



ACTUALIDAD FINANCIERA

PUBLICACION TECNICA SEMANAL DE FINANZAS, CONTABILIDAD
AUDITORIA Y TRIBUTOS

COMITE DE REDACCION

AREA FINANZAS

Luis Tomás Díez de Castro, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

Carlos García-Gutiérrez Fernández, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

Juan Mascareñas Pérez-Iñigo, Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

AREA CONTABILIDAD

Carmen Norverto Laborda, Profesora Titular del área de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

Clara Muñoz Colomina, Profesora Titular del área de Economía Financiera y Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

AREA TRIBUTOS

Antonio Ortega Gómez, Socio Director del Despacho de Asesora Fiscal de Arthur Andersen y Cia. S.R.C.

José Antonio Rodríguez-Ondarza, Profesor Titular de Hacienda Pública y Sistema Fiscal de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

Juan José Rubio Guerrero, Profesor Titular de Hacienda Pública y Sistema Fiscal de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense

CONSEJO ASESOR

Emilio Álbi Ibañez, Catedrático de Hacienda Pública de la Universidad Complutense de Madrid. Socio Director del Departamento de Impuestos de Price Waterhouse

Jesús Peregrina Barranquero, Presidente KPMG Peat Matwick y Cia. Auditores. S.R.C.

José Rivero Romero, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Complutense de Madrid

Gabriel Solé Villalonga, Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal de la Universidad Autónoma de Madrid. Corredor de Comercio

Manuel Soto Serrano, Socio de Arthur Andersen y Cia. S.R.C.

EDITA ACTUALIDAD EDITORIAL, S.A.
C/ Aragoneses, 7 - Polígono Industrial. 28100 ALCOBENDAS (Madrid)
Teléfono (91) 661 62 84

REDACCION EDITORIAL Director Técnico: José Guilló Sánchez-Galiano (Abogado)
Composición Informática: M. Luz Martín Cubero

© ACTUALIDAD EDITORIAL, S. A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico, electrónico, fotocopia, microfilm, sin la autorización previa de la Editorial.

Los criterios y juicios contenidos en los artículos de esta Revista son los de sus autores y no necesariamente son compartidos por la Editorial y la Dirección.

Teléfono: 91 661 62 84
Código Postal: M. 28100

Impreso: SYSTEMA, S. A. La Granja, 36. Pol. Ind. 28100 Alcobendas (Madrid)

DOCTRINA - FINANZAS

F - 39

LOS MERCADOS DE FUTUROS AGRARIOS: POSIBILIDAD DE IMPLANTACION EN ESPAÑA

Juan J. GARCIA MACHADO*

El presente artículo trata sobre los mercados de futuros agrarios y su posibilidad de implantación en España. Los temas que se recogen en el mismo versan sobre los contratos agrarios, concepto y generalidades, basados en la cobertura «hedging». A continuación se describen los mecanismos de funcionamiento, así como los principales productos que se negocian en dichos mercados.

El artículo concluye con un análisis de la situación actual de los mercados de futuros en productos agrarios en Europa y su posibilidad de implantación en España.

SUMARIO. 1. INTRODUCCION. 2. LOS CONTRATOS DE FUTUROS EN PRODUCTOS AGRARIOS. 3. CONCEPTO DE COBERTURA O «HEDGING». 4. MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS EN PRODUCTOS AGRARIOS. 4.1. Descripción. 4.2. Principales productos. 5. SITUACION ACTUAL DE LOS MERCADOS DE FUTUROS SOBRE PRODUCTOS AGRARIOS EN EUROPA. 6. LA POSIBILIDAD DE IMPLANTACION DE UN MERCADO DE FUTUROS SOBRE PRODUCTOS AGRARIOS EN ESPAÑA. 7. EJEMPLO PRACTICO. 8. BIBLIOGRAFIA.

1. INTRODUCCION

Los productos agrarios constituyen una parte muy importante de la economía internacional y de la estructura económica de numerosos países.

Las medidas para liberalizar los mercados agrícolas internacionales recogidas en el Acuerdo General de Aranceles y Comercio (G.A.T.T.) contrarias a la ten-

* Grupo de Investigación en Finanzas Empresariales y de Mercado. Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones. Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas de Huelva.

dencia proteccionista de la Política Agraria Común (P.A.C.) de la C.E.E. van a tener total incidencia sobre las economías de los países implicados, afectando principalmente a sus estructuras productivas, comercio internacional y balanza de pagos.

Aunque la aparición de mercados organizados de futuros tiene lugar a finales del siglo XIX nos encontramos con antecedentes históricos que se remontan a la antigüedad, desde la aparición del comercio mismo. En China, Egipto, Arabia, India, Grecia y en el Imperio Romano ya se operaba en mercados con características semejantes a los actuales mercados de futuros. La Epoca Medieval con nuevas prácticas comerciales, el descubrimiento de diferentes rutas y la apertura de mercados inéditos trajo consigo la incorporación de elementos novedosos a la negociación como el arbitraje y la formalización en los contratos. En el siglo XVIII comienzan a fundarse las primeras bolsas de comercio y aparecen los mercados de contado y «a plazo». Sin embargo, no es hasta 1865 cuando se normalizaría, en la Bolsa de Chicago, el comercio de granos para entrega futura, al que siguieron, en 1870, las operaciones a futuro en algodón con base en la Bolsa de Nueva York.

Desde entonces han ido apareciendo nuevos tipos de contratos y mercados que han ido introduciendo mejoras progresivas, evolucionando a otros productos como los activos financieros y relegando a un segundo plano la negociación de futuros sobre materias primas o «commodities».

En la actualidad se negocian contratos de futuros sobre los siguientes productos agrarios: trigo, maíz, soja, azúcar, cacao, café, algodón, etc.

2. LOS CONTRATOS DE FUTUROS EN PRODUCTOS AGRARIOS

Hemos de distinguir las operaciones a futuro de las operaciones a contado o «cash» y a plazo o «cash forward».

En las operaciones o transacciones a contado en productos agrarios, comprador y vendedor acuerdan el precio de un contrato para intercambiar dichos productos con una determinada calidad, cantidad y entrega inmediata. En estas operaciones los intervinientes están expuestos a grandes riesgos en caso de que los precios sean muy volátiles o fluctúen con mucha facilidad. Estos acuerdos suelen ser «exclusivos» (hechos a medida) entre comprador y vendedor, por lo que sólo serán válidos para ellos.

Cuando la entrega de la mercancía especificada en el contrato se produce en una determinada fecha futura estamos ante una operación «a plazo» o «cash forward».

Estos tipos de contratos no se encuentran estandarizados o normalizados y por tanto no se negocian en ningún mercado secundario sino que su negociación es privada, entre las partes, asumiendo cada una un determinado riesgo por el

posible incumplimiento de la otra parte contratante. No existe nadie que asegure o avale la operación.

En los contratos de futuros sobre productos agrícolas, al igual que sobre otro tipo de subyacentes, está perfectamente definido el producto objeto de contratación, la fecha futura (generalmente en meses), la cantidad, la calidad y el lugar donde se producirá la entrega; dejando únicamente el precio a determinar por las partes contratantes. Es decir, los contratos a futuro están perfectamente normalizados y se pueden negociar en un mercado secundario. Por otro lado, se puede participar en dicho mercado aunque no se tenga intención de adquirir o vender un determinado producto subyacente, pudiéndose cifrar en más de un 90% la proporción de contratos que se liquidan por compensación de compras y ventas. En caso contrario, se realizará la entrega física del producto en el lugar y fecha indicados en el contrato.

En un contrato de futuro, con independencia del activo subyacente, se generan dos tipos de posiciones:

- para entregar la mercancía, llamada POSICION CORTA O VENDEDORA. Por ejemplo, un agricultor que teniendo trigo almacenado lo vende a tres meses vista (se dice que está «largo» de trigo al contado y «corto» en trigo para dentro de tres meses).
- para recibir la mercancía, denominada POSICION LARGA O COMPRADORA. Por ejemplo, una fábrica de harina que necesitará trigo dentro de tres meses lo compra para recibirlo en esa fecha futura (se dice que está «corta» de trigo al contado y «larga» para dentro de tres meses).

Entre las principales condiciones que deben darse para la existencia de un mercado de futuros, sobre productos agrarios, tenemos las siguientes:

- 1.^a Han de existir muchos compradores y vendedores que intervengan en el mercado.
- 2.^a La volatilidad en el precio del producto ha de ser considerable.
- 3.^a El producto tiene que ser almacenable.
- 4.^a Debe existir la posibilidad de mecanismos de cobertura para la negociación del producto.
- 5.^a La cantidad y calidad del producto deben ser medibles de algún modo.

Los mercados de futuros pueden ser utilizados para cubrirse o protegerse de las fluctuaciones de los precios (función de cobertura) o para beneficiarse de los cambios y fluctuaciones de los precios sin interés en el producto subyacente (función especulativa).

3. CONCEPTO DE COBERTURA O «HEDGING»

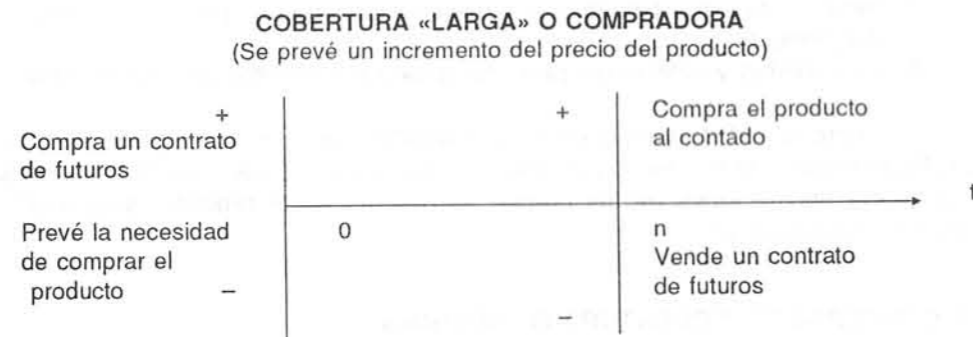
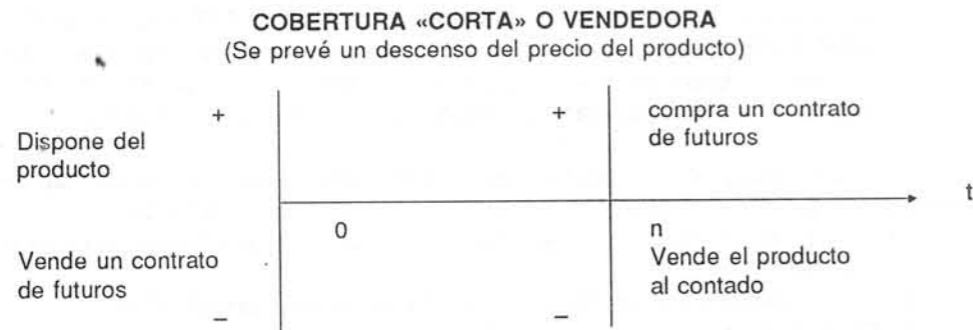
La cobertura o «hedging» es una práctica que consiste en adoptar una posición en el mercado de futuros igual pero opuesta a la que se tiene en el mercado

de contado con el fin de protegerse o cubrirse de la volatilidad o fluctuaciones en el precio del producto. Así, si un productor cree que los precios van a bajar venderá un contrato de futuros para cubrirse de tal bajada en el precio. Dicha venta, de un contrato de futuros, es una venta anticipada a la que se realizaría en su día sobre dicho producto en el mercado de contado. Se dice que adopta una posición «corta» o vendedora.

Al contrario, si un comprador prevé una subida en los precios, para cubrirse de la misma, puede hacer una compra anticipada, mediante la compra de un contrato de futuros, a la que realizaría en su día sobre dicho producto en el mercado de contado. Se dice que adopta una posición «larga» o compradora.

Las posiciones adoptadas se liquidan al vencimiento.

No obstante sólo un 3% de los contratos llegan a la entrega del físico, lo usual es realizar la operación inversa al objeto de neutralizarla. El que adoptó la posición «corta» o vendedora compraría un contrato de futuros (con lo que compensaría uno con otro) y vendería el físico al contado y el que adoptó la posición «larga» o compradora, vendería un contrato de futuros (con lo que compensaría uno con otro) y compraría el físico al contado. Gráficamente:



Dado que los precios «a contado» y «a futuro» tienden a moverse más o menos conjuntamente, si el precio de contado declina, también lo hará a futuro y por tanto la pérdida en el mercado de contado se compensa con el beneficio, igual o casi igual, obtenido en el mercado de futuros. A la expiración del contrato ambos precios tienden a converger.

Las estrategias de cobertura permiten a los usuarios estabilizar los precios y protegerse de las fluctuaciones en los mismos, labor que es facilitada por los especuladores que actúan por cuenta propia en la bolsa, denominados «locals» y por los inversores privados que también adoptan posiciones especulativas actuando por medio de comisionistas.

Entre los agentes que buscan cobertura podemos citar a los agricultores, los mayoristas o almacenistas de grano, empresas alimentarias, exportadores, fabricantes de piensos y granjas de animales de engorde.

4. MECANISMOS DE FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS EN PRODUCTOS AGRARIOS

4.1. Descripción

En los mercados de futuros no hay limitación alguna en cuanto al número de contratos a negociar, ni existe un stock determinado de los mismos a comprar o a vender; incluso se puede comprar o vender tan a largo como se quiera, siempre que exista algún vendedor o comprador que acepte dicho plazo.

Por otro lado, para el buen funcionamiento del mercado, se requiere la existencia de una Cámara de Compensación o «Clearing House». Dicha Cámara de Compensación actúa como intermediario o contraparte en todos los contratos de futuros, es decir, adopta la posición de comprador frente al vendedor y de vendedor frente al comprador. No existe, por tanto, relación directa entre los contratantes sino entre éstos y la Cámara de Compensación. La Cámara al actuar como la «otra parte» en la operación asume la responsabilidad de garantizar el buen fin de la misma.

Las operaciones de compensación se formalizaron en Chicago en los años 20 y a partir de entonces se han desarrollado llegándose a dar dos posibles situaciones:

- a) Que las Cámaras de Compensación sean entidades independientes de las bolsas, actuando en varias de ellas. Este es el caso de los E.E.U.U.
- b) Que la Cámara corresponda a la misma organización de la bolsa formando parte de ella.

Los miembros de las Cámaras, a diferencia de los que actúan en las bolsas (que son personas individuales), son generalmente sociedades de comisionistas, empresas comerciales independientes e instituciones financieras.

Las Cámaras realizan las siguientes funciones:

- Compensar los compromisos simétricos y calcular la posición abierta.
- Garantizar el buen fin de las operaciones.
- Controlar las posiciones de los miembros y de sus ordenantes.
- Liquidar las posiciones de los miembros en caso de incumplimiento.
- Publicar toda la información dando total transparencia al mercado.

Para garantizar las operaciones, por parte de la Cámara de Compensación, los clientes o participantes de la bolsa deben realizar un depósito denominado «margen» que asegura el cumplimiento de las posiciones abiertas.

Los requerimientos a los participantes de los mercados de futuros para depositar los «márgenes» afectan tanto a compradores como a vendedores. El porcentaje suele oscilar entre un 5% y un 15% del valor nominal del contrato. Todo cliente debe mantener un margen mínimo establecido en su cuenta y, cuando por causa de los movimientos del mercado, se sitúe por debajo de ese mínimo entonces habrá de realizar un depósito adicional para reestablecerlo. Tal requerimiento se denomina «llamada al margen».

Todas las posiciones futuras han de ser compensadas si no se deberá efectuar la entrega del físico contra el contrato al vencimiento de éste. Se cifran entre el 1 y el 3% las operaciones en las que se llega a efectuar la entrega del producto físico.

4.2. Principales productos

Para la introducción de un producto en un mercado de futuros agrarios es necesario que las especificaciones del contrato en calidad, cantidad, duración y entrega cubran las necesidades de compradores y vendedores, a la vez que deben ser atractivas para los especuladores que son los que dan continuidad y liquidez al mercado gracias a sus posiciones basadas en sus expectativas de ganancias.

Desde la creación de los mercados de futuros agrarios ha existido una voluntad innovadora de introducción de nuevos contratos, unos exitosos, otros cuya negociación ha ido declinando hasta desaparecer prácticamente y otros que han sido un rotundo fracaso.

Entre los productos agrarios con mayor volumen de contratación que se negocian en los mercados americanos y europeos tenemos los siguientes: azúcar blanco y moreno, café, cacao, maíz, soja en grano, harina de soja, aceite de soja, trigo, avena, cebada, algodón y zumo de naranja congelado.

5. SITUACION ACTUAL DE LOS MERCADOS DE FUTUROS SOBRE PRODUCTOS AGRARIOS EN EUROPA

En la actualidad existen unas veintidós bolsas que mantienen abiertos mercados de futuros sobre productos agrarios. La posición dominante la tiene E.E.U.U. con el Chicago Board of Trade (C.B.O.T.) y el Chicago Mercantile Exchange (C.M.E.) en la plaza de Chicago y el New York Mercantile Exchange (N.Y.M.E.X.), el Coffee, Sugar and Cocoa Exchange (C.S.C.E.) y el New York Cotton Exchange (N.Y.C.E.) en la plaza de Nueva York.

En Europa tenemos los siguientes mercados de futuros que, en menor medida que los americanos, negocian productos agrarios.

5.1. London Futures and Options Exchange (London Fox)

Está ubicado en la plaza de Londres. Su origen se remonta a 1811, siendo en 1987 cuando cambió su anterior denominación London Commodity Exchange (L.C.E.) a la actual.

Los productos negociados en el London Fox son el cacao (sobre contratos de 10 Tm.), café (sobre contratos de 5 Tm.), azúcar moreno y azúcar blanco. El volumen de contratos sobre estos productos, en 1988, fue de 3.854.284.

5.2. Baltic Futures Exchange (B.F.E.)

También ubicado en Londres, con antecedentes en 1929. En esta bolsa existen contratos de futuros sobre cereales (trigo y cebada), sobre patatas y productos oleaginosos como el aceite de palma, aceite de soja, harina de soja y soja en grano.

El volumen de contratos negociados, sobre productos agrarios en este mercado, fue de 312.051 durante 1988.

5.3. Bolsa de Comercio de Amsterdam

Sus orígenes se remontan al siglo XIX con la implantación de un contrato de futuros sobre café en 1888.

En esta bolsa se han negociado contratos de futuros sobre café, azúcar moreno, caucho y cuero. En la actualidad la influencia de los productos agrarios es muy escasa y sólo mantiene abierto un mercado de futuros sobre patata que se inició en 1958. En 1988 el volumen de contratos sobre patatas negociado fue de 90.285.

5.4. Marché a Terme International de France (M.A.T.I.F.)

En 1988, y por imperativo legal, todos los mercados de futuros agrarios de Francia fueron absorbidos por el MATIF.

En este mercado se negocian productos como azúcar blanco, cacao, café y patata. En 1988 el volumen de contratos negociados fue de 395.263.

El MATIF es el mercado de futuros sobre productos agrarios más importante dentro del continente europeo superando en volumen de negociación a la Bolsa de Comercio de Amsterdam e incluso al Baltic Futures Exchange (B.E.F.), pero a bastante distancia del London Fox que junto con las bolsas americanas, citadas anteriormente, son los mercados de futuros sobre productos agrarios más importantes del mundo.

6. LA POSIBILIDAD DE IMPLANTACION DE UN MERCADO DE FUTUROS SOBRE PRODUCTOS AGRARIOS EN ESPAÑA

En España no existe un mercado organizado de futuros sobre productos agrarios en ninguna de las bolsas actuales. Sin embargo, al igual que en otros países, encontramos antecedentes de operaciones a plazo desde 1830 y algunos intentos de operaciones a futuros sobre algodón en Barcelona, durante los años veinte, que terminaron con la crisis de 1929. La Guerra Civil, la postguerra, la escasez del comercio exterior y la exclusión española de las relaciones internacionales durante los años cuarenta y cincuenta fueron factores en contra del posible desarrollo de los mercados de futuros. El sometimiento al régimen de comercio de Estado, la rigidez del mercado interior y la falta de experiencia y de personal cualificado por parte de la Administración y de los empresarios, crearon un clima desfavorable que, desde luego, no contribuyó en nada (al contrario que lo ocurrido en otros países) a la posible puesta en marcha de un mercado de futuros sobre productos agrarios. A pesar de ser España un país donde el sector primario tiene una gran incidencia en el P.I.B., los futuros agrarios aún no se han implantado en nuestra geografía.

El clima adverso comentado contribuyó a dar a las operaciones de futuros una imagen más de juego de azar que de instrumento necesario y beneficioso para el buen funcionamiento del mercado.

En 1964 se iniciaron en España operaciones de cobertura, utilizando para ello mercados de futuros extranjeros, a raíz de una solicitud de los molturadores de soja al entonces Instituto Español de Moneda Extranjera (I.E.M.E.) y a la Dirección General de Comercio Exterior (D.G.C.E.). Dichos órganos eran los competentes: el primero por las transacciones en divisas implicadas y el segundo por la mercancía física en sí. La solicitud se basaba en la liberalización de operaciones de futuros en mercancías por parte de residentes en virtud de la Resolución del I.E.M.E. de 17 de marzo de 1961.

Posteriormente, la O.M. de 14 de septiembre de 1979 del Ministerio de Comercio y Turismo, volvía a liberalizar las operaciones con futuros en los mismos términos que la resolución del I.E.M.E. de 1.961. Estas operaciones no estaban

delegadas en las instituciones financieras por lo que tenían que someterse, para todos los pagos y transferencias, a la previa verificación de la Dirección General de Transacciones Exteriores (D.G.T.E.). Las operaciones permitidas correspondían a las de pura cobertura y no a las especulativas.

Hasta 1986 unas 200 empresas utilizaban mercados de futuros extranjeros como cobertura de sus operaciones sobre los siguientes productos: soja, maíz, algodón, azúcar, cacao, café, cebada y trigo.

Con la entrada de España en la Comunidad Económica Europea y la aplicación de la normativa comunitaria se liberalizan las operaciones de futuros (art. 106 y Anexo III del Tratado de Roma y Directiva 63/474 del Consejo de la C.E.E. de 30 de julio de 1963 que se recogen en la Orden de 18 de diciembre de 1988 del Ministerio de Economía y Hacienda) declarando la libre contratación de nuevos instrumentos financieros y de mercancías en el extranjero, sin necesidad de verificación administrativa previa, siempre que dichas operaciones se efectúen a través de mercados organizados.

Con la Ley 24/1988, de 2 de julio, del Mercado de Valores, se contempla la posibilidad de crear nuevos mercados secundarios. Así se ha implantado el mercado M.E.F.F.S.A. sobre futuros en deuda del Estado anotada (Bono nacional a 3 y 5 años), sobre tipos de interés a corto plazo (MIBOR a 90 días) e índices bursátiles (IBEX-35) pero obviando o dejando de lado la posible creación de un mercado sobre productos agrarios, ya que éstos parecen tener una tendencia regresiva frente a los de activos financieros.

