

GESTIÓN DEL RIESGO DE CAMBIO A TRAVÉS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS

Prof. D. Julio Cerviño
Dpto. Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid

Prof. Dr. José Haro Pérez
Dpto. Dirección y Gestión de Empresas
Universidad de Almería

ABSTRACT

Este trabajo desarrolla los aspectos conceptuales de los futuros de divisas y su gestión como instrumentos de cobertura de riesgo de cambio. En primer lugar, el trabajo define los futuros sobre divisas y los mercados de divisas. Los futuros sobre divisas son contratos estandarizados sobre un activo específico, en este caso divisas, con precios preestablecidos y fechas concretas. Los mercados de divisas a plazo, por el contrario, son contratos a la "medida", pudiéndose determinar el precio y, sobre todo, la fecha de vencimiento, en función de las necesidades del cliente. Además, en los mercados de futuros, no se lleva a cabo la entrega de la divisa, sino que existe una Cámara de divisas.

En otro apartado se desarrollan los futuros de tipo de cambio, los cuales se clasifican en función de su utilización, diferenciándose entre futuros para transacciones comerciales, para transacciones de capital y para especulación y arbitraje. Los futuros para transacciones comerciales se utilizan cuando una empresa desea garantizar el tipo de cambio de la moneda para el momento en que la transacción se lleve a cabo. De esta forma, pueden cubrir tanto su exposición al riesgo financiero, como al riesgo derivado de las fluctuaciones del tipo de cambio de la divisa.

Más específicamente, en el caso de las entidades delegadas, en éstas el riesgo de cambio se refleja en la posición que tiene el banco respecto a una determinada moneda extranjera. La posición será larga cuando las compras exceden a las ventas y será corta en caso contrario. El riesgo, por tanto, vendrá determinado cuando un banco posea una posición, larga o corta, demasiado pronunciada.

A continuación, el artículo expone las ventajas y las estrategias a seguir que se derivan de la cobertura proporcionada por estos instrumentos financieros, principalmente, la protección en caso de fluctuaciones adversas en el tipo de cambio de la moneda y el conocimiento previo de los costes de la operación.

Por último, se hace un comentario del mercado de futuros de divisas en España, negociados por MEFFSA. En la actualidad, tan sólo existen contratos sobre dólar y marco alemán, siendo su desarrollo bastante limitado.

CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS

Los mercados de futuros financieros sobre tipos de cambio (Currency Futures) operan de manera semejante a los mercados de divisas a plazo, que son muy antiguos y conocidos. Un contrato de futuros sobre una determinada divisa, no es otra cosa que un acuerdo de entregar o recibir la divisa en una fecha futura, al tipo de cambio contratado en la fecha presente. Es preciso diferenciar este tipo de contratos de la negociación de las operaciones de compra-venta al contado (spot)¹ y compra-venta a plazo (forward)². Por otro lado, conviene no confundir la

¹ Las empresas realizan transacciones de tipos de cambio entre divisas inmediatas cuando demandan u ofrecen, para entrega también inmediata, monedas diferentes a las de su país de origen. Por tanto, el término inmediato (spot) implica que la moneda debe entregarse físicamente como máximo dos días después de consumada la compra-venta.

contratación de futuros sobre divisas en mercados organizados de las realizadas en los mercados interbancarios "Over the Counter" (OTC)³. En el primer caso, es decir, en los mercados de futuros, éstos constituyen contratos estandarizados sobre activos subyacentes (divisas) específicos, con precios preestablecidos con arreglo a fórmulas ya definidas y con fechas de vencimiento estándar. Mientras que en los mercados interbancarios de divisas no existe una reglamentación estricta que le confiera la calificación de mercado organizado. De hecho el mercado interbancario de divisas se suele considerar más como un mercado de entrega diferida que como uno de futuros propiamente dicho. Prueba de ello es que las fechas de vencimiento de los contratos interbancarios, generalmente, se acomodan a las necesidades de las entidades que los realizan y son a 30, 60 o 90 días o seis, nueve o 12 meses contados a partir de la fecha en que se suscribe el contrato.

En el mercado interbancario realmente se lleva a cabo la entrega física de la moneda que se especifica en el contrato. Por el contrario, en el mercado de futuros de divisas casi siempre quedan saldados por medio de una compra o venta que se lleva a efecto antes de la fecha de entrega⁴. Cuando se aproxima esta fecha, los tenedores de contratos que aún no los han cerrado, avisan a sus corredores para efectuar o aceptar la entrega de una moneda específica. Así, el día del vencimiento, los tenedores de posición larga en contratos⁵ depositan sus pagos en la cantidad apropiada con los bancos designados. Por lo que respecta a los que se encuentran con posición corta de contratos⁶, hacen arreglos para que el depósito de la cantidad estipulada en moneda extranjera sea aprobada por una entidad de depósitos en el país de emisión.

TIPOLOGÍA DE LOS FUTUROS SOBRE DIVISAS

Los futuros sobre tipos de cambio pueden ser clasificados desde diferentes puntos de vista, dependiendo de las prácticas comunes seguidas en su utilización. En nuestra opinión la más interesante es la que atiende a su finalidad, en este sentido, los futuros sobre divisas se clasifican:

- a. Para transacciones comerciales:
 - Para Importación.
 - Para Exportación.
- b. Para transacciones de capital.
- c. Para especulación y arbitraje.

Los futuros sobre divisas para transacciones comerciales se realizan cuando una empresa, en virtud de sus actividades de exportación y/o importación, desea garantizar el tipo de cambio de la moneda contraparte para el momento en que la transacción se lleve a cabo. Por ejemplo, supongamos que una empresa en España realiza importación de materias primas de

² Véase a PREGEL, G. et al.(1.990, p. 72) que señalan "la gran diferencia reside en que los contratos de futuros tienen un mercado diario, a través del cual se elimina prácticamente todo riesgo de crédito o insolvencia. Diariamente, al final de las sesiones de contratación, los precios reflejan cualquier movimiento habido, tanto en los tipos de mercado como en las expectativas futuras. No ocurre así en los contratos **forwards**, que son intransferibles y hay que esperar hasta el vencimiento para conocer su valor final."

³ En los mercados OTC debido a que tienen un menor grado de organización que las Bolsas de valores tradicionales, es muy difícil saber el volumen exacto de su contratación en una fecha determinada.

⁴ Existen estimaciones sobre los contratos de futuros y la gran mayoría, que se cifra en más de un 95 %, se cierran mediante un mecanismo en el que quedan saldados por una operación de compra o de enajenación que se realiza antes de la fecha de vencimiento.

⁵ Posición larga de futuros significa más contratos comprados que vendidos, normalmente se ve la posición total y las posiciones mensuales que la integran.

⁶ Se entiende por posición corta de futuros más contratos vendidos que comprados.

Oriente Próximo, acreditadas en dólares en un plazo a 90 días; y , a su vez, enajenan productos terminados a Argentina, también pagaderos en dólares a 180 días. Debido a la fluctuación de la peseta la empresa desconoce tanto el tipo de cambio al que dentro de tres meses tendrá que adquirir dólares para pagar su importación como el tipo de cambio al que deseará vender los dólares que recibirá dentro de seis meses por la exportación que está realizando. Para garantizar un tipo de cambio fijo la empresa realiza con un banco, dos contratos de futuros sobre tipos de cambio: el primero a 90 días, en el que es comprador de dólares; y el otro a 180 días, en el que es vendedor de dólares. Los precios o tipos de cambio son fijados en el instante de la celebración del contrato, es decir, 90 y 180 días antes de que la importación deba pagarse o la exportación cobrarse, respectivamente.

Los futuros sobre divisas para transacciones de capital se llevan a cabo mediante una gran variedad de operaciones: inversiones y préstamos que implican un plazo entre el depósito o préstamo del dinero y su recuperación, etc.

Los futuros sobre tipos de cambio para transacciones comerciales y/o de capital se llevan a cabo para asegurar los costes de las empresas contra fluctuaciones adversas.

Por el contrario, los futuros sobre divisas para especulación y arbitraje se realizan bajo la perspectiva de obtener una ganancia en una transacción cambiaria, y pueden realizarla las entidades de depósito, las compañías o los particulares, debido a que un contrato de futuros sobre tipos de cambio no necesariamente tiene que mencionar la causa que le da origen.

RIESGO DE CAMBIO, COBERTURA Y POLÍTICA DENTRO DE LA EMPRESA

Vamos a analizar los riesgos y cobertura por parte de los Bancos y de las empresas, debido a que estos contratos les permiten cubrir su exposición al riesgo financiero, y en este caso, al riesgo derivado de las fluctuaciones de los tipos de cambio entre divisas.

El punto de vista de las Entidades de Depósito respecto de los contratos de futuros sobre divisas está determinado por los riesgos que corre, la forma en que controla esos riesgos y las expectativas político-económicas de los países con cuyas monedas realiza transacciones cambiarias a futuro.

El Banco corre un primer riesgo al desconocer el comportamiento futuro de los tipos de cambio, riesgo al que se suman otros más, tales como fluctuaciones súbitas en las paridades (devaluaciones y apreciaciones) y modificaciones a las reglas generales de operación de los mercados de tipos de cambio.

Sin embargo, en última instancia, paliar estos riesgos en futuros sobre divisas, significa para el Banco tomar en consideración básicamente dos factores:

- El riesgo de Cambio
- El riesgo de Confianza

El riesgo de cambio de la banca se refleja, principalmente, en el saldo de las transacciones de compra-venta que los Bancos realizan en moneda extranjera, tanto para entrega inmediata como para entrega a futuro, esto es, en la posición del Banco respecto de una determinada moneda extranjera.

En términos muy generales la posición bancaria respecto de una moneda se puede definir como el saldo neto que resulta de sumar las disponibilidades y compras de esa moneda y

sustraer los compromisos de venta y enajenaciones reales de la misma. La posición de las entidades de depósito será **larga** si las disponibilidades y adquisiciones exceden a los compromisos y enajenaciones reales, y será **corta** en el caso contrario.

El riesgo de cambio de un banco es, en realidad, el riesgo de estar *descubierto*, dicho en otras palabras, de tener una posición ya sea larga o corta demasiado pronunciada.

Es de entender que si una posición bancaria está equilibrada, esto es, si el saldo entre lo que tiene y lo que debe de una determinada divisa es reducido, o igual a cero, significa que puede cubrir con sus disponibilidades o compras contratadas, sin ningún quebranto económico, sus ventas o compromisos de venta cualquiera que sea el tipo de cambio o de paridad.

Por otra parte, la dependencia del tipo de cambio en un momento determinado y del montante de la posición larga o corta del Banco, en relación con una divisa determinada, éste puede ganar o perder determinadas cantidades de dinero⁷.

El mantener una posición equilibrada no es suficiente para el Banco. La compra-venta de moneda extranjera para entrega futura, o futuros sobre divisas, implica un riesgo de confianza en su aspecto de transacción concreta con un cliente determinado. En última instancia, al firmar con su cliente un contrato de futuros sobre divisas, el Banco le está otorgando un crédito, esto significa que, como la operación no tiene necesariamente que justificar el motivo que le da origen -por ejemplo, una importación-, la entidad bancaria tiene que tomar medidas para garantizar que el dