

151

**DESARROLLO HISTORICO Y PERSPECTIVAS
FUTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS
DERIVADOS OTC**

**Cecilia Téllez, Antonio de la Torre y Antonio Trujillo
Octubre, 1998**

DESARROLLO HISTÓRICO Y PERSPECTIVAS FUTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DERIVADOS OTC

RESUMEN

En el presente estudio, pretendemos ofrecer una visión general de los instrumentos financieros derivados, analizaremos sus características, así como la evolución y situación actual de los mercados derivados no organizados u OTC (*Over The Counter*) y, en particular, de los contratos *swaps* y opciones OTC sobre tipos de interés, entre los que se incluyen los contratos *caps*, *floors*, *collars* y *swaptions*.

Para ello, utilizaremos fundamentalmente la encuesta que semestralmente publica la Asociación Internacional de *Swaps* y Derivados (ISDA). Finalizaremos haciendo una breve referencia a las perspectivas futuras de los instrumentos objeto de estudio.

ABSTRACT

In this paper, we'll offer an overview about the main derivatives financial instruments. We'll analyze the background and the present of the OTC (Over The Counter) derivative markets, specially *swaps* (interest rate *swaps* and currency *swaps*) and OTC interest rate options (*caps*, *floors*, *collars* and *swaptions*).

In order to study the background of these markets, we'll use the ISDA (International Swaps and Derivatives Association, INC.) surveys. Finally, we'll pretend forecasting the growing use of OTC derivatives in the next future.

DESARROLLO HISTÓRICO Y PERSPECTIVAS FUTURAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS DERIVADOS OTC

Cecilia Téllez Valle*
Antonio de la Torre Gallegos
Antonio Trujillo Ponce

I. DESCRIPCIÓN DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS.

En los mercados financieros se viene produciendo desde los años 70 un proceso de innovación que ha traído consigo un elevado crecimiento en la negociación de todo tipo de instrumentos y, en especial, de los denominados instrumentos financieros derivados, utilizados principalmente para la gestión de riesgos. Esto se debe a la volatilidad que soportan actualmente sus mercados, así como por la internacionalización de las operaciones que se realizan, favorecidas por el avance sufrido en las tecnologías informáticas y de telecomunicaciones.

Los contratos derivados son acuerdos bilaterales cuyo valor depende de otro activo o índice (bonos, divisas, materias primas, etc.), al que se denomina subyacente; es ésta dependencia la que les introduce cierto nivel de complejidad.

Dentro de los mercados derivados distinguimos entre los que se negocian en mercados oficiales organizados y los que lo hacen en mercados no organizados u OTC (*Over The Counter*). En los primeros, se cumplen una serie de características tales como, la tipificación o normalización de los contratos, la transparencia de las cotizaciones, el aseguramiento de las liquidaciones mediante la Cámara de Compensación, el régimen de garantías, la liquidación gradual y final por diferencias, etc. Por el contrario, los instrumentos que incumplen las condiciones anteriores se negocian en mercados no organizados u OTC, donde las dos partes contratantes fijan en cada caso los términos contractuales de las operaciones convenidas entre ellos. En el primer grupo, las operaciones

* Grupo de Investigación en Finanzas Empresariales y de Mercado, Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones, Universidad de Sevilla Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Av. Ramón y Cajal, 1. 41018 Sevilla (España). Telf.: 0034-954575624, Fax: 0034-954557570, E-mail: ctellez@cica.es, tgallego@cica.es, aponce@cica.es.

que se negocian en mercados organizados, se encuentran los contratos de futuros y opciones.

1.1 Contratos de futuros

Un contrato de futuros es un acuerdo, negociado en una bolsa o mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender un número de bienes o valores en una fecha futura, pero con un precio establecido de antemano. Quien compra contratos de futuros, adopta una posición "larga", por lo que tiene el derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato el activo subyacente objeto de la negociación. Asimismo, quien vende contratos adopta una posición "corta" ante el mercado, por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato deberá entregar el correspondiente activo subyacente, recibiendo a cambio el cobro de la cantidad acordada en la fecha de negociación del contrato de futuros.

1.2 Contratos de opciones

Una opción, por contra, es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un momento futuro. Existen dos tipos básicos de opciones:

- Contrato de opción de compra (*call*).
- Contrato de opción de venta (*put*).

Así como en futuros se observa la existencia de dos estrategias elementales, que son la compra y la venta de contratos, en opciones existen cuatro estrategias básicas, que son las siguientes:

- Compra de una opción de compra (*long call*).
- Venta de una opción de compra (*short call*).
- Compra de una opción de venta (*long put*).
- Venta de una opción de venta (*short put*).

La simetría de derechos y obligaciones que existe en los contratos de futuros, donde las dos partes se obligan a efectuar la compraventa al llegar la fecha de vencimiento, se rompe en las opciones, donde una de las partes, concretamente la compradora de la opción, tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar (*call*) o vender (*put*); mientras que el vendedor de la opción solamente va a tener la obligación de vender (*call*) o de comprar (*put*). Dicha diferencia de derechos y obligaciones genera la existencia de la prima, que es el importe que abonará el comprador de la opción al vendedor de la misma.

Al igual que los contratos de futuros, las opciones se negocian sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles, pero adicionalmente se negocian opciones sobre acciones y opciones sobre contratos de futuros.

Tanto los futuros como las opciones se han convertido en herramientas habituales en la gestión de riesgos, de interés, de cambio, etc. Estos instrumentos estandarizados coexisten con otros contratos “a medida” u OTC.

En los mercados OTC se negocian principalmente los *swaps* u operaciones de permuta financiera, las operaciones a plazo (contratos *forward*) y las opciones OTC, entre las que se incluyen los *caps*, *floors*, *collars* y *swaptions*. Aparte de estos productos, denominados *plain vanilla* o genéricos, también existen otros derivados que incluyen características adicionales y que normalmente se forman mediante la combinación de varios derivados genéricos. La principal aplicación de todos estos instrumentos es la cobertura de los riesgos financieros y de mercado, a los que se encuentran sometidos los agentes económicos, principalmente el originado por los cambios en los tipos de interés, de cambio, precio de las materias primas y bursátiles. Por ejemplo, para el caso de los contratos *swaps*, al igual que para la mayoría de instrumentos OTC, nos podemos encontrar contratos *swaps* de divisas, de tipos de interés, de valores bursátiles, o de *commodities*.

A continuación, realizamos una breve descripción de los principales instrumentos negociados en los mercados OTC:

- *Contratos swap*

El *swap*, o permuta financiera, es un producto financiero utilizado con objeto de reducir el coste y el riesgo de la financiación de la empresa, o para superar las barreras de los mercados financieros. Podrá existir en el momento en que cada una de las dos partes integrantes de dicho acuerdo pueda acceder a un mercado determinado (de divisas o de intereses, por ejemplo) en mejores condiciones, comparativamente hablando, que la otra. Ambas partes acudirán a los mercados donde obtengan ventaja y estarán de acuerdo en cambiar los pagos y cobros entre ellas, lo que permitirá obtener un mejor resultado que si las dos partes hubiesen acudido directamente al mercado deseado.

Los contratos *swaps* de tipos de interés son permutas de carácter financiero en las que se intercambian obligaciones de pago, correspondientes a préstamos de carácter diferente, referidas a un determinado valor nominal en una misma moneda. Normalmente se intercambian intereses fijos por variables, aunque también se pueden intercambiar intereses a tipo variable sobre dos bases de referencia distintas.

Un *swap* de divisas es un acuerdo entre dos agentes económicos para intercambiar, durante un período de tiempo acordado, dos flujos de intereses nominados en diferente moneda y generalmente, al vencimiento del acuerdo, el principal de la operación, a un tipo de cambio determinado al inicio de la misma, normalmente el de contado para dicho día.

Dicho intercambio de principales es el que, precisamente, nos permite cubrirnos de la evolución desfavorable de los tipos de cambio.

Respecto a las clases más simples de *swaps* de divisas existentes, variarán en función de los tipos intercambiados, distinguiéndose entre:

- *Swap* de divisas fijo contra variable.
- *Swap* de divisas variable contra variable.
- *Swap* de divisas fijo contra fijo.

Entre las ventajas de los contratos *swaps*, cabe destacar la no existencia de riesgo por el principal del contrato, ya que su posible incumplimiento sólo afecta al diferencial de tipos o precios; o el cambio en la estructura de endeudamiento que proporcionan los *swaps* de tipos de interés.

En cuanto a sus inconvenientes, hay que resaltar lo elevado de sus principales nociones, los altos costes de intermediación e implementación y, por último, la dificultad en deshacer la operación antes de su vencimiento, al no encontrarse una contraparte que asuma las condiciones específicas del contrato en cuestión.

- *Operaciones Forward-Forward*

F-F de endeudamiento: Endeudamiento a tipo fijo por un periodo largo, invirtiendo los fondos obtenidos en un periodo corto, con lo que se asegura un endeudamiento futuro a un tipo conocido hoy, estableciéndose así una protección contra un ascenso no deseable en los tipos de interés.

F-F de inversión: Inversión a tipo fijo por un periodo largo, endeudándonos a corto y, asegurando de esta forma una inversión futura a un tipo conocido hoy. Nos protegemos así contra una bajada en los tipos de interés.

- *Contratos FRA (Forward Rate Agreement)*

Un contrato FRA es un contrato a medida entre un banco y una empresa o dos bancos entre sí, que predeterminan el importe de los intereses de un activo o pasivo en un período específico futuro.

El comprador del FRA se asegura el tipo de interés prefijado renunciando a cualquier ganancia de oportunidad por los descensos de tipos en el mercado, mientras que el vendedor se protege contra una bajada en los tipos de interés.

- *Contrato cap*

Se trata de un convenio por el que una entidad financiera ofrece, a la parte contratante, la fijación de un tope máximo a los tipos de interés en operaciones de endeudamiento, por un cierto período, a cambio de una comisión prepagable. De esta manera, se asegura un tope máximo, aunque no se renuncia a la posibilidad de aprovecharse de posibles descensos en los tipos. Se configura como una sucesión de opciones OTC *call* de tipos de interés.

- *Contrato floor*

Es un convenio por el que una entidad financiera ofrece, a la parte contratante, el establecimiento de un tope mínimo a los tipos de interés en operaciones de inversión, por un determinado horizonte temporal, a cambio de una comisión prepagable. El comprador del *floor* se protege contra la bajada de los tipos pero puede aprovecharse de las subidas, resultando, por tanto, asimilable a una sucesión de opciones *put* OTC de tipos de interés.

- *Contrato collar*

Comprar un *collar* equivale a la adquisición de un contrato *cap* y la venta de uno *floor*. En una operación de pasivo, la compra del collar protege al inversor de las subidas de los tipos de interés, aunque no se beneficia de los descensos en estos últimos a partir de ciertos límites.

Vender un contrato *collar* supone, por su parte, comprar un *floor* y vender un *cap*. Con ello, el inversor se cubre de los descensos en los tipos pero renuncia a beneficiarse de las subidas a partir de un determinado punto.

Las principales ventajas de los contratos *cap*, *floor* y *collar* son el aseguramiento de unos costes o resultados durante períodos largos de tiempo, así como la disociación entre las operaciones activas y pasivas. También es destacable la garantía de tipos que nos ofrecen. Los inconvenientes provienen de la lentitud y dificultad para encontrar contrapartida, la existencia de límites prefijados a los tipos en el mercado y el coste relativamente alto de la comisión o prima.

II. DATOS Y METODOLOGÍA UTILIZADA

Una vez analizado someramente el funcionamiento de los instrumentos derivados más importantes, nuestro siguiente paso se encamina a analizar la evolución de la negociación de estos. A este respecto, podemos decir que los mercados organizados siguen creciendo de forma moderada, después de años de crecimientos espectaculares y, por el contrario, los mercados no organizados, gozan de un aumento considerable en la negociación, superando con creces a los primeros, como podemos observar en el gráfico 1, realizado con datos proporcionados por la ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*), organización que agrupa a la mayoría de los *dealers* que negocian estos instrumentos. Este volumen es todavía superior si tenemos en cuenta que ésta sólo analiza algunos contratos, entre los que no se incluyen los FRAs, que son los que tienen mayor negociación entre los instrumentos OTC de tipos de interés (véase gráfico 2) según datos del Banco Internacional de Pagos (BIS, *Bank of International Settlement*), para abril de 1995.



Gráfico 1: Evolución del principal nocional de las operaciones en vigor. Años 1993-1996.

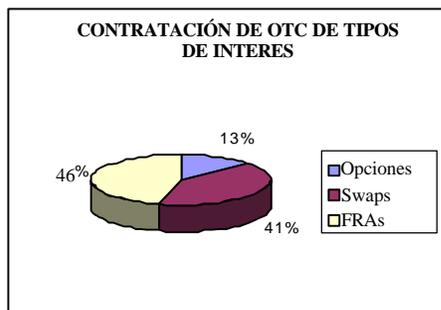


Gráfico 2: Principal nocional de las operaciones OTC de tipos de interés en abril de 1995.

