

UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE CARTAGENA

FACULTAD DE CIENCIAS DE LA EMPRESA

TITULACIÓN: GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN
DE EMPRESAS

TRABAJO FIN DE ESTUDIOS



Análisis del mercado forward para divisas



FACULTAD DE
CIENCIAS DE LA
E M P R E S A

Alumno: Mariano Pérez Galindo

Director: D. Ginés Hernández Cánovas

Septiembre 2022

Índice

Resumen.....	3
1 Introducción.....	4
2 Mercados financieros.....	5
2.1 Activos financieros y clasificación	5
3 Mercado de divisas	7
3.1 Tipo de cambio.....	9
3.2 Regímenes cambiarios.....	11
3.3 Riesgos de tipo de cambio.....	13
3.4 Situación actual EUR/USD	14
3.5 Análisis futuro tipo de cambio EUR/USD	20
4 Instrumentos de cobertura de tipos de cambio	25
4.1 Forward	26
4.2 Opciones.....	26
4.3 Diferencias básicas entre forward y opciones	27
5 Ejemplo práctico.....	28
5.1 Caso de estudio.....	28
6 Conclusión.....	31
Referencias.....	33

Resumen

En un mundo cada vez más globalizado, son muy frecuentes las operaciones con cambio de divisa, el siguiente trabajo cuenta los riesgos a los que se exponen los agentes que realizan este tipo de operaciones, y las medidas que pueden tomar para garantizar el éxito financiero de las mismas. Se estudian los distintos tipos de mercados financieros y activos que se comercializan, clasificándolos en función del sector, del activo que comercializan o de su estructura, entre otros, también se analiza el mercado de divisas, las circunstancias que influyen al mismo, los distintos tipos de regímenes cambiarios del mundo, los productos que sirven de cobertura ante futuras fluctuaciones en el tipo de cambio y se realiza un análisis de la evolución histórica en la cotización EUR/USD. Por último, se expone un caso real de una operación con tipo de cambio y la comparativa entre los distintos productos de cobertura adoptada para el riesgo con el fin de analizar qué instrumento garantiza mayor cobertura y mayor rentabilidad.

Abstract

In an increasingly globalized world, currency exchange operations are very frequent. The following paper describes the risks to which agents who carry out this type of operations are exposed, and the measures that can be taken to guarantee their financial success. The different types of financial markets and assets that are traded are studied, classifying them according to the sector, the assets traded or their structure, among others. The foreign exchange market is also analyzed, the circumstances that influence it, the different types of exchange regimes in the world, the products that serve as hedges against future fluctuations in the exchange rate and an analysis of the historical evolution of the EUR/USD exchange rate is carried out. Finally, a real case of an exchange rate operation and the comparison between the different hedging products adopted for the risk is presented in order to analyze which instrument guarantees greater hedging and higher profitability.

1 Introducción

En el siguiente trabajo, se muestra un estudio completo sobre un concepto muy utilizado en economía y es el relacionado con el tipo de cambio. Vivimos en un mundo globalizado e interconectado, donde las operaciones comerciales entre distintos países son diarias, independiente de la situación geográfica de cada uno y la divisa local de cada país, esto ha sido posible gracias a la disminución en las barreras que anteriormente se encontraba el comercio internacional. El tipo de cambio está sometido a las oscilaciones que experimenta el mercado y a la intervención de sus participantes que tienen la capacidad de influir en el mismo con sus movimientos financieros debido a que en gran parte de los países el tipo de cambio es libre y sometido a la acción de la oferta/demanda, es por este motivo que toda operación financiera o comercial que se encuentre expuesta al tipo de cambio de divisa entraña un riesgo financiero el cual no se puede controlar, pero si se puede estar preparado para mitigar sus efectos.

Existen productos financieros capaces de ofrecer cobertura al riesgo que implica el tipo de cambio para cubrir esas volatilidades y, en cualquier caso, asegurar el éxito financiero de la operación. Para iniciar el trabajo, se ha realizado una introducción a los mercados financieros con los distintos activos que se comercializan y los distintos mercados que existen, posterior se ha detallado información sobre el mercado Forex, aspectos del tipo de cambio, los distintos regímenes cambiarios y los factores que influyen en su volatilidad, también se ha analizado la evolución histórico de la cotización en el tipo de cambio EUR/USD y por último se ha repasado los distintos instrumentos de cobertura que se pueden contratar para asegurar el tipo de cambio, junto con un caso práctico explicando cuál es la mejor alternativa que ofrece el mercado para realizar la operación, disminuyendo los efectos del riesgo por la volatilidad en el tipo de cambio para garantizar la máxima rentabilidad.

2 Mercados financieros

El concepto de mercado financiero hace referencia al espacio en el que se intercambian activos financieros sometidos a la ley de oferta/demanda. Pellicer (1992) confirma que un mercado es financiero cuando en él se contratan productos que suponen una obligación para su emisor a favor de su poseedor, es decir, un activo para su poseedor del que espera obtener una rentabilidad, y en contra del agente que lo emite, para quien tiene carácter de pasivo y del que obtiene ingresos para financiarse, sin embargo, tendrá que pagar intereses al poseedor.

Podemos clasificarlos dependiendo del producto financiero que comercialicen, su vencimiento, su estructura y por los distintitos tipos de mercados, entre otros.

2.1 Activos financieros y clasificación

Un activo financiero es un instrumento emitido por un organismo, público o privado, del que es espera obtener un rendimiento económico. Con esta operación de compra y venta de activos lo que se consigue es, por un lado, que el comprador obtenga unos rendimientos por la posesión del activo y, por otro lado, que el vendedor se financie. Destacan por su rentabilidad, liquidez y riesgo.

Martín y Trujillo (2004) clasifican los activos de la siguiente manera:

-Según el riesgo del activo:

Renta fija: comercializados tanto por el sector público como privado, entre su característica principal destaca su bajo riesgo y vencimiento a corto plazo. Son productos comercializados por entidades que cuentan con gran respaldo financiero, las cuales adquieren el compromiso de devolver el capital invertido junto con los intereses generados al final de un período de tiempo y rentabilidad previamente establecidos. Destacamos productos monetarios y bonos u obligaciones de Estado.

Renta variable: Activos que se encuentran expuestos a la evolución del mercado, además de los resultados económicos del agente que los emite, los intereses generados no están asegurados pudiendo incluso generar pérdidas para su poseedor además de que tampoco tienen un periodo de vencimiento prefijado. El ejemplo más conocido de este

Análisis del mercado forward para divisas

tipo de activos son las acciones.

-Según plazo de vencimiento:

Activos monetarios y a corto plazo: Activos con plazo de vencimiento no superior al año y baja rentabilidad.

Activos a medio y largo plazo: plazo de vencimiento superior a doce meses lo que incrementa su nivel de riesgo, debido a la evolución de los mercados, y con ellos su rentabilidad

-Según el mercado:

Mercado monetario: mercado donde se intercambian activos como dinero u otros con vencimiento inferior al año y elevada liquidez. Destacan los depósitos bancarios o pagarés, entre otros.

Mercado de capitales: en él se comercializan activos con vencimiento superior al año, además se consideran pieza fundamental para los procesos de inversión y financiación de las empresas.

-Según la fase de negociación:

Mercado primario: mercado donde se opera con activos de nueva creación y, por tanto, se les concede el valor de primera comercialización.

Mercado secundario: mercado que intercambia activos financieros ya existentes los cuales ya han sido emitidos y comercializados en el mercado primario.

-Según su estructura:

Mercados organizados: mercado estructurado, actualizado y regulado por un organismo que se encarga de compensar, junto con el depósito de garantía y liquidación. El ejemplo más conocido es la bolsa.

Mercados no organizados: o por su nombre en inglés “over the counter”, se caracteriza por no estar regulado por lo que sus inversores pactan de forma bilateral sus transacciones, en él no interviene una cámara de compensación que garantice el éxito de las mismas.

-Otros mercados:

Mercados de materias primas (commodities): se trata de mercados descentralizados, donde se comercializan con productos considerados materias primas, como petróleo, cuero, entre otros.

Mercado de derivados: se encarga de comercializar instrumentos financieros cuyo valor deriva de otro activo denominado “activo subyacente” y cuya evolución depende del mismo.

