



Planificación y gestión financiera del riesgo de cambio (II)

Tras la **primera parte** del artículo(*), en la que se explicaban las **particularidades del mercado financiero** analizándose el tipo de cambio, en el presente trabajo se **examinan** las distintas herramientas de **cobertura del riesgo de cambio**, con el objeto de paliar los efectos que la libre **oscilación de divisas** suscita sobre la **estructura patrimonial** empresarial



Jorge Torres Quilez

Director Financiero Grupo Inmobiliario Cinco Villas

La creciente complejidad que subyace de la actual problemática comercial emanada de los mercados exteriores, conlleva en nuestro tejido empresarial a atribuir la necesidad de introducir un considerable grado de elasticidad en el establecimiento de alianzas económicas a efectos de perfilar algunas de las condiciones circunscritas bajo la casuística de toda operativa internacional. Diferencias idiomáticas, diversidad en materia legislativa, sistemas dinerarios exclusivos, costumbres opuestas y hábitos divergentes, desconocimiento mutuo entre contratantes, y consideraciones de riesgo país, condicionan la elección del medio de pago a instrumentar, el establecimiento del precio y condiciones de entrega, así como la designación de la divisa en la que canalizar los fondos derivados. Analizando estas referencias, nuestra estructura empresarial ha decidido, desde hace ya algún tiempo, proyectarse hacia la atractiva hazaña de liberalizar su sector exterior, estableciendo todo tipo de transacciones operativas con el resto del mundo, eliminando cualquier categoría de fronteras y restricciones comerciales, y desarrollando sólidos posicionamientos estratégicos consistentes en la implantación de diligentes procedimientos de importación y exportación.

En este concierto transfronterizo, la flexibilidad en la negociación de estipulaciones de naturaleza eminentemente financiera resulta fundamental a la hora de acometer con éxito una transacción foránea. Exhibir un mayor o menor nivel de madurez en materia de tesorería en esta modalidad de acuerdos, puede determinar la frontera entre el triunfo o el fracaso de esta tipología de operaciones. De este modo, la concesión de aplazamientos en las políticas de cobros y pagos se percibe como un elemento ineludible y determinante con el que afianzar una relación mercantil. Convenir con proveedores pagos aplazados, constituye una meritoria capacidad a la hora de ultimar un acuerdo entre los sujetos contratantes.

Bajo estos condicionantes, constituye una cuestión recurrente que la corriente real de bienes y servicios no se corresponda de forma simultánea con la corriente financiera o monetaria que de ellos se deriva, siendo tremendamente frecuente que se concedan postergaciones en la problemática de cobros y pagos. Una política financiera monopolizada en diferimientos en cobros y pagos a 30, 60, 90 ó 120 días desde la fecha de embarque, se perfila como una de las fórmulas de pago más recurridas, eliminando la liquidación al contado de la mayoría de los registros transaccionales internacionales.

Consecuentemente, en este intervalo de tiempo que transcurre entre la compra o la venta de un bien o la prestación de un servicio determinado (corriente real) y el pago o el cobro correspondiente (corriente financiera), las múltiples divisas se encuentran fluctuando soberanamente en el mayor espacio econó-

mico del mundo, el mercado de divisas, pudiendo llegar a originar una apreciable contingencia sobre el perfil patrimonial de cualquier compañía. Ante este contexto de exposición al riesgo, la dirección financiera tiene que ser capaz de instaurar entre sus directrices la identificación, cuantificación y posterior minimización de cualquier desviación cambiaria que pueda modificar y aminorar su estructura patrimonial.

FIN DE LAS PARIDADES FIJAS

Desde el ordenamiento monetario que se impuso en 1880 con el patrón oro y que terminó al estallar la primera guerra mundial, prevaleció un sistema de tipos de cambio fijos, cuyas paridades se establecían con respecto al valor del oro. Las enormes necesidades financieras a las que hubo que hacer frente únicamente pudieron cubrirse creando moneda, lo que dio lugar a excesivas devaluaciones y perturbaciones en las balanzas de pago, motivo por el que numerosos países abolieron las reglas de juego del patrón oro.

Años más tarde, la propuesta norteamericana adoptada en 1944 en la Conferencia de Bretton Woods asumía de nuevo el principio del patrón oro, creando un sistema de tipos de cambio fijos con unos márgenes de fluctuación de +/- 1%, en el que cada país miembro del FMI determinaba la paridad de su moneda con relación al oro o al dólar y se comprometía a mantener, mediante las oportunas intervenciones de su Banco Central, las variaciones del tipo de cambio dentro del margen de fluctuación establecido.