En este artículo, sólo nos centraremos en el estudio de los derivados OTC, debido a que son objeto de un mayor desconocimiento y en estos últimos años han sufrido un aumento considerable en su negociación. La limitación en los datos ha hecho que nos centremos en los contratos *swaps*, tanto de tipos de interés como de divisas y, en las opciones OTC sobre tipos de interés, que copan una importante parte del mercado derivado OTC y dan una idea bastante fiable del comportamiento global de estos mercados.

Para analizar la utilización de los contratos *swaps* y opciones OTC sobre tipos de interés, tanto por instituciones financieras como empresas no financieras, nos tenemos que

basar en el estudio de los datos provenientes de cuestionarios enviados a empresas e instituciones financieras por asociaciones como la ISDA o instituciones como el BIS.

Concretamente, vamos a utilizar los datos publicados por la ISDA, para *swaps* y opciones OTC de tipos de interés, de periodicidad semestral desde hace más de una década, ya que no se encuentran disponibles los resultados de ningún otro estudio con la frecuencia necesaria como para permitir analizar la evolución del mercado. Aunque existe una primera encuesta sobre la utilización de los productos derivados, a escala mundial, realizada por el BIS, en conjunción con una serie de bancos centrales en abril de 1995, ofreciendo una información detallada de todos los instrumentos; ésta tiene el inconveniente de su carácter trianual, por lo que la siguiente no estará disponible hasta marzo de 1999, imposibilitando realizar las comparaciones necesarias para examinar el comportamiento del mercado.

Este análisis, publicado por el Banco Internacional de Pagos (1996a), ha sido elaborado con la información que han recogido los bancos centrales de los 26 principales países del mundo. Los datos se refieren, por una parte, al volumen de negocio, medido en términos del principal nocional de las operaciones realizadas durante el mes de abril de 1995 y, por otra, al principal nocional y valor de mercado de las posiciones abiertas a finales de marzo de 1995. Su utilidad reside en mostrar un estudio estático de la situación completa del mercado derivado.

Centrándonos de nuevo en las cifras que proporciona la ISDA, conviene destacar que éstas son orientativas, ya que los mercados OTC son mercados no organizados en los que intervienen una amplia gama de usuarios de mercados financieros muy dispersos. Sin embargo, dada la penetración de esta asociación entre los *dealers* de estos mercados, podemos afirmar que los resultados obtenidos son bastante fiables.

Los datos que ofrece la ISDA son más restrictivos que los ofrecidos por el BIS, al incluir sólo contratos *swaps* de tipos de interés, *swaps* de divisas y opciones OTC de tipos de interés, concretamente *caps*, *floors*, *collars* y *swaptions*. Se centran en el volumen de negocio, medido en términos del principal nocional, tanto de las nuevas operaciones realizadas durante el período en cuestión (*turnover*) como del saldo vivo (*amount outstanding*) al final del mismo. Mientras el primero nos da una idea acerca de la actividad

del mercado y ofrece una aproximación a la liquidez del mismo, el saldo vivo, definido como el crecimiento nominal o nocional de todos los negocios realizados y no liquidados, nos brinda una percepción del tamaño del mercado.

Esta información se encuentra desagregada por:

- Contrapartida, distinguiendo entre operaciones con otros miembros de la ISDA y usuarios finales:
 - Operaciones con otros *dealers* (miembros ISDA), del mismo país o no residentes, pero que participaron en la encuesta. Principalmente son bancos comerciales y de negocios, agencias y sociedades de valores y otras entidades que actúan como *dealers* o *market-makers* en los mercados derivados. Estos datos son objeto de ajustes para no duplicar la información.
 - Operaciones con otras instituciones financieras, incluyéndose también las operaciones que se realizan con los bancos centrales o autoridades monetarias.
 - Operaciones con clientes no financieros, es decir, operaciones formalizadas con empresas no financieras, tanto públicas como privadas.
 - Operaciones realizadas con Gobiernos y el resto de organismos públicos, exceptuados los Bancos Centrales.
- Principales divisas en que se negocian.
- Vencimiento de los contratos.

III. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE SWAPS Y OPCIONES OTC DE TIPOS DE INTERÉS

En este epígrafe, analizaremos la utilización que de los *swaps* y las opciones OTC sobre tipos de interés realizan tanto instituciones financieras como empresas no financieras. Como dijimos, emplearemos la encuesta que periódicamente realiza la ISDA, aunque la excesiva agregación en los datos suministrados limitará nuestras conclusiones.

El análisis lo vamos a desagregar en los siguientes puntos:

- Principal nocional de las operaciones en vigor.
- Principal nocional de las operaciones que se formalizan cada año.

- Principales divisas en que se denominan.
- Contrapartidas que realizan las operaciones *swaps*.

3.1 Estudio de las operaciones en vigor

Si observamos los datos representados en el gráfico 3, podemos advertir cómo, desde su nacimiento a principios de los años 80, el saldo vivo de las transacciones realizadas, valoradas en función de sus principales nocionales, ha pasado de ser prácticamente cero a casi alcanzar los 30.000 millardos de dólares a finales de 1997. Esta evolución no es, sin embargo, homogénea, y enmascara comportamientos muy diferentes entre los diversos instrumentos derivados analizados.

El mercado de *swaps* de tipos de interés es el que ha experimentado un mayor crecimiento durante todo el periodo analizado y es también el que presenta un mayor peso específico. Este incremento se hace más evidente durante la década de los noventa. Si comparamos los principales nocionales de las operaciones vivas de *swaps* de tipos de interés a principios de los noventa con las cifras a 31 de diciembre de 1997, vemos como, en apenas ocho años, la cifra se ha multiplicado por quince, debido principalmente a la creciente volatilidad de los tipos de interés y a la mayor concienciación de los agentes participantes en estos mercados por la gestión del riesgo de tipos de interés.



Gráfico 3: Evolución del principal nocional de las operaciones en vigor. Años 1983-1997.

En cuanto a la evolución del principal notional de *swaps* de divisas, hay que hacer constar que las cifras de éstos han sido ajustadas para no recoger la doble contabilización realizada en cada moneda y que, todas ellas se han expresado en términos de su contravalor en dólares. Frente a incrementos superiores al 100% en sus primeros años de vida, a partir de 1990 se produce un estancamiento en su crecimiento, con tasas anuales cercanas al 5%. A pesar de ello, en 1996 se origina, tras años de moderada evolución, una elevación del 30% en las operaciones vivas. En 1997, este incremento es del 17% (de 1.560 a 1.824 millardos de dólares). Aunque el peso específico de los contratos *swaps* de divisas es muy inferior al de los *swaps* de tipos de interés, éstos cumplen una función muy importante, dado que la mayoría de las emisiones internacionales de deuda se cubren vía *swaps* de divisas.

Finalmente, el saldo vivo de las opciones OTC sobre tipos de interés (*caps*, *floors* *collars* y *swaptions*) experimenta un repunte en los últimos años, alcanzando la cifra de 4.920 millardos de dólares a 31 de diciembre de 1997 frente a los 4.723 de finales de 1996 y los 3.704 de finales de 1995. No obstante, la evolución de las opciones OTC registra durante 1996 una pronunciada disminución en su ritmo de crecimiento (del 136% en 1995 al 27% en 1996 y un sólo 4,2 % en 1997).

3.2 Evolución del volumen de las nuevas operaciones realizadas

Los datos anteriores debemos completarlos con el volumen de las nuevas operaciones que cada año se formalizan y que hemos recogido en el gráfico 4, donde se contempla la evolución del volumen de las nuevas operaciones *swaps*, y opciones sobre tipos de interés que se han realizado cada año. Podemos vislumbrar como dicho volumen ha ido incrementándose de forma exponencial. Concretamente, en 1997, se llevaron a cabo operaciones por un principal de 22.181 millardos de dólares, que han supuesto un aumento cercano al 25 % respecto a 1996. A pesar de ello, el fuerte incremento en el primer semestre de 1997 ha sido contrarrestado en parte por el declive en las operaciones llevadas a cabo en los mercados asiáticos durante la segunda mitad del año, fruto de la recesión en la que se encuentran inmersos la mayoría de las economías de la zona.



Gráfico 4: Evolución del principal notional de las operaciones formalizadas cada año. Años 1987-1997.