Mercado de divisas: en él se negocia con divisas, facilitando el intercambio de las mismas.

3 Mercado de divisas

Se trata de un mercado financiero, también conocido como FOREX, de tamaño mundial, descentralizado y no organizado, según Fernández (2017) es el más antiguo de entre todos los mercados financieros y en él se negocian las divisas, proporcionando cobertura al comercio internacional. Se puede operar las 24 horas del día, dada la diferencia de horario entre las distintas plazas comerciales, iniciando la jornada un domingo al caer la tarde operando en el mercado de Sídney y cerrando el viernes con la bolsa de Nueva York.

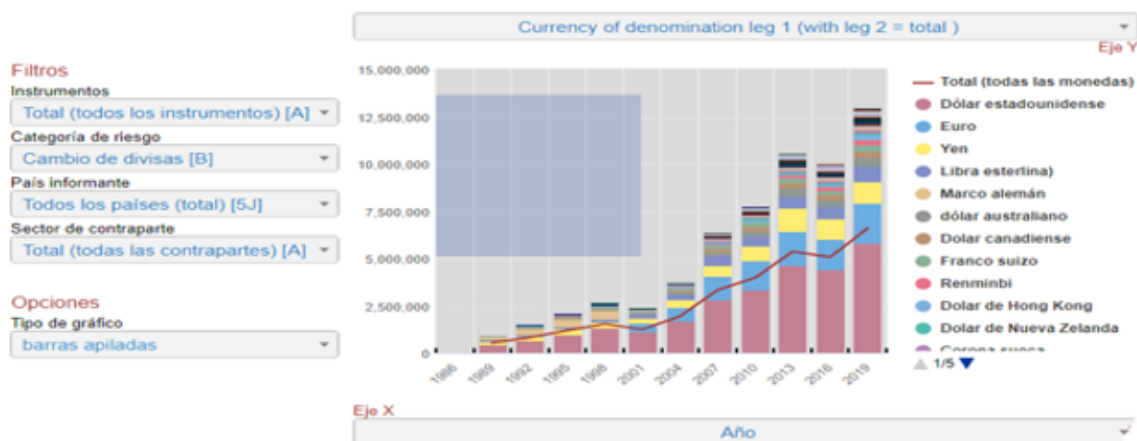
Destacamos, como los centros operativos más importantes del mundo a Tokio, Londres, Frankfurt, Nueva York, Chicago, Toronto, Sídney, Zúrich, Hong Kong, Sídney y Bahrein.

Su principal característica es que se trata de un mercado no organizado (OTC) por tanto carece de cámara de compensación y liquidación que actúe de intermediario entre compradores y vendedores, por lo que cada operación no es más que un contrato de compra-venta entre ambas partes.

Análisis del mercado forward para divisas

En él operan gran variedad de participantes y de divisas, los estudios del Bank for International Settlements (BIS, 2019), organización internacional financiera encargada de prestar servicios a entidades bancarias o instituciones monetarias y cuya finalidad es la cooperación financiera y monetaria internacional, afirman que “la divisa más comercializada a nivel mundial es el dólar estadounidense seguida del euro” e indica el resto de monedas más utilizadas ordenadas por volumen de negociación al Dólar (USD), Euro (EUR), Yen japonés (JPY), Libra esterlina (GBP), Marco alemán (DEM), Dólar australiano (AUD), Dólar canadiense (CAD), Franco suizo (CHF), Yuan chino (CNY), Dólar hongkonés (HKD), Dólar neozelandés (NZD).

Figura 1. Divisas más utilizadas en las transacciones realizadas a lo largo de cada año, desde el 1989 hasta el 2019.

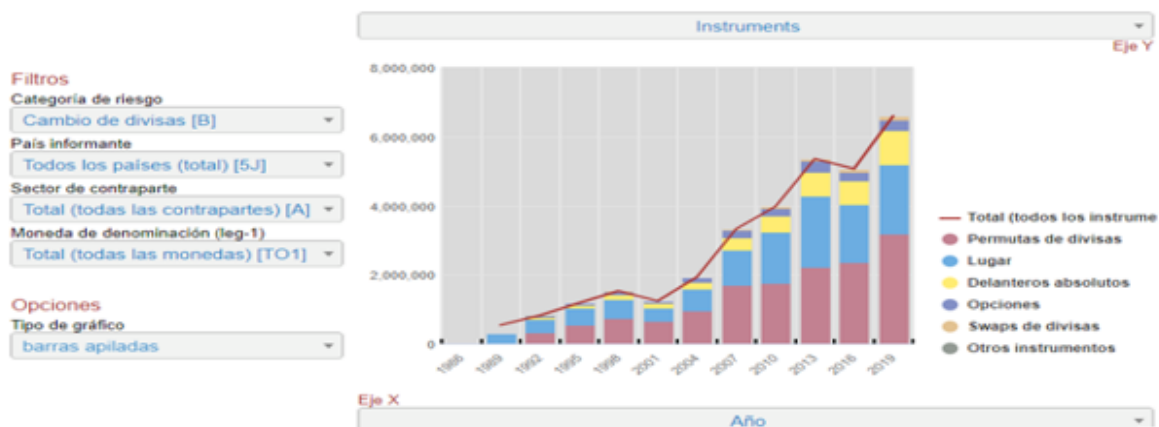


Nota: El gráfico muestra el peso de cada moneda en las transacciones realizadas a lo largo de cada año, desde el 1989 hasta el 2019. Tomado de la Encuesta trienal del banco central sobre los mercados de divisas y derivados extrabursátiles por el Bank for International Settlements (BIS), 2019: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm>.

Por otro lado, podemos afirmar que es el mercado más líquido existente debido al gran volumen de transacciones diarias que en él se producen según los estudios del BIS (2019), indica que es el mercado con mayor liquidez conocido, operando en él más 6.6 billones de dólares americanos al día.

Análisis del mercado forward para divisas

Figura 2. Volumen transacciones diarias en el mercado de divisas, desde el 1989 hasta el 2019.



Nota: El gráfico muestra la media de volumen diario en operaciones del mercado de divisas por año, desde el 1989 hasta el 2019. Tomado de la Encuesta trienal del banco central sobre los mercados de divisas y derivados extrabursátiles por el Bank for International Settlements (BIS), 2019: <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm>.

Entre las principales características del mercado FOREX, destacamos:

-Liquidez.

-Disponibilidad 24 horas.

-Bajo coste operativo.

-Elevado apalancamiento.

-Mercado de doble dirección ya que puedes beneficiarte tanto en la subida de la moneda que compras como de la bajada de su par.

3.1 Tipo de cambio

Para definir el tipo de cambio tenemos que tener en cuenta que las distintas divisas mundiales se negocian en pares, por este motivo podemos definirlo como el valor o precio de la divisa local en términos de otra.

Análisis del mercado forward para divisas

Mascareñas (2005), afirma que el tipo de cambio es doble, porque puedes beneficiarte con la apreciación de la moneda local y con la depreciación de la divisa extranjera, y que la diferencia entre el comprador y el vendedor es la comisión del intermediario.

De nuevo, Mascareñas (2005), indica que la cotización para el comprador (T_c) se calcula con un precio base (T_b) y un índice que varía (c): $T_c = T_b (1 - c)$ y la cotización para el vendedor (T_v): $T_v = T_b (1 + c)$.

El tipo de cambio puede expresarse de dos formas:

Cotización directa: divisa nacional expresada en divisa extranjera. 1 EUR= 1,10 USD (EUR/USD).

Cotización indirecta: unidad de divisa extranjera expresada en divisa nacional 1 USD= 0,91 EUR (USD/EUR).

En la práctica, la divisa más cotizada es el dólar, es por este motivo que, para obtener la cotización de dos divisas de las que desconocemos su cotización, empleamos lo que se conoce como tipo cruzado, que se calcula mediante las cotizaciones de otras dos divisas. Como ejemplo, si la cotización de la libra en relación al dólar es igual a 1,38 GBP/\$ y la corona checa cotiza con el dólar a 0,045 CZK/\$, el tipo cruzado GBP/CZK se obtiene con el cociente entre los dos tipos anteriores: 30,66 GBP/CZK. Podemos afirmar que la libra pierde valor (gana valor) con respecto a la corona checa cuando hay que desembolsar más (menos) cantidad de libras para adquirir una unidad de corona checa. Por consecuencia, las divisas pierden o ganan valor a diario. Por otra parte, la libra se devalúa (revalúa) con respecto a la corona checa en los casos que el organismo central emisor de libras toma la decisión de cambiar la cotización bilateral entre ambas divisas de tal manera que haya que pagar más (menos) libras por cada unidad de corona checa. Éste caso sucede cuando las divisas se encuentran sometidas a un régimen de tipo de cambio fijo en relación a coronas checas.

3.2 Regímenes cambiarios

Dentro del sistema financiero existen diferentes tipos de regímenes cambiarios, el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2014) los clasifica, dependiendo del control que realicen los organismos centrales para manejar las cotizaciones de sus divisas, de la siguiente manera:

-Tipos fijos: son aquellos sistemas inflexibles en los que la moneda local cotiza a un precio establecido de divisa extranjera. Podemos encontrar los siguientes casos:

Tipo de cambio sin moneda local: la moneda nacional se sustituye por otra divisa, siendo ésta la utilizada en todas las operaciones. El país nacional no puede emitir la divisa extranjera, por lo que la liquidez de la misma variará dependiendo el volumen de operaciones que se realicen con el extranjero.

Régimen con caja de conversión: régimen que establece un pacto legislativo para un tipo de cambio fijo entre moneda nacional y moneda extranjera, para asegurar el cumplimiento del mismo se establecen restricciones comerciales al país emisor, por lo que la moneda nacional mantendrá el respaldo de activos extranjeros para seguir emitiéndose a cambio de divisa extranjera y así se suprimen las actividades básicas del organismo central emisor de divisas, como la función de prestamista, entre otras, evitando lo máximo posible las políticas monetarias restrictivas, permitiendo cierta flexibilidad en función del arreglo de caja de conversión adoptado.

-Tipos intermedios: son aquellos en los que se consigue vincular la moneda nacional a una divisa extranjera mediante políticas más flexibles. Se pueden clasificar en los siguientes casos:

Tipo intermedio convencional: tipo fijo a una divisa de referencia, mantiene un margen donde fluctúa del +/- 1%. Para asegurar el éxito del mismo, es necesaria una constante intermediación por parte de los organismos centrales.

Tipo intermedio establecido: Similar al “tipo intermedio convencional”, pero la fluctuación se encuentra en el +/- 2%.

Análisis del mercado forward para divisas

Tipo con clave de seguimiento: al igual que el “tipo intermedio convencional”, se establece una divisa de referencia y un margen donde fluctúa la divisa del +/- 1%, pero en este caso se puede cambiar la divisa de referencia, pero no su margen de fluctuación.

Tipo con clave de seguimiento establecido: al igual que el “tipo con clave de seguimiento” pero el margen de fluctuación se sitúa en el +/- 2%.

-Tipos flexibles: se consideran tipos flexibles aquellos en los que el tipo de cambio entre moneda nacional y divisa extranjera se encuentran sometidas a la acción de la oferta/demanda. Hay que tener en cuenta que estos regímenes de tipo de cambio pueden sufrir la intervención por parte de los organismos centrales de cada país, en el caso de la UE sería el BCE, organismos que tienen la potestad de poder realizar intervenciones sobre el tipo de cambio mediante operaciones de compra/venta de divisas para mediar en el tipo de cambio, esta acción la pueden realizar como máximo tres veces cada semestre, sobrepasar este límite pueden considerarse como “flotación sucia”. Este tipo flexible elimina las barreras del comercio, beneficiando la liquidez internacional, en gran parte porque así los Bancos Centrales pueden despreocuparse de mantener elevados niveles de reservas de moneda, ya que tienen un límite en su intervención. Sin embargo, destacamos una desventaja clara, y es que ofrece la oportunidad de movimientos especulativos. Al estar sometido a la ley de oferta/demanda, los grandes participantes del mercado pueden ver como atractivo la posibilidad de manejar el tipo de cambio mediante grandes movimientos de compra/venta de divisa, perjudicando al pequeño inversor.

En función del sistema cambiario aplicado, las variaciones en las cotizaciones de divisas reciben distintos nombres:

Para un sistema flotante, definimos la apreciación de la moneda como el incremento de valor una divisa respecto a su par, por el contrario, definimos depreciación como la pérdida de valor de una divisa respecto a su par.

Análisis del mercado forward para divisas

Para un sistema de tipos fijos, definimos la devaluación de una divisa como la pérdida de valor de la misma por decisión de su organismo central, por el contrario, definimos revaluación como la ganancia de valor de una divisa por decisión de su organismo central.

Las principales funciones de los sistemas de tipos de cambio son:

- Establecer los criterios a seguir para dar valor a una moneda respecto a otra divisa.

- Permitir operaciones de cobertura para el riesgo derivado del tipo de cambio.

- Favorecer las operaciones de intercambio de fondos entre diferentes países, es decir, países excedentarios en liquidez con países deficitario.

- Proporcionar financiación al comercio internacional.

3.3 Riesgos de tipo de cambio

El riesgo de tipo de cambio, no es más que la pérdida derivada de las oscilaciones en la cotización de una divisa (López.I, s.f, Diccionario Económico Expansión). Se trata de un riesgo sistémico por lo que no puede eliminarse con una buena diversificación y no es más que, el riesgo relacionado con la volatilidad que experimentan los tipos de cambio, afectando a la rentabilidad de las inversiones.

En las inversiones con tipo de cambio de divisa podemos establecer las siguientes posiciones donde un incremento o disminución del tipo de cambio puede beneficiar o perjudicar a la inversión:

- Posición larga: la cantidad de activos es superior a la cantidad de pasivos, por tanto, existe un riesgo derivado de la apreciación en tipo directo de cambio de la moneda local.

- Posición corta: la cantidad de pasivos es superior a la de activos por lo que riesgo reside en un aumento del tipo de cambio de depreciación de la moneda local.

- Posición neutra: activos igual a pasivos y pueden darse los siguientes casos:

Sin riesgo: cuando la fecha de vencimiento de activos y pasivos es la misma.

Con riesgo: el vencimiento de los activos es posterior a los pasivos, por lo que se mantiene una posición larga, por el contrario, si los activos vencen con anterioridad a los pasivos existe una posición corta. Este riesgo no sólo afecta a aquellos agentes que operan con monedas extranjeras. Martínez y Martínez (2002) clasifican los siguientes tipos de riesgo de cambio:

Riesgo contable: aparece en agentes que presentan su información contable en moneda distinta a la que operan. También lo encontramos presente cuando se utilizan distintas monedas para elaborar los estados financieros consolidados (riesgo de consolidación).

Riesgo económico: aparece en agentes que mantienen posiciones en su información contable con moneda distinta a la habitual y que puede conducir a error al elaborar las cuentas anuales.

Riesgo transaccional: aparece en todas las operaciones que impliquen cobros y pagos en moneda extranjera y de los cuales no se haya completado el mismo. Estas operaciones mientras sigan sin vencer se encuentran expuestas al riesgo derivado de la cotización de la moneda, afectando a su valoración y al éxito de la misma. Presente en exportaciones, importaciones, entre otros.

