

31 de enero de 2006

ESPAÑOL
Original: INGLÉS
ESPAÑOL E INGLÉS
ÚNICAMENTE

SITUACIÓN GENERAL DE LAS BOLSAS MUNDIALES DE PRODUCTOS BÁSICOS

**Estudio preparado por la secretaría de la Conferencia
de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo**

Resumen

Como parte de la labor analítica y de asesoramiento que realiza la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) en relación con las bolsas de productos básicos, el presente estudio describe la situación general de esas bolsas a nivel mundial y destaca las tendencias fundamentales de su evolución.

Con la liberalización del comercio agrícola y la eliminación del apoyo de los gobiernos a los productores agrícolas fuera de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), en muchos países ha surgido la necesidad de contar con mecanismos de formación de precios e incluso de comercio físico, necesidad que frecuentemente puede satisfacerse mediante las bolsas de productos básicos. Así pues, en los últimos años se ha observado una creación y un crecimiento rápidos de las bolsas de productos básicos en los países en desarrollo.

La región de Asia y el Pacífico ha registrado el mayor éxito por lo que respecta al desarrollo de sus bolsas de productos básicos: las tres bolsas creadas en China en el decenio de 1990 y las tres bolsas nacionales de diferentes productos básicos establecidas entre 2002 y 2003 en la India dan buena muestra de ese desarrollo (todas ellas figuran actualmente entre las 20 más importantes del mundo). Las bolsas de América Latina se están recuperando después de un reciente período de inestabilidad financiera, al tiempo que las de Europa oriental y la ex Unión Soviética siguen desarrollándose en paralelo a la transición de la región hacia una economía de mercado. En África, región cuyas bolsas de productos básicos son las que han registrado peores resultados hasta la fecha, se está poniendo en marcha una bolsa panafricana de productos básicos que ofrece perspectivas favorables.

Es preciso destacar tres tendencias: la racionalización o consolidación de las bolsas de productos básicos en los países; el aumento de la cooperación entre las bolsas de los diferentes países tras la firma de los correspondientes memorandos de entendimiento; y la desmutualización o tendencia a separar la administración de las bolsas de la titularidad directa y de los intereses comerciales.

UNCTAD/DITC/COM/2005/8

GE.06-50812 (S) 231106 061206

Nota

Las denominaciones empleadas en este documento y la forma en que aparecen presentados los datos que contiene no entrañan, de parte de la secretaría de la UNCTAD, juicio alguno sobre la condición jurídica de ninguno de los países o territorios citados o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

El presente documento fue preparado por Leonela Santana-Boado y Adam Gross, de la secretaría de la UNCTAD. Además, se agradecen las importantes aportaciones de Alexander Belozertsev a las secciones relativas a la Federación de Rusia y Ucrania.

Entre otras publicaciones oficiales de la secretaría de la UNCTAD sobre el tema de las bolsas de productos básicos cabe mencionar las siguientes: *Emerging commodity exchanges: From potential to success* (febrero de 1997); *A survey of commodity risk management instruments* (abril de 1998); *The global trading village* (Bürgenstock, septiembre de 2000); y *Commodity exchanges around the world* (Bürgenstock, septiembre de 2002).

ÍNDICE

<i>Capítulo</i>	<i>Párrafos</i>	<i>Página</i>
SIGLAS DE BOLSAS		4
INTRODUCCIÓN	1 - 21	5
I. LAS BOLSAS DE AMÉRICA	22 - 35	15
II. LAS BOLSAS DE EUROPA.....	36 - 53	19
III. LAS BOLSAS DE ASIA Y EL PACÍFICO	54 - 82	24
IV. LAS BOLSAS DE ÁFRICA.....	83 - 90	37
Resumen de las conclusiones	91 - 99	39
<i>Anexos</i>		
I. Datos sobre los productos básicos.....		41
II. Datos mundiales sobre los futuros y opciones		44

SIGLAS DE BOLSAS

Sigla	Nombre de la bolsa	País	Sigla	Nombre de la bolsa	País
AEX	Euronext Amsterdam	Países Bajos	MGEX	Minneapolis Grain Exchange	Estados Unidos
ACE	Agricultural Commodity Exchange	Zambia	MICEX	Moscow Inter-bank Currency Exchange	Federación de Rusia
AFET	Agricultural Futures Exchange of Thailand	Tailandia	MIF	Mercato Italiano Futures	Italia
BCE	Budapest Commodity Exchange	Hungría	MME	Malaysia Monetary Exchange	Malasia
BM&F	Bolsa de Mercadorías & Futuros	Brasil	MX	Bourse de Montréal	Canadá
BMD	Bursa Malaysia Derivatives	Malasia	NAMEX	National Mercantile Exchange	Federación de Rusia
BRM	Romanian Commodities Exchange	Rumania	NCDEX	National Commodity & Derivatives Exchange, India	India
BSE	Budapest Stock Exchange	Hungría	NCEL	National Commodity Exchange Limited	Pakistán
BXS	Euronext Brussels	Bélgica	NMCE	National Multi-Commodity Exchange of India	India
CBOE	Chicago Board Options Exchange	Estados Unidos	NYBOT	New York Board of Trade	Estados Unidos
CBOT	Chicago Board of Trade	Estados Unidos	NYMEX	New York Mercantile Exchange	Estados Unidos
C-COM	Central Japan Commodity Exchange	Japón	OMX	OMX Group of Nordic & Baltic Exchanges	Suecia
CME	Chicago Mercantile Exchange	Estados Unidos	OSE	Osaka Securities Exchange	Japón
COMMEX	Commodity & Monetary Exchange of Malaysia (actualmente forma parte de la BMD)	Malasia	PACDEX	Pan-African Commodities & Derivatives Exchange	Botswana
DCE	Dalian Commodity Exchange	China	ROFEX	Rosario Futures Exchange	Argentina
DGCX	Dubai Gold & Commodities Exchange	Emiratos Árabes Unidos	RTS	Russian Trading System	Federación de Rusia
ICE	Intercontinental Exchange	Estados Unidos	SAFEX	South African Futures Exchange (now part of JSE)	Sudáfrica
IPE	International Petroleum Exchange	Reino Unido	SES	Stock Exchange of Singapore (actualmente forma parte de la SGX)	Singapur
FC&M	Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos	España	SFE	Sydney Futures Exchange	Australia
FORTS	Futures & Options on RTS	Federación de Rusia	SGX	Singapore Exchange	Singapur
JFX	Jakarta Futures Exchange	Indonesia	SHFE	Shanghai Futures Exchange	China
JSE	Johannesburg Securities Exchange	Sudáfrica	SICOM	Singapore Commodity Exchange	Singapur
KACE	Kenya Agricultural Commodities Exchange	Kenya	SIMEX	Singapore International Monetary Exchange (actualmente forma parte de la SGX)	Singapur
KCBT	Kansas City Board of Trade	Estados Unidos	SPCEX	St Petersburg Currency Exchange	Federación de Rusia
KLCE	Kuala Lumpur Commodity Exchange (actualmente forma parte de la BMD)	Malasia	SSE	Shanghai Stock Exchange	China
KLOFFE	Kuala Lumpur Options & Financial Futures Exchange (actualmente forma parte de la BMD)	Malasia	TAIFEX	Taiwan Futures Exchange	Provincia china de Taiwán
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange (actualmente forma parte de la BMD)	Malasia	TFX	Tokyo Financial Exchange (anteriormente TIFFE)	Japón
KOFEX	Korean Futures Exchange	República de Corea	TGE	Tokyo Grain Exchange	Japón
KSE	Korea Stock Exchange	República de Corea	TOCOM	Tokyo Commodity Exchange	Japón
LIFFE	Euronext London International Financial Futures Exchange	Reino Unido	TurkDex	Turkish Derivatives Exchange	Turquía
LME	London Metal Exchange	Reino Unido	UFEX	Ukrainian Futures Exchange	Ucrania
MATba	Mercado a Término de Buenos Aires	Argentina	UICEX	Ukrainian Inter-Bank Currency Exchange	Ucrania
MATIF	Euronext Paris	Francia	WTB	Ukrainian Inter-Bank Currency Exchange	Ucrania
MCE	Moscow Commodity Exchange (actualmente cerrada)	Rusia	WCE	Winnipeg Commodity Exchange	Canadá
MCX	Multi Commodity Exchange of India	India	WTB	Warenterminerbörse Hannover	Alemania
MEFF	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros	España	ZCE	Zhengzhou Commodity Exchange	China
MexDer	Mexican Derivatives Exchange	México	ZIMACE	Zimbabwe Agricultural Commodity Exchange	Zimbabwe

INTRODUCCIÓN

1. Una bolsa de productos básicos es un mercado en que numerosos compradores y vendedores negocian contratos relacionados con los productos básicos conforme a las normas y los procedimientos establecidos por la bolsa de que se trate. En los países desarrollados, esas bolsas suelen actuar como plataformas para negociar contratos de futuros o contratos uniformes de entrega aplazada. En el mundo en desarrollo, las bolsas de productos básicos pueden servir de una gama más amplia de medios para estimular el comercio en ese sector de productos. Para ello, pueden utilizar instrumentos distintos de los futuros, como el comercio al contado en el caso de la entrega inmediata, el contrato con efecto diferido, que se basa en los recibos de almacén, o el acuerdo de recompra de los agricultores. Otra posibilidad consiste en concentrarse en actividades de facilitación y no en el propio comercio, como ocurre en Turquía, donde las bolsas han servido de centro de registro de las transacciones con fines fiscales.
2. Si bien los instrumentos derivados cada vez son más complejos en cuanto a su forma y en cuanto a su aplicación, es importante no perder de vista que las bolsas de productos básicos desempeñan importantes funciones que benefician a los productores, los procesadores, los comerciantes y los consumidores de productos básicos de los países desarrollados y en desarrollo.
3. Como centro alrededor del cual gira el comercio sector, la concentración de compradores y vendedores en un lugar reduce los costos de las transacciones que habría entrañado la búsqueda de una contraparte adecuada. Las correspondientes actividades comerciales permiten que la bolsa actúe de mecanismo respecto de la "formación de los precios", en el sentido de que el nivel de precios se hace debidamente eco de la situación del mercado, y de la "transparencia de los precios", dado que todos los agentes del mercado pueden tener un acceso igual a un nivel de precios neutro y oficial. En el caso de las bolsas que también ofrecen contratos de futuros o con efecto diferido, la transferencia del riesgo es una cuarta función que beneficia a los participantes en el mercado: al cerrar el precio de la entrega aplazada, los participantes pueden "protegerse" frente a las oscilaciones temporales de los precios que tengan lugar antes de la fecha de entrega.
4. La utilidad de esas funciones es esencial para la fundación de muchas de las bolsas de productos básicos más importantes y prestigiosas del mundo. Por ejemplo, la London Metal Exchange (LME) (Bolsa de Metales de Londres) fue fundada en Londres por comerciantes de metales en 1877, momento culminante de la revolución industrial, con el fin de gestionar los riesgos de precios. Dado que las mercancías se transportaban en barco, los comerciantes que habían comprado elevadas cantidades de metales procedentes de zonas muy alejadas del mundo se enfrentaban a importantes riesgos, ya que desconocían qué precios obtendrían de su mercancía una vez llegada a Londres varios meses después. Mediante la negociación de contratos con efecto diferido respecto de sus productos en la bolsa recientemente creada, los comerciantes de metales podían protegerse del riesgo que entrañaba una importante caída de los precios mientras las mercancías estaban siendo transportadas por vía marítima.
5. Otro ejemplo es la Chicago Board of Trade (CBOT) (Junta de Comercio de Chicago), situada encima de un almacén de harina durante los cuatro primeros años que transcurrieron desde su fundación, en 1848, por un grupo de comerciantes de Chicago, deseosos de establecer un mercado central para sus operaciones. Hasta ese momento, era muy frecuente que los agricultores no encontraran compradores para los cereales que habían transportado a Chicago. Habida cuenta de los elevados costos del transporte, no tenían más remedio que arrojar al lago los productos no vendidos.
6. Los contratos de futuros no surgieron hasta 1865, después de la creación de la CBOT. "En Chicago, donde la negociación de los contratos con efecto diferido tuvo en un primer lugar las características esenciales de un moderno mercado de futuros, la negociación de futuros se consideró

inicialmente una operación especulativa y deshonorosa del sector del comercio de los cereales; durante más de un decenio, la Chicago Board Trade se negó a permitir tales transacciones en su sede."¹

7. Sin embargo, a lo largo del tiempo prácticamente todas las bolsas de los países desarrollados se orientaron hacia el comercio de futuros (mecanismo de transferencia del riesgo), dado que sus servicios en el comercio físico (al contado y con efecto diferido) resultaban superfluos (desaparecieron la mayoría de las bolsas que no pudieron efectuar esa transformación; entre las escasas excepciones cabe mencionar la subasta de flores de los Países Bajos y una bolsa de quesos de los Estados Unidos). Los elementos básicos de ese cambio se resumen de la manera siguiente²:

- La mejora en la tecnología de las comunicaciones, lo que hizo que perdiera importancia el hecho de que los comerciantes se reunieran en un lugar.
- La creciente concentración del comercio en unas cuantas grandes empresas, lo que facilitó a éstas reunir información directamente.
- Habida cuenta del aumento de la solvencia de los participantes en las bolsas de productos básicos, fue posible negociar contratos con efecto diferido a más largo plazo.
- El establecimiento de mercados de futuros, pese a que en un comienzo tuviese un escaso ámbito, reduce en sí mismo la importancia de la bolsa como instrumento de comercio físico. Ello es así porque los precios generados en la bolsa actúan como referencia para las negociaciones de los precios entre los compradores y vendedores, razón por la que estos últimos ya no necesitan comprar ni vender los bienes físicos por conducto de la bolsa.

Es probable que haya factores similares que influyan, en el futuro, en las bolsas de los países en desarrollo que actualmente se concentran en el comercio físico: cuando cambien los mercados físicos en que se basan (en parte como consecuencia de los efectos que produce la propia bolsa), esas bolsas tendrán que evolucionar para poder sobrevivir.

8. Aunque los tiempos y la tecnología han evolucionado y las bolsas desempeñan frecuentemente funciones mucho más amplias que las de la época en que fueron establecidas, las funciones esenciales de las bolsas de productos básicos -reducción de los costos de las transacciones, formación de los precios, transparencia de los precios y transferencia del riesgo- siguen teniendo la misma importancia en la actualidad que en el pasado.

9. Con la liberalización del comercio agrícola y la retirada del apoyo de los gobiernos a los productores agrícolas, ciertamente ha surgido en muchos países una nueva necesidad de gestión del riesgo, formación de los precios e incluso de mecanismos de comercio físico, necesidad que frecuentemente puede ser atendida por las bolsas de productos básicos³.

¹ Holbrook Working, "New concepts concerning futures markets and prices", *Selected writings of Holbrook Working*, Board of Trade of the City of Chicago, 1977.

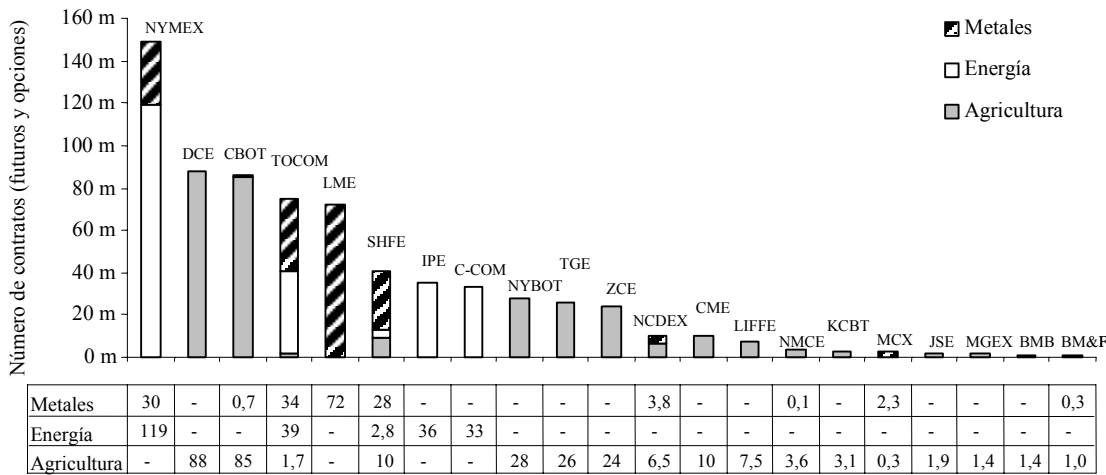
² Holbrook Working, "Economic functions of futures markets", *Selected Writings of Holbrook Working*, Board of Trade of the City of Chicago, 1977.

³ Ese caso no es exclusivo de los países en desarrollo. Véase, por ejemplo, un análisis de la situación en la Comunidad Europea, en Amir Alizadeh y Nikos Nomikos, *Agricultural Reforms and the Use of Market Mechanisms for Risk Management*, CASS Business School/Futures and Options Association, abril de 2005. En los Estados Unidos de América, el Gobierno estableció un Organismo de gestión del riesgo en su Departamento de Agricultura para ayudar a los agricultores a dejar de depender del Gobierno y a

10. Así pues, en los últimos años se ha producido una rápida creación de nuevas bolsas de productos básicos y la constante expansión de las existentes. En la actualidad hay prósperas bolsas de futuros de productos básicos en más de 20 países, entre los que figuran los Estados Unidos, China, el Japón, el Reino Unido, la India, Sudáfrica, Malasia y el Brasil (véase el gráfico 1 *infra*).

11. Un buen número de las nuevas bolsas se crearon durante el último decenio en los países en desarrollo. No todas ellas han progresado hasta nivel de comercio de futuros y muchas han desaparecido rápidamente. En el presente informe no se analizan con detalle las novedades en relación con las plataformas de comercio de productos básicos en Internet, si bien es de destacar que sus experiencias han sido incluso peores: la inmensa mayoría no ha sobrevivido y las que lo hicieron registraron un nivel de actividad muy inferior al que esperaban sus fundadores (una notable excepción es la Intercontinental Exchange (ICE), bolsa de energía de Internet, que en julio de 2001 adquirió una bolsa "real" de petróleo, a saber, la International Petroleum Exchange (IPE)).

Gráfico 1
Principales bolsas mundiales de futuros de productos básicos, 2004



Fuente: Datos de las bolsas (véase el anexo I); véase el cuadro con las siglas de las bolsas, en el que figuran los nombres completos de éstas.

Nota: El volumen se mide por el número de contratos, aunque se reconoce que éste puede variar considerablemente según los diferentes productos y bolsas.

12. En este breve informe se ofrece una visión general de las bolsas de productos básicos de todo el mundo. La descripción en el caso de los países desarrollados se concentra en las bolsas de futuros, en tanto que el examen de la situación en los países en desarrollo abarca las bolsas que se concentran en el comercio al contado y con efecto diferido, pero que pueden comenzar a negociar futuros en los próximos años.