Ficha Técnica

AUTOR: Torres Quilez, Jorge

TÍTULO: Planificación y gestión financiera del riesgo de cambio (II)

FUENTE: Estrategia Financiera, nº 241. Julio-Agosto 2007

LOCALIZADOR: 55/2007

RESUMEN: Los objetivos económicos originales del Fondo Monetario Internacional (FMI) han ido evolucionando considerablemente en los últimos cincuenta años. En este lapso temporal, el Fondo ha pasado de distinguirse como un ente regulador de tipos de cambio fijos entre países desarrollados, a convertirse, en última instancia, en prestamista canalizador de fondos hacia países en desarrollo, instando a resolver desajustes en balanzas de pagos.

Bajo esta premisa, a principios de la década de 1970, el FMI se enfrentó a una crisis aguda de identidad cuando se derrumbó el sistema de Bretton-Woods, basado en el estándar dólar. Desde entonces, y de forma súbita, las principales divisas comenzaron a fluctuar libremente, quedando substancialmente reguladas por las propias fuerzas intrínsecas de oferta y demanda que afectan al mercado de divisas. En la actualidad, los precios flotan a diario originando unos volúmenes de negociación, una velocidad de contratación y una volatilidad que aumenta progresivamente, aspecto que ha dado lugar al impulso de nuevos instrumentos financieros de cobertura cambiaria, a la desregulación del mercado y a la consiguiente liberalización del comercio.

DESCRIPTORES: Comercio Exterior, riesgos, corrientes real y financiera, posición corta versus larga, riesgo de cambio, cobertura, cuenta en divisa, *forward*, derivados sobre divisas, *cash pooling*.

(*) Planificación y gestión financiera del riesgo de cambio (I). Estrategia Financiera, Nº 238, abril 2007.



En los primeros años de la década de 1970 se asistió al rápido ocaso y posterior desmoronamiento total del sistema de Bretton Woods basado en las paridades fijas. La causa principal fue la pérdida progresiva de confianza en el dólar, alimentada por los déficits crónicos en la balanza de pagos norteamericana, que redujeron considerablemente las reservas de oro federales. En este escenario, el persistente descenso en tipos de interés bastó para desencadenar una nueva y más aguda crisis del dólar en 1971. Cantidades enormes de capitales abandonaron en muy poco tiempo Estados Unidos e inundaron los mercados europeos buscando un mejor diferencial de tipos de interés, lo que obligaba a intervenir los mercados, hasta que los principales países europeos dejaron flotar indefinidamente sus monedas.

El ocaso del sistema de las paridades fijas prosiguó, de modo que en 1973 todos los países europeos con moneda fuerte y Japón, decidieron suspender sus intervenciones en los mercados de divisas dejando de existir el sistema de paridades fijas que se había establecido en Bretton Woods. Este sistema, antesala del propio Sistema Monetario Europeo, conocido popularmente como "serpiente monetaria", asumía que las divisas europeas fluctuasen al alza o a la baja conjuntamente contra el dólar. Este sistema de cambios flotantes, que se impuso por el peso de las circunstancias, y que establecía el precio de mercado en base a la confluencia entre oferta y demanda, se configuró como el punto de partida del actual riesgo de cambio.

RIESGO DE CAMBIO

Esta crisis en el Sistema Monetario Internacional, dio gradualmente lugar a la flotación cambiaria que actualmente conocemos. La diferencia existente en la cotización de una divisa desde el momento en el que se contrae una obligación de pago o se genera un derecho de cobro y el instante en el que efectivamente se materializa ese pago o se ejecuta ese cobro, puede influir de manera determinante en el margen de cualquier operación. En términos monetarios, el lapso de tiempo comprendido desde la contratación de la divisa en la fecha de operación o *dealing date*, hasta que realmente se produce el intercambio de flujos de caja en su pertinente fecha valor o *value date*, puede provocar un resultado opuesto al inicialmente previsto, como consecuencia de desviaciones no esperadas en el precio de las divisas.