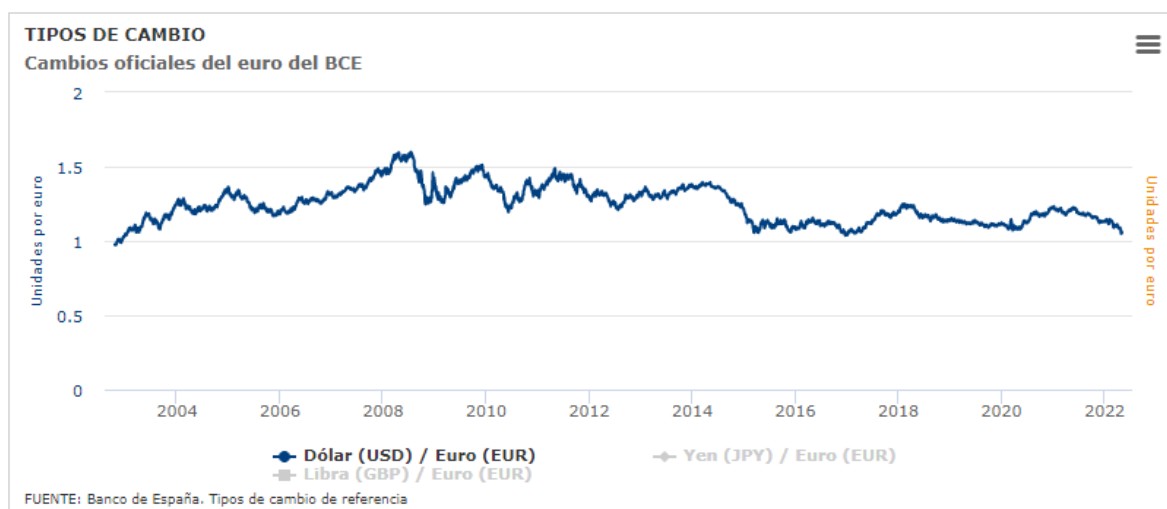
3.4 Situación actual EUR/USD

A continuación, se estudiará la evolución histórica, hasta el momento actual, de la cotización EUR/USD, teniendo en cuenta que se trata de las divisas con mayor volumen de transacciones, más líquidas y sólidas del mercado. Son distintas las variables que influyen en la evolución de los precios de una moneda, según Domeque (2001), serían las que afectan tanto a las operaciones de la balanza por cuenta corriente, como las que afectan a la balanza por cuenta financiera, entre los que destacamos el diferencial de precios entre los distintos países, el nivel de renta doméstico y exterior junto con los tipos de interés nacional y extranjero, por último, rentabilidad esperada nacional y extranjera.

Para el estudio de la cotización EUR/USD hay que tener en cuenta que se encuentra sometido

a un tipo de cambio libre, es decir, están expuestos a la volatilidad del mercado con la excepción de que los gobiernos pueden intervenir la moneda un máximo de 3 veces cada 6 meses, por lo que las oscilaciones de las variables que afectan tanto a la balanza por cuenta corriente como por cuenta financiera son las que producirán los cambios en las tendencias de oferta y demanda repercutiendo directamente en las cotizaciones del tipo de cambio.

Figura 3. Evolución histórica de la cotización EUR/USD por año, desde su creación en el 2002 hasta la actualidad 2022.



Nota: El gráfico muestra la evolución histórica en la cotización de la divisa EUR/USD desde el 2002 a la actualidad. Tomado de los datos que coge el banco de España facilitados por el BCE para elaborar las estadísticas anuales sobre las distintas cotizaciones del euro para cada mercado. (BDE), 2022: https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/te_tiposcam.html.

Desde que se instauró el Euro de forma definitiva el 1 de enero de 2002 su evolución en la cotización respecto al dólar ha ido variando, su primera cotización fue de 1 Euro por 0,9038 dólares americanos. Desde el principio se observa claramente una tendencia alcista o apreciación del Euro frente al Dólar esta tendencia se produjo debido a la fragilidad que estaba presentando el dólar frente al resto de divisas, además de noticias muy contradictorias respecto a la situación de la economía americana la cual se encontraba avanzando muy lentamente, EEUU contaba con el mayor porcentaje de desempleo jamás registrado en el país, una baja inflación que contenía el crecimiento económico, además el gobierno dirigido por el entonces presidente G. Bush, proponía la bajada de impuestos que no compensaba el déficit fiscal que mostraba la FED junto a la posible guerra con Irak que estaba a punto de suceder comenzando

en 2003 y dando fin en 2011, eventos que provocaron la desconfianza de los inversores en la economía americana, provocó cierres de posiciones de grandes inversores en renta fija americana resultando una mayor depreciación de la moneda además, los intereses del dinero se situaban en el 1,25% muy poco atractivos en comparación a los que ofrecía la zona euro, factores que determinaban una apreciación de la moneda europea frente a la norteamericana.

Fue en 2005 cuando la FED, dirigida por Alan Greenspan, realizó una subida de los tipos por encima de los de la UE, alrededor del 3,25% consiguiendo así igualar los tipos previos a los atentados producidos en 2001, incentivando la inversión, esa política adoptada por EEUU junto con la recesión institucional en la que se encontraba la UE tras el rechazo producido al proyecto de Constitución Europea y los tipos de interés poco atractivos del momento produjo la caída del euro frente al dólar. A finales de este año, el euro volvió a iniciar un momento de apreciación, cotizando, en el que hasta hoy ha sido su techo, el 22 de abril del año 2008 en los 1.5991 EURO/USD. Esta cotización histórica tuvo como causa principal la explosión de las hipotecas subprime, que finalizaría en una crisis financiera sistémica a nivel mundial, entre los motivos principales de la crisis iniciada en EEUU encontramos el excesivo apalancamiento de las entidades financieras, junto con el elevado endeudamiento de particulares y empresas además de una limitada regulación de las entidades financieras. El inicio fue provocado por los bancos de inversión quienes creaban derivados financieros comercializados a posteriori por bancos comerciales que los introducían en el mercado como obligaciones y cuya garantía recaía sobre los prestatarios de hipotecas. Este entramado financiero se extendió rápidamente por todo el mundo, dando lugar a repetidas reestructuraciones de activos que hacían prácticamente imposible el trabajo de las agencias de rating para clasificarlos según su nivel de riesgo.

Este modelo generó enormes beneficios, contribuyendo al inaguantable crecimiento económico. Esta burbuja se sobrealimentó por los elevados niveles de ahorro de economías emergentes que focalizaron la entrada de flujos de capital al mercado americano, aumentando el déficit de la balanza de pagos, además un gran porcentaje de esta inversión acababa en el mercado inmobiliario, por lo que todo el sistema se basaba en que los estadounidenses hicieran frente al pago de sus préstamos hipotecarios y de que el precio de su vivienda no cayese, puesto que en muchos casos estos préstamos se concedían a prestatarios con dudosa capacidad de pago, por lo que su única forma de hacerse cargo de la deuda era refinanciando la misma contra el incremento de valor en el precio de sus viviendas.

Análisis del mercado forward para divisas

La explosión de la burbuja junto a las primeras bancarrotas procedentes del mercado subprime en el año 2007, provocaron la desconfianza en la economía americana lo que generó una ocasión para la UE y en este caso para el euro como moneda de reserva lo que se tradujo en una apreciación en la cotización euro/dólar.

Lo que parecía una crisis centralizada en el país norteamericano pronto demostró que sería solo el inicio de una crisis mundial puesto que con la ruina de Lehman Brothers, se logró un nivel superior en la crisis, afectando a nivel mundial dadas sus posiciones, además de producir incalculables pérdidas para el mercado monetario a corto plazo, el cual utilizaban todas las empresas para financiar sus operaciones a corto. La quiebra de Lehman Brothers también dejó sin liquidez el mercado interbancario, dando lugar a volatilidades hasta ese momento nunca registradas. En este momento se produce un efecto dominó, que alcanzó a Europa con quiebras bancarias, hasta ese momento nunca registradas, en Reino Unido y Alemania, entre otras. Por lo que según caía el precio de activos inmobiliarios y demás derivados financieros relacionados al mismo mercado, aumentaban las obligaciones de las entidades financieras que se encontraban muy endeudadas y con poco capital disponible, por lo que tomaron la decisión de vender parte de sus títulos de deuda lo que produjo que el mercado tuviera un elevado porcentaje de oferta, provocando la caída, aún más, de los precios, aumentando las pérdidas. Esta situación de desapalancamiento y descapitalización era incontrolable y global, que solo podía ser contenida por una intervención de los organismos públicos.

Las políticas monetarias ejecutadas por el BCE y la FED fueron por sendas distintas, la crisis de los EEUU afectó de lleno a la Unión Europea, lo que se trasladó en depreciación para el cruce de moneda, sería a principios del 2009 cuando el euro volvió a remontar entre otros motivos por la flexibilización en los criterios de Maastricht para la adhesión de estados a la UE, esto fue solo momentáneo ya que poco más tarde estalló la crisis de deuda soberana de Grecia, la cual fue una de las cuatro primeras crisis de deuda que tuvo la eurozona, esta primera crisis y el rumor de Estados miembros de la UE que se encontraban al borde del colapso provocó la desconfianza de inversores en los mercados financieros que se reflejó en las retiradas de sus posiciones, haciendo caer la cotización del euro.