En el gráfico anterior se observa de nuevo el cada vez mayor predominio de los *swaps* y opciones OTC sobre tipos de interés respecto a los *swaps* de divisas. A finales de 1996 más de tres cuartas partes del volumen de nuevas operaciones formalizadas corresponde a los *swaps* de tipos de interés (17.067 millardos de dólares) frente a un 18% a las opciones OTC (3.978 millardos de dólares) y sólo un 5% a los *swaps* de divisas (1.135 millardos de dólares). La crisis asiática, sin embargo, ha favorecido la utilización de estos últimos, de forma que el volumen de las operaciones formalizadas en los últimos seis meses de 1997 alcanzó la cifra de 672,3 millardos de dólares, frente a los 463,1 millardos del primer semestre (un 45% de incremento), todo lo contrario del resto de operaciones. Los volúmenes negociados de los contratos *swaps* y opciones OTC, ambos sobre tipos de interés, sufrieron una caída del 41,9% y 45%, respectivamente, respecto al primer semestre del año.

No obstante, la progresión soportada por estos instrumentos financieros en los últimos años refleja el reconocimiento de los derivados OTC como una importante herramienta en la gestión del riesgo, para cubrirse de una mayor incertidumbre financiera en las empresas y en las carteras de inversión.

En referencia a las opciones OTC de tipos de interés, el incremento de estos últimos años puede atribuirse en su mayor parte a la cobertura de la cartera de hipotecas de las entidades financieras, al arbitraje en las nuevas emisiones y a la gestión de hechos inciertos, entre otros.

3.3 Evolución de las principales divisas en las que se denominan estas operaciones

Con relación a las principales divisas en las que se denominan los diversos instrumentos analizados, los datos referidos a las nuevas operaciones formalizadas cada año desde 1990 a 1996 han sido recogidos en los gráficos 5, 6 y 7.

Los datos del gráfico 5, referente a los *swaps* de tipos de interés, nos muestran el predominio del dólar, que supuso en 1997 un 25,7% del total de operaciones formalizadas, seguido de cerca por las operaciones en yenes, con una proporción del 17%. Estas monedas, sin embargo, tienen cada vez una menor importancia relativa debido al gran incremento en el volumen de operaciones en otras divisas que, en 1997, han experimentado un crecimiento del 56% respecto al año anterior (en este último el incremento fue del 121%).

En el segmento de los *swaps* en divisas, también el dólar es la principal moneda de contrapartida, lo que está estrechamente ligado a su predominio en los mercados de cambio y a la mayor liquidez del segmento de los *swaps* de tipos de interés en dólares. En 1997, la proporción de permutas en dólares era del 31 %.

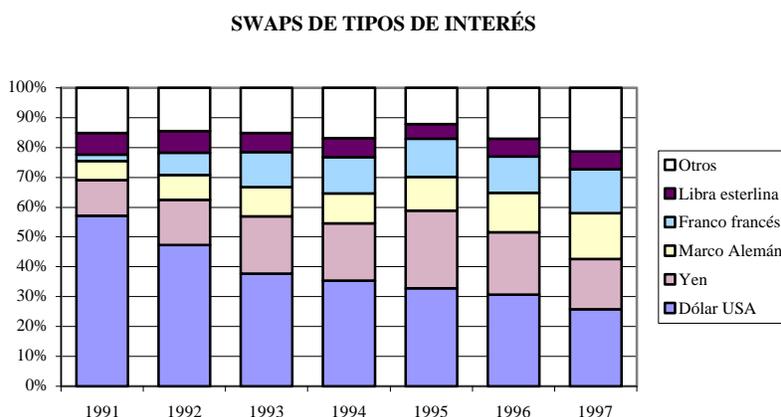


Gráfico 5: Principales divisas en que se denominan los contratos *swaps* de tipos de interés.

SWAPS DE DIVISAS

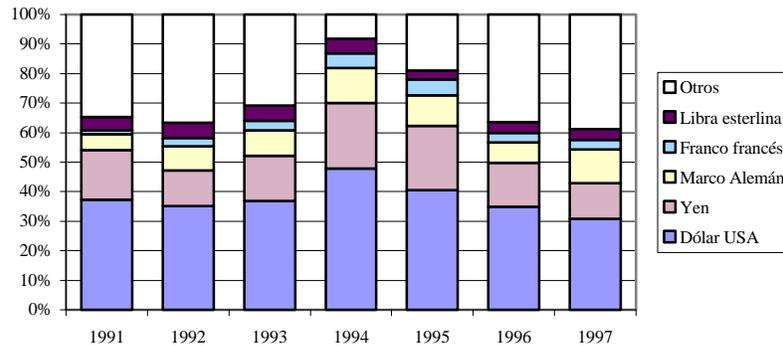


Gráfico 6: Principales divisas en que se denominan los contratos *swaps* de divisas.