Ante esta evidente manifestación de riesgo hay que tener en todo momento presente que el principal objetivo empresarial gira alrededor de una premisa asentada en la obtención de un rendimiento positivo, como consecuencia del exclusivo desarrollo de sus actividades recurrentes u ordinarias, motivo por el que el posicionamiento de la gran mayoría de las compañías va a estribar en la cobertura o eliminación de cualquier riesgo derivado de su función que pueda afectar a su crecimiento patrimonial, frente a la aceptación de dicho riesgo, lo que se traduciría en una

arriesgada especulación financiera, que podría modificar en gran medida su solvencia estructural.

POSICIONES LARGAS Y CORTAS

A nivel internacional, una empresa va a mantener posiciones abiertas en tanto en cuanto despliegue movimientos operacionales que comprometan la utilización de una divisa diferente a la doméstica, cuyas fluctuaciones pueden llegar a modificar sus estados financieros. A este respecto, se conocen como posiciones las disponibilidades (posiciones largas) u obligaciones (posiciones cortas) que se puedan sostener en los libros contables respecto a una determinada divisa, diferenciando siempre que éstas puedan ser de contado o de plazo. En este sentido, una compañía mantendrá una posición larga en una determinada divisa, cuando conserve una disposición activa en dicha divisa, de modo que sustente activos en moneda extranjera, o bien, su nivel de activos y derechos a su favor en esa divisa sea superior a su cota de pasivos y obligaciones en la indicada divisa, lo que implicará unas expectativas alcistas. De forma completamente análoga, una firma estará corta en una divisa concreta, cuando se encuentre pasiva ante esa moneda, bien conservando obligaciones y deudas en moneda extranjera, o bien, cuando el grado de estos pasivos en moneda extranjera sea superior a la cantidad de activos en la misma divisa, lo que evidentemente denotará unas expectativas bajistas.

Véanse como ilustración algunos ejemplos.

1. **Posición larga de contado:** Una empresa exportadora recibe el reembolso de una operación liquidada en dólares USA y deposita este importe en la cuenta que mantiene para esta divisa con su entidad financiera y que, por consiguiente, figurará contablemente en el activo de su balance en su epígrafe más líquido. Una característica adicional de esta posición es que atesora un sentido alcista, de manera que si se mantiene esta disponibilidad en dólares es porque puede existir una previsible posibilidad de que esta moneda se aprecie respecto a la moneda local.
2. **Posición corta de contado:** Para hacer frente al pago de una importación, se opta por tomar dinero a préstamo en la divisa de la importación, cuya cifra se contabilizará en el pasivo de nuestro balance como reflejo de la obligación asumida. Contrariamente a lo indicado en el caso anterior, esta posición mantiene un sentido bajista, ya que la decisión de asumir esta deuda en moneda extranjera puede estar fundamentada por una previsible caída de su cotización, lo cual influirá positivamente en el contravalor final que se tenga que pagar a vencimiento de la financiación.
3. **Posición larga a plazo:** Si por razones comerciales y/o especulativas se estima que la paridad de una determinada divisa va a ser más elevada

en un horizonte concreto de tiempo, se formalizará la compra de la divisa a este vencimiento tomando como base las cotizaciones actuales de contado. En este supuesto, la operación figurará en nuestros libros en cuentas de orden, pero reflejará una disponibilidad de su correspondiente importe a vencimiento.

- 4. Posición corta a plazo:** En este supuesto, se contempla la situación contraria. Si se dispone de activos en una determinada divisa o se espera recibir un cobro del exterior en una fecha futura y se prevé que esta moneda puede tener en ese intervalo temporal una cotización más baja, es racional que se adopte la estrategia de vender la divisa a plazo, reflejando esta obligación en cuentas de orden de nuestra contabilidad.

ESTRATEGIAS DE COBERTURA

Al margen del establecimiento de estrategias de cobertura externa, conviene advertir que en el ámbito multinacional se pueden implementar técnicas a través de las cuales, sin necesidad de acudir a ningún mercado externo, sea posible la minimización de desviaciones negativas en las cotizaciones de las divisas. Estos instrumentos de cobertura interna promueven el aprovechamiento de las sinergias que se derivan intrínsecamente de estos macro-entornos industriales, con el fin de optimizar sus directrices tesoreras y recursos financieros. Uno de estos métodos lo constituye la gestión centralizada de tesorería o *cash pooling*, que se encarga de concentrar la gestión de posiciones tesoreras de varias cuentas situadas en diversas entidades financieras de diferentes países, como si tratase de una única cuenta cabecera, financiando saldos deudores con saldos acreedores a través del sistema estándar internacional SWIFT. De esta problemática se deriva una serie de ventajas, entre las que imperan la eliminación de la multiplicidad de proveedores de servicios de banca y cuentas bancarias para beneficiarse de las economías de escala subyacentes, incrementos en materia de seguridad y control de la gestión de pagos y desembolsos y el aumento de la remuneración percibida de los fondos de crédito y la reducción de la deuda en concepto de intereses de débito. Otro dispositivo utilizado en este contexto consiste en la implantación de un centro coordinador de liquidación entre cobros y pagos en un día establecido, denominado *netting*, que con-



sigue una homogeneización en días de pago, la reducción a la unidad del número de emisiones de fondos, evita el mantenimiento de saldos ociosos y liquidaciones deudoras, etcétera.

Independientemente de esta perspectiva supranacional, son los propios mercados financieros quienes poseen diferentes mecanismos para paliar la incertidumbre sobre los efectos que la libre fluctuación de las divisas puede generar sobre las cuentas anuales de las empresas. Por este motivo, es propósito de la dirección financiera eliminar toda exposición a los diferentes riesgos, establecer y diseñar herramientas que faculten la gestión de este riesgo de cambio presente de forma paulatina en la cada vez más instaurada operativa internacional. A continuación se exponen algunas de las pautas más recurridas por parte de las empresas a efectos de gestionar diferencias cambiarias.

Cuentas a la vista en divisa

Constituye la alternativa más inteligible de cobertura bancaria y se fundamenta en la apertura de una cuenta en la divisa en la que se vaya a liquidar la operación, instrumentando todos los flujos de entrada y de salida en dicha divisa, con la resultante no intervención del tipo de cambio. A efectos operativos, los requisitos necesarios para abrir este tipo de cuentas se establecen en función de los trámites bancarios de cada país, concurriendo como exigencias documentales comunes en personas jurídicas el documento de identificación nacional de los apoderados de la sociedad, escrituras de constitución y de apoderamiento y facsímiles de firmas. La principal particularidad de estas cuentas de disponible a la vista reside en su grado de liquidez. Como consecuencia directamente derivada de esta disposición inmediata de fondos, salvo saldos medios relativamente elevados, no suelen admitir remuneración a interés acreedor, por lo que tampoco suelen devengar costes de administración y/o mantenimiento.

En definitiva, son instrumentos que se yerguen como seguros de cambio propios al beneficiarse de una presupuestación cerrada, con exención en materia de retenciones fiscales, en los que se emiten pagos y reciben cobros sin riesgo y a coste inferior, proporcionando un tratamiento operacional equivalente al

(2) Los metales preciosos son sobre utilizados en joyería. Las subidas del precio de aquellos en el último lustro ha provocado que muchas de estas empresas hayan adoptado estrategias de cobertura.



existente en el mercado interior. De forma equiparable a la operativa doméstica, se puede programar la disyuntiva entre fondos a la vista y a plazo. De esta forma, con periodos medios de maduración de saldos a 30, 60 y 90 días, se puede reducir el coste de oportunidad asociado a través de la contratación de imposiciones a plazo, percibiendo el LIBOR de la divisa pertinente para el plazo estipulado en base a la específica curva de tipos.

Sirva como ejemplo, una importación de maquinaria procedente de China, por un montante de 100.000 USD, en la que se ha negociado con el proveedor una canalización de fondos vía carta de crédito con pago a 60 días de fecha de embarque (*Bill of Lading*). Dado que la corriente real (compra de maquinaria) no coincide en este caso con su corriente financiera (pago a 60 días), y en base a que la actual cotización de mercado USD/EUR se ajusta plenamente a nuestra estructura de costes estimada, decidimos comprar los 100.000 USD a día de hoy a cambio *spot*, y depositarlos en nuestra cuenta en dólares con el fin de mantenerlos hasta la fecha de pago. Este planteamiento, en términos de coste, supone una inmovilización de esos 100.000 USD durante 60 días, por la que no sólo no se obtiene ningún tipo de rendimiento, sino que se está dejando de obtener la productividad que se obtendría con esos mismos fondos en una inversión alternativa, motivo por el que se apalanca la compra colocando los USD en un plazo fijo a 60 días vinculado a la cuenta de repercusión en USD.

Seguros de cambio

Una segunda elección, más utilizada que la precedente, estriba en la contratación de un seguro de cambio o *forward*, consistente en la compra a día de hoy de la cotización de una divisa liquidable en una fecha futura, eliminando de esta forma cualquier perspectiva de incertidumbre. Está considerado como el equivalente en mercados no organizados o escenarios OTC (*Over The Counter*) a los futuros sobre divisas, cuestión por la que se delimita conceptualmente como una obligación a vencimiento, de forma que en caso de incumplimiento se regulariza la situación en el mercado de contado, asumiendo el asegurado las pérdidas o beneficios y viniendo determinado a través del diferencial de tipos de interés entre dos divisas concretas.

$$Fw = \text{Spot} \times [1 + (\text{divisa} \times t/36000)] / [1 + (\text{euro} \times t/36000)] (*)$$

En este sentido, y a modo de demostración, a efectos de calcular la cotización a tres meses del USD/EUR, si la cotización contado o *spot* del euro en términos del dólar se sitúa en 1,3150 EUR/USD, el Euribor a tres meses asciende al 3,79% y el LIBOR del dólar a tres meses se eleva al 4,98%, obtendríamos un tipo de cambio *forward* a tres meses del 1,3188 USD/EUR, lo que equivaldría a

38 puntos de plazo (0,0038 USD/EUR) sobre su cotización de contado.

Bajo estas premisas, se podría aseverar que la formación de las cotizaciones a plazo se encuentra instituida en función de la siguiente igualdad: LIBOR +/- SEGURO DE CAMBIO = EURIBOR, o lo que axiomáticamente se consideraría equivalente: + SEGURO DE CAMBIO = EURIBOR - LIBOR. Ahora bien, esta igualdad no es matemáticamente exacta, ya que para la formación definitiva de la cotización influye una serie de factores, tales como las fuerzas intrínsecas de mercado (oferta y demanda), expectativas de las divisas, saldos de las balanzas de pagos, tasas de inflación esperadas, y una perturbación aleatoria común a todas las modelizaciones económicas, que converge en las fuerzas brutas especulativas del mercado, sobre cuyo alcance escapa cualquier elemento de medición y cuantificación.

En cualquier caso, un nivel de Euribor superior al LIBOR de la divisa asegurada va a denotar un mayor coste para el importador, así como un menor rendimiento para el exportador, y de forma antagónica, una cota de Euribor inferior al LIBOR de la divisa en cuestión conllevará un menor coste para el importador y, por extensión, un mayor rendimiento para el exportador.

En términos estrictamente operacionales, la cotización de los seguros de cambio o *forward*, al precisarse en mercados OTC se configura libremente, motivo por el que cada entidad financiera ajusta sus precios en función de sus propias directrices cambiarias, si bien suelen ser bastante similares entre sí. En cuanto a los plazos de contratación, se pueden

(*) tipo de interés simple, si $t < 365$ días.

negociar seguros de cambio para cualquier horizonte temporal, hasta 72 horas antes del vencimiento del cobro o del pago. Respecto al plazo máximo del aseguramiento no existe ninguna restricción, salvo la dificultad de poder contratar seguros con un horizonte superior al ejercicio económico debido a la ausencia de contrapartida en el mercado. Al mismo tiempo, y con relación al monto, se puede asegurar tanto el importe total de la operación como un porcentaje de la misma. Bajo el ejemplo de la importación anteriormente planteada, a efectos de gestionar el riesgo de cambio derivado del pago de 100.000 USD dentro de 60 días, se contrataría a día de hoy un seguro de cambio, por el que se compraría en fecha contado la cotización de los 100.000 USD a tres meses, con lo que se fijaría hoy el precio de la divisa dentro de tres meses. Este instrumento financiero nos permite conocer con certeza la cotización del dólar a vencimiento, por lo que permite afianzar nuestra estructuración de costes con fecha contado.

Situaciones atípicas

Históricamente el seguro de cambio se ha alineado como uno de los mecanismos de cobertura del riesgo de cambio con mayor grado de contratación en los mercados de divisas. A pesar de esta argumentación, el *forward* puede utilizarse ocasionalmente con fines especulativos, siempre y cuando no se produzca retirada o entrega de divisa en el momento estipulado teniendo que cerrar la transacción contra contado. Es en este punto donde deben extremarse las precauciones a la hora de cerrar su negociación. Cancelaciones, anticipos y prórrogas de *forward*, totalizan las situaciones de carácter más excepcional en estos mercados.