En este momento el BCE se enfrentaba al objetivo de contener la inflación, por lo que inició políticas monetarias restrictivas, entre ellas, las subidas de tipos de interés para incentivar el ahorro, disminuir el gasto y con ello el precio del consumo, por el contrario, la FED tomó

Análisis del mercado forward para divisas

medidas expansivas reduciendo los tipos de interés para provocar el impulso de la economía americana. Sin embargo, la bajada que experimentó el euro se produjo tras las declaraciones, por aquel entonces, del presidente del BCE, quien afirmó que los niveles de tipos alcanzados en la Unión Europea eran suficientes para contener la inflación, alejando cualquier especulación sobre subida en los tipos. Además, se produjo la disminución del precio de materias básicas, lo que favoreció a una apreciación del dólar. Desde entonces, comenzó un periodo de constantes apreciaciones y depreciaciones en el tipo de cambio. Una de las situaciones más destacables en la historia del euro, fue cuando la eurozona mostraba una elevada deuda soberana, manteniendo los países la prima de riesgo disparada, como resultado del miedo que trasladaba a los inversores la situación de países como España o Italia, además de las serias dudas que se planteaban en el exterior sobre la supervivencia del euro, en este momento apareció Mario Draghi, defensor del euro y presidente del BCE en aquel entonces y pronunció su frase célebre “El BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro, y créanme, que será suficiente”, palabras suficientes en ese momento para contener esa caída del euro y provocar de nuevo una apreciación en la cotización situándolo a niveles de 1.40\$ en marzo de 2014.

Desde entonces, se ha vuelto a producir una depreciación en la cotización que relaciona al par de monedas, hasta los actuales de junio de 2022 situándolo alrededor del 1.07 dólares/euro. Esto se ha debido principalmente a la deflación de la zona euro. Como ya hemos expuesto anteriormente, la misión principal del BCE es la estabilidad de los precios, y este cometido se ha visto en riesgo al encontrarse en los últimos años en niveles muy próximos a 0, llegando a alcanzar números negativos, tendencia desde el 2015 hasta 2021. La necesidad de estimular la economía durante ese periodo llevó a la imposición de políticas expansivas, convencionales y no convencionales, entre las que se encontraban situar los tipos de interés entorno del 0%, lo muestra la evolución del Euribor que desde el 2008 ha seguido una tendencia bajista alcanzado el tipo mínimo histórico en diciembre de 2021 situándose en el -0,502%. Por aquel entonces, el BCE se encontraba en la obligación de alejar la deflación, por lo que el BCE adoptó alguna de estas medidas no convencionales, entre ellas abordar el mercado de efectivo para los bancos tradicionales y a tipos de interés bajo. El principal objetivo era aportar liquidez a los bancos para que pudieran prestar dinero, incentivando a la economía aumentando el consumo y la inversión. Como marca la ley oferta/demanda, al inundarse el mercado de euros, su precio cayó, tal y como se reflejó en la tendencia para la cotización EUR/USD, alcanzando los niveles más bajos desde el 2003.

Análisis del mercado forward para divisas

Entre esas medidas adoptadas por los bancos centrales de cada país encontramos el denominado QE (Quantitative Easing), se trata de un programa de estímulo para la economía cuya función principal era la compra, mayoritariamente de deuda pública, a modo inversión, pero también de otros activos garantizados como préstamos hipotecarios.

Entre los objetivos que se pretenden con estos programas de estímulo es, por un lado, aumentar la demanda ante la elevada oferta, lo que provoca una bajada en la rentabilidad y aumento en el precio y, por otro lado, al aumentar el precio de la deuda conseguimos que otros activos, como acciones o deudas de empresas, sean más económicos y se vuelvan más atractivos para el inversor.

Los efectos directos que provoca en la economía es que los bonos emitidos por el sector privado son más rentables que la deuda de Estado, lo que provoca que la inversión se canalice hacia el sector privado, facilitando la financiación del mismo, además, en muchas ocasiones provoca la depreciación de la moneda local, haciendo más atractivas las exportaciones del país. En contraparte, esa depreciación puede generar un aumento de los precios, al volverse más caras las importaciones, derivando en una mayor inflación y pérdida de poder adquisitivo de la población local.

EEUU inició este programa en el 2015, aportando billones de dólares a la economía, más tarde se iniciaría en la eurozona, sería en el 2016, con el objetivo de situar la inflación en torno al 2% de tal manera que se garantizase el crecimiento económico.

La consecuencia inmediata de estas decisiones macroeconómicas fue la caída en la cotización EUR/USD que llegó a rozar los valores más bajos a este momento registrados cercanos al 1,08 EUR/USD, esta depreciación del euro supuso un aumento en las exportaciones para la UE, por el contrario, para EEUU se redujeron las mismas afectando directamente sobre su PIB. Esta situación se mantuvo en el tiempo, entre otros factores, por las distintas medidas adoptadas entre el BCE y la FED, por un lado la zona euro mantuvo los tipos en 0% (incluso negativos) incentivando la inversión y el consumo, teniendo en cuenta que la inflación se mantuvo en valores inferiores al 2%, por otro lado la FED mantuvo un incremento constante de los tipos, entre otros factores porque el euro se volvió a apreciar en relación al dólar, beneficiando a su recuperación económica y el de las principales empresas exportadoras del país.

Una cuestión importante sería analizar el entorno actual para especular sobre un futuro próximo con la cotización EURO/USD, por lo que pasaremos a explicar por un lado las teorías de formación de precios junto con las variables que afectan a las cotizaciones, además de las herramientas que pueden adoptar los agentes comerciales para protegerse de las volatilidades que surgen en los tipos de cambio de divisas.

3.5 Análisis futuro tipo de cambio EUR/USD: Teorías formación precios

Para realizar un análisis del futuro en la cotización EUR/USD tenemos que conocer las variables que afectan al mismo, además de conocer la finalidad de las divisas en el sistema monetario. Podemos afirmar que el cometido de las divisas es su utilización como medio de cambio, unidad de medida y, por último, como reserva de valor. Pero estos cometidos quedarían en vano si los países que utilizan las divisas no generan confianza al exterior en materia política, así como en transparencia, claridad, solvencia y funcionamiento del sistema financiero, si por el contrario el país emisor de la moneda no genera dicha confianza, esto afectaría negativamente a su tipo de cambio.

El tipo de cambio está sometido a la acción de distintas variables que influyen en su evolución, con el estudio de dichas variables podemos predecir la evolución futura de la cotización de la divisa, destacamos:

-Tipos de interés: hace referencia al interés de una moneda respecto a otra, se traduce en que si un país sube sus tipos de interés incentivará la inversión de agentes que quieran productos financieros en esa moneda por lo que tendrán que adquirir la moneda local, aumentando su tipo de cambio en relación a otras divisas.

-Inflación: una inflación elevada reduce la capacidad de pago de los consumidores, lo que deriva en una caída de la demanda y por consecuencia, una disminución en el precio de una moneda.

-Mercado activos financieros: un aumento excesivo de la oferta de activos, si no es compensada con una elevada demanda, depreciará el valor de la moneda en la que se encuentren referenciados.

Análisis del mercado forward para divisas

-Recursos del país: un incremento de los recursos propios, así como de la riqueza del mismo, producirá una apreciación en la moneda local.

-Comercio: un aumento de las exportaciones del país, si deriva en déficit de la balanza comercial, repercutirá en una depreciación de la moneda local.

Otros factores importantes que nos ayudarán a entender la evolución de los precios son las teorías de formación de los mismos, pero para ello tenemos que definir y diferenciar previamente que es el tipo de interés nominal y en qué se diferencia del tipo de interés real.

Tipo interés nominal, es el que ofrece el mercado y repercute en agentes que contratan préstamos, es decir, el tipo que se aplica para calcular los intereses que hay que pagar por pedir prestado y, por otro lado, el que reciben los agentes por sus depósitos en el banco, es decir, los rendimientos que se obtienen de los ahorros.

Tipo interés real, es el tipo de interés que afecta directamente al poder adquisitivo de los agentes del mercado, ya que se obtiene de la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación, se entiende que en escenarios económicos donde la inflación se encuentre por encima de los tipos interés nominal resulta un tipo de interés real negativo y por tanto una pérdida del poder adquisitivo.