El R.D. 1814/1991 de 20 de diciembre (B.O.E. n.º 310 de 27 de diciembre de 1991) por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones contempla la creación, organización y funcionamiento de dichos mercados pero circunscrito a los activos financieros, desarrollando los artículos 31.c y 59 de la Ley del Mercado de Valores.

Hay hechos que no proporcionan un buen ambiente para desarrollar un proyecto de creación de un mercado de futuros sobre productos agrarios, en España, que prestara los servicios de cobertura, estabilización de precios, liquidez, transparencia y garantías a un sector de gran importancia para la economía española. Entre ellos destacan los excedentes agrícolas en la C.E.E, el desmantelamiento de los Montantes Compensatorios Monetarios (M.C.M.s) con las penalizaciones previstas por los «umbrales de garantía», la nueva Política Agraria Común (P.A.C.) con la reducción de las ayudas a la agricultura y la apertura del mercado a otros países fuera de la C.E.E. como resultado de las negociaciones del G.A.T.T. en la Ronda de Uruguay. Tampoco ayudan, al posible desarrollo de la negociación a futuros, los diversos regímenes de intervención de precios y la existencia de variados organismos públicos de intervención (S.E.N.P.A, F.O.R.P.P.A., etc.).

El intento más avanzado de crear un mercado de futuros sobre productos agrícolas en España corresponde al iniciado, por la Bolsa de Valencia, sobre cítricos. Dicho proyecto está impulsado por la propia Bolsa, la Generalitat de Valencia y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y está siendo elaborado por la Sociedad francesa MATIFF.

Existen a su vez otras posibilidades como podría ser la posible implantación de mercados sobre aceite, trigo, hortalizas, vinos, almendras, avellanas, etc.

En nuestro país tenemos escasa experiencia en los mercados de futuros agrarios y cabría plantearse si con el Mercado Unico Europeo ¿no sería más interesante acudir a los mercados de futuros agrarios existentes en Europa (London Fox, B.F.E. y M.A.T.I.F.F.) que crear nuevos mercados a nivel nacional o de la cuenca mediterránea?

La respuesta la obtendremos «a futuro».

7. EJEMPLO PRACTICO

A continuación se analizan los contratos de futuros en productos agrarios a través de varios ejemplos.

Supongamos una empresa española del ramo alimentario que prevé, para octubre de 1992, la necesidad de disponer de 150 Tm. de azúcar blanco. Ante la incertidumbre de cual será el precio del azúcar en dicho mes desea cubrirse del riesgo con una cobertura LARGA acudiendo al mercado de futuros agrarios de Londres: el London Fox. En este mercado los contratos se negocian según lotes de 50 Tm. por lo que necesitará tres contratos.

En la fecha actual los precios de contado y futuro son los siguientes:

- CONTADO: 240,00 \$/Tm.
- FUTURO: 262,20 \$/Tm.

Tenemos las siguientes posibilidades:

a) Precios al contado y a futuro suben:

En octubre de 1992 la trayectoria de los precios ha sido la siguiente:

- CONTADO: 268,40 \$/Tm.
- FUTURO: 268,40 \$/Tm.

Ambos coinciden por el efecto convergente de trayectorias que se da en los mercados de contado y futuros.

La empresa adquiere, en octubre de 1992, 150 Tm. de azúcar blanco a 268,40 \$/Tm., lo que le supone una pérdida respecto a la fecha de la cobertura de:

$$- \text{PERDIDA} = (240,00 - 268,40) * 150 = - 4.260 \$$$

Pero, por otro lado, vende en el mercado de futuros los tres contratos, lo que le supone una ganancia de:

$$- \text{GANANCIA} = (268,40 - 262,20) * 150 = 930 \$$$

Con esta ganancia compensa parte de la pérdida anterior y ha perdido lo que se denomina «base», que es inferior a lo que hubiese perdido de no haber realizado la cobertura:

$$\begin{array}{r} - \text{PERDIDA MERCADO CONTADO} = - 4.260 \$ \\ - \text{GANANCIA MERCADO FUTUROS} = 930 \$ \\ - \text{PERDIDA REAL.} = \underline{\quad - 3.330 \$} \end{array}$$

$$- \text{BASE} = (240,00 - 262,20) * 150 \dots\dots = - 3.330 \$$$

Con la cobertura se ha conseguido asegurar el precio, como podemos comprobar:

$$\begin{array}{l} \text{COMPRA AZUCAR BLANCO AL CONTADO EN OCTUBRE:} \\ \quad 268,40 * 150 = 40.260 \$ \\ \text{BENEF. VTA. CONTRATO MERCADO DE FUTUROS:} \\ \quad (268,40 - 262,20) * 150 = 930 \$ \\ \text{PRECIO NETO DE COMPRA ..} = 39.330 \$ \end{array}$$

Que coincide con el importe de la compra realizada, en el momento de la cobertura, al precio a futuro:

$$262,20 * 150 = 39.330 \$$$

Es decir, hemos conseguido estabilizar el precio del azúcar y protegernos de las fluctuaciones que éste pueda tener. Es evidente que con esta estrategia estamos renunciando a los movimientos favorables del mercado que pueden ser aprovechados para realizar operaciones de carácter especulativo.

b) Precios al contado y a futuro bajan.

Al vencimiento del contrato los precios son:

- CONTADO: 235,20 \$/Tm.
- FUTURO: 235,20 \$/Tm.

La empresa debe adquirir, en octubre, el azúcar al contado, lo que le supone una ganancia respecto a la fecha de la cobertura de:

$$- \text{GANANCIA} = (240 - 235,20) * 150 = 720 \$$$

Pero por otro lado pierde en el de futuros:

$$- \text{PERDIDA} = (235,20 - 262,20) * 150 = - 4.050 \$$$

Al igual que antes se pierde la base:

- GANANCIA MERCADO CONTADO = 720 \$
 - PERDIDA MERCADO FUTUROS = - 4.050 \$
 - PERDIDA REAL.....= - 3.330 \$

- BASE = (240,00 - 262,20)*150 = - 3.330 \$

Con la cobertura se ha asegurado el precio, pero se ha renunciado a una trayectoria favorable del mercado, como podemos comprobar:

COMPRA AZUCAR BLANCO AL CONTADO EN OCTUBRE:
 235,20 * 150 = 35.280 \$
 PERDIDA VTA. CONTRATO MERCADO DE FUTUROS:
 (262,20 - 235,20) * 150 = 4.050 \$
 PRECIO NETO DE COMPRA..... = 39.330 \$

Que como es lógico coincide con el importe de la compra realizada, en el momento de la cobertura, al precio a futuro:

262,20 * 150 = 39,330 \$

c) *Sube el precio de contado y baja el de futuro.*

Al vencimiento del contrato los precios son:

- CONTADO = 251,40 \$/Tm.
 - FUTURO = 251,40 \$/Tm.

En octubre la empresa adquiere el azúcar al contado lo que le supone una pérdida de:

- PERDIDA = (240,00 - 251,40)*150: - 1.710 \$

Pero por otra parte al vender en el mercado de futuros los 3 contratos, obtiene también una pérdida de:

- PERDIDA = (251,40 - 262,20)*150 = - 1.620 \$

En resumen, al igual que antes, pierde la base:

- PERDIDA MERCADO CONTADO = - 1.710 \$
 - PERDIDA MERCADO FUTUROS = - 1.620 \$
 - PERDIDA REAL.....= - 3.330 \$

Que, al igual que en los casos anteriores, coincide con la base. Podemos comprobar como con la cobertura hemos asegurado el precio del azúcar:

COMPRA AZUCAR BLANCO AL CONTADO EN OCTUBRE:
 251,40 * 150 = 37.710 \$
 PERDIDA VTA. CONTRATO MERCADO DE FUTUROS:
 (262,20 - 251,40) * 150 = 1.620 \$
 PRECIO NETO DE COMPRA.....= 39.330 \$

Que coincide, al igual que antes, con el importe de la compra realizada, en el momento de la cobertura, al precio a futuro:

262,20 * 150 = 39.330 \$

En estos ejemplos hemos supuesto la liquidación al vencimiento pero, en la realidad, puede liquidarse en cualquier momento tomando la posición inversa y compensando uná con otra, con la consecuencia inmediata del abandono de la cobertura desde ese instante.

8. BIBLIOGRAFIA

BERGES LOBERA, A. Y ONTIVEROS BAEZA, E.:

«Mercados de Futuros en Instrumentos Financieros». Pirámide. Madrid 1984.

B.I.A.P.:

«CEE. Mercado Interior: Cambios a medio plazo en el Sector Agrario». Abril 1991.

B.I.A.P.:

«GATT. La Cuestión Agrícola en la Ronda de Uruguay». Noviembre 1990.

B.I.A.P.:

«Los MCMs. Mecanismo Corrector de la P.A.C.». Septiembre 1990.

B.I.A.P.:

«Contratación de Productos Agrarios». Febrero 1991.

BORREL VIDAL Y ROA REGAÑON:

«Los Mercados de Futuros Financieros». Ariel. Barcelona 1990.

CINCO DIAS:

7 y 12 de marzo de 1992.

COSTA RAN, L. Y FONT VILLALTA, M.:

«Futuros y Opciones en Materias Primas Agrarias». Fundación Caja de Pensiones. AEDOS, S.A. Barcelona 1991.

COSTA RAN, L. Y FONT VILLALTA, M.:

«Nuevos Instrumentos Financieros». ESIC 1990.

CUDELL, R.:

«Mercados de Futuros de Algodón». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

DE LOS TOYOS, F.:

«De quién, cómo, cuándo y dónde de las coberturas». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

D. 97/1.991, de 30 de abril sobre Mercados de Productos Agrarios en Zonas de Producción. B.O.J.A. n.º 34 de 10-05-91.

DOMINGO, L.:

«El Mercado de la Soja». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

EGUIDAZU, F.:

«Marco Legal de las Operaciones de Futuros en España». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

EL PAIS - NEGOCIOS:

06-10-91 y 26-01-92.

ESPAÑOL, L.:

«Utilización del Mercado de Futuros en la Comercialización del Maíz en España». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

FONT VILLALTA, M.:

«Instrumentos Financieros Internacionales como Estrategia Empresarial». Tesis Doctoral. Universidad de Barcelona. 1988.

GARCIA MACHADO, J.J. Y VALDERAS TRABAJO, M.:

«Futuros y Opciones en Divisas». Actualidad Financiera n.º 12. Madrid 1992.

LEY 19/1982 de 26 de mayo, de Contratación de Productos Agrarios.**LEY 24/1988, de 2 de julio, del Mercado de Valores.****MARTIN MARIN, J.L.:**

«La Especulación en los Mercados de Futuros». Actualidad Financiera n.º 3. Enero 1990.

MARTIN MARIN, J.L. y RUIZ MARTINEZ, R.J.:

«El Inversor y los Mercados Financieros». Ariel. Barcelona 1991.

ORDEN 16-10-91 sobre Mercados de Productos Agrarios en Zonas de Producción. B.O.J.A. n.º 94 de 25-10-91.**PREGEL, G.; NUENO, P. y SUÑOL, R.:**

«Instrumentos Financieros al Servicio de la Empresa». Deusto. Bilbao. 1989.

REAL DECRETO 1814/1991, de 20 de diciembre, sobre Mercados Oficiales de Futuros y Opciones. B.O.E. n.º 310 de 27-12-91.**RUIZ DEL PORTAL, L. y VILLALBA, M.:**

«Los Productos Tropicales: Café, Cacao y Azúcar». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

SOTO, D.:

«El Girasol». Monografía Mercados de Futuros. I.C.E. n.º 633. Madrid. Mayo 1986.

SUAREZ SUAREZ, A.:

«Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación». Pirámide. Madrid. 1988.

THE WALL STREET JOURNAL EUROPE:

20-03-91.

DOCTRINA - FINANZAS**F - 40****LA LIBERALIZACION DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL**

M.º Aránzazu LARA SANCHEZ*

El 1 de febrero de 1992 se han liberalizado los movimientos de capitales en nuestro país. De sus consecuencias y repercusiones y de las condiciones necesarias para llevarlo a cabo, trata este artículo, para terminar analizando el gran boom que se ha producido desde la adopción de estas medidas.

SUMARIO. 1. INTRODUCCION. EVOLUCION HISTORICA. NUEVA LEGISLACION SOBRE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES: 1) Ambito de aplicación. 2) Eliminación de restricciones. 3) Eliminación de los controles administrativos previos. 4) Condiciones de la liberalización. CONCLUSIONES GENERALES. ANALISIS DE LA EVOLUCION DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL EN LOS ULTIMOS AÑOS: - Algunas notas metodológicas. - Análisis de la posición exterior en el período 1990-1991. - Análisis de la posición exterior 1991- primer trimestre de 1992. BIBLIOGRAFIA.

INTRODUCCION

El 1 de febrero de 1992 ha entrado en vigor la nueva legislación sobre el control de cambios. Esta legislación liberaliza con carácter general las transacciones con el exterior y los cobros y pagos derivados de las mismas estableciendo un nuevo régimen para la importación y exportación a través de fronteras de billetes de banco y otros medios de pago al portador. La única condición que pone el Gobierno es que los cobros, pagos y transferencias se realicen a través de entidades bancarias o de crédito y que el sujeto que realice la operación declare los datos relativos a los sujetos intervinientes, la operación y el concepto de la misma. Además, los españoles podrán abrir y usar cuentas en el extranjero con obligación de declarar la apertura y los movimientos, así como comprar y vender divisas.

* Licenciada en CC. Económicas y Empresariales. Rama Empresa. Especialidad Financiación.