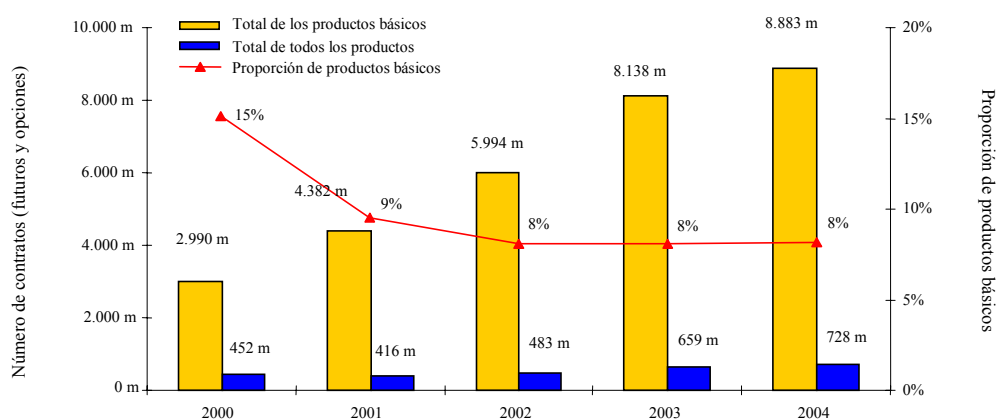
utilizar, en su lugar, mecanismos de mercado para hacer frente a los riesgos. Como se indicaba en el prólogo de la publicación de la Cass Business School, las estrategias de gestión eficaz del riesgo pueden "facilitar un reajuste y un cambio sin contratiempos" cuando se pongan en marcha las reformas.

13. El centro de atención son las bolsas de productos básicos en el sentido tradicional, es decir, las bolsas en las que se negocian productos básicos agrícolas, metales o productos derivados de la energía, por contraposición a los productos financieros (anexo I). No obstante, esas bolsas se describen en el contexto del comercio mundial de futuros, incluidos los contratos financieros (anexo II). Es de destacar que, desde su aparición en la primera mitad del decenio de 1970, los futuros financieros se expandieron con más rapidez que los tradicionales futuros de productos básicos, y esa pauta de rápido crecimiento puede observarse en las bolsas establecidas en los países occidentales y en las de nueva creación en otros países. Por ejemplo, la mayor bolsa de futuros del mundo se encuentra actualmente en la República de Corea -Korea Futures Exchange (KOFEX)-, que en enero de 2004 adquirió contratos del KOSPI 200 en la Korean Stock Exchange (KSE) (Bolsa de Valores de la República de Corea). Los futuros y opciones del KOSPI 200 son derivadas del índice de valores creadas en 1996. En 2004 se negociaron más de 2.500 millones de contratos de esa índole (las opciones representaron alrededor del 98% del total). Aunque los volúmenes de contratación han disminuido desde el nivel máximo de 2.900 millones de contrataciones en 2003, la cifra sigue representando más de la cuarta parte del total de la contratación mundial de futuros (véase el anexo II). Esas cifras contrastan marcadamente con el principal contrato de productos básicos -el contrato N° 1 sobre la soja de la Chinese Dalian Commodity Exchange (DCE) (Bolsa de Productos Básicos de Dalian, en China)- en cuyo marco la contratación ascendió únicamente a 57 millones en 2004 (una disminución del 4% respecto de 2003).

14. En términos generales, los futuros y opciones de productos básicos sólo representan actualmente alrededor del 8% del volumen total de los futuros y opciones (véase gráfico 2). Esa cifra ha permanecido estable durante los cuatro últimos años, pese a lo que algunos comentaristas han denominado "auge de los productos básicos" de resultados del rápido crecimiento de la demanda de esos productos en Asia, el bajo rendimiento de los mercados de valores y los bajos tipos de interés, y es probable que ese número siga disminuyendo una vez que resulten nuevamente atractivas esas otras oportunidades de inversión.

Gráfico 2

Evolución de los futuros y opciones de productos básicos, 2000-2004



Fuente: Cálculos realizados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros (con los correspondientes reajustes para incluir datos sobre el volumen proporcionados por las bolsas nacionales de la India y no recogidos por la Asociación).

Nota: Tasas compuestas de aumento anual 2000-2004: el 13% en el caso de los productos básicos y el 31% en el caso de todos los productos.

15. En el presente informe se destacan **tres** tendencias, las **dos** primeras de las cuales parecen estar estrechamente relacionadas entre sí. La **primera** es la racionalización o consolidación de las bolsas de productos básicos en los países. Ese proceso puede tener lugar de resultados de fusiones y adquisiciones coordinadas privadamente entre las bolsas, como entre la Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) (Bolsa de Valores de Kuala Lumpur) y la Kuala Lumpur Options & Financial Futures Exchange (KLOFFE) (Bolsa de Opciones y Futuros Financieros de Kuala Lumpur) y posteriormente entre la KLSE y la Commodity and Monetary Exchange of Malaysia (COMMEX) (Bolsa Monetaria y de Productos Básicos de Malasia). Cuando no se fusionan, las bolsas suelen compartir plataformas. Entre otros ejemplos cabe mencionar los siguientes:

- La KSE y la KOFEX utilizan la misma cámara de compensación y el mismo sistema de comercio electrónico.
- El 29 de noviembre de 2004, Euronext Amsterdam logró transferir sus productos derivados a LIFFE CONNECT, sistema de contratación de derivados de Euronext. La última bolsa de Euronext que ha pasado a formar parte de la plataforma común de contratación de derivados es la de Amsterdam, que lo ha hecho después de las de Bruselas, Lisboa y Londres.
- El 1º de enero de 2004, la CBOT también empezó a utilizar LIFFE CONNECT para poner en marcha su sistema de comercio electrónico, que sirve también para hospedar productos de la Kansas City Board of Trade (KCBT) (Junta de Comercio de la Ciudad de Kansas), la Minneapolis Grain Exchange (MGEX) (Bolsa de Cereales de Minneapolis) y la Winnipeg Commodity Exchange (WCE) (Bolsa de Productos Básicos de Winnipeg)⁴.
- Aproximadamente al mismo tiempo, la CBOT concluyó el traspaso de sus operaciones de compensación. En lo sucesivo, la Chicago Mercantile Exchange (CME) (Bolsa Mercantil de Chicago) proporcionará servicios de compensación y servicios conexos a todos los productos de la CBOT: "El vínculo común de compensación de la CME/CBOT abarca a dos instituciones financieras de primer orden y redundante en eficiencia desde el punto de vista del funcionamiento, el margen y el capital, lo que da lugar a beneficios considerables para los intermediarios de futuros y los usuarios finales de los productos de futuros"⁵.
- El 13 de julio de 2004, la New York Mercantile Exchange (NYMEX) (Bolsa Mercantil de Nueva York) y la Tokyo Commodity Exchange (TOCOM) (Bolsa de Productos Básicos de Tokio) anunciaron que los contratos estadounidenses de futuros sobre la energía y los metales estarían disponibles en el Japón por conducto de NYMEX ACCESS, plataforma de comercio con base en Internet.

16. En otras épocas, la racionalización en los países desarrollados era principalmente el resultado del aumento de la integración y de la eficiencia de los mercados físicos (lo que significaba que ya no eran necesarias muchas bolsas locales), en tanto que, en los países en desarrollo, la racionalización frecuentemente ha tenido lugar hasta la fecha como resultado de una intervención reguladora. Los objetivos que se persiguen son evitar la duplicación de productos (China); suspender la contratación resultante de la "especulación excesiva" (China e India); promover las bolsas nacionales de múltiples productos básicos frente a las bolsas regionales de un solo producto (India); o simplemente concentrar toda la contratación en una esfera con objeto de lograr más economías de escala y facilitar el funcionamiento del mecanismo de formación de los precios y la introducción de nuevos productos.

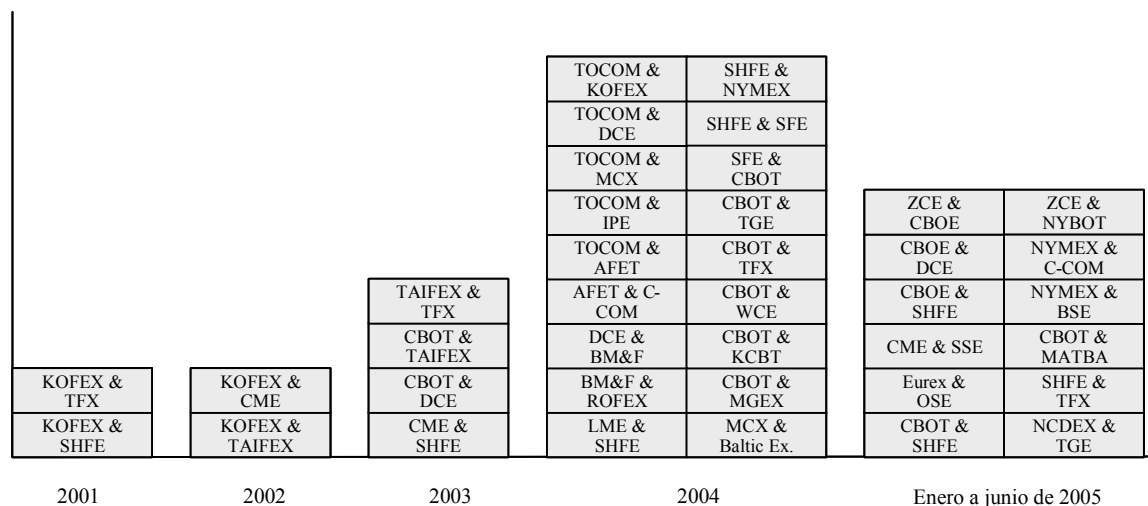
⁴ LIFE, <http://www.liffemarketsolutions.com/news/releases/041220.jsp>, 20 de diciembre de 2004.

⁵ CBOT, *Organizational Profile*, <http://www.cbot.com/cbot/pub/page/0,3181,1215,00.html>.

Sin embargo, en el futuro es probable que las fuerzas económicas (la continuación de la globalización de los mercados de productos básicos, unida a la mejora de la tecnología de las comunicaciones) una vez más dirijan el proceso de consolidación de las bolsas.

17. Una **segunda** tendencia es el aumento de la cooperación entre las bolsas mediante la firma del memorandos de entendimiento entre las bolsas de productos básicos de los diferentes países (véase el gráfico 3 *infra*).

Gráfico 3
Memorandos de entendimiento entre bolsas, 2001-2005



Fuente: Investigaciones de la UNCTAD.

18. En 2004 ha tenido lugar una gran expansión de esa práctica, que no comenzó a tener importancia hasta 2001 aproximadamente⁶. Los memorandos de entendimiento persiguen diferentes objetivos, aunque frecuentemente incluyen intercambio de información con miras a la adopción de "prácticas idóneas" en relación con la formulación de especificaciones para los contratos; procedimientos de compensación y de liquidación; sistemas de autorregulación; e incluso la cotización conjunta de productos.

19. En esos memorandos de entendimiento se observa un aumento del papel de las bolsas de los países en desarrollo. Un hecho importante al respecto fue el anuncio conjunto que se hizo en noviembre de 2004 acerca del establecimiento de la Dubai Gold and Commodity Exchange (DGCX) (Bolsa de Oro y Productos Básicos de Dubai). Después de la firma de un memorando de entendimiento, el Centro de metales y productos básicos de Dubai aportará el 50% de la inversión, la Multi Commodity Exchange of India Limited (MCX) (Bolsa de Múltiples Productos Básicos de la India) el 10% y Financial Technologies (India) Limited -que había constituido la MCX- el 40%⁷. La bolsa comenzará sus

⁶ Hubo algunos casos esporádicos anteriores, al margen de los mencionados en estas páginas. En 1995, por ejemplo, la Zhengzhou Commodity Exchange (China) (Bolsa de Productos Básicos de Zhengzhou) firmó memorandos de entendimiento con la WCE (Canadá) y la Japanese Kansai Agricultural Commodities Exchange (Bolsa de Productos Básicos Agrícolas de Kansai, en el Japón).

⁷ Comunicado de prensa de la MCX, 10 de noviembre de 2004. Véase el sitio de la MCX en la Web: <http://www.mcxindia.com>.

actividades en el segundo semestre de 2005. Esa nueva bolsa electrónica competirá directamente con otra bolsa (de contratación a viva voz) que se constituirá en Dubai en el marco de otra operación conjunta con la participación de la NYMEX y con pantallas de contratación instaladas en Dubai por la International Petroleum Exchange (IPE) (Bolsa Internacional de Petróleo), que permitirá un acceso directo a su plataforma de contratación electrónica.

20. Esas dos tendencias obedecen principalmente a **dos** causas, que también guardan relación entre sí. La **primera** son las presiones competitivas que existen en los países y entre éstos, que obligan a las bolsas a adoptar un enfoque basado en la demanda respecto de la cotización de los productos y a concentrarse en sus ventajas comparativas. El incremento de las presiones competitivas puede obedecer a un incremento de la globalización económica y de la apertura financiera, esto es, el aumento de las corrientes financieras transfronterizas que está resurgiendo a medida que disminuye el caos económico causado por la crisis financiera asiática y los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001. La **segunda** causa es el adelanto tecnológico y, en particular, el aumento de la disponibilidad y la marcada disminución de los costos de las plataformas de contratación a distancia en tiempo real. Un adelanto técnico es el vector por el que se transmiten las presiones competitivas, lo que propicia las dos tendencias mencionadas *supra*⁸.

21. La **tercera** y última tendencia es la desmutualización. La tendencia a separar la administración de las bolsas de la titularidad directa y de los intereses de contratación (lo que da lugar a empresas que cotizan en bolsa, son propiedad de los accionistas y tienen acciones de contratación libre) parece estar motivada por preocupaciones relacionadas con la buena gobernanza, la autorregulación y la confianza de los inversionistas. La tendencia comenzó en las bolsas de los países desarrollados -la IPE y la CME (la primera de ellas en los Estados Unidos) se desmutualizaron en 2000-, si bien los países en desarrollo no van a la zaga. La KLSE se desmutualizó en junio de 2004, momento en que afirmó que "la desmutualización de la bolsa contribuirá a que Malasia y su mercado de capitales proyecten una imagen con visión de futuro y de disposición a adaptarse a los cambios para estar en consonancia con las demandas y necesidades del mercado"⁹. Una de las condiciones previas que se establecieron en 2002 para las bolsas nacionales de múltiples productos básicos de la India fue la desmutualización. La Comisión india de mercados con efecto diferido manifestó lo siguiente en octubre de 2004:

"Se están haciendo planes para publicar directrices a los efectos de desmutualizar las bolsas o modificar la Ley de regulación de contratos con efecto diferido para que, de ser necesario, sea obligatorio que se desmutualicen todas las bolsas. Una bolsa de productos básicos desmutualizada puede hacerse merecedora de la confianza del mercado, los accionistas y los consumidores."¹⁰

No obstante, los miembros pueden resistirse ceder el control que puedan tener en una bolsa desmutualizada. Así, aunque la Junta Nacional de Comercio -constituida en Indore en 1999 para negociar con soja (el 90% de su volumen de contratación), aceite de mostaza, aceite de colza y aceite de palma crudo- tuvo reconocido un carácter nacional de manera provisional, las preocupaciones de sus miembros respecto del proceso de desmutualización le obligaron posteriormente a retirar su candidatura.

⁸ Véase un examen más detallado en Claire Williamson, "Structural changes in exchange-traded markets", *Bank of England Quarterly Bulletin*, mayo de 1999.

⁹ http://www.bursamalaysia.com/website/aboutus/invt_rel/invt_rel.htm.

¹⁰ http://www.financialexpress.com/fe_full_story.php?content_id=72900.

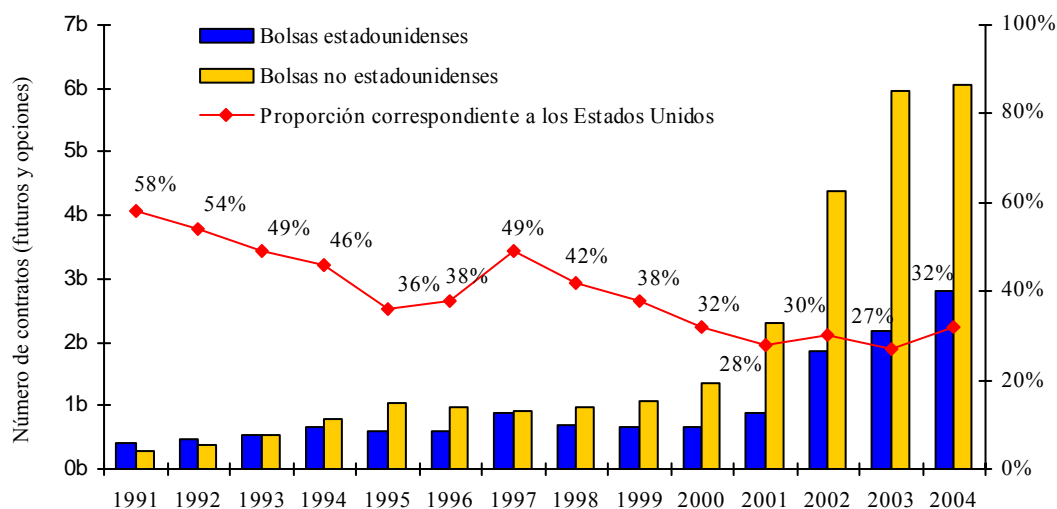
Capítulo I

LAS BOLSAS DE AMÉRICA

22. En los **Estados Unidos**, las bolsas de futuros han experimentado un resurgimiento desde el nuevo milenio, con un aumento del 22% de su contratación de 2003 a 2004. Esas cifras se comparan con el lento aumento del 2% de las bolsas no estadounidenses durante el mismo período. De resultados de ello, los Estados Unidos han registrado un aumento de su participación en la contratación de futuros y opciones a nivel mundial, que pasó de un mínimo histórico del 27% en 2003 a un 32% en 2004. Ello representa un importante cambio de coyuntura después de un largo período de disminución que había dado comienzo en 1992, año en que únicamente las bolsas estadounidenses representaron más de la mitad de la contratación mundial de futuros (véase el gráfico 4).

Gráfico 4

Volúmenes anuales de futuros y opciones en el mundo, bolsas estadounidenses y no estadounidenses, 1991-2000



Fuente: Cálculos realizados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros.

23. Históricamente, la contratación organizada de futuros comenzó en los Estados Unidos a mediados del siglo XIX, con los contratos de maíz de la CBOT y, poco tiempo después, con los contratos de algodón de Nueva York¹¹. La puesta en marcha de las nuevas bolsas resultó difícil. Por ejemplo, durante los años inmediatamente posteriores a la creación de la CBOT, podían pasar varias semanas sin que se realizara ninguna transacción y ni siquiera la posibilidad de disfrutar diariamente de un almuerzo gratuito animaba a los miembros de la bolsa a acudir a ella. La contratación no cobró impulso hasta 1856, cuando la administración decidió que no bastaba con proporcionar un lugar para la contratación y que había que invertir en el establecimiento de niveles y normas, así como en un sistema nacional de información sobre

¹¹ Aunque ello fue anterior a las bolsas de futuros de Europa, se tiene noticia de formas de contratación de futuros de arroz en China hace 6.000 años. En la antigua Grecia, Aristóteles describió la utilización de las opciones de compra por Tales de Mileto en relación con la capacidad de las almazaras (Aristóteles, *Política* 1259 a 6-23). El primer mercado organizado de futuros fue la Bolsa de Arroz de Osaka, establecida en 1730.

los precios¹². Esas bolsas han seguido dedicándose a los productos básicos, si bien para la mayor parte de la contratación de futuros financieros ha ido cobrando cada vez más importancia desde el comienzo del decenio de 1980.