Hay que tener en cuenta que las expectativas e incertidumbre que pueden generarse en los inversores frente a cambios en los factores anteriormente comentados pueden crear incertidumbre en sus futuras inversiones pudiendo caer la demanda de la misma y, por tanto, una depreciación de la moneda. A continuación, se estudiarán las distintas teorías de formación para los tipos de interés y precios, las cuales están fundamentadas en los cambios producidos en la oferta/demanda debido al comercio internacional, operaciones de especulación y arbitraje y, por último, en las inversiones realizadas al extranjero:

-Teoría de la paridad de los tipos de interés, fundamenta que la rentabilidad que obtiene un agente de sus inversiones debe ser igual en su país nacional que en cualquier país extranjero confirmando la relación entre los tipos de cambio a plazo con las variaciones producidas en los tipos de interés, es decir, la diferencia entre la cotización spot de una moneda y la tasa forward

Análisis del mercado forward para divisas

de dicha moneda depende de los tipos de interés de dichos países, de tal manera que la diferencia de los tipos de interés entre ambos países es igual a la diferencia entre los tipos de cambio actuales y futuros. Teoría que limita el arbitraje y resume que si los tipos de interés de dos países son distintos a largo plazo se depreciará la moneda del país que tenga los mayores intereses.

-Teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), fundamenta que el precio o coste de la vida para servicios o bienes iguales debe ser el mismo entre dos países distintos. Tiene en cuenta el tipo de cambio al contado con la inflación del país, ya que una elevada inflación repercute en una depreciación de la moneda. Encontramos la PPA absoluta, afirma que el precio de un mismo producto en distintos países debe ser idéntico, independiente de la moneda empleada o de las barreras comerciales que pueden existir como aranceles o costes de logística entre otros, factores que facilitan la diferencia de precio entre países, por otro lado, la PPA relativa afirma que la volatilidad de los tipos de cambio depende de la tasa esperada de inflación por lo que si se espera una inflación elevada la moneda del país se depreciará encareciendo el coste del producto. Como ejemplo podemos suponer que el precio de un litro de leche en España es de 1,20€/L si el tipo de cambio EUR/USD es de 1,02 €/€ el litro de leche en EEUU deberá suponer un desembolso de 1,224 \$ y si el tipo de cambio EUR/CHF es de 0,97 €/Fr el litro de leche en Suiza supondrá un desembolso de 1,164 Fr.

-Teoría de las expectativas, afirma que, si no existiese el riesgo derivado del tipo de cambio o este no afectase a los inversores, el tipo de cambio forward dependerá de las expectativas de futuro de dichos agentes intervinientes en el mercado.

-Teoría de Fisher, elaborada por el economista estadounidense Irving Fisher plantea dos posibilidades ambas vinculadas a la inflación del país, es por ello que la primera conocida como teoría cerrada confirma que, a largo plazo, un aumento de la inflación produce un aumento del interés nominal, por el contrario, una disminución de la inflación reducirá los tipos de interés nominal. Por otro lado, Fisher presenta la teoría abierta, donde afirma que la rentabilidad que consigue un inversor en un país, a largo plazo, debe ser la misma que pueda conseguir en otro país, en otras palabras, el país que presente tipo de interés elevados tenderá a disminuir la cotización de su moneda y el país que ofrezca intereses bajos tenderá a aumentar la cotización

de su moneda, con lo que la rentabilidad que obtiene el inversor en los distintos países tenderá a igualarse.

Una vez analizadas las distintas teorías que afectan a la formación de precios se plantea una cuestión importante y sería analizar el entorno actual para especular sobre el futuro próximo con la cotización EURO/USD, aunque la situación es muy incierta, todo indica que, a corto plazo, la cotización seguirá estando más cerca de la paridad, aunque nos encontramos ante la inflación más elevada de los últimos cuarenta años, consecuencia entre otros, por la bajada en los intereses para estimular la economía como respuesta a la crisis económica y sanitaria producida por el COVID-19 y de otros factores económicos y no económicos como la guerra entre Rusia y Ucrania que ha provocado, no solo una crisis humanitaria, si no el encarecimiento de la energía o productos de primera necesidad los cuales han repercutido directamente sobre la inflación al producirse una gran escasez energética que ha repercutido en el precio de las mismas. Es por ello, que a corto plazo se espera que la cotización siga más cerca de la paridad, sobre todo por la duración en el tiempo de la guerra en Ucrania y, por otro lado, las medidas que sigue adoptando China para erradicar el virus del COVID-19, donde no han asumido la convivencia con el virus, si no que buscan erradicarlo, lo que les ha conducido y les sigue conduciendo a situaciones de confinamiento y cierre temporal de empresas, afectando negativamente a la economía mundial. Aunque resulta favorable una apreciación del euro, entre otros motivos por la desconfianza que ha transmitido el dólar como activo refugio resultado del cambio en la presidencia del país y el encarecimiento en el gasto de los presupuestos que tendrá que afrontar el actual presidente, Joe Biden, junto a ello se espera que la economía americana se ralentice, debido a las fuertes medidas tomadas por la FED con el encarecimiento de los tipos. Por otro lado, se espera que el BCE adopte medidas reales que refuercen el euro, medidas que vayan en la línea de contener y reducir la inflación, por lo que se esperan políticas restrictivas que ya han empezado a ponerse en marcha, una de ellas la subida en los tipos de interés, el BCE ha pasado de un Euribor del 0% e incluso negativo desde el 2016 ha revertir dicha situación y ponerlo en porcentajes positivos, con una media del último mes de julio de 2022 cercano al 1%, muy lejos de la gran subida realizada por la FED, con ello pretenden frenar el gasto y por tanto, producir una bajada del nivel de los precios, en contrapartida se produce una bajada en el PIB y mayor desempleo, aunque recordemos que estos últimos problemas, a diferencia de la FED, no es uno de los objetivos del BCE, cuyo objetivo principal es el de adoptar políticas monetarias que mantengan la inflación en su punto óptimo del 2% anual, por

otro lado, hay muchos países de la UE que se encuentran con las primas de riesgo disparadas, por lo que el BCE tendría que inyectarles dinero con la compra de bonos para contener esa tendencia, dos situaciones contradictorias donde el BCE tendrá que buscar el equilibrio. Aun así, este pronóstico se espera a medio plazo, puesto que, a corto plazo, EEUU se encuentra menos afectado por la guerra en Ucrania, entre los motivos destacar que no tenían tanta dependencia de la energía rusa, al contrario que Europa donde la más afectada va a ser Alemania y la escasez en la oferta junto a una elevada demanda repercutirá en el incremento del precio de la misma. Aunque la FED ya ha endurecido el tono, en el país se mantienen niveles óptimos de empleo que proporcionan soporte al PIB, a pesar de ello han incrementado los tipos y seguirán haciéndolo con el objetivo de contener la inflación muy por encima a la subida que ha realizado el BCE, por lo que la inversión se canalizará más sobre el país americano puesto que los rendimientos que obtendrán los agentes a sus inversiones en productos financieros americanos será superior que a los europeos, a pesar de ello, en el país norteamericano se le plantea la misma lucha que en la UE y es la inminente recesión que se deja ver, debido en gran parte a un exceso de oferta por el dinero que se encuentra circulando en la economía lo que ha provocado burbujas económicas en ciertos sectores, destacando el mercado inmobiliario, a esas burbujas sumamos los problemas en la cadena de suministros de materias primas junto al encarecimiento de la energía. Basándonos en las teorías de formación de precios podemos predecir que a corto plazo la cotización EUR/USD seguirá cerca de la paridad, entre otras cosas por la subida de intereses en EEUU ha sido más pronunciada que en la UE, pero a medio y largo plazo esa medida se equilibrará y será el país que presente mayor estabilidad política y económica el que fortalezca su moneda como reserva de valor para los agentes inversores y como hemos podido comprobar EEUU se encuentra muy dividido en materia política por los dos partidos representativos del país, demócratas y republicanos, que se enfrentarán de nuevo en la urnas el próximo noviembre 2022 en las llamadas elecciones “mid term” donde una derrota del actual partido demócrata, presidido por Joe Biden, no hará más que debilitar la estabilidad del país y por tanto incrementar la desconfianza en la moneda.

Como hemos podido observar, hay muchas variables que afectan a las volatilidades del tipo de cambio, es por este motivo por el que surgen ciertas herramientas financieras para protegernos de ese riesgo y poder garantizar el éxito económico de nuestras operaciones, son los conocidos como instrumentos de cobertura cuyo objetivo principal es el de proteger las operaciones comerciales para que las empresas no pierdan competitividad, aunque también sirven como instrumentos especulativos. Por lo que un buen uso y manejo de los mismos, no solo garantiza

el éxito de la operación si no también garantiza la estabilidad de los agentes intervinientes.

4 Instrumentos de cobertura de tipos de cambio

Con la finalidad de eliminar la incertidumbre resultado de la evolución en las cotizaciones de divisas nacen los instrumentos financieros que proporcionan cobertura cuya función no es más que la de proporcionar seguridad ante estos posibles cambios.

Para el agente que necesita cubrir este tipo de riesgo en sus operaciones se le presentan varias alternativas, todas ellas relacionadas con la contratación de un producto derivado, que se denomina así ya que su valor “deriva” de otro activo denominado “activo subyacente”, De Lara (2005) informa que se trata instrumentos financieros, generalmente contratos, donde ambas partes asumen el compromiso de vender o comprar, a fecha diferida, un determinado activo (activo subyacente) a un precio establecido en el momento de la negociación. Tras la encuesta realizada, durante el 2009, por el International Swaps & Derivatives Association (ISDA, Number 2, 2009), afirma que el 94% de las empresas que más ingresos tenían a nivel mundial utilizaban productos derivados para la gestión del riesgo.

Los activos subyacentes pueden ser acciones, materias primas, divisas, tipos de interés...etc. Por último, hay que tener en cuenta que los derivados son un producto de riesgo elevado, ya que se encuentran muy expuestos al efecto del apalancamiento, debido a que la ejecución del contrato se producirá en una fecha futura lo que permite que no sea necesario en el momento de contratación contar con la totalidad de los fondos hasta la fecha de vencimiento. Por lo que inversores pueden realizar operaciones, ya sean de cobertura o puramente especulativas, sin necesidad de tener la totalidad de la inversión en el momento inicial maximizando los rendimientos futuros, pero se trata de un arma de doble filo puesto que, si los rendimientos son negativos, las pérdidas también son mayores. Los derivados son utilizados tanto para operaciones de cobertura, de arbitraje o puramente especulativas.

Destacamos los siguientes:

-Forward.

-Opciones.

4.1 Forward

Contrato en el que dos agentes asumen el compromiso de compra/venta de un activo para una fecha posterior a un precio fijado en el momento presente. Lo más habitual son contratos forward de exportación (vender divisa extranjera para convertirla a la moneda doméstica) y contrato forward de importación (adquirir divisa extranjera por nuestra moneda doméstica).

Los contratos forward aseguran un tipo de cambio fijo, independiente de la evolución que tenga la cotización en el mercado, aunque al no estar regulados, existe el riesgo de incumplimiento contractual de alguna de las partes, es por este motivo que se trata de contratos muy habituales en formalizar con entidades financieras de gran solvencia.

Características principales:

-Acuerdo privado.

-Sin fianza.

-Solo hay beneficio o pérdida llegada la fecha de vencimiento.

-Es un seguro muy utilizado en operaciones con el exterior, en divisa extranjera.

-El seguro puede ser contratado tanto por el vendedor como por el comprador.

-Garantiza el precio pactado, aunque la divisa se revalorice o se deprecie.

4.2 Opciones

Son un instrumento financiero que se caracteriza por comprometer a dos partes, concediendo al contratante el derecho de llevar a cabo una transacción futura a un precio establecido previamente, pero no la obligación de ejecutarla si llegado el momento no le resulta rentable. Se puede operar con opciones tanto en mercados organizados como en mercados “over the counter” y pueden ser de venta (puts) o de compra (calls). Operativamente el contrato de opciones consiste en que la parte contratante abona una prima (o precio de la opción) al vendedor, por el contrario, el comprador recibe el derecho de ejercitar la opción o no

Análisis del mercado forward para divisas

(dependerá del precio de ejercicio de la opción y del valor del activo subyacente en el momento de ejercitar el derecho). El vendedor adquiere la obligación de comprar o vender el activo subyacente si el comprador decide ejercitar su derecho, en la siguiente tabla resumimos la operativa y a qué beneficios o pérdidas se enfrentan los distintos contratantes:

Tabla 1. Diferencias entre compra o venta de opciones.

	CALL(COMPRA)	PUT (VENTA)	BENEFICIO	PÉRDIDA
COMPRADOR	Derecho a comprar, desembolso de la prima	Derecho a la venta, desembolsa la prima	Sin límite	Limitado al desembolso de la prima
VENDEDOR	Obligación de vender, recibe prima	Obligación de comprar, recibe la prima	Reducido a la prima cobrada	Sin límite

Nota: Tabla resumen de los beneficios y pérdidas a los que se enfrenta cada agente dependiendo de su posición vendedora o compradora cuando opera con opciones. Fuente: elaboración propia.

Las opciones son un buen instrumento para todas aquellas operaciones financieras o no financieras que impliquen cobros o pagos en el futuro, ya sean realizadas por motivos de cobertura, especulativas o de arbitraje. Toda opción puede ser vendida o cancelada anticipadamente, en este último caso, se producirá una liquidación positiva o negativa para el comprador del derecho. Para los casos en los que se espera una apreciación del activo subyacente, el agente contratante optará por una opción de compra call, por el contrario, si se espera una depreciación del activo subyacente se optará por la opción de venta put.

4.3 Diferencias básicas entre forward y opciones

Comparativa de los distintos productos derivados.

Tabla 2. Diferencias de cada producto derivado.

	OPCIONES	FORWARD
MERCADO	Organizado/OTC	<i>OTC</i>
OBJETO	Obliga a vendedor y comprador derecho ,pero no obligación, a ejecutar	Obliga a comprador y vendedor
VENCIMIENTO	Estándar	Según transacción
GARANTÍA	Comprador paga prima y el vendedor aporta margen e incluso activo subyacente	No existen
CUMPLIMIENTO	Entrega por diferencias o cancelación anticipada cuando el comprador se encuentra en posición larga	Mediante la entrega por diferencias

Nota: Tabla que muestra las diferencias básicas entre cada instrumento derivado. Fuente: elaboración propia.

5 Ejemplo práctico

Una vez estudiados los instrumentos de cobertura que nos facilita el mercado se va a analizar mediante un ejemplo práctico la importancia de dichos mecanismos en operaciones de cobertura. Se analizará desde el punto de vista importador y emplearemos un contrato forward y otro de opciones para cubrir el posible riesgo en la variación del tipo de cambio y así decidir cuál conviene más, en cuanto a binomio riesgo/rentabilidad.

5.1 Caso de estudio

Una empresa cartagenera dedicada a la importación y venta de productos de droguería y relacionada con el sector servicios, a partir de ahora “X”, va a adquirir stock de nuevos productos por un valor actual de 50.000\$, fecha 9 de junio de 2022, a su proveedor habitual situado en Norteamérica. Dada la fidelidad de nuestra empresa “X” con su proveedor, este le

Análisis del mercado forward para divisas

ofrece distintas posibilidades para efectuar el pago, los plazos que maneja nuestra empresa para cobrar de sus clientes oscilan entre 30 y 60 días, es por ello que, para evitar tensiones de cash flow, deciden adquirir el material hoy al precio de 50.000\$ y hacerlo efectivo en 90 días.

A fechas 9 de junio de 2022, el tipo de cambio spot EUR/USD es de 1,0717 EUR/USD por lo que el material le costaría a nuestra empresa “X” un total 46.654,84€, la empresa adquiere el material en el momento actual sin apalancar el disponible hasta dentro 3 meses.

Los expertos pronostican una apreciación del euro frente al dólar a corto plazo, lo que significa que dentro de noventa días el material adquirido por nuestra empresa será más económico, no obstante, hemos podido observar la cantidad de factores que afectan al mercado de divisas y en vista de la situación actual de la economía y las volatilidades que afectan al mercado, la empresa se plantea varias posibilidades para cubrir los riesgos derivados del tipo de cambio, por un lado puede asegurar el tipo al que hará efectivo el pago en 3 meses mediante un contrato forward o, por otro lado, puede cerrar el tipo máximo al que pagará la divisa dejando abierta la posibilidad de beneficiarse de una apreciación del euro, afectando directamente al tipo de cambio y pagando un importe inferior a los 46.654,84€, mediante un contrato de opciones. El director financiero de la empresa realiza un análisis del mercado FOREX para tratar de anticiparse a la evolución en el tipo de cambio.

Se plantean distintos escenarios de aquí a 90 días:

Escenario 1, el tipo de cambio EUR/USD se mantiene igual o inferior al 1,0743 EUR/USD.

Escenario 2, se aprecia el euro frente al dólar

Para anticiparse a la situación y cubrirse ante los posibles escenarios desfavorables que podría darse en la cotización EUR/USD estudia las distintas posibilidades del mercado, primero acude a su entidad bancaria habitual y cierra un contrato forward con vencimiento noventa días.

Su entidad hace el cálculo para ofrecerle el forward a plazo, teniendo en cuenta el tipo spot de 1,0717 EUR/USD, operativamente la entidad bancaria pide prestados 53.585€ (50.000€x1,0717) por los que asume unos gastos en concepto de intereses del 4% que ascienden a 535,85€, paralelamente la entidad bancaria invierte 50.000\$ al 3% en activos de renta fija americana con vencimiento 90 días por los que recibe una rentabilidad de 375\$ para

Análisis del mercado forward para divisas

calcular el tipo forward que le ofrece a nuestra empresa “X” la entidad bancaria tiene en cuenta los gastos que asume y los rendimientos que obtiene por ambos depósitos, resultando un tipo de cambio del $(53.585+535,85)€/50.375\$=1,0743$ EUR/USD.

Por tanto, la entidad ofrece a nuestra empresa cartagenera cerrar un tipo de cambio fijo a 90 días del 1,0743 EUR/USD, de esta manera nuestra entidad puede provisionar el gasto futuro que asciende a 46.541,93€, como hemos dicho anteriormente, esto se debe al estudio de análisis de mercado que espera una apreciación del euro frente al dólar.

Por otro lado, se plantea la situación de realizar un contrato de opciones al tipo de cambio forward, teniendo el derecho, pero no la obligación de ejecutar la opción por lo que si el tipo de cambio se apreciara a un tipo ventajoso nos beneficiaríamos del tipo spot de ese momento asumiendo el pago de la prima.

Las condiciones del contrato de opciones pactan un tipo de cambio del 1,0743€/USD y el pago de una prima anticipada como garantía, esta prima es de 0,02€ por lo que el comprador abona un total de 1.000€ anticipadamente.

De esta forma si el tipo de cambio sufre una depreciación en la cotización del euro, nuestra empresa ejecutará el contrato de opción por el que como máximo asumirá el tipo pactado del 1,0743EUR/USD más la prima de 1.000€ resultando un montante final de 47.541,93€. Por otro lado, si el tipo de cambio fuese superior al 1,0743 EUR/USD, nuestra empresa cartagenera optaría por no ejecutar el contrato de opciones, aplicando el tipo spot del momento más los 1.000€ en concepto de prima.

Tabla 3. Coste de las materias primas y del tipo de cambio aplicado

TIPO DE CAMBIO	FORWARD	OPCIONES
1,0717 EUR/USD	46.541,93€	47.541,93€
1.0743 EUR/USD	46.541,93€	47.541,93€
1.09788 EUR/USD	46.541,93€	46.541,93€
>1.0978 EUR/USD	46.541,93€	<46.541,93€

Nota: Resumen de la evolución del precio a pagar en función del instrumento contratado y del tipo de cambio a pagar. Fuente: elaboración propia.

Tal y como se observa en la tabla, la empresa se planteará qué instrumento contratar en función de los riesgos que quiere asumir y la rentabilidad que puede obtener, mediante el contrato forward asegura el tipo de cambio, de tal manera que las futuras oscilaciones en la cotización, tanto beneficiosas como perjudiciales no le afectarán, por otro lado con el contrato de opciones existe la posibilidad que ante una apreciación del euro pueda beneficiarse de un tipo de cambio más beneficioso, dando como resultado una operación más rentable, en contraposición para un supuesto en el que tenga que ejecutar el contrato de opciones por una depreciación en la cotización EURO/USD la operación sería más costosa con un contrato de opciones que con un contrato forward.

Teniendo en cuenta los posibles escenarios, la empresa tendría que especular, al esperarse una apreciación del euro frente al dólar, quizás sería más apropiado el contrato de opciones para dejar la puerta abierta en el caso de una apreciación del euro, puesto que si se diese la situación de que el euro se depreciara tendría que asumir únicamente un sobrecoste de 1.000€ teniendo en cuenta que el beneficio puede ser ilimitado, por otro lado, si no se cumpliesen las previsiones de apreciación para la moneda local sería más rentable un contrato forward.

6 Conclusión

Tras el estudio realizado sobre la evolución de la cotización para el tipo de cambio EUR/USD los datos nos indican que nos encontremos a las puertas de una recesión económica, situación que influye en elevadas volatilidades, caracterizando al mercado de una gran inestabilidad. Hemos analizado la gran cantidad de acontecimientos macroeconómicos que pueden influir a los mismos y como las políticas adoptadas por cada organismo central influyen en el comportamiento de las cotizaciones, es por ello que las empresas no pueden exponer el éxito de sus operaciones comerciales a situaciones que no pueden controlar por lo que hemos comprobado la importancia de planificar cada operación comercial cubriendo los riesgos del tipo de cambio con los instrumentos que ofrece el mercado. Para nuestro caso práctico hemos podido estudiar como emplear cada instrumento para dotar de la mayor protección posible nuestras operaciones comerciales y así poder garantizar la mayor rentabilidad.

Hay que tener en cuenta que la zona euro se encuentra en un punto de inflexión y que unas decisiones acertadas por parte de nuestros organismos centrales podrán encauzar de la mejor manera posible la futura recesión que pronostican los expertos, aun así, se espera que el euro

Análisis del mercado forward para divisas

vuelvo a apreciarse frente al dólar lo que afectará de manera positiva a las importaciones, este pronóstico se traslada en el tipo de cambio forward que a noventa días cotiza un mejor tipo que el spot a fecha 9 de junio.

Como se ha podido comprobar, ambas alternativas estudiadas para cubrir el riesgo derivado del tipo de cambio resultan favorables a noventa días en comparación con el tipo spot debido a ese pronóstico alcista pero si lo que buscamos es la máxima rentabilidad serían las opciones el instrumento que mejor se adapta, al tener el derecho pero no la obligación de ejecutarlas por el contrario el forward nos cierra las puertas de ese posible beneficio ante un repunte del euro frente al dólar, aunque menor pérdida en caso de depreciación. Por lo que sería lógico que, haciendo caso de los pronósticos de apreciación del euro frente al dólar, se realizase un contrato de opciones como mejor alternativa para cubrir los riesgos de la operación, estableciendo un suelo ante posibles pérdidas y no limitando las ganancias potenciales.

Referencias

- Bank for International Settlements (2019). *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter Derivatives Markets in 2019*. <https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm>.
- De Lara, A (2005). *Productos Financieros Derivados: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos*. Ed. Limusa.
- Domeque, N. (2001). La cotización dólar-euro: su evolución y sus causas. *Acciones e Investigaciones Sociales*. https://doi.org/10.26754/ojs_ais/200113207.
- International Monetary Fund (2014). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>
- International Swaps and Derivatives Association (2009). ISDA Derivatives Usage Survey. Number 2, 2009. <https://www.isda.org/a/SSiDE/isda-research-notes2.pdf>.
- López, I (s.f). *Diccionario económico Expansión*. Consultado el 8 de Agosto de 2022. <https://www.expansion.com/diccionarioeconomico/riesgodeTipodecambio.html>.
- Martin, J y Trujillo, A, (2004). *Manual de Mercados Financieros*. Thomson Ediciones.
- Martínez, P y Martínez, M. (2002): *Factores determinantes de la cobertura del riesgo de tipo cambio mediante operaciones*. Universidad de Murcia
- Mascareñas, J (2005). *El tipo de cambio*. Universidad Complutense de Madrid.
- Pellicer, M (1992). *Los mercados financieros organizados en España*. Banco de España.