OPCIONES OTC SOBRE TIPOS DE INTERÉS

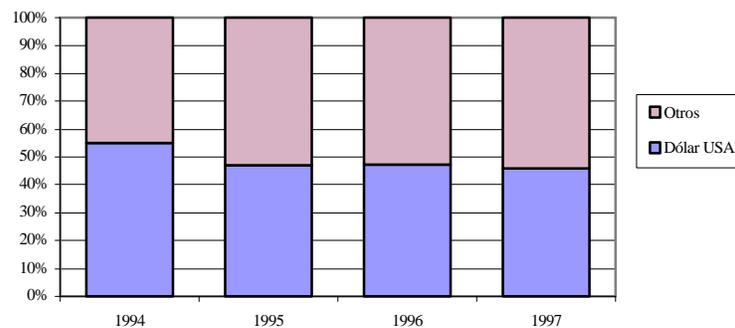


Gráfico 7: Principales divisas en que se denominan los contratos de opciones OTC sobre tipos de interés.

Por último, con relación a las monedas en que se denominan las nuevas operaciones de opciones sobre tipos de interés, reflejado en el gráfico 7, podemos observar cómo el dólar pierde ligeramente terreno con respecto a las otras monedas, pero continuando con su predominio.

3.4 Agentes que realizan las operaciones swaps

En referencia a las contrapartidas de los contratos examinados, la restricción en los datos proporcionados por la ISDA nos obliga a considerar hasta el año 1996, aunque es de suponer que la tendencia no haya variado en estos dos últimos años. Además, sólo disponemos de datos desagregados para los contratos *swaps*.

SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

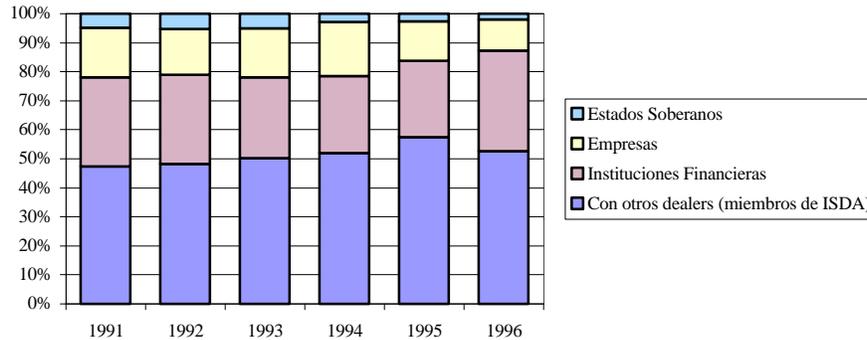


Gráfico 8: Contrapartidas que realizan los contratos *swaps* de tipos de interés.

SWAPS DE DIVISAS

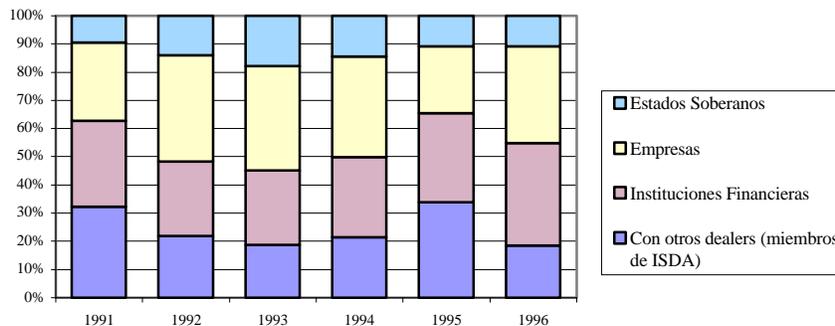


Gráfico 9: Contrapartidas que realizan los contratos *swaps* de divisas.

Si se examinan los datos de las contrapartidas con que negocian los *swaps* de tipos de interés, se puede comprobar la importancia de las transacciones interbancarias, realizadas entre los miembros de la ISDA, con diversos objetivos tales como la cobertura de otras posiciones asumidas previamente, especulación sobre la evolución de los tipos de interés o de cambio, mejorar la gestión de la cartera de *swaps*, etc. Este hecho se ha observado también en la encuesta del BIS. Concretamente, de los nuevos *swaps* de tipos de interés negociados en el año 97, dichas operaciones supusieron el 52,5%. En segundo lugar, ya en el segmento de usuarios finales, destacan en importancia las permutas efectuadas por instituciones financieras, las de corporaciones privadas y, en último lugar y con muy poca importancia, las realizadas por los Estados soberanos.

Para los *swaps* en divisas, el peso específico que representan las distintas contrapartidas es más equilibrado, aún cuando destacan las operaciones llevadas a cabo con las instituciones financieras. En este caso, los *swaps* realizados por los Estados sí tienen

cierta significación respecto al total negociado. La razón es su aplicación en las emisiones que colocan en divisas los Tesoros Públicos de dichos países.

IV. SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

Aunque la crisis en los mercados asiáticos comenzó a vislumbrarse en la primera mitad de 1997, no es hasta el segundo semestre cuando ha golpeado con fuerza a todos los mercados financieros.

El volumen de operaciones vivas en los mercados derivados OTC se incrementó en un sólo 1,1% en los últimos seis meses de 1997, frente a un 12,9% en el primer semestre. A pesar de ello, las nuevas operaciones formalizadas en la última mitad del año cayeron un 39,5% respecto a la primera, como consecuencia de la recesión en la que se encuentran sumergidos la mayoría de los países asiáticos. Esto, unido a la volatilidad de las monedas de estas economías, ha hecho que los únicos contratos que hayan incrementado su negociación en la segunda mitad del año sean los *swaps* de divisas.

En el primer semestre de 1998 se ha visto aumentada considerablemente la actividad de los bancos europeos en operaciones intracontinentales, ante el riesgo que supone la apertura de nuevas transacciones con Asia.

La tensión sufrida por los economías asiáticas se agrava a mediados del presente ejercicio, al acentuarse los problemas de credibilidad política de varios países asiáticos, el riesgo de devaluación del yuan chino y el peligro que supone el contratar con activos financieros denominados en yenes. Estos condicionantes, junto con la debilidad del precio de las *commodities*, hacen que surja una ola de contagio a otras economías con mercados emergentes, estableciéndose una lucha de intereses entre estos y los occidentales, con una tendencia a la baja en la curva de tipos.

En resumen, se espera que la volatilidad a escala mundial continúe favoreciendo el uso creciente de los derivados OTC. Entre los factores que contribuirán a ello están las bajadas continuas de los tipos de interés en Estados Unidos, la convergencia de los tipos de interés en Europa que obliga la moneda única europea y los incipientes problemas

financieros en los mercados latinoamericanos. No obstante, la recesión en la que se encuentran embarcadas algunas economías se hará sentir en el volumen de las operaciones negociadas.

Con respecto al caso peruano, aunque no existen mercados derivados organizados, se está incrementando el volumen de operaciones “a la medida”¹. Al tratarse de una economía dolarizada, es cada vez mayor el número de contratos negociados en mercados derivados organizados norteamericanos y, por otro lado, la volatilidad existente entre el nuevo sol y el dólar hace que se utilicen con mayor frecuencia operaciones OTC para cubrir los endeudamientos en dólares.

¹ No se encuentran disponibles datos fiables referentes a la actividad en los distintos mercados derivados OTC en Perú.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bank for International Settlements

- 1995 *International Banking and Financial Market Developments*. Basle, noviembre.
- 1996a *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*. Basle. Mayo.
- 1996b *International Banking and Financial Market Developments*. Basle, mayo, agosto y noviembre.
- 1997 *International Banking and Financial Market Developments*. Basle, febrero, mayo, agosto y noviembre.
- 1998 *International Banking and Financial Market Developments*. Basle, febrero, mayo y agosto.

International Swaps and Derivatives Association

- 1996 *1995 Year-end Market Survey*. ([http:// www.isda.org](http://www.isda.org)).
- 1997 *1996 Year-end Market Survey*. ([http:// www.isda.org](http://www.isda.org)).
- 1998 *1997 Year-end Market Survey* ([http:// www.isda.org](http://www.isda.org)).

Mercado Español de Futuros y Opciones Financieras (MEFF) (<http://www.meff.es>)

De la Torre Gallegos, Antonio

- 1996 *Operaciones de permuta financiera (swaps)*. Ed. Ariel. Barcelona.