

Las opciones

como alternativa de cobertura en el mercado de divisas



El entorno actual, a pesar de la estabilización de las tensiones financieras, sigue siendo altamente volátil, una tendencia a la que el mercado de divisas no ha sido ajeno, de modo que su inestabilidad se sitúa por encima de la media histórica. Esta incertidumbre hace necesaria una gestión más activa del riesgo de tipo de cambio, siendo las herramientas a disposición de las empresas muy variadas. En el presente artículo nos centraremos en las opciones como instrumento de cobertura del riesgo de tipo de cambio.

Departamento de Análisis de Afi

Entre otros, se pueden distinguir tres grandes riesgos en cualquier posición en los mercados financieros:

- De liquidez: la incapacidad para deshacer una posición sin merma substancial de valor y/o para valorarla.
- De mercado: la variabilidad del precio de mercado del activo.
- De crédito: la posibilidad de perder toda la inversión ante la quiebra del emisor.

El entorno actual, pese a la estabilización de las tensiones financieras, sigue siendo altamente volátil, una tendencia a la que el mercado de divisas no ha sido ajeno, incrementando su volatilidad con respecto

a los parámetros históricos. Esta incertidumbre hace necesaria una gestión más activa del riesgo de tipo de cambio, siendo las herramientas a disposición de las empresas muy variadas. Antes de pasar a su descripción, hemos de tener presente que el propósito de cualquier estrategia de cobertura debe ser, en la medida de lo posible, reducir la volatilidad y las pérdidas de las posiciones abiertas en moneda extranjera. En algunos casos, lograremos anular el potencial de pérdida y, en otros, sólo parte de ese riesgo.

De este modo, los instrumentos se pueden clasificar en tres tipos:

- Coberturas perfectas: son baratas (no tienen coste explícito). Se trata de herramientas rígidas porque anu-

lan el riesgo de pérdida en la posición de contado, pero también anulan el potencial de beneficio. Entre ellas destacan: seguros de cambio (*forwards*) y *currency swaps*.

- Coberturas imperfectas: tienen coste explícito para la compañía (normalmente, el pago de una prima), a cambio del cual la empresa puede beneficiarse de movimientos favorables en el tipo de cambio (por ejemplo, de apreciaciones de la divisa en la que se denominan sus exportaciones). Fundamentalmente, hablamos de opciones.

- Coberturas mixtas: combinación de opciones, *swaps* bonificados, opciones exóticas, y similares. En este caso, combinan los aspectos de las dos coberturas anteriores: son más baratas que las coberturas imperfectas, pero limitan también el margen de beneficio que la compañía puede obtener en caso de que el tipo de cambio se mueva a su favor.

Sea cual sea la alternativa elegida, debe tenerse muy en cuenta el impacto contable de la cobertura contratada: la adecuación al subyacente que cubrir determinará la eficiencia de la cobertura. En el presente artículo, nos centraremos en las opciones como instrumento de cobertura del riesgo de tipo de cambio.

CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DE LAS OPCIONES

El *forward* es una herramienta de cobertura por la cual las dos partes se obligan a intercambiar en una fecha futura un flujo de caja a un tipo de cambio concreto. El *forward* no tiene coste explícito y, al existir obligación, proporciona una cobertura perfecta: anula el riesgo de pérdida de una posición de contado, pero también exige renunciar al potencial de beneficio implícito en la misma.

A diferencia del seguro de cambio, una opción es un contrato que proporciona el derecho (no la obligación) a comprar (opción de compra) o vender (opción de venta):

- Una determinada cantidad de un activo financiero (flujo de caja denominado en dólares, por ejemplo).
- A un precio fijado de antemano (*strike*; tipo de cambio de ejercicio de la opción).
- Durante un determinado período de tiempo o al vencimiento del mismo (opciones americanas o europeas, respectivamente).

Existen dos tipos básicos de opciones, que son opciones de compra (*call*) y opciones de venta (*put*), dando lugar a cuatro posiciones básicas:

- Comprador de una opción de compra.
- Vendedor de una opción de compra.
- Comprador de una opción de venta.

- Vendedor de una opción de venta.