Recuadro 1

Sistemas de compensación en las bolsas de productos básicos

En el caso de las bolsas que negocian contratos de futuros y de opciones, la cámara de compensación desempeña dos funciones esenciales: gestionar el riesgo de las transacciones de la bolsa y proteger la integridad del mercado.

En la actualidad la práctica de la "compensación total" es muy frecuente¹³. En ese sistema, la cámara de compensación actúa como contraparte central respecto de todas las contrataciones de la bolsa (en calidad de comprador respecto de cada vendedor y en calidad de vendedor respecto de cada comprador). Si se considera que la cámara de compensación está suficientemente bien capitalizada para hacer frente a cualquier obligación que surja, ello reduce al mínimo el riesgo de incumplimiento de esa contraparte. Además, las cámaras de compensación suelen encargarse de administrar los procesos de supervisión de la posición y de constitución de márgenes, de la regulación de la entrega de los productos físicos y del suministro de datos sobre la contratación de la bolsa.

La primera cámara de compensación que utilizó el sistema de la "compensación total" fue la Junta de la Corporación de Compensación Comercial (BOTCC, denominada actualmente la "Corporación de Compensación"). La BOTCC fue fundada en 1925 como organización independiente, cuando los miembros de la CBOT votaron a favor de separar las funciones bursátiles y de compensación. Otro modelo es el de la Cámara de Compensación de Londres (LCH), empresa pública independiente que, antes de fusionarse con Clearnet en 2003, actuó como cámara de compensación común de tres importantes bolsas de productos derivados de Londres (LIFFE, LME e IPE): esas bolsas eran propietarias conjuntas de una participación minoritaria del 25%. Además, el Japón está dispuesto a seguir ese modelo, tras el anuncio en 2005 del establecimiento de una cámara de compensación común para compensar las transacciones de las siete bolsas de productos básicos del país.

Sin embargo, no todas las cámaras de compensación son independientes. Por ejemplo, los servicios de compensación de la CME, que es la mayor bolsa de futuros de los Estados Unidos, corren a cargo de una división interna. Por conducto de un vínculo de compensación común, establecido en 2003, la CME también proporciona actualmente servicios de compensación a la CBOT.

Ello apunta a otra tendencia en el sector de la compensación, a saber, la tendencia hacia la compensación de la cooperación y la integración. A medida que las bolsas se desmutualizan para pasar a ser empresas con fines de lucro, la selección de la entidad encargada de desempeñar la función crítica de compensación se basa cada vez más en consideraciones exclusivamente comerciales, a saber, los resultados y los costos. Así, la CBOT, cuando puso fin a sus 78 años de relación con la BOTCC a fin de establecer vínculos con la CME, "el vínculo de compensación

¹² Bob Tamarkin, *The Merc: The Emergence of a Global Financial Powerhouse*, HarperBusiness, 1993.

¹³ Aunque no es en modo alguno universal: incluso un mercado de futuros tan bien establecido como el del Japón no estableció la "compensación total" hasta 2005 (véase el recuadro 4).

común CME/CBOT unió a dos instituciones financieras de primer orden con objeto de realizar economías en cuanto a las operaciones, el margen y el capital"¹⁴ en beneficio de la bolsa y sus usuarios.

Las economías de escala logradas por las cámaras de compensación que estaban en mejores condiciones de acumular cierto volumen de operaciones sirvieron para reducir los costos por unidad, no sólo respecto de los resultados de las operaciones, sino también respecto de los gastos generales para desarrollar la generación siguiente de tecnología que era necesaria para administrar un mercado más complejo que nunca. Dado que la demanda de servicios de compensación también procedía de mercados extrabursátiles mucho más grandes que el sector de contratación en bolsa, las cámaras de compensación, que en algún momento estuvieron supeditadas a las operaciones de contratación en las bolsas, podrán en un próximo futuro encontrarse dirigiendo el proceso de cooperación y consolidación del sector.

Además, es probable que aumente la presión competitiva cuando se permita que las operaciones de compensación de los países en desarrollo compitan en el mercado internacional, ya que hay países como la India que ya muestran ventajas en cuanto a los costos y al desarrollo de la tecnología por comparación con otros países desarrollados que son sus contrapartes en sectores conexos.

24. En los Estados Unidos hay 12 bolsas de futuros y opciones; la mayor es la CME. Cuatro de ellas datan del año 2000 o de antes; entre ellas figura la subsidiaria estadounidense de la bolsa Eurex de Europa. Dos de esas bolsas negocian exclusivamente futuros y opciones de productos básicos, cuatro se dedican a los futuros financieros y de productos básicos, una se ocupa de los derechos de emisión y las otras cinco abarcan diferentes productos financieros¹⁵.

25. Fundada en 1874, la CME era en 2004 la tercera bolsa más importante de futuros del mundo, ya que en ella se habían negociado 805 millones de contratos y representaba el 9% del volumen mundial, si bien únicamente 10 millones de esos contratos correspondían a productos básicos. La CME ha desempeñado un importante papel de promoción de una nueva plataforma de cooperación entre bolsas -la Alianza Globex-, por conducto de la cual se ha unido a otras cinco bolsas (la Bolsa de Mercaderías & Futuros (BM&F), Euronext, el Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros (MEFF), la Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) y la Boursé de Montreal (MX)). Los miembros de cada bolsa se benefician de privilegios de negociación y de un acceso directo a los productos que se comercializan electrónicamente en todos los mercados Globex mediante un único punto de acceso técnico. La contratación en el marco de Globex representa actualmente más del 60% del volumen de la CME, porcentaje que aumenta anualmente a medida que se estanca el crecimiento del sistema tradicional de contratación a viva voz.

26. La CBOT, fundada en 1848, fue en su momento la mayor bolsa de futuros del mundo. Sin embargo, en 2004 había pasado a ocupar el quinto lugar, después de la KOFEX, Eurex, la CME y

¹⁴ <http://www.cbot.com/cbot/pub/page/0,3181,1150,00.html>; conviene destacar que la CBOT no se desmutualizó realmente hasta abril de 2005. No obstante, no cabe duda de que las consideraciones comerciales por una parte importante de su razonamiento para establecer el "vínculo de compensación común".

¹⁵ Véase http://www.cftc.gov/dea/deadcms_table.htm: contiene un panorama general de la situación. En esa página también figuran las bolsas de los Estados Unidos que están inactivas o han sido cerradas.

Euronext.liffe. Ese año se negociaron en ella 600 millones de contratos (el 7% del volumen total mundial y una cifra bursátil sin precedentes), de los que 85 millones correspondieron a productos básicos agrícolas y metales. Al igual que la CME, la CBOT incorporó un eficaz sistema de comercio electrónico a sus operaciones a viva voz; su sistema electrónico representa actualmente más de las dos terceras partes del volumen total de la contratación. Como indicio de la integración de los mercados mundiales de futuros, el sistema electrónico de la CBOT funciona por conducto de LIFFE Connect. Los precios de los cereales y la soja de la CBOT constituyen una referencia para la mayor parte del comercio mundial.

27. En la NYMEX se negociaron 161 millones de contratos en 2004 y el 2% del volumen mundial de futuros (y la quinta parte del volumen mundial de futuros de productos básicos). A diferencia de la CBOT y la CME, la NYMEX sigue siendo una bolsa exclusivamente de productos básicos y ocupa incuestionablemente el primer lugar mundial en cuanto a la contratación de futuros de productos básicos. Aunque la DCE experimentó un crecimiento espectacular en 2001 y llegó a acercarse al volumen de la NYMEX, las tasas de crecimiento de la bolsa china han caído desde entonces hasta situarse en los niveles (aún elevados) de los mercados más maduros de los países desarrollados. En 2004 en ella se negoció únicamente el 60% del volumen de la NYMEX, lo que pone de manifiesto que es improbable que ésta pierda en un futuro próximo su situación predominante.

28. Los Estados Unidos cuentan con otras bolsas que figuran entre las principales bolsas del mundo de productos básicos. La New York Board of Trade (NYBOT) (Junta de Comercio de Nueva York) es la novena bolsa de productos básicos mayor del mundo y fija los precios de referencia mundiales de cierto número de productos básicos clave (en particular, el cacao, el café, el algodón, el azúcar y el jugo de naranja concentrado). La KCBT y la MGEX atienden principalmente al mercado interno; en la primera se negociaron 3,1 millones de contratos en 2004 y la segunda 1,4 millones. A partir de diciembre de 2004, los contratos de la KCBT y la MGEX han pasado a estar hospedados en el sistema electrónico de la CBOT (las bolsas han seguido manteniendo sus parquets de negociación a viva voz).

29. Las bolsas del **Canadá** datan de muy antiguo, si bien tienen una importancia bastante menor. La mayor es la MX, fundada en 1874 y que actualmente ocupa el 34º lugar del mundo, con únicamente el 0,2% del volumen de contratación mundial. La bolsa de futuros agrícolas del país, a saber, la WCE, ocupa el 51º lugar del mundo. En diciembre de 2004, año en que celebró su centenario de negociación de futuros, la bolsa fue la primera de América del Norte en eliminar su parquet de negociación a viva voz para sustituirlo por un sistema de comercio electrónico (de hecho, la negociación se inició en la plataforma electrónica de la CBOT).

30. En América Latina, la mayor y más importante bolsa de productos básicos es la BM&F, en el **Brasil**. Aunque no se creó hasta 1985, en 2004 se habían negociado en ella 183 millones de contratos -un incremento del 52% respecto de 2003-, razón por la que pasó a ser la undécima bolsa de futuros del mundo. Ese lugar era relativamente bajo por comparación con el de otros años -en 1997 la BM&F era la cuarta del mundo-, pero la devaluación de la moneda brasileña afectó gravemente al volumen de contratación. Aunque los futuros del café del Brasil representan actualmente más de 100 millones de dólares de contratación mensual, la negociación de contratos agrícolas difícilmente puede compararse con la de los principales mercados de futuros de productos básicos de Nueva York y Chicago.

31. Hay otras 29 bolsas de productos básicos que realizan actividades en el Brasil¹⁶. En esas bolsas se negocian principalmente productos básicos de entrega inmediata o aplazada, si bien hay una red

¹⁶ Su lista aparece en el sitio en la Web del Banco do Brasil, que constituye su red de comercio electrónico: <http://www.agronegocios-e.com.br/leilao/informacoes.lel>. Algunas de las bolsas no están activas; las tres cuartas partes de ellas carecen de su propio sitio en la Web.

electrónica que vincula a la mayoría de las bolsas del país y que hace posible negociar contratos de futuros.

32. La **Argentina** cuenta con una larga tradición de mercados de futuros, aunque sus actividades han tenido que circunscribirse en algunos momentos a detalladas normas del Gobierno, que han limitado la utilización de los servicios bursátiles. La red nacional de bolsas está integrada por 11 mercados, en los que se negocian principalmente productos básicos agrícolas, incluida una de las bolsas de futuros de productos básicos más antigua del mundo, a saber, Bolsa de cereales, que data de 1854. Su mercado de futuros, a saber, el Mercado a Término de Buenos Aires (MATba), fundado en 1909, suspendió temporalmente sus actividades en 2002, durante la crisis económica que sufrió el país. El volumen de negocios de la MATba, que había alcanzado los 246.000 contratos en 2000, se cifró en 85.000 en 2004. Sin embargo, esa cifra representa un espectacular incremento del 116% por comparación con 2003.

33. Aunque es la segunda economía principal de América Latina, **México** no estableció una bolsa de futuros hasta 1998. La Mexican Derivatives Exchange (MexDer) (Bolsa de Productos Derivados de México), en la que únicamente se negocian futuros financieros, ha experimentado un rápido crecimiento con más de 200 millones de contratos negociados en 2004, lo que la sitúa en el noveno lugar de importancia mundial. No se materializaron dos iniciativas de bolsas de productos básicos a comienzos del decenio de 1990.

34. Las bolsas de **Bolivia, Colombia, Costa Rica, el Ecuador, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Panamá, el Perú, la República Dominicana y Venezuela** fueron creadas en su mayor parte como respuesta a la liberalización del comercio interno como mecanismo para la organización de las corrientes comerciales agrícolas nacionales. La más antigua de ellas, la de Colombia, data de 1973, y la del Ecuador de 1986, en tanto que todas las demás fueron creadas después de 1992. La mayoría de los productos negociados son agrícolas (hay algunos productos procesados en unos cuantos países), si bien el Gobierno de Colombia está considerando la posibilidad de establecer una bolsa de productos básicos para las esmeraldas. Las posibilidades de negociación que brindan las bolsas varían en gran medida. La mayor parte de ellas constituyen un foro para negociar productos básicos físicos, si bien hay algunas, como la Bolsa Agrícola de Venezuela, que también permiten la contratación aplazada. En Colombia y Venezuela, las bolsas también negocian la parte del "crédito" de los recibos de almacén y han organizado una titularización de los productos pecuarios para mejorar la financiación rural (véase recuadro 2). La bolsa de Colombia, a saber, la Bolsa Nacional Agropecuaria, está analizando la posibilidad de actuar de medio de acceso a las bolsas internacionales.

35. Un importante grupo del sector privado de **Chile** propuso el establecimiento de una bolsa de futuros de productos básicos a finales del decenio de 1980. En la bolsa propuesta se negociarían cereales y pescado para el consumo humano de origen nacional. En 1993, el Gobierno incluyó el establecimiento de una bolsa en su programa (y aprobó la ley para que ello fuera posible), si bien hasta 2003 no se dio un importante paso adelante, cuando una empresa de consultoría argentina fue contratada por el Ministerio de Agricultura para realizar un estudio de viabilidad. A raíz de ese estudio, en marzo de 2005 se constituyó oficialmente la Bolsa de Productos de Chile. Se espera que comience la contratación, incluidos los contratos de futuros, antes de finales de año.

Recuadro 2

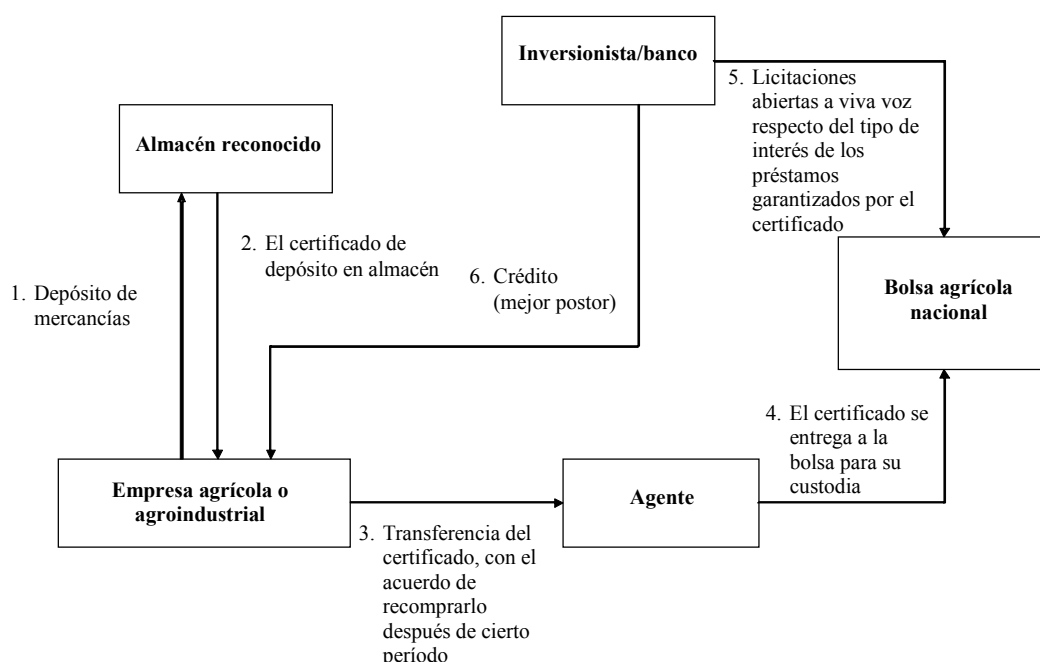
Acuerdos de recompra: modo de financiar a los productores de productos básicos de América Latina

Cuando una economía está en cierta manera desorganizada y los mercados son imperfectos, la presencia de una bolsa puede imponer disciplina al sector de los productos básicos. Una bolsa que funcione bien actúa de centro neurálgico y puede servir para que los elevados niveles de rendimiento e integridad de sus cometidos básicos se hagan extensivos a otras esferas de actividad del sector de los productos básicos.

Por ejemplo, las bolsas de Colombia y Venezuela han desarrollado soluciones innovadoras que utilizan las funciones bursátiles para proporcionar a los productores de productos básicos un acceso a fuentes de financiación relativamente baratas mediante la negociación de acuerdos de recompra al productor (véase el diagrama 1).

Diagrama 1

Acuerdos de recompra de productos agrícolas negociados en la bolsa



Los productos básicos se almacenan en poder de administradores colaterales acreditados, quienes se encargan de realizar clasificaciones en función de la calidad y de emitir recibos. El recibo correspondiente se transmite a un agente bursátil y el propietario de los productos básicos firma un acuerdo por el que se compromete a recomprarlos a cierto precio después determinado período. Ese acuerdo de recompra puede subastarse en la bolsa y el comprador ha de saber que tiene derecho a percibir una suma de dinero efectivo en un momento determinado, con el pago garantizado por el agente y garantizado asimismo por la presencia de los bienes físicos en el almacén. La suma pagada por el mejor postor se entrega al productor de productos básicos para que invierta en la producción.

El productor de productos básicos no sólo tiene acceso a más financiación de la que en principio podría, sino que también se le proporciona financiación en mejores condiciones como consecuencia del menor nivel de riesgo que enfrentan los inversionistas.

En 2000, la Bolsa Nacional Agropecuaria de Colombia (BNA) estableció un sistema similar, aunque más complejo, para estructurar los contratos de recompra en torno a deudas por cobrar en lugar de en torno a las existencias reales. Se emitieron con éxito varias series de títulos, en las que mostraron gran interés los productores y los inversionistas (la BNA espera emitir títulos por valor de entre 4 y 5 millones de dólares cada 45 días).

Sin el mecanismo de contratos de recompra similar al de la BNA, los bancos y otras instituciones de crédito probablemente no estarían interesados en exponer su propio capital al riesgo del crédito agrícola. Por consiguiente, puede observarse que la bolsa ofrece un producto innovador para los inversionistas en el mercado de capital, al tiempo que garantiza el acceso de los productores de productos básicos a un capital de explotación relativamente barato.

Capítulo II

LAS BOLSAS DE EUROPA

36. **Europa** da acogida a la segunda bolsa más grande de futuros del mundo, Eurex, producto de la fusión de la Deutsche Terminbörse de Alemania (DTB) y la bolsa suiza Soffex en el otoño de 1998. En 2004, representaba el 12% del volumen mundial de contratación, con 1.066 millones de contratos negociados (un aumento del 5% respecto de 2003). Eurex se estableció directamente de manera electrónica (es decir, a diferencia de las bolsas tradicionales, no había un parquet de contratación a viva voz; por el contrario, las órdenes de compra y venta se ejecutaban directamente por conducto de un sistema informático). Habida cuenta de las ventajas en materia de costo, velocidad y eficiencia, que se ajustaban a las demandas de sus clientes, muchas de las otras bolsas principales también han establecido después plataformas de comercio electrónico que funcionan en paralelo al sistema tradicional (como el caso de la CME y la LME) o en las que se abandona el sistema de contratación a viva voz (como el caso de Euronext.liffe o la IPE).

37. Euronext, establecida en 1998, se constituyó como una estructura paneuropea de "una empresa y tres centros" tras la fusión de las bolsas de Amsterdam (AEX), Bruselas (BXS) y París (MATIF). Con ello se creó el primer mercado transfronterizo totalmente integrado de productos derivados en una única moneda. A finales de 2001, la London International Financial Futures Exchange (LIFFE) (Bolsa Internacional de Futuros Financieros de Londres) también se integró en Euronext y, en febrero de 2002, la Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto) se fusionó con Euronext y pasó a ser Euronext Lisboa. Las operaciones comerciales integradas con productos derivados de la entidad en su conjunto se denominan Euronext.liffe. En 2004, Euronext.liffe representaba el 9% del volumen mundial, con 790 millones de contratos negociados (un aumento del 14% respecto de 2003). Entre los integrantes de Euronext, la LIFFE es una importante bolsa de futuros de productos básicos por derecho propio en la que se negocian numerosos productos básicos agrícolas para los mercados mundial y de la Unión Europea. En la MATIF y, en mucho menor grado, la AEX, también se negocia cierto número de productos básicos.

38. El **Reino Unido** da acogida a tres importantes bolsas de futuros y de opciones. La principal es la LIFFE, que actualmente forma parte de Euronext. La LIFFE tropezó con dificultades en los comienzos del nuevo milenio: su volumen de contratación en 2001 fue similar al que había alcanzado en 1997 a causa de la "captura" por Eurex de un volumen importante de la contratación de futuros de la LIFFE en Bund. No obstante, desde su integración en Euronext, los volúmenes de contratación de la LIFFE han aumentado rápidamente por lo que respecta tanto a los productos básicos (de 5,2 millones de contratos en 2002 a 7,5 millones en 2004) como los productos en general (de 254 millones de contratos en 2002 a 387 millones en 2004).

39. La London Metal Exchange (LME) (Bolsa de Metales de Londres), fundada en 1877, está especializada en metales no ferrosos y fue la 19ª bolsa de futuros más importante del mundo en 2004, con el 0,8% del volumen de negocio mundial. Además, es la quinta bolsa mayor del mundo en cuanto a los futuros de productos básicos. La LME sigue desempeñando un papel primordial en relación con la formación de los precios de los metales. Sin embargo, el volumen de su competidora, la Shanghai Futures Exchange (SFE) (Bolsa de Futuros de Shangai) está aumentando rápidamente y algunos analistas indican que la SFE ocupa actualmente el primer lugar, antes que la LME, por lo que respecta a la formación de los precios de cierto número de metales.

40. La tercera bolsa mayor del Reino Unido, la IPE, se constituyó en respuesta a las transformaciones experimentadas en la comercialización del petróleo y en las prácticas de fijación de precios a finales del decenio de 1970. En 2004 ocupaba el 26º puesto mundial y en ella se negociaron 36 millones de contratos. En julio de 2001, la IPE fue la primera bolsa con un sistema de contratación a viva voz que fue

adquirida por una bolsa del nuevo mercado electrónico, a saber, la Intercontinental Exchange (Bolsa Internacional) con sede en Atlanta (aunque la ubicación ciertamente apenas significa nada para un mercado basado en Internet). Poco tiempo después, sustituyó su sistema de contratación a viva voz por otro electrónico, lo que entrañó grandes aumentos en los volúmenes de contratación. Es de destacar que, en septiembre de 2005, empezó a tener que hacer frente a la competencia en sus contratos clave de crudo de Brent y en relación con su ubicación (en la medida en que ello sea importante para una bolsa electrónica), cuando la NYMEX Europa trasladó a Londres el parquet de contratación a viva voz que había creado en Dublín en 2004.

41. En **España**, las actividades principales del MEFF son la negociación, la compensación y la liquidación de contratos de futuros y opciones en relación con los bonos nacionales españoles a diez años y su índice bursátil, el IBEX 35. En 1999 el MEFF pasó a formar parte de Euro GLOBEX, red paneuropea que integraba a la bolsa española y a IDEM, MATIF, MONEP y MIF en el marco de una alianza con sistemas comerciales interconectados que permitía un acceso mediante una pantalla única a los productos de las bolsas participantes. En 2001 el MEFF estableció futuros de acciones individuales, mercado en el que contrató un volumen tres veces superior a su competidor más próximo en ese ámbito, la LIFFE. De resultas de ello, el MEFF fue la tercera bolsa con más ganancias -el 185%- en cuanto a volúmenes de contratación de las bolsas de futuros en 2001. Una bolsa de Valencia, el Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos (FC&M), estableció un contrato de futuros sobre las naranjas en 1996, pero el volumen de ese contrato no llegó a niveles importantes; el FC&M está examinando futuros sobre la electricidad. A finales del decenio de 1990 un grupo de industrias estaba considerando asimismo la posibilidad de establecer futuros sobre el aceite de oliva.

42. El OMX, grupo de bolsas de los países nórdicos y del Báltico, es más o menos virtual, aunque tiene su sede en **Suecia**. Se dedica a los derivados financieros, con un volumen suficientemente elevado que lo convirtió en la 15ª bolsa más grande de futuros del mundo en 2004. A finales de 2003, cesó la contratación en Pulpex, bolsa dependiente del OMX que ofrecía futuros de pulpa de papel, de resultas de una participación inadecuada en el mercado.

43. En **Alemania** la Warenterminbörse Hannover (WTB), creada a finales del decenio de 1990, ofrece diferentes contratos de futuros agrícolas para el mercado de la Unión Europea, haciendo especial hincapié en las papas (de hecho, la WTB confía en obtener la mayor parte del volumen de futuros de papas de Euronext Amsterdam, cuando los derivados de los productos básicos dejen de negociarse en la bolsa neerlandesa). Su volumen sigue siendo pequeño y estable, con 33.000 contratos negociados tanto en 2003 como en 2004.

44. Varios países con economías en transición han orientado internamente las bolsas de futuros. En **Polonia**, la bolsa de productos básicos de Varsovia, fundada en 1995, sirve para negociar futuros y opciones de productos agropecuarios, así como divisas. Forma parte de la red de bolsas polacas de productos básicos, integrada por 18 bolsas que se encuentran en diferentes lugares del país. En **Hungría**, la Budapest Commodity Exchange (BCE) (Bolsa de Productos Básicos de Budapest), creada en 1989 y especializada en futuros financieros, cereales y ganado, ha obtenido resultados bastantes satisfactorios, razón por la que en 2004 pasó a ocupar el puesto 44º entre las bolsas de futuros del mundo. No obstante, su volumen de futuros de productos básicos ha disminuido en los últimos años no sólo en relación con sus futuros financieros, sino también en términos absolutos. La BCE se fusionará en breve con la Budapest Stock Exchange (BSE) (Bolsa de Valores de Budapest) y, a raíz de un acuerdo concertado con la NYMEX en abril de 2005, se tiene previsto incluir la contratación de petróleo crudo de los Urales a comienzos de 2006. En **Eslovenia**, una bolsa electrónica, la bolsa de Ljubljana, comenzó a realizar operaciones en 1995. Ofrece diferentes contratos de futuros en divisas y dos contratos de futuros de cereales. Hasta el momento la contratación ha resultado bastante limitada.

Recuadro 3

Bolsas de electricidad

Con la reducción de los controles de los gobiernos respecto de la generación y distribución de electricidad en Europa, en los últimos años se han creado varias bolsas para actuar primeramente como foro del comercio de la electricidad y después como foro para transferir riesgos de precio: Nordpool en Escandinavia, OMEL en España, APX (posteriormente denominada Endex) en los Países Bajos, EEX en Alemania (EEX absorbió en 2002 a una bolsa rival de Alemania, LPX), EXAA en Austria, Powernext en Francia, GME e IPEX en Italia y UKPX en el Reino Unido.

De ellas, EEX, Endex, Nord Pool y Powernext han establecido contratos de futuros (los futuros de electricidad pueden ser físicos -el abastecimiento es obligatorio- o financieros -el contrato exige una contraprestación en efectivo; a diferencia de otros contratos de futuros, que son físicos o financieros, estos dos tipos de contratos frecuentemente se negocian en paralelo). Es de destacar que la IPE, que intentó emular el éxito de la NYMEX en los futuros de electricidad, no movilizó suficiente liquidez y retiró sus contratos en 2002; intentó de nuevo hacerlo en septiembre de 2004, pero un año más tarde la negociación seguía siendo difícil.

La más desarrollada de las bolsas de futuros de electricidad es la Nord Pool, bolsa de electricidad de los países nórdicos con sede en **Noruega**. Fue fundada en 1993 y es de propiedad conjunta de las empresas eléctricas de Noruega y de Suecia; además, está vinculada a las redes eléctricas de Dinamarca y Finlandia. Es la principal bolsa multinacional del mundo de negociación de productos eléctricos y ofrece una contratación de productos directos y derivados (futuros y opciones, así como compensación en el caso del comercio extrabursátil).

Con todo, la EEX de Alemania está creciendo rápidamente y ha introducido los futuros de entrega física en Francia en 2005.

45. En la **República Checa**, hay cinco bolsas de productos básicos que comercian no sólo con los productos agrícolas que suelen encontrarse en las bolsas de las economías liberalizadas, sino también con madera, mena, productos de papel y material de construcción. Esas bolsas, entre las que destacan, la de Brno y Praga, sólo negocian en el mercado al contado (en la legislación checa no se permiten otros tipos de contratos, aunque esa situación puede cambiar en el plazo de dos años). En **Eslovaquia**, la Bolsa de Productos Básicos de Bratislava negocia con diversos contratos al contado y con efecto diferido en el caso de los productos agrícolas, industriales y derivados de la madera, aunque también se prevé comerciar con derechos de emisión de la Unión Europea (siempre que ésta lo apruebe). Además, se negocia con garantías de almacén para los productos agrícolas.

46. A partir de 1990 se han establecido otras bolsas de productos básicos en **Rumania**, **Bulgaria** y **Yugoslavia**. La mayoría de ellas se concentran en organizar la contratación con miras a la entrega física inmediata. No obstante, se negocian contratos de futuros en divisas (euros, dólares, etc.) y en tipos de interés en la Bolsa Monetaria y de Productos Básicos de Sibiu (Rumania), fundada en 1997, y en la bolsa rumana de productos básicos, inaugurada en 1992, en la que también se pueden realizar operaciones al contado y con efecto diferido respecto de los cereales, los productos petrolíferos y algunos metales.

47. A comienzo del siglo XX, había más de un centenar de bolsas de productos básicos en **Rusia**, la más antigua de las cuales se remontaba a la época de Pedro el Grande, a comienzos del siglo XVIII. La mayoría de ellas desaparecieron en el decenio siguiente a la Revolución, aunque la última no fue

cerrada hasta 1931. Tras el desmoronamiento de la Unión Soviética surgieron nuevas bolsas (según una estimación, se crearon más de 700 entre 1989 y 1993). La mayoría eran simples mercados al contado y funcionaban como empresas de corretaje, sin sistemas seguros de compensación. El primer contrato de futuros, en dólares de los Estados Unidos, fue puesto en marcha por la Moscow Commodity Exchange (MCE) (Bolsa de Productos Básicos de Moscú) a finales de 1992 y registró resultados bastante satisfactorios durante el período comprendido entre 1993 y 1996. Sin embargo, el mercado se vio menoscabado por un importante escándalo financiero en la MCE en 1996, razón por la que la bolsa dejó de realizar operaciones poco tiempo después. Dos años después, "toda la contratación obviamente se vio detenida en la Federación de Rusia, de resultas de las perturbaciones causadas por la crisis financieras de agosto de 1998"¹⁷.

48. En la Federación de Rusia únicamente se negocian en la actualidad futuros de acciones de grandes empresas rusas. El mercado de crecimiento más rápido es la bolsa electrónica FORTS, creada en agosto de 2001 después de la fusión de la división de productos derivados de la bolsa de valores de San Petersburgo y el mercado electrónico de valores de Moscú (sistema de comercio ruso). Además, la Moscow Inter-bank Currency Exchange (MICEX) (Bolsa de Divisas Interbancarias de Moscú) comercia con productos derivados financieros, al tiempo que se negocian volúmenes mucho más pequeños en dos bolsas de San Petersburgo: la Bolsa de Productos Básicos y Valores de San Petersburgo y la St. Petersburg Currency Exchange (SPCEX) (Bolsa de Divisas de San Petersburgo), que es una subsidiaria de la MICEX.

49. Actualmente no se comercian futuros ni opciones de productos básicos en la Federación de Rusia. No obstante, la National Mercantile Exchange (NAMEX) (Bolsa Mercantil Nacional), que es también una empresa subsidiaria con participación mayoritaria de la MICEX, está intentando desarrollar el comercio de productos básicos mediante la organización de operaciones de compra de cereales por el Estado en todo el país utilizando la red electrónica de la MICEX. Hay unas 45 bolsas de productos básicos que realizan operaciones independientemente en toda la Federación de Rusia. La mayoría se encuentran en los principales centros provinciales y únicamente realizan actividades de mercado al contado. Muchas participan en subastas organizadas por entidades gubernamentales de ámbito federal o regional. Esas subastas constituyen un medio para que el Estado respalde los precios de productos básicos estratégicos, como lo cereales y el carbón, o regule el acceso, recurriendo a cuotas, a recursos escasos (por ejemplo, la Bolsa de Europa y Asia, que está registrada en Moscú, es una entidad que participa en la subasta de cuotas de poblaciones de peces). Además, en los últimos años hay algunas grandes entidades comerciales que han intentado en varias ocasiones establecer plataformas de negociación de energía, particularmente SibNeft, en 2000. No obstante, esos esfuerzos han fracasado a causa de la desconfianza existente entre los mayoristas de petróleo de la Federación de Rusia y de las complejidades del sistema interno de formación de los precios del petróleo, en el que los gobiernos regionales desempeñan un papel importante.

50. En **Ucrania** no se negocian futuros ni opciones de productos básicos o derivados financieros. La Ukrainian Interbank Currency Exchange (UICEX) (Bolsa Interbancaria de Divisas de Ucrania) organiza ocasionalmente subastas al contado de algunos productos energéticos, como el gas y el petróleo para calefacción, si bien la bolsa se mantiene generalmente en una situación de estancamiento, sobre todo desde que el Banco Central ha separado el comercio de divisas de la bolsa, orientándolo hacia el mercado interbancario interno de divisas. Recientemente el Gobierno de Ucrania anunció su propósito de establecer la Ukrainian Futures Exchange (UFEX) (Bolsa de Futuros de Ucrania), si bien no la ha hecho aún. Aproximadamente existen 30 bolsas de productos agrícolas en todo el país. Algunas han intentado establecer mercados al contado, aunque no han tenido mucho éxito pese al apoyo obtenido de ciertos

¹⁷ A. E. Peck, "The development of commodity exchanges in the former Soviet Union, Eastern Europe and China", *Australian Economic Papers*, 2001, vol. 40, N° 4, págs. 437 a 460.

organismos de los Estados Unidos. Las actividades que realizan muchas de esas entidades regionales se limitan a la inscripción de contratos al contado respecto de productos de exportación, con lo que básicamente desempeñan una función burocrática y no comercial.

51. En la Bolsa de Valores **Kazajstán** se negocia un pequeño número de contratos de futuros en divisas. Además, hay 14 bolsas de productos básicos registradas en el país, de ámbito regional, de las que 4 están en funcionamiento. Todas son miembros de la Unión de Bolsas de Kazajstán, que está inactiva. Incluso en la bolsa principal, la Kazakh International Commodity Exchange (KICE) (Bolsa Internacional de Productos Básicos de Kazajstán), el volumen de contratación real es muy reducido; prácticamente todos sus ingresos dimanaban del registro de transacciones que tienen lugar fuera de la bolsa; y la mayor parte de esas inscripciones (que son voluntarias) corresponden a la Food Contract Corporation, importante accionista de la bolsa. La KICE intentó introducir contratos de futuros en 1996, pero no lo logró.

52. La Bolsa de Productos Básicos de **Uzbekistán** comercia con algodón, metales, productos petrolíferos y otras materias primas mediante la realización de subastas. En **Kirguistán** se han realizado algunos preparativos ante la posibilidad de establecer una bolsa de productos básicos para productos agrícolas que se comercializan a nivel nacional.

53. Otro país en que han existido bolsas desde larga data es **Turquía**. En alrededor del 20% de ellas se negocian productos básicos al contado y, en cierta medida, con efecto diferido (hay otras entidades denominadas bolsas, pero lo cierto es que únicamente actúan como centros de registro de las transacciones de productos básicos). La más antigua, la de Esmirna, data de 1891. Esas bolsas actúan como centros de contratación física a los que se llevan diferentes productos básicos para su inspección y venta inmediata, al tiempo que en ellos se negocian contratos con efecto diferido. Algunas de esas bolsas han estado estudiando la posibilidad de establecer formas más complejas de comercio, tomando como base los recibos de almacén e incluso los contratos de futuro. En 1997 se puso en marcha la bolsa de futuros y opciones de Estambul para atender a la demanda de futuros productos auríferos de Turquía. Es el primer mercado de productos derivados de Turquía, aunque permaneció en buena medida inactivo. Después de la realización de esfuerzos durante varios años, a comienzos de 2002 la Turkish Derivatives Exchange (TurkDex) (Bolsa de Productos Derivados de Turquía), con sede en Esmirna, obtuvo finalmente autorización para introducir los contratos de futuros. La bolsa comenzó a negociar futuros financieros, de algodón y de trigo en febrero de 2005.

Capítulo III

LAS BOLSAS DE ASIA Y EL PACÍFICO

54. Las bolsas de productos derivados de Asia representaron el 36% del comercio de los productos derivados del mundo en 2004 (véase el anexo II). Su rápido crecimiento probablemente se mantendrá y, dentro de algunos años, es probable que Asia represente el grueso del comercio mundial de productos derivados¹⁸.

55. En 2004 la **República de Corea** representaba poco más del 80% del total de volumen de futuros y opciones de Asia. Esa cifra se explica por la existencia de los futuros y opciones del KOSPI 200. Los productos derivados del KOSPI registraron un gran crecimiento a partir de 1996 y alcanzaron la cifra máxima de 331,2 millones de contratos en abril de 2003. A partir de entonces el volumen disminuyó y, en enero de 2004, únicamente se negociaron 161,75 millones de contratos. En ese mismo mes, todos los contratos del KOSPI, más las opciones de acciones individuales, se transfirieron de la KSE a la KOFEX. Esa medida dio lugar a que, de la noche a la mañana, la KOFEX pasara del 37º lugar al primer lugar mundial como mercado de productos derivados. En la KSE no se negocian futuros de productos básicos y, aunque en la KOFEX se cotiza el oro, el volumen de negociación es relativamente pequeño. Para promover los aspectos de gestión del riesgo de sus actividades, la KOFEX ha firmado un memorando de entendimiento con la TOCOM y tiene previsto diversificar sus productos, para incluir los energéticos, con contratos petrolíferos destinados a operadores de cobertura de riesgos como los de las refinerías y los distribuidores de gasolina locales. A fin de facilitar el proceso de diversificación y consolidar la posición regional de la República de Corea, se está examinando la posibilidad de una fusión entre la KOFEX y la KSE.

56. El **Japón** cuenta con el primer mercado organizado de futuros del mundo, a saber, la Bolsa de Arroz de Osaka, que fue fundada en 1730. No obstante, la evolución del mercado japonés ha diferido considerablemente de la de los mercados occidentales en algunos aspectos: en primer lugar, la negociación de productos básicos sigue sustituyendo el grueso del volumen de los futuros en el Japón, entre los que los futuros financieros representan menos del 30% del volumen total¹⁹; en segundo lugar, la estructura de los mercados de futuros de productos básicos del Japón es distinta de la de su sector de futuros financiero, con marcos normativos separados y prácticas comerciales diferentes.

57. En tanto que el mercado de los futuros financieros experimentó un "*big bang*" en decenio de 1980, el sector de los productos básicos "se resistió a la reforma, y su supervisión y sus actividades de cumplimiento fueron deficientes"²⁰. Por ejemplo, en 2003 no había aún ninguna bolsa de productos básicos en el Japón que actuase como contraparte central de los contratos negociados en su marco; eso significa que cada transacción daba lugar a un importante riesgo para el comprador y el vendedor. No obstante, el fracaso en 2004 de una importante empresa de corretaje, a saber, Tokyo General, dio lugar a una profunda transformación del marco normativo del sector (véase el recuadro 4), plasmado en una modificación de la Ley de bolsas de productos básicos del país, que entró en vigor el 1º de mayo de 2005.

¹⁸ Asociación de Industrias de Futuros, *Outlook 05 Issue*, <http://www.futuresindustry.org/fimagazi-1929.asp?a=971>.

¹⁹ Datos de la Asociación Internacional de Futuros.

²⁰ Asociación de Industrias de Futuros, "Japan: The big bang, finally", *Futures Industry Magazine*, mayo/junio de 2005, <http://www.futuresindustry.org/fimagazi-1929.asp?a=1041>.

Recuadro 4

Regulación: Creación de un marco adecuado para el mercado de futuros de productos básicos en Asia

Si funciona adecuadamente, el sector de los productos derivados puede ser parte integrante de la estructura del mercado de capitales de un país, si bien las crisis financieras periódicas²¹ han demostrado que es necesario contar con un sólido marco regulador para garantizar la integridad de esos mercados.

La regulación desempeña cierto número de funciones esenciales: garantizar que los contratos cuentan con las debidas especificaciones y que se cumplen sus términos, proteger a los inversionistas frente a las prácticas sin escrúpulos y servir de defensa frente a los intentos de manipular el mercado por parte de los inversionistas nacionales y extranjeros. (La regulación de las inversiones extranjeras requiere bolsas y reguladores para establecer relaciones de trabajo con los homólogos extranjeros a los efectos de examinar la idoneidad de los inversionistas extranjeros que deseen penetrar en el mercado y prever un sistema de sanciones eficaces en caso de que se infrinjan las normas reguladoras del mercado.) Esas funciones reguladoras únicamente pueden llevarse a cabo mediante una autorregulación de las bolsas y una supervisión a cargo de un organismo regulador independiente o gubernamental, en cuyo marco lo ideal sería que las dos actividades se estructurasen de manera tal que se complementaran entre sí.

Hay dos ejemplos de Asia que apuntan a enfoques divergentes por lo que respecta a la regulación de los mercados de futuros de productos básicos.

En el Japón, el marco regulador del mercado de futuros de productos básicos sufrió una profunda transformación en 2005. Esa transformación se vio impulsada en parte por la situación existente en una importante empresa de corretaje, Tokyo General, en la que la utilización indebida de los fondos de los clientes, la inadecuada protección frente a los riesgos de contraparte y el falseamiento de los datos dieron lugar al desmoronamiento de la empresa y a importantes pérdidas para los clientes. La reforma de la Ley de bolsas de productos básicos, que entró en vigor el 1º de mayo de 2005, ha plasmado en una reforma general del sector, muchas de cuyas numerosas modificaciones abordan directamente los problemas planteados por el asunto de Tokyo General.

Lo más importante es que se establecerá una cámara de compensación común para que actúe de órgano central de contraparte de la contratación de las siete bolsas de productos básicos del Japón (antes de la reforma, únicamente la TOCOM había establecido su propia cámara de compensación, a mediados de 2004). Esa cámara de compensación estará controlada conjuntamente por todas las bolsas y se verá complementada por una nueva ley destinada a designar separadamente a los liquidadores y no liquidadores. Otras importantes reformas incluyen el establecimiento de requisitos en cuanto al aumento del capital mínimo, con un sistema de alerta temprana para detectar posibles infracciones antes de que se produzcan, nuevas normas para garantizar que los corredores se ajustan a requisitos más rigurosos en lo concerniente a la segregación de los fondos de los clientes y procedimientos más estrictos para regular la conducta de los intermediarios de futuros que realizan ventas en un mercado caracterizado por un elevado volumen de transacciones al por menor.

²¹ Las crisis afectaron no sólo a los mercados emergentes, como la Federación de Rusia y China en el decenio de 1990. Los escándalos de Barings, LTCM, Enron y Tokyo General también sacudieron a los mercados británico, estadounidense y japonés durante un período similar.

El enfoque de China respecto de la regulación del mercado de futuros ha estado condicionado por la evolución de su crecimiento incontrolado y posteriormente por la crisis surgida tras el establecimiento de sus mercados de futuros a comienzos del decenio de 1990. Entre 1994 y 1997 se produjeron por lo menos diez importantes escándalos en sus bolsas nacionales, los cuales, junto con las pérdidas de más de 1.000 millones de dólares sufridas por los agentes chinos que negociaban en los mercados de futuros del extranjero²², impulsaron al órgano regulador, a saber, la Comisión reguladora de títulos de China (CSRC), a llevar a cabo dos rectificaciones en el mercado durante el período de siete años transcurridos entre 1993 y 2000.

Durante esas rectificaciones, el número de bolsas, empresas de corretaje y contratos de futuros disminuyó marcadamente y se eliminaron categorías enteras de contratos (principalmente los futuros financieros después de dos escándalos seguidos en 1995, que guardaban relación con contratos de futuros de bonos en la Bolsa de Valores de Shanghai). Se estableció un conjunto común de normas bursátiles y las bolsas pasaron a estar más controladas por la CSRC. Por último, las actividades de los agentes chinos que negociaban en el extranjero se recortaron en buena medida, al tiempo que los mercados de China seguían cerrados a los inversionistas extranjeros.

En contraste con la revolución de tipo "*big bang*" que caracterizó a la nueva regulación de los mercados del Japón, el proceso de liberalización de esos mercados de futuros chinos, que habían pasado a estar estrictamente regulados, fue cauto y gradual y se vio beneficiado por el hecho de que se aplicase una exención al sector de los futuros respecto de los compromisos contraídos por China al acceder a la OMC a los efectos de abrir sus mercados.

La cautela del enfoque de China se pone de manifiesto en la experiencia de las tres bolsas de productos básicos al intentar introducir nuevos contratos de futuros de esos productos (dejando al margen la cuestión de los futuros financieros y de las opciones negociadas en las bolsas, operaciones ambas que están actualmente prohibidas en China). Después de las rectificaciones, únicamente se comerciaba con 12 contratos de futuros en las tres bolsas existentes. Desde entonces, la introducción de nuevos contratos se ha visto limitada exclusivamente a uno por bolsa (un nuevo contrato de futuros de cereales en la DCE, de gasóleo en la Shanghai Futures Exchange (SFE) (Bolsa de Futuros de Shanghai) y de algodón en la Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE) (Bolsa de Productos Básicos de Zhengzhou), todos ellos introducidos en 2004. El proceso ha sido laborioso en lo concerniente a las actividades de investigación y desarrollo necesarias para cada contrato y también en lo concerniente a la obtención de autorización de la CSRC y otros organismos del Estado con interés en el sector: "en el caso de algunos productos, han de intervenir más de diez ministerios y comisiones antes de que se autorice un nuevo contrato"²³. (Compárese esa situación con la de la India, país en que cada una de las nuevas bolsas nacionales ya negocia más de 30 contratos cuando no han transcurrido dos años desde su establecimiento, a los que hay que sumar muchos otros en tramitación.)

La segunda bolsa más grande de futuros y opciones del Japón es la Central Japan Commodity Exchange (C-COM) (Bolsa Central de Productos Básicos del Japón), constituida en 1996 mediante la consolidación de otras tres bolsas. En 2004 se negociaron en la C-COM 33 millones de contratos, principalmente en futuros de energía, y esa bolsa ocupó el octavo lugar del mundo por su volumen de futuros de productos básicos (y el 27º lugar entre las

²² W. Xueqin y M. Gorham (2002); "The Short Dramatic History of Futures Markets in China", *Global Financial Markets*, primavera de 2002.

²³ "China: The fall and rise of Chinese futures, 1990-2005", *Futures Industry Magazine*, mayo/junio de 2005, <http://www.futuresindustry.org/fimagazi-1929.asp?a=1038>.

bolsas más grandes de futuros). La tercera gran bolsa de productos básicos del Japón es la Tokyo Grain Exchange (TGE) (Bolsa de Cereales de Tokio), en la que se negocian diferentes productos básicos agrícolas y se concertaron casi 26 millones de contratos en 2004, con lo que constituye la décima bolsa de futuros de productos básicos más grande del mundo (y la 32ª más grande en cuanto a los futuros en general).

58. Las bolsas de productos básicos han experimentado un proceso de consolidación desde comienzos del decenio de 1990, razón por la que únicamente quedaban siete en 2005 (en 1994 su número era de 17). La mayor parte de la contratación está integrada por metales y productos agrícolas. La bolsa mayor es la TOCOM, creada en noviembre de 1984 mediante la consolidación de otras tres bolsas: la Tokyo Textile Commodities Exchange (Bolsa de Productos Básicos Textiles de Tokio), la Tokyo Rubber Exchange (Bolsa de Caucho de Tokio) y la Tokyo Gold Exchange (Bolsa de Oro de Tokio). En el marco de la contratación mundial, que se desarrolla a lo largo de las 24 horas del día, la TOCOM ha pasado a ser una bolsa influyente, en pie de igualdad con las de Nueva York, Chicago y Londres; en ella se negocian futuros de oro, plata y platino, así como otros metales preciosos. En el marco de la TOCOM se negociaron 75 millones de contratos en 2004, lo que la convirtió en la cuarta bolsa de futuros y productos básicos del mundo (y en la 18ª mayor del mundo en cuanto a los futuros en general).

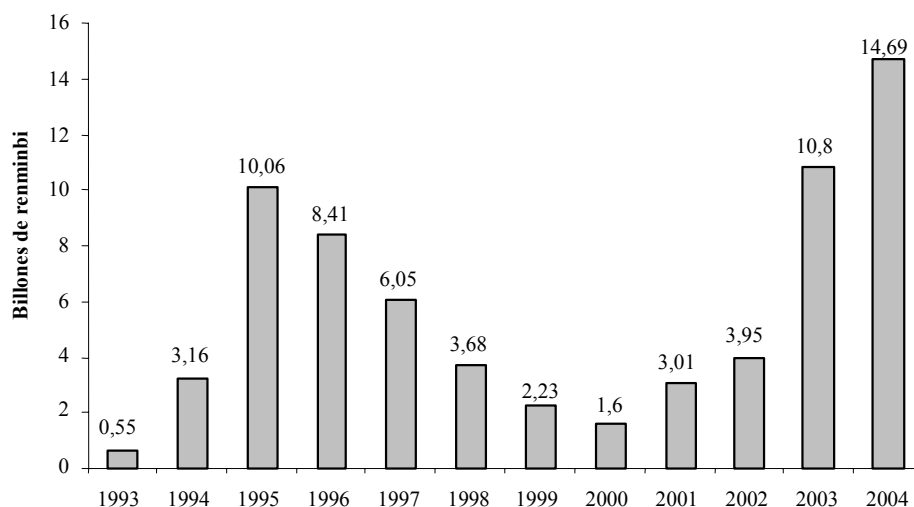
59. Al igual que la Federación de Rusia, **China** contaba con docenas de bolsas de productos básicos a comienzos del siglo XX. La mayoría desaparecieron durante el decenio de 1930 y, después de una larga espera, se constituyó de nuevo la primera bolsa de productos básicos en 1990. En 1993 había ya más de 40, a medida que en China se aceleraba la transformación de una economía de planificación centralizada en una economía de mercado. Los principales productos básicos negociados eran los agrícolas, como el trigo, el maíz y sobre todo la soja, productos que el Gobierno consideraba desde hacía larga data estratégicamente importantes para el desarrollo económico y la estabilidad política. La Comisión Reguladora de Títulos de China (CSRC) intervino mediante dos "rectificaciones" a raíz de una serie de escándalos ocurridos a mediados del decenio de 1990 (véase el recuadro 4). Merced a la primera, el número de bolsas se redujo a 15 y, mediante la segunda, en 1999, su número se siguió reduciendo hasta llegar únicamente a tres: la DCE, la Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE) (Bolsa de Productos Básicos de Zhengzhou) y la Shanghai Futures Exchange (SFE) (Bolsa de Futuros de Shanghai), constituida mediante la fusión de tres bolsas de Shanghai: la de metales, la de productos básicos y la de cereales y aceite.

60. La evolución del crecimiento del sector ha seguido su dinámica de regulación cambiante (véase el gráfico 5), con un valor nominal en caída libre a medida que el mercado se enfrentaba a una reestructuración radical de mediados a finales del decenio de 1990. Sin embargo, a partir de 2000 el mercado ha registrado un saludable crecimiento año tras año, lo que ha impulsado a sus tres bolsas a ocupar lugares destacados entre las bolsas mundiales de futuros de productos básicos: en 2004 la DCE era la segunda bolsa de productos básicos mayor del mundo, la SHFE era la sexta y la ZCE la undécima.

61. La DCE es el mayor mercado mundial de futuros de soja, así como el mayor mercado de futuros de soja no transgénica. En la DCE, el precio de los futuros de la soja ha pasado a ser un importante punto de referencia para la producción y distribución de la soja de China, razón por la que numerosos intermediarios internacionales toman como base el precio de la soja de la DCE. En 2004 se negociaron en la DCE 88 millones de lotes (el 58% del volumen total nacional), con un valor nominal de 5,1 billones de yuan renminbi (el 35% del volumen total de operaciones a nivel nacional). El volumen de contratación y el valor nominal se cifraron, respectivamente, en un 17 y un 28% más que en 2003.

Gráfico 5

Valor nominal de los futuros negociados en las bolsas chinas



Fuente: Datos de la Asociación de Industrias de Futuros.

62. La SHFE, constituida en 1999 tras la fusión de tres bolsas, se centra en los productos industriales y ofrece contratos de futuros respecto del cobre, el aluminio, el caucho natural y el gasóleo, al tiempo que se están preparando nuevos contratos para la madera contrachapada y el arroz de grano largo. La negociación de productos energéticos, prohibida desde 1994 tras las preocupaciones suscitadas por la especulación, ha tardado en recuperarse como consecuencia de la incertidumbre respecto de los acuerdos de entrega física y la falta de participantes de primera importancia. No obstante, en 2004 el volumen de negociación llegó a los 40 millones de lotes (el 27% del total nacional y un 1% más que en 2003), al tiempo que el valor nominal se cifró en 8,4 billones de yuan renminbi (el 57% del total nacional), lo que representaba un incremento anual del 39%.

63. Hasta época reciente la ZCE se dedicaba a la contratación de judías verdes, judías rojas pequeñas y cacahuets. En 2000 el órgano regulador chino intentó erradicar las manipulaciones y centrar las actividades de la ZCE, para lo cual incrementó el margen requerido respecto de las judías verdes del 10 al 20% y redujo el del trigo del 10 al 5%. Como consecuencia de ello, cesó prácticamente la contratación de productos básicos distintos del trigo. El algodón empezó a negociarse a comienzos de junio de 2004 y los volúmenes de contratación aumentaron rápidamente cada mes. Durante los siete meses transcurridos hasta diciembre, se negociaron casi 3 millones de contratos de algodón, lo que representaba únicamente 160.000 contratos menos que todo el volumen de algodón contratado en la NYBOT durante 12 meses (si bien es de destacar que los contratos de algodón de la ZCE representan aproximadamente la quinta parte del volumen de los de la NYBOT). Tras el éxito de la negociación de los contratos de trigo, la ZCE ha pasado a ser realmente una bolsa de dos productos básicos. En 2004 registró un volumen de contratación de casi 25 millones de lotes (el 16% del volumen nacional), con un valor nominal de 1,2 billones de yuan renminbi (el 8% de la cifra nacional de negocios). El volumen de contratación disminuyó un 3% a partir de 2003, pero el valor nominal aumentó un 46% durante el mismo período.

64. El futuro de las bolsas de productos básicos de China depende en buena medida de la evolución de su marco regulador. En los próximos años se plantearán tres cuestiones de suma importancia: en primer lugar, la reintroducción de los futuros financieros, actualmente prohibidos en China, si bien la DCE y la SHFE están realizando investigaciones sobre bonos del tesoro, índices bursátiles y otros futuros

financieros; además, en recientes declaraciones de la CSRC se ha indicado que se está considerando la posibilidad de su reintroducción; en segundo lugar, la introducción de opciones negociadas en la bolsa: en este caso, el establecimiento de posibles contratos de opciones en las tres bolsas se encuentra también en una etapa avanzada; y, en tercer lugar, el acceso de los inversionistas extranjeros a los mercados chinos: en 2005 se anunció que había planes para permitir un acceso limitado de los inversionistas institucionales extranjeros a las bolsas de productos básicos de China mediante empresas conjuntas integradas por mediadores de China continental y empresas filiales de mediadores extranjeros establecidas en Hong Kong o a Macao²⁴. El 12 de septiembre de 2005, se anunció la constitución de la primera de esas empresas conjuntas entre Jingyi Futures of China y la filial de Hong Kong de Refco, empresa internacional de corretaje²⁵. Queda por ver qué importancia tendrá una medida de esa índole por lo que respecta a la apertura de los mercados chinos de productos derivados a los inversionistas extranjeros, aunque es de destacar que los grandes bancos mundiales de inversiones ya participan en los mercados de títulos y bonos del país en régimen de inversionistas institucionales extranjeros cualificados.

65. En la Provincia china de Taiwán, la Taiwan Futures Exchange (TAIFEX), Bolsa de Futuros de Taiwán en rápida expansión, constituida en 1998, incrementó su volumen de contratación en un 104% en 2004, tras un incremento de más del 300% en 2003, lo que sirvió para que pasara a ser la 20ª bolsa más grande del mundo. En la actualidad, la TAIFEX únicamente negocia futuros financieros, aunque se ha hablado de introducir futuros agrícolas.

66. Los mercados de productos básicos cuentan con un largo historial en la **India**. El primer mercado organizado de futuros respecto de diferentes tipos de algodón surgió en 1921. En el decenio de 1940, la negociación de contratos con efecto diferido y de futuros, así como la de opciones, quedó prohibida o resultó imposible debido a los controles sobre los precios. Esta situación se mantuvo hasta 1952, cuando el Gobierno aprobó la Ley de regulación de contratos con efecto diferido, cuyo objetivo era controlar todos esos contratos y los correspondientes futuros cuando pudieran ser objeto de transferencia. Durante el decenio de 1960, el Gobierno de la India prohibió o suspendió la contratación de futuros en el caso de varios productos básicos.

67. El Gobierno suavizó su política a finales del decenio de 1970 y la contratación de futuros de productos básicos se legalizó totalmente en abril de 2003. Sin embargo, sigue estando prohibida la contratación de opciones: ninguna bolsa o persona puede organizar, establecer o desarrollar opciones respecto de productos ni participar en ellas. El mercado confía en que, sin embargo, el Gobierno permitirá en breve la contratación de opciones: en el primer semestre de 2004, la cámara alta del Parlamento indio aprobó una ley sobre opciones, que, sin embargo, aún ha de desarrollarse. En el presupuesto de la India para 2004/05 se liberaliza aún más la posición de las bolsas de productos básicos. Se prevé permitir los fondos de inversión y la participación de los inversionistas institucionales extranjeros en el mercado de productos básicos; ampliar la definición de productos básicos para incluir también los índices de esos productos y los derivados climáticos; reformar la Ley de regulación de la banca para que los bancos puedan realizar operaciones en las bolsas de productos básicos; y permitir las compensaciones de las pérdidas producidas al negociar en el mercado de productos derivados.

68. Tras el establecimiento en 2002/03 de bolsas nacionales de múltiples productos básicos, la situación en la India cambió radicalmente. Hay tres bolsas de ese tipo: la National Commodity & Derivatives Exchange, Mumbai (NCDEX) (Bolsa Nacional de Productos Básicos y Productos Derivados

²⁴ "Trendlines", *Futures Magazine*, vol. XXXIV, N° 9, julio de 2005
http://www.futuresmag.com/library/2005/07/05_0705trendlines.pdf.

²⁵ *People's Daily Online*, 14 de septiembre de 2005,
http://english.people.com.cn/200509/14/print20050914_208456.html.

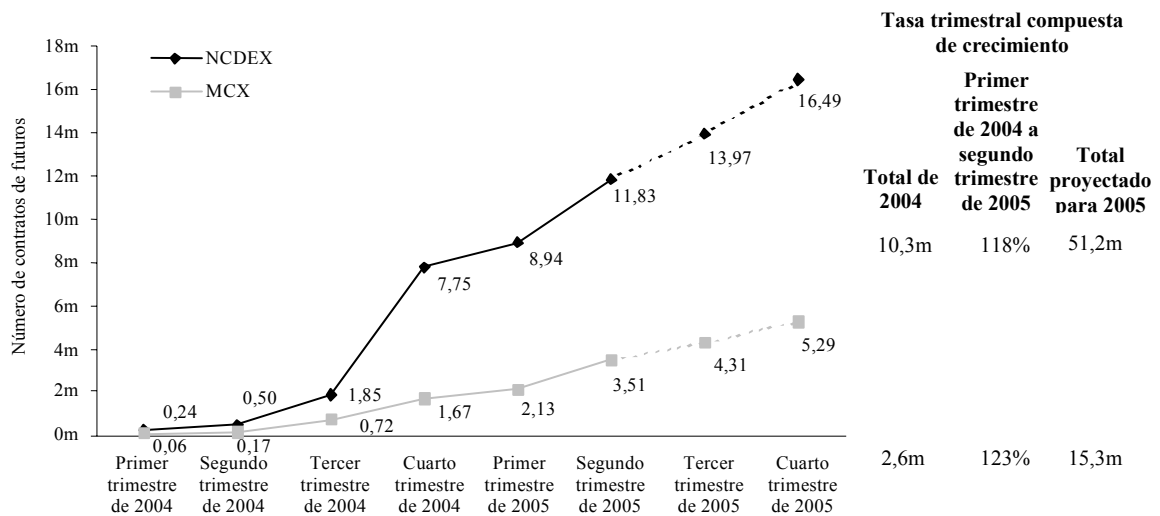
de Mumbai) , la National Multi-Commodity Exchange, Ahmedabad (NMCE) (Bolsa Nacional de Múltiples Productos Básicos de Ahmedabad) y la Multi Commodity Exchange, Mumbai (MCX) (Bolsa de Múltiples Productos Básicos de Mumbai). Esas nuevas bolsas, a diferencia de las antiguas bolsas de un único producto básico, están todas ellas desmutualizadas, están permanentemente autorizadas a contratar todos los productos básicos permitidos y han marcado el camino para establecer una contratación de alta tecnología, bajo costo y basada en la Web. Ello ha contribuido en gran medida a su rápida expansión (véase el gráfico 5). Además, tienen perspectivas en el extranjero mediante la concertación de memorandos de entendimiento con otras bolsas nacionales (el primer resultado obtenido a este respecto es la constitución de la nueva bolsa de oro y productos básicos de Dubai, en la que la MCX tiene una participación del 10%, y la empresa que constituyó la MCX, a saber, Financial Technologies (India) Ltd, tiene otro 40%). Muchos de los contratos negociados no tienen precedentes en la India; algunos de ellos están claramente orientados al mercado interno, pero otros (como los de los metales preciosos, el yute en bruto, la pimienta, los cereales y las semillas oleaginosas) tienen posibilidades de cobrar importancia a nivel internacional.

69. Además, las bolsas nacionales han generado importantes mejoras en la infraestructura del país, mejoras que han facilitado la puesta en marcha en la India de la contratación de futuros y han sentado las bases de un futuro crecimiento. Por ejemplo, a ellas se debe la introducción unilateral de sistemas adecuados de recibo de almacén, lo que mejora la viabilidad financiera de la contratación de productos básicos en la India. Lo más importante es que las actividades de las bolsas nacionales se adaptan a las necesidades de un país de vastas dimensiones, con una población rural elevada, dispersa y frecuentemente pobre (véase el recuadro 5).

70. La contratación de productos básicos ha experimentado un crecimiento exponencial en dos de las nuevas bolsas desde el comienzo de 2004 (véase el gráfico 6). Después de haberse negociado 0,24 millones de contratos en el primer trimestre, la NCDEX facilitó la negociación de más de 10 millones de contratos desde entonces hasta el final del año. Si se mantiene la tasa de aumento actual, la contratación en la NCDEX, que ya ha alcanzado un volumen de 20 millones de contratos en la primera mitad del año, podría llegar a 50 millones de contratos, con lo que la NCDEX habría pasado a ser en 2004 la sexta bolsa más grande de futuros de productos básicos del mundo. La MCX registró un volumen de 2,6 millones de contratos en 2004. No obstante, si sigue experimentando el mismo ritmo vertiginoso de crecimiento, la negociación podría superar los 15 millones de contratos en 2005, con lo que en 2004 habría pasado a ser la 12ª bolsa más grande de futuros de productos básicos del mundo. La tercera bolsa nacional, la de Ahmedabad, primera en la que se comenzó a contratar, no ha tenido el mismo éxito, ya que su volumen de contratación ha disminuido a medida que la negociación se desplazaba hacia las bolsas de Mumbai. En el primer trimestre del 2005 el volumen de contratos fue inferior a 0,5 millones, lo que contrasta con los 1,9 millones de contratos negociados durante el mismo período del año anterior.

Gráfico 6

Crecimiento de las bolsas de productos básicos de la India



Fuente: Datos de las bolsas; proyecciones realizadas sobre la base de las tasas trimestrales compuestas de crecimiento registradas durante el período comprendido entre el primer trimestre de 2004 y el segundo trimestre de 2005²⁶.

Recuadro 5

Vinculación de los productores marginados de productos básicos a los mercados de la India

En los países en desarrollo, las bolsas de productos básicos suelen realizar actividades en entornos con importantes deficiencias en la estructura de apoyo. Esas deficiencias intensifican las desventajas que ya enfrentan los productores de productos básicos de las zonas rurales muy alejadas de los principales centros urbanos. En esos contextos, las bolsas pueden desempeñar un importante papel a los efectos de la superación de los obstáculos de las infraestructuras y la vinculación al mercado de los productores marginados.

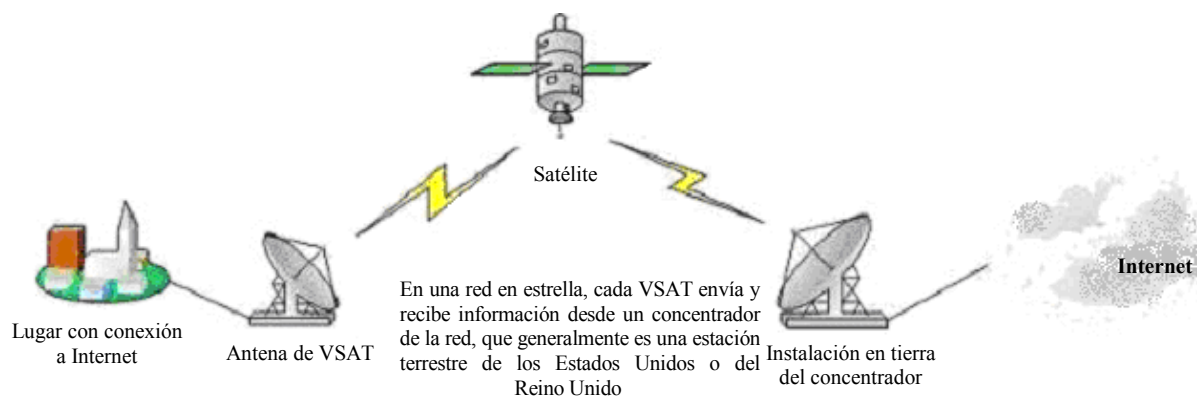
Como muestra de ello cabe mencionar la instalación de teletipos de precios por las bolsas indias de múltiples productos básicos en los mercados locales alejados, con lo que se hace extensiva a todo el país en general la función de transparencia de los precios de las bolsas. "Las diferencias entre los precios al contado de los productos básicos de los mandis (mercados agrícolas locales) y las bolsas de productos básicos se reducirán en breve, dado que las bolsas tienen previsto implantar teletipos de precios en todos los mandis... La MCX ya ha comenzado a instalar teletipos de precios en los mandis y tiene previsto hacerlo en la mayoría de los 5.700 mandis del país"²⁷. La presencia de esos teletipos de precios puede servir asimismo para que los productores de productos básicos consigan que la distribución de sus cultivos se ajuste más a la situación del mercado, ya que estarán disponibles para la próxima cosecha: los productores podrán determinar qué cultivos sembrar sobre la base del precio de los futuros y no del precio actual.

²⁶ Tasa trimestral compuesta de crecimiento de la NCDEX: 118%; tasa de la MCX: 123%.

Otro ejemplo es la utilización de la tecnología del VSAT (terminal de muy pequeña apertura) para vincular en tiempo real a los usuarios de lugares remotos con las bolsas, de manera interactiva y permanente mediante una conexión de satélite (véase el diagrama 2).

Diagrama 2

Utilización de una red de satélites para vincular a los usuarios con la bolsa



El equipo es relativamente sencillo y los costos son relativamente bajos. Además, esos sistemas pueden funcionar en entornos difíciles y se les pueden instalar complementos para garantizar un suministro eléctrico o permanente. En el caso de los usuarios más pequeños, el acceso a la bolsa puede canalizarse a través de un mediador de una ciudad o un pueblo cercano, como la sucursal de un banco rural. Por ejemplo, la NCDEX dispone de más de 4.800 terminales: "La mayoría de nuestros miembros y sus terminales se encuentran incluso en las ciudades más pequeñas... Esa dispersión de las terminales de contratación contribuye a que los habitantes de todas las partes del país accedan a su bolsa para protegerse de los riesgos de los precios"²⁸.

Esas soluciones basadas en la tecnología facilitan el establecimiento de modelos de empresas especialmente destinadas a introducir en el mercado a productores de productos básicos anteriormente marginados. Dado que hay un elevado volumen de población de ese tipo en China, América Latina y África, es probable que tales modelos logren aplicarse en todo el mundo en desarrollo.

71. Actualmente todas las bolsas tradicionales han sido superadas en cuanto a su volumen e importancia por las nuevas bolsas nacionales. La mayor bolsa tradicional india de productos básicos es la National Board of Trade (NBOT) (Junta Nacional de Comercio), ubicada en Indore. En ella se comercia con futuros de semillas oleaginosas y su volumen se cifró en poco más de 350.000 contratos en 2003 y en 2004. Dos de las bolsas tradicionales de productos básicos más conocidas son la Bombay Commodity Exchange (Bolsa de Productos Básicos de Bombay) (denominada anteriormente Bombay Oilseeds and

²⁷ "Price tickers to come up in all mandis soon", *Financial Express*, la India, 27 de agosto de 2005.

²⁸ NCDEX, *The Future of Commodity Derivatives*, http://www.ncdex.com/Knowledge/PDFs/Corporate_Brochure_English.PDF.

Oils Exchange (Bolsa de Semillas Oleaginosas y Aceites de Bombay)), fundada en 1950, y la International Pepper Futures Exchange (Bolsa Internacional de Futuros de Pimienta), fundada en 1997.

72. Desde hace largo tiempo, diferentes grupos del sector privado del **Pakistán** llevan pidiendo que se restablezca la bolsa del algodón, que estuvo funcionando en Karachi hasta el decenio de 1930. En 2002 se constituyó la National Commodity Exchange Limited (NCEL) (Bolsa Nacional de Productos Básicos), aunque, debido a numerosos problemas institucionales y jurídicos, la contratación no está previsto que comience hasta mediados de 2005 (en agosto de 2005 la NCEL aún estaba esperando que el órgano regulador nacional autorizase el comienzo de la contratación). Al igual que la AFET de Tailandia, cuya situación se examina *infra*, la NCEL utiliza un sistema de contratación electrónico proporcionado por un proveedor de tecnología del Reino Unido, a saber, Patsystems (que también se encarga de los sistemas de funcionamiento de las bolsas de productos básicos del Japón). La bolsa tiene previsto que sea el oro su primer producto básico negociable. No obstante, habida cuenta de la evolución de la nueva bolsa de oro de Dubai y de que también se negocia con el oro en las tres bolsas nacionales de la India, la NCEL tendrá que esforzarse por lograr una liquidez suficiente. Dado que el Pakistán es el principal exportador mundial de hilados de algodón, los futuros de algodón, que propiciarían un mayor acceso del país a los mercados internacionales, constituyen otro producto básico prioritario para la NCEL. No obstante, ello ha dado lugar a controversias y la Comisión de Valores y Bolsas del país aún tiene que dar su autorización al respecto. Junto con el arroz, el azúcar, el trigo y las tortas de aceite de algodón, la NCEL confía en introducir más adelante los futuros financieros.

73. En **Sri Lanka**, el Gobierno está examinando las posibilidades de establecer una bolsa para los productos básicos que se comercian internamente y se exportan, incluido el té, y está promoviendo activamente la negociación con efecto diferido de diferentes vegetales. En **Viet Nam** se está redactando una ley para establecer un marco jurídico para las transacciones en la bolsa nacional de productos básicos.

74. En **Tailandia**, la Agricultural Futures Exchange (AFET) (Bolsa de Futuros Agrícolas) empezó a funcionar en mayo de 2004 y es la única bolsa de futuros de productos básicos del país, en la que se negocian contratos relacionados con el caucho y el arroz. El ritmo de contratación se está iniciando lentamente (únicamente 120 millones de dólares en 2004). Para hacer frente a la situación, la bolsa introdujo los futuros de almidón de tapioca en marzo de 2005 y tiene previsto introducir el camarón en algún momento del presente año. Además, actualizará su tecnología para permitir la participación de inversionistas internacionales.

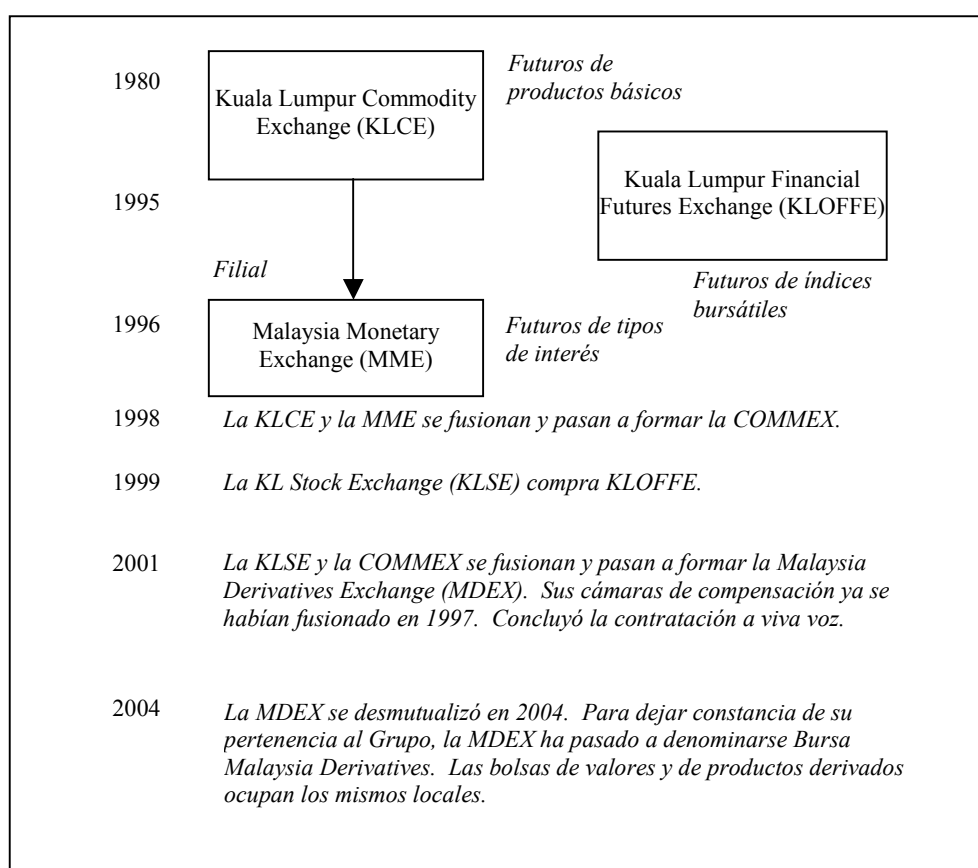
75. **Australia, Singapur y Malasia** cuentan con activas bolsas de futuros de productos básicos. La Sydney Futures Exchange (SFE) (Bolsa de Futuros de Sidney) comenzó a realizar actividades en 1960 con el nombre de Sydney Greasy Wool Futures Exchange (Bolsa de Futuros de Lana sin Lavar de Sydney) y en 1964 se había convertido en uno de los principales mercados de futuros de lana del mundo. Es la mayor bolsa de futuros financieros de la región de Oceanía, con 54 millones de contratos al año, y en 2004 era la 21ª bolsa de futuros mayor del mundo. Todos los contratos de la bolsa de futuros y opciones de Nueva Zelanda, que ya era una filial con participación mayoritaria de la SFE, fueron transferidos a la SFE en marzo de 2004. En la bolsa de valores de Australia se negocian futuros de electricidad.

76. En Singapur se encuentra la Singapore Exchange (SGX) (Bolsa de Singapur), constituida en 1999 tras la fusión de dos bolsas de reconocido prestigio, la Stock Exchange of Singapore (SES) (Bolsa de Valores de Singapur) y la Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) (Bolsa Monetaria Internacional de Singapur). En ella se negociaron 28 millones de contratos en 2004, con lo que se convirtió en la 31ª bolsa de futuros mayor del mundo, especializada en instrumentos financieros y con un volumen mínimo de contratación de productos básicos relacionados con los combustibles, cifrado únicamente en algunos miles de contratos al año. Hay una bolsa más pequeña, la Singapore Commodity

Exchange (SICOM) (Bolsa de Productos Básicos de Singapur), que ofrece contratos de futuros relacionados con el caucho.

77. En Malasia se encuentra la Bursa Malaysia Derivatives Berhad, que forma parte del Grupo Bursa Malaysia y es producto de numerosas adquisiciones y fusiones (véase el diagrama 3 *infra*). La Bursa Malaysia Derivatives, en la que se negociaron 2,6 millones de contratos en 2004 (la 49ª bolsa de productos derivados mayor del mundo y la 20ª bolsa principal en cuanto al volumen de contratación de futuros de productos básicos), ofrece ocho contratos de futuros, incluidos dos contratos de productos básicos. En particular, es uno de los principales centros de futuros del aceite de palma y ciertamente constituyen una referencia en cuanto al precio del aceite de palma que se negocia en todo el mundo. Además, destaca por figurar entre las pocas bolsas de países en desarrollo que están abiertas a los usuarios internacionales.

Diagrama 3
Evolución de las bolsas de Malasia



78. En **Indonesia**, el establecimiento de una bolsa de productos básicos se llevaba debatiendo desde comienzos del decenio de 1980. Después de la firma de los decretos presidenciales pertinentes en 1997, en 1999 se constituyó la Jakarta Futures Exchange (JFX) (Bolsa de Futuros de Yakarta), en la que en 2001 comenzó la cotización de café y aceite de palma. A causa de las dificultades con que se tropezaba en relación con esos contratos, la negociación se suspendió en 2002 y actualmente se negocia con oro y oleína. Hay planes para establecer en algún momento futuros y opciones sobre futuros respecto del cacao, la pimienta, el caucho y la madera contrachapada.

79. Por lo que respecta al Oriente Medio, se está considerando la posibilidad de poner en marcha un mercado de futuros de aluminio en **Abu Dhabi** (la Saadiyat Financial Futures and Options Exchange (Bolsa de Futuros y Opciones Financieros de Saadiyat)). Además, se está evaluando en qué medida puede establecerse una bolsa de productos básicos.

80. En noviembre de 2004 se anunció la constitución en **Dubai** de la Gold and Commodity Exchange (DGCX) (Bolsa de Oro y Productos Básicos)²⁹. Participan activamente en ella el Dubai Metals and Commodities Centre, la Multi Commodity Exchange of India Ltd (MCX) y la empresa Financial Technologies (India) Limited. La bolsa comenzará a funcionar en el segundo semestre de 2005 y es probable que su órgano regulador sea la Dirección General de Servicios Financieros de Dubai. Después de incorporar contratos respecto del oro, la bolsa tiene previsto dedicar un importante volumen de contratación a la plata, el acero, los fletes, el algodón y los productos energéticos.

81. Tras la firma de un memorando de entendimiento entre la Dirección General de Desarrollo e Inversiones de Dubai y la NYMEX, se anunció un segundo proyecto en Dubai, a saber, una bolsa mercantil, cuya contratación está previsto que comience a finales del 2006 y se concentrará en ciertos productos básicos como el petróleo bruto y el gas natural, los futuros de electricidad y metales como el aluminio y tal vez el oro. A diferencia de la DGCX, está previsto que en esta bolsa la contratación sea a viva voz.

82. Hay dos bolsas de futuros en la **República Islámica del Irán**: la bolsa de productos agrícolas, inaugurada en septiembre 2004, y la bolsa de metales de Teherán, inaugurada en septiembre 2003, que se dedica principalmente al acero, aunque también se contratan en ella volúmenes más pequeños de aluminio, cobre y zinc. Está previsto que en marzo 2006 comience la contratación en una tercera bolsa, cuyos valores respecto de los combustibles y los productos petroquímicos se consignarán en euros.

²⁹ *Khaleej Times*, 10 de noviembre de 2004, http://www.khaleejtimes.com/DisplayArticle.asp?xfile=data/business/2004/November/business_November123.xml§ion=business.

Capítulo IV

LAS BOLSAS DE ÁFRICA

83. En **Sudáfrica**, la bolsa de productos derivados del país, a saber, la SAFEX, tras absorber a la Johannesburg Securities Exchange (JSE) (Bolsa de Valores de Johannesburgo) en agosto de 2001, pasó a ser la bolsa de productos básicos más activa e importante de África. La SAFEX se constituyó en 1988 y está en el origen de uno de los principales mercados emergentes de productos básicos. Durante largo tiempo únicamente cotizó futuros financieros, si bien la creación de la División de Mercados Agrícolas en 1995 dio lugar a la introducción de diferentes contratos de futuros y opciones respecto de los productos básicos agrícolas.

84. En la JSE se negociaron 38 millones de contratos de futuros y opciones en 2004 (2 millones de contratos agrícolas y 36 millones de contratos financieros, incluidos contratos de acciones individuales), lo que dio lugar a que la JSE se convirtiera en la 17ª bolsa de futuros de productos básicos mayor del mundo (y la 25ª mayor del mundo en cuanto a futuros en general). En la SAFEX se negocia un promedio de 100.000 toneladas de productos diariamente, entre los que cabe mencionar el maíz blanco y amarillo, el trigo para la fabricación de pan, las semillas de girasol y más recientemente la soja. La SAFEX goza de un amplio reconocimiento como mecanismo de formación del precio del maíz en la región del África meridional y como sistema eficiente y eficaz de gestión de los riesgos de los precios en el sector de los cereales. Sus precios sirven de referencia en varios países vecinos.

85. Además, a principios de 2005 se encargó que se realizara en Sudáfrica un estudio sobre la viabilidad de establecer una bolsa panafricana de metales y minerales que podría estar ubicada en Johannesburgo. Esa bolsa podría ser el centro de contratación de diamantes, oro, platino y cobalto, así como otros productos básicos.

86. Los contratos de maíz también se negocian en las bolsas de **Zambia** y **Zimbabwe**, las cuales han sufrido reveses como consecuencia de la política gubernamental. En 1994 los agricultores constituyeron la Zimbabwe Agricultural Commodity Exchange (ZIMACE) (Bolsa de Productos Básicos Agrícolas de Zimbabwe) en respuesta a la liberalización gradual del mercado agrícola controlado por el Estado. Esa bolsa realizaba transacciones al contado y con efecto diferido, referidas principalmente a productos agrícolas, sobre todo el maíz, aunque los volúmenes de contratación de los contratos de trigo experimentaron un incremento constante. Un cambio normativo radical ha dado lugar, de hecho, a que se paralicen las operaciones de la bolsa. La Zambia Agricultural Commodity Exchange (ACE) (Bolsa de Productos Básicos Agrícolas de Zambia), fundada en 1994, realizaba transacciones al contado y con efecto diferido respecto del trigo, el maíz y otros productos agrícolas. El éxito de la ACE dio lugar a la creación en 1997 de la bolsa de productos básicos de Kapiri, en la provincia central de Zambia, y la bolsa de productos básicos agrícolas del Este, en la provincia oriental. Sin embargo, los cambios normativos radicales (intervención del Gobierno en el mercado del maíz) causaron la desaparición de esas bolsas. En **Malawi**, se estableció una bolsa siguiendo el modelo de la ZIMACE en septiembre de 2005. En **Nigeria**, la bolsa de productos básicos de Abuja se constituyó de resultados de la transformación de la bolsa de valores de Abuja, que era propiedad del Estado, tuvo una corta trayectoria y fue objeto de controversias; sin embargo, su éxito se vio menoscabado por determinados factores, entre los que cabe mencionar las deficiencias registradas en los programas informáticos destinados a la contratación y en la formación del personal; la dirección de la bolsa está buscando actualmente algún modelo viable para la realización de actividades. Además, hay dos grupos del sector privado que tiene interés en establecimiento de una bolsa nigeriana de productos básicos.

87. Hay otras bolsas africanas que han sufrido reveses al no haberse elegido adecuadamente un modelo para la realización de operaciones. La **Kenya** Commodity Exchange (KACE) (Bolsa de Productos Básicos de Kenya) se constituyó en Nairobi en 1997 para prestar los servicios esenciales de una bolsa de

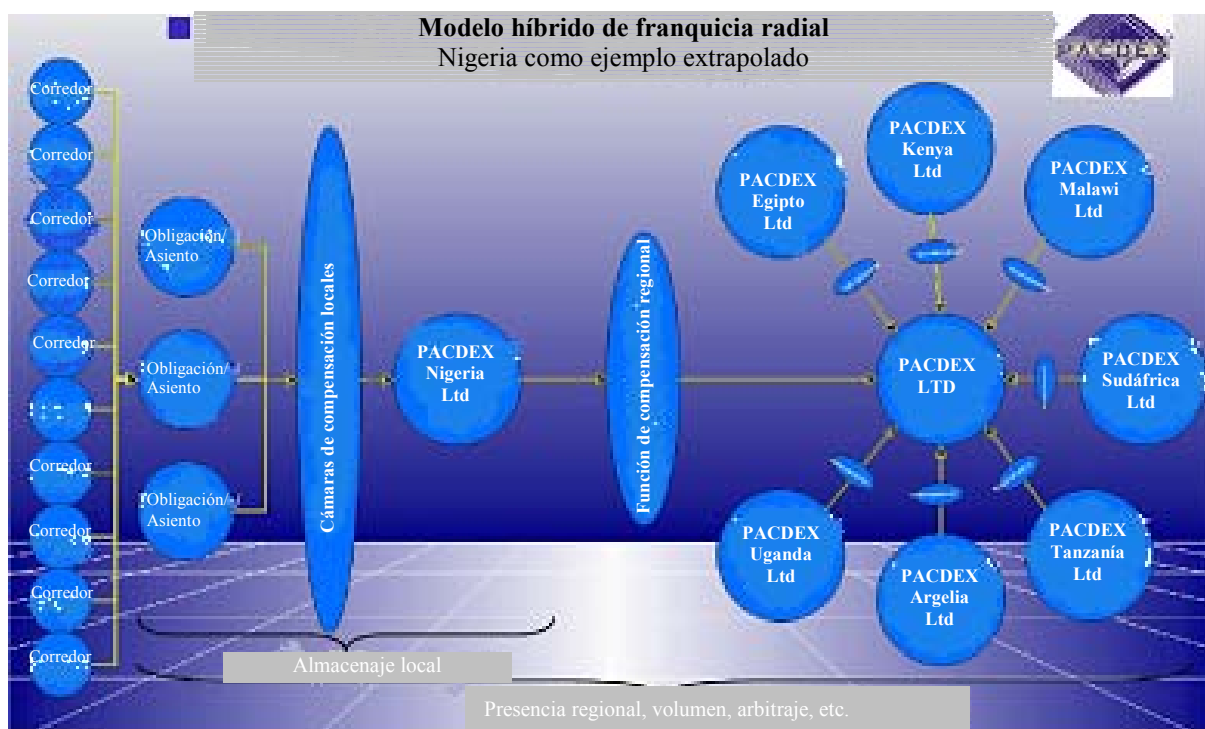
productos básicos. Se pretendía negociar productos básicos agrícolas como los cereales, los productos lácteos y el algodón. En realidad, el volumen de negociación siempre ha sido mínimo. Los propietarios de la bolsa delimitaron inteligentemente otra posible corriente de operaciones, a saber, los donantes de asistencia, y reorientaron la "bolsa" para que pasara a ser un suministrador de información sobre los precios a cambio del pago de sumas de dinero. Merced a los fondos de los donantes la bolsa sobrevive por el momento.

88. En **Ghana** se pusieron en marcha tres diferentes iniciativas que nunca contaron con suficiente apoyo empresarial. En **Egipto**, de vez en cuando resurge el debate sobre el restablecimiento de la bolsa de algodón de Alejandría, suprimida por el Gobierno en el decenio de 1950. En **Côte d'Ivoire**, hay una bolsa para el cacao y el café, pero que por el momento no ha conseguido desarrollar verdaderas actividades mercantiles. En **Uganda**, se plantearon dos iniciativas -una de ellas con un claro apoyo verbal del Gobierno- que no llegaron a alcanzar la etapa de puesta en práctica. Africanlion, bolsa de café en la Web para el África oriental, no ha conseguido desarrollar un volumen de contratación.

89. Está en proceso de constitución una Pan-African Commodities & Derivatives Exchange (PACDEX) (Bolsa Panafricana de Productos Básicos y Derivados), especializada en productos agrícolas, metales, energía y divisas. En Botswana habrá un centro que servirá para vincular a las plataformas de bolsas locales y a los almacenes de diferentes países. Las bolsas locales utilizarán todas ellas un sistema común de contratación y de apoyo. Además de propiciar la contratación a nivel nacional, esa plataforma común permitirá hacer coincidir la contratación de las bolsas de productos básicos de los diferentes países participantes. En el diagrama 4 figura una visión general de la estructura, al tiempo que se indican algunos de los posibles países participantes y se precisa (utilizando el ejemplo de Nigeria) cómo quedaría la "franquicia" de cada país.

Diagrama 4

Modelo radial de la Pan-African Commodities & Derivatives Exchange



90. Ese modelo de "franquicia" radial soluciona el problema de los elevados costos de puesta en marcha que los pequeños mercados africanos han de esforzarse por recuperar, al tiempo que una plataforma común de tecnología generará una mayor liquidez y una adecuada formación de los precios con el fin de que los productores de productos básicos de África estén en mejores condiciones para comercializar sus productos y gestionar sus riesgos.

Resumen de las conclusiones

91. Con la liberalización del comercio agrícola y la retirada de las ayudas estatales a los productores agrícolas de fuera de la OCDE, en muchos países ha surgido una nueva necesidad en relación con la gestión de los riesgos, la formación de los precios e incluso los mecanismos de contratación física. Esa necesidad frecuentemente puede ser atendida por las bolsas de productos agrícolas, metales y productos energéticos.

92. En ese contexto, últimamente se observa un acelerado proceso de constitución y crecimiento de las nuevas bolsas de productos básicos en los países en desarrollo. Algunas de ellas han pasado de ofrecer contratos al contado y con efecto diferido a negociar con futuros. Otras no han hecho sino desaparecer rápidamente.

93. Los países en desarrollo de la región de **Asia** y el **Pacífico** son los que más éxito han logrado en el desarrollo de sus bolsas de productos básicos. Las nuevas bolsas nacionales de múltiples productos básicos de la India registraron un espectacular aumento de su volumen desde su establecimiento en 2002-2003, impulsado por un modelo dinámico de alta tecnología y bajos costos empresariales. A partir de finales del decenio de 1990, las tres bolsas chinas de productos básicos -la DCE, la SHFE y la ZCE- han ido cobrando una importancia cada vez mayor y es probable que sigan creciendo en el futuro después de las últimas declaraciones del Gobierno en el sentido de que se abrirán (parcialmente) a los inversionistas extranjeros. Además, las bolsas recientemente establecidas o reestructuradas en Malasia, Indonesia, Tailandia y la República Islámica del Irán siguen funcionando con diferente nivel de éxito y se tiene previsto abrir nuevas bolsas en Dubai, el Pakistán y Viet Nam. Dado que la región detentaba el 36% del comercio mundial de productos derivados en 2004 y hay perspectivas de que prosiga el firme crecimiento en los próximos años, es probable que para 2006 cinco de las diez mayores bolsas mundiales de futuros de productos básicos se encuentren en países en desarrollo de Asia.

94. En el decenio de 1990 se establecieron bolsas de productos básicos en toda **América Latina**, principalmente como respuesta a la liberalización interna. Las crisis financieras que sufrió la región a partir de finales del decenio de 1990 tuvieron importantes repercusiones en esas bolsas. En particular, dos de las más destacadas bolsas de América Latina -la BM&F del Brasil y la MATba de la Argentina- registraron una importante disminución de sus volúmenes de contratación y la última de ellas tuvo que suspender temporalmente sus operaciones en 2002. Sin embargo, parece ser que ambas bolsas se están recuperando firmemente, ya que el volumen de contratación de la MATba aumentó un 116% en 2004 y el de la BM&F un 52%.

95. Las bolsas de las **economías europeas en transición** pueden dividirse en tres categorías. Algunas de tales economías, incluidas las de Polonia, Hungría y Eslovenia, han establecido bolsas de futuros de productos básicos orientadas al mercado interno. (A partir de febrero de 2005, Turquía cuenta también con una bolsa de futuros de productos básicos y financieros.) En otras bolsas de futuros, como las de la Federación de Rusia, Rumania y Kazajistán, se negocia con futuros de divisas. Por último, hay algunos países, como la República Checa, Eslovaquia, Yugoslavia, Bulgaria y Uzbekistán, con activas en bolsas de productos básicos en las que se negocian contratos al contado y con efecto diferido para productos agrícolas, pero aún no se negocia con futuros.

96. A excepción del caso de la SAFEX en Sudáfrica (que actualmente forma parte de la JSE), hasta la fecha **África** ha sido la región que menos éxito ha tenido en relación con el establecimiento de bolsas de productos básicos. Las bolsas de Zimbabwe y Zambia han fracasado a consecuencia de las modificaciones de la política del Gobierno. Otras, como las de Nigeria y Kenya, se han esforzado por pasar a ser entidades importantes a los efectos de facilitar la formación de precios y la transferencia de riesgos. Sin embargo, la PACDEX, con un modelo radial basado en una plataforma tecnológica común, ofrece más posibilidades de resolver los problemas de costos y de liquidez con que han tropezado históricamente las bolsas africanas.

97. Las bolsas de los países desarrollados siguen determinando los precios de contratación de la mayoría de los mercados mundiales: la CBOT, la NYBOT y la LIFFE respecto de los productos agrícolas, la LME respecto de los metales, la NYMEX respecto de los productos energéticos y la TOCOM respecto de los tres sectores. **América del Norte** ha experimentado una mejora de su porcentaje en el mercado mundial de productos derivados y la NYMEX sigue manteniendo cierta ventaja como la mayor bolsa mundial de productos básicos. En **Europa occidental**, Eurex y Euronext.liffe registraron un firme crecimiento en 2004. Por lo que respecta a los **países desarrollados de Asia**, tres bolsas del Japón ocuparon, por su volumen de contratación, un lugar destacado entre las diez principales bolsas mundiales de productos básicos, al tiempo que la KOFEX, en la República de Corea, bolsa en la que se negocian primordialmente futuros financieros, es la mayor bolsa mundial de futuros.

98. En el presente estudio se han indicado tres tendencias principales de las bolsas de productos básicos durante los últimos años. La primera es la racionalización o consolidación de esas bolsas en los países, proceso que ha tenido lugar de resultas de fusiones y adquisiciones privadamente coordinadas, aunque también, en un sentido más limitado, merced a la puesta en común de plataformas de tecnología. La segunda es el incremento de la cooperación entre las bolsas mediante la firma de memorandos de entendimiento entre las bolsas de productos básicos de los diferentes países. Tales memorandos facilitan la aplicación común de prácticas idóneas en relación con diversos aspectos de la administración y la gestión de las bolsas. Por último, las bolsas de los países desarrollados y en desarrollo han procurado desmutualizarse a fin de establecer sus propias credenciales en materia de buena gestión, constituir un marco de autorregulación y generar confianza entre los inversionistas y corredores.

99. En un documento que será publicado en breve por la secretaría de la UNCTAD se examinarán las cuestiones estratégicas que enfrentan las bolsas de productos básicos de los países en desarrollo, incluida una evaluación de la contribución hecha por las bolsas de productos básicos a su desarrollo económico.

Anexo I

DATOS SOBRE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Cuadro 1

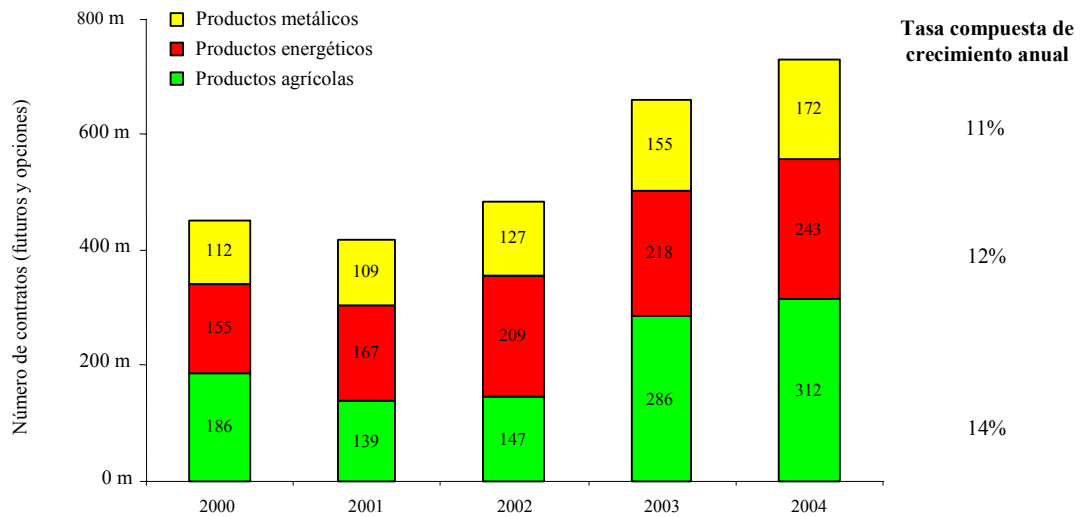
Principales bolsas mundiales de futuros de productos básicos, ordenadas en función del número de contratos negociados en 2004 (en miles de contratos)

		Energía		Metales		Agricultura		Total
		Futuros	Opciones	Futuros	Opciones	Futuros	Opciones	Futuros y opciones
New York Mercantile Exchange (NYMEX)	Volumen	97.030	21.917	23.792	5.907			148.646
	Variación anual (%)	11	7	20	20			12
Dalian Commodity Exchange (DCE)	Volumen					88.034		88.034
	Variación anual (%)					17		17
Chicago Board of Trade (CBOT)	Volumen			727		68.067	17.082	85.876
	Variación anual (%)			304		12	37	17
Tokyo Commodity Exchange (TOCOM)	Volumen	39.205		33.510	64	1.733		74.512
	Variación anual (%)	-5		-21	n.d.	-51		-15
London Metals Exchange (LME)	Volumen			67.172	4.735			71.907
	Variación anual (%)			-2	27			-1
Shanghai Futures Exchange (SHFE)	Volumen	2.819		28.078		9.681		40.578
	Variación anual (%)	n.d.		111		-64		1
International Petroleum Exchange (IPE)	Volumen	35.467	74					35.541
	Variación anual (%)	7	-11					7
Central Japan Commodity Exchange (C-COM)	Volumen	33.193						33.193
	Variación anual (%)	5						5
New York Board of Trade (NYBOT)	Volumen					20.592	7.535	28.127
	Variación anual (%)					26	28	27
Tokyo Grain Exchange (TGE)	Volumen					25.703	39	25.742
	Variación anual (%)					22	10	22
Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE)	Volumen					24.237		24.237
	Variación anual (%)					-3		-3
National Commodity & Derivatives Exchange (NCDEX)	Volumen			3.800		6.540		10.340
	Variación anual (%)			n.d.		n.d.		n.d.
Chicago Mercantile Exchange (CME)	Volumen					9.204	971	10.175
	Variación anual (%)					17	-10	13
LIFFE (Euronext)	Volumen					7.024	516	7.540
	Variación anual (%)					21	28	21
National Multi-Commodity Exchange (NMCE)	Volumen			69		3.644		3.713
	Variación anual (%)			n.d.		n.d.		n.d.
Kansas City Board of Trade (KCBT)	Volumen					2.833	254	3.087
	Variación anual (%)					8	-45	0
Multi Commodity Exchange (MCX)	Volumen			2.326		307		2.633
	Variación anual (%)			n.d.		n.d.		n.d.
JSE	Volumen					1.459	434	1.893
	Variación anual (%)					-12	-33	-18
Minneapolis Grain Exchange (MGEX)	Volumen					1.378	34	1.412
	Variación anual (%)					29	-14	28
Bursa Malaysia Derivatives	Volumen					1.379		1.379
	Variación anual (%)					-4		-4
Brazilian Mercantile & Futures Exchange (BM&F)	Volumen			3	298	995	54	1.350
	Variación anual (%)			n.d.	17	35	37	31

Fuente: Datos de las bolsas, salvo en el caso de la C-COM, en el que la fuente es la Asociación de Industrias de Futuros.

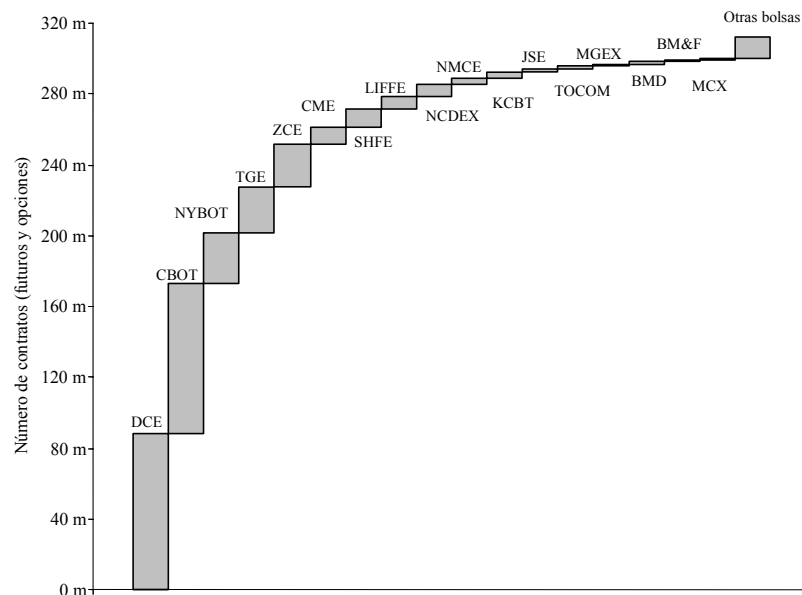
Nota: Los datos de la C-COM sobre la energía incluyen contratos de venta de huevos.

Gráfico 7
Crecimiento sectorial, 2000-2004



Fuente: Cálculos realizados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros (con los correspondientes reajustes para incluir datos sobre el volumen proporcionados por las bolsas nacionales de la India y no recogidos por la Asociación).

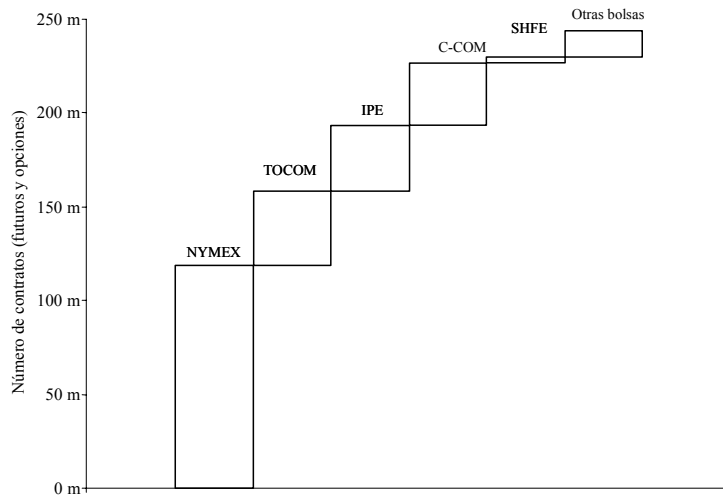
Gráfico 8
Principales bolsas de productos básicos agrícolas, 2004 (contratos totales: 312 millones)



Fuente: Datos de las bolsas; contratos totales calculados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros (con los correspondientes reajustes para incluir datos sobre el volumen proporcionados por las bolsas nacionales de la India y no recogidos por la Asociación).

Gráfico 9

**Principales bolsas de productos básicos energéticos, 2004
(contratos totales: 243 millones)**

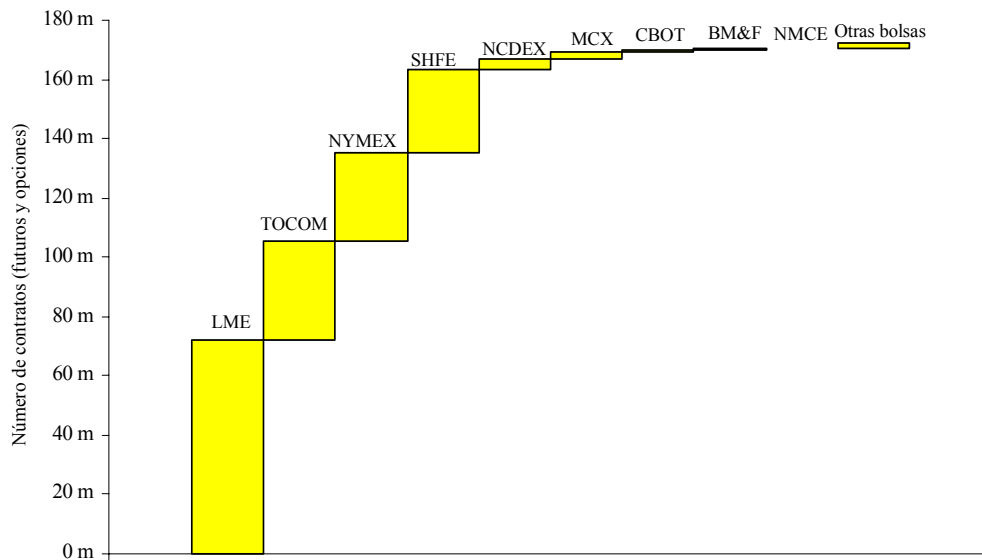


Fuente: Datos de las bolsas, salvo en el caso de la C-COM, en el que la fuente es la Asociación de Industrias de Futuros; contratos totales calculados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros.

Nota: Los datos de la C-COM sobre la energía incluyen contratos de venta de huevos.

Gráfico 10

**Principales bolsas de productos básicos metálicos, 2004
(contratos totales: 172 millones)**



Fuente: Datos de las bolsas; contratos totales calculados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros (con los correspondientes reajustes para incluir datos sobre el volumen proporcionados por las bolsas nacionales de la India y no recogidos por la Asociación).

Anexo II

DATOS MUNDIALES SOBRE LOS FUTUROS Y OPCIONES

Cuadro 1

Quince principales bolsas mundiales de futuros y opciones

Volumen por año civil (número de orden en función del volumen de 2004)

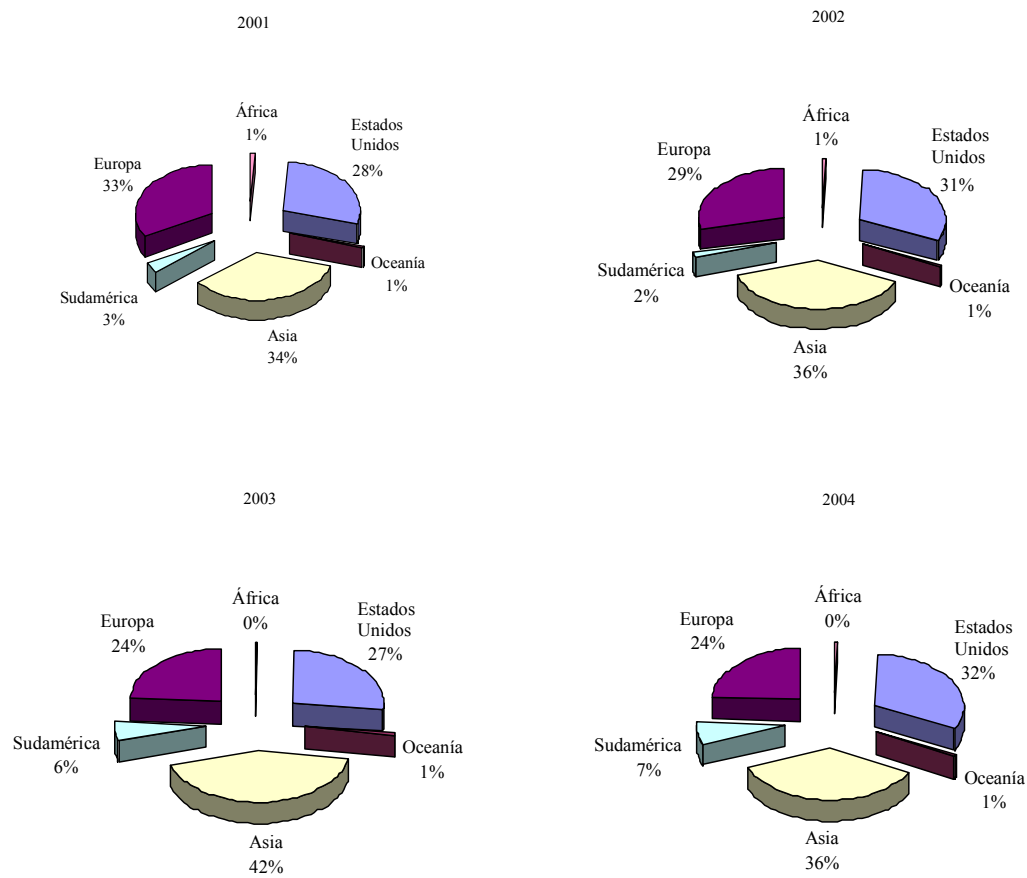
Número de orden en 2004	Número de orden en 2003	Bolsa	País	Volumen en 2000	Volumen en 2001	Volumen en 2002	Volumen en 2003	Volumen en 2004	Variación porcentual en 2003-2004
1	1	KFE	República de Corea	213.495.588	854.791.792	1.932.691.950	2.912.894.034	2.586.818.602	-11,2
2	2	EUREX	Alemania	364.833.663	674.157.863	801.200.873	1.014.932.312	1.065.639.010	5,0
3	4	CME	Estados Unidos	231.114.296	411.712.038	558.447.820	640.209.634	805.341.681	25,8
4	3	EURONEXT.LIFFE	Unión Europea	311.687.790	614.456.513	696.323.560	694.970.981	790.381.989	13,7
5	5	CBOT	Estados Unidos	233.528.558	260.333.070	343.882.529	454.190.749	599.994.386	32,1
6	6	CBOE	Estados Unidos	47.440.139	306.667.851	267.616.496	283.946.495	361.086.774	27,2
7	7	International Securities Exchange	Estados Unidos		65.353.969	152.399.279	244.968.190	360.852.519	47,3
8	9	Bovespa	Brasil			90.884.897	177.223.140	235.349.514	32,8
9	10	Mexican Derivatives Exchange	México			84.274.979	173.820.944	210.395.264	21,0
10	8	American Stock Exchange	Estados Unidos	1.997.798	205.103.884	186.039.445	180.074.778	202.680.929	12,6
11	12	BM&F	Brasil	82.945.277	97.870.685	101.615.788	120.785.602	183.427.938	51,9
12	11	NYMEX	Estados Unidos	104.075.238	103.025.093	133.744.435	137.225.439	161.103.746	17,4
13	13	Philadelphia Stock Exchange	Estados Unidos	4.387.224	101.373.433	88.955.247	112.705.597	133.401.278	18,4
14	15	Pacific Exchange	Estados Unidos		102.701.752	85.426.649	86.152.637	103.262.458	19,9
15	17	OMX Exchanges	Países nórdicos/bálticos	23.176.697	62.735.817	60.920.817	74.105.690	94.382.633	27,4
			Subtotal	1.618.682.268	3.860.283.760	5.584.424.764	7.308.206.222	7.894.118.721	
			Total	2.022.410.893	4.382.715.198	5.993.380.024	8.137.628.554	8.866.510.000	

Fuente: Cálculos realizados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros.

Nota: Los datos de 2000 no incluyen cada uno de los valores; la casilla en blanco significa que no se dispone de datos.

Gráfico 11

Volumen mundial de futuros y opciones por región, 2001-2004



Fuente: Cálculos realizados sobre la base de la información publicada por la Asociación de Industrias de Futuros.

Nota: En el gráfico 11, la parte correspondiente a los Estados Unidos es el 31%, en tanto que en el gráfico 4 se cifra en el 30% para el mismo año. Ello pone de manifiesto una aparente discrepancia entre cuadros diferentes correspondientes a datos procedentes de la Asociación de Industrias de Futuros.
