*. B. Blackwell. Cambridge, Massachusetts.

WORKING, H. (1953) «Hedging Reconsidered». *Journal of Farm Economics*. Noviembre, N.º 35, Págs.544-61.

WORKING, H.(1962) «New Concepts Concerning Futures Markets and Prices». *American Economic Review*. N º 52. Págs.431-457.

YAMEY, B.S.(1987). *Análisis Económico de los Mercados*. Traducción coordinada por GARCÍA-DURÁN, J. A. Vicens, Universidad. Barcelona.