En este sentido, si una vez contratado un seguro de cambio, se desea deshacer o cancelar la posición, bien porque la operación comercial subyacente finalmente no ha fructificado, bien por exclusivas causas intrínsecas al mercado, como se trata de una obligación a vencimiento, la única alternativa verosímil reside en pactar una operación de signo contrario con idéntica fecha de vencimiento, estando supeditado a potenciales desviaciones tanto positivas como negativas en función de la cotización contado de mercado en el momento de la nueva contratación.

Los anticipos y las prórrogas de seguros de cambio constituyen otra de las casuísticas atípicas con mayor grado de representatividad, que suelen venir producidas como consecuencia de los aplazamientos recurrentes en las políticas de cobros y pagos derivados de las transacciones internacionales. Si se pacta un seguro de forma previa al conocimiento con certeza de la fecha exacta de embarque, la operación no tiene la consideración de una cobertura integral, puesto que se está asumiendo el riesgo de que la fecha estimada para la remisión de la mercancía no coincida con su fecha real de envío.

Bajo este supuesto, si se cierra el *forward* para una fecha concreta de embarque y posteriormente se transporta la mercancía con anterioridad a la fecha prevista, se asume una circunstancia contingente, puesto que generalmente la fecha de pago viene correlacionada con la fecha de embarque, fundamento por el que indeliberadamente se estará especulando, ya que el vencimiento de la operación queda vinculado a la fecha real de salida de la mercancía, por lo que la corriente monetaria se efectuará con antelación a la inicialmente prevista liquidándose la transacción contra contado, y soportando todo el riesgo de cambio derivado, a pesar del seguro de cambio pactado. La única modalidad posible para minimizar el riesgo de cambio derivado de esta eventualidad, consistente en el adelanto del embarque, radicaría en anticipar el seguro incumpliendo el contrato, y trasladando la corrección de valor a la cotización inicialmente acordada.

Prosiguiendo con el ejemplo de la anterior importación de China instrumentada vía carta de crédito pagadera a 60 días fecha *Bill of Lading*, si se contrata un seguro de cambio a 60 días sin conocer con absoluta certeza la fecha real de embarque a 1,2250 USD/EUR (siendo el tipo de cambio contado 1,2200 USD/EUR y 0,0050 USD/EUR los correspondientes puntos de plazo), y finalmente se embarca la mercancía quince días antes de lo previsto, se deberá efectuar el desembolso en 45 días, por lo que la aplicación del contrato de cobertura del *forward* queda sin ningún tipo de efecto para este momento de tiempo, teniéndose que liquidar la operación a mercado, quedando al amparo de las fuerzas de mercado de ese momento. Ante esta problemática cabe la posibilidad de anticipar el seguro esos quince días a efectos de fusionar fecha de contratación de la divisa con la fecha final de pago, imputando la corrección de valor sobre el tiempo interno en términos de puntos de plazo. Un correctivo en materia de tipos de 0,0008 USD/EUR en concepto de penalización sobre el precio histórico de 1,2250 USD/EUR, provoca un encarecimiento en el precio final hasta situarlo en 1,2242 USD/EUR.

En caso contrario, es decir, si la fecha de embarque se produce con posterioridad a la de la contratación del seguro de cambio, no se podrá "aplazar" el seguro incumpliendo el contrato, puesto que, llegado a este punto, no proceden técnicas *roll-over*. Si en una operación finalmente se embarca la mercancía algunos días después de lo previsto, la forma de proceder consistirá en liquidar la divisa al precio pactado en el seguro contra el cambio contado de mercado, asumiendo las posibles divergencias de cambio, y contratando un nuevo seguro de cambio por los días prorrateados de diferencia. Si en el ejemplo anterior, en lugar de embarcar quince días antes finalmente se despacha la mercancía quince días después, se venderán los USD contra cambio *spot*, asumiendo las diferencias, y se comprarán nuevamente los 100.000 USD a para un plazo de quince días.

n

Una compañía mantendrá una posición larga en una determinada divisa cuando conserve una disposición activa en ella

Forward americano

Representa una variante de seguro de cambio que recoge la singularidad de poder ejercer disposiciones parciales en función de un calendario previsto de pagos y/o cobros sobre la cotización inicialmente pactada. Llegada su fecha de expiración, se compra/vende la parte no entregada/dispuesta en mercado *spot*. Esta alternativa supone una ventaja sobre el *forward* convencional al tratarse de un seguro de cambio fijo sin fecha cierta de pago o entrega.

Por ejemplo, si se estima una sucesión de ocho importaciones de maquinaria de China, India y Brasil a lo largo de un ejercicio económico, con un importe global de 1,2 MM USD, y con un conocimiento aproximado en la frecuencia de pagos, se pacta un seguro de cambio a un año con posibilidad de disposición parcial, por lo que se asegura la repercusión de un único precio para todo el año dejando íntegramente cerrada la estructura de costes. En definitiva, en lugar de pactar ocho seguros de cambio, se contrata uno del que se va disponiendo en función de las necesidades previstas liquidando contra contado la parte no utilizada.

Forward plus

Integra una estrategia a plazo, de coste cero por compensación de primas, construida mediante la compra y venta de dos opciones, con elevado potencial de valor añadido si no se ejecuta la barrera americana.

Desde una vertiente importadora, constituye un contrato mediante el cual se asegura un tipo de cambio máximo a pagar en un determinado plazo, pero pudiendo aprovechar la evolución a la baja de una cotización, hasta un determinado nivel. En este sentido, permite a las empresas importadoras fijar un precio máximo de compra, pudiéndose beneficiar de depreciaciones dentro de unas bandas establecidas. Se construye con la compra de una opción *call* sobre la divisa al precio de ejercicio y vencimiento que el contratante decida, y la venta de una opción *put* con barrera americana sobre la divisa a igual precio de ejercicio y vencimiento, por lo que las primas a desembolsar y a percibir compensan sus efectos.

Existen tres posibles escenarios de rendimiento en función de la evolución de la divisa:

1. Depreciación de la divisa sin alcanzar la barrera americana. Si la divisa se deprecia sin lle-

gar a alcanzar durante toda la vida de la operación la barrera marcada, la operación se liquidará a precio de mercado dentro del rango establecido entre el precio de ejercicio y el nivel de la barrera.

2. Depreciación de la divisa tocando la barrera americana. Si en este caso, bien en un momento puntual o bien de forma permanente, la divisa sobrepasa el nivel establecido por medio de la barrera, se activa la opción *put*, por lo que derivadamente quedará obligado a liquidar a precio de ejercicio.

3. Apreciación de la divisa sin sobrepasar la barrera americana. Si la divisa continúa una senda de apreciación y en ningún momento, durante toda la vida de la operación, llega a superar la barrera, se activa la opción *call*, por lo que se generará el derecho de liquidar la operación a precio de ejercicio.

Por extrapolación y bajo un razonamiento análogo, desde una orientación exportadora constituye un contrato mediante el cual se asegura, en este caso, un tipo de cambio mínimo a cobrar en un determinado plazo, pudiéndose acoger a la evolución al alza de una cotización hasta un determinado nivel. En este sentido, permite a las empresas exportadoras fijar un precio mínimo de venta, pudiéndose beneficiar de apreciaciones dentro de unas bandas establecidas. Se construye con la compra de una opción *put* sobre la divisa al precio de ejercicio y vencimiento que el contratante decida, y la venta de una opción *call* con barrera americana sobre la divisa a igual precio de ejercicio y vencimiento, por lo que las primas a desembolsar y a percibir compensan sus efectos.

Existen tres posibles escenarios de rendimiento en función de la evolución de la divisa:

1. Apreciación de la divisa sin superar la barrera americana. Si la divisa se aprecia sin llegar a tocar durante toda la vida de la operación la barrera marcada, la operación se liquidará a precio de mercado dentro del rango establecido entre el precio de ejercicio y el nivel de la barrera.

2. Apreciación de la divisa excediendo la barrera americana. Si en este caso, bien en un momento puntual, o bien de forma permanente, la divisa sobrepasa el nivel establecido por medio de la barrera, se activa la opción *call*, por lo que derivadamente quedará obligado a liquidar a precio de ejercicio.

3. Depreciación de la divisa sin tocar la barrera americana. Si la divisa continúa una senda de depreciación y en ningún momento, durante toda la vida de la operación, llega a superar la barrera se activa la opción *put*, por lo que se generará el derecho de liquidar la operación a precio de ejercicio. ■