Al ser un derecho, la opción sí tiene coste explícito: el comprador de la opción debe pagar al vendedor de la opción una prima. Este coste depende de la probabilidad de que el derecho adquirido sea ejercido (véase recuadro «Coste de las opciones *call* y *put*: factores determinantes»). Las opciones proporcionan una cobertura imperfecta: anulan el riesgo de pérdida, pero no el potencial de beneficio de la posición de contado.

COSTE DE LAS OPCIONES CALL Y PUT: FACTORES DETERMINANTES

A) Opciones *call*: cotizarán la probabilidad de que el precio del activo (el tipo de cambio) se sitúe por encima del precio de ejercicio a vencimiento (opciones europeas) o durante la vida de la opción (opciones americanas); esta probabilidad será tanto mayor cuanto:

1. Mayor sea el precio de mercado del activo subyacente en comparación con el precio de ejercicio de la opción.
2. Mayor sea el plazo hasta vencimiento de la opción.
3. Mayor sea la inestabilidad del activo subyacente.

B) Opciones *put*: cotizarán la probabilidad de que el precio del activo se sitúe por debajo del precio de ejercicio al vencimiento de la opción (europea) o durante la vida de la opción (americana); esta probabilidad será tanto mayor cuanto:

1. Menor sea el precio de mercado del activo subyacente en comparación con el precio de ejercicio.
2. Mayor sea el plazo hasta vencimiento de la opción.
3. Mayor sea la inestabilidad del activo subyacente.

En ambos casos, el coste de la opción es superior si hablamos de opciones americanas (más flexibles) que si hablamos de opciones europeas (más rígidas, al limitar el ejercicio a una fecha determinada).

RECOMENDACIONES DE USO

Las opciones son una alternativa flexible, pero cara en la coyuntura actual, debido a que la volatilidad que cotiza el mercado sigue siendo muy elevada; por ello, a continuación resumimos la idoneidad o no de contratar opciones en determinados supuestos:

- Operaciones de cobertura con opciones vendidas no resultan recomendables, ya que pierden, en gran medida, el espíritu de la cobertura o neutralización total del riesgo, quedándose más enmarcadas en el ámbito de la mitigación parcial de los riesgos.
- La cobertura de posiciones de riesgo de cambio debe realizarse en situación de clara incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio y, de forma idónea, cuando los niveles de volatilidad implícita en mercado son bajos; situaciones contrarias supondrían unos mayores costes por las primas soportadas.



- La compra de opciones, cuando la situación es adversa, no es la mejor estrategia.
- Son instrumentos que se optimizan en coberturas cuando se adoptan los posicionamientos de forma muy preventiva.
- La compra de opciones *out of the money* de forma recurrente en la gestión de riesgo de cambio es una práctica recomendable cuando se mantiene una exposición constante.

En este sentido, en los últimos años, se han desarrollado estrategias encaminadas a abaratar el coste de las opciones permitiendo a sus contratantes beneficiarse de parte de sus características sin tener que contratar un *forward* (muy rígido) o recurrir a una opción (muy caro). La contratación de estas alternativas introduce complejidad en la cobertura, por lo que debemos ser especialmente cuidadosos en el análisis de la conveniencia de contratar o no estas herramientas en la medida en la que la no adecuación al subyacente conduce a una menor probabilidad de superar los tests de eficacia contables ::

ALTERNATIVAS DE COBERTURA PARA EL RIESGO DE APRECIACIÓN DEL DÓLAR

En el presente recuadro planteamos las distintas alternativas que puede tener a su disposición una empresa para cubrir el riesgo de apreciación del dólar frente al euro:

1. *Forward*: compra de dólares. Anula el beneficio en caso de depreciación del dólar.
2. Compra de opción *put*: coste excesivo. Alternativas para su abaratamiento:

o Venta de *put* con un *strike* más bajo (túnel): en este caso, sólo existe protección cuando el tipo de cambio se mueve en un rango relativamente estrecho; fuera de esas bandas, el túnel pierde valor como estrategia de cobertura.

o Venta de *call* con *strike* más alto (*range forward*): es equivalente al *forward*. Únicamente aporta beneficio a la empresa en caso de que el rango fijado entre los dos precios de ejercicio no tenga como punto medio el *forward*.

En todas las alternativas, debemos tener presente que no se trata más que de replicar la filosofía del *forward* con otros instrumentos derivados. En la medida en la que se introduzca complejidad, el riesgo de no obtener una cobertura eficaz es muy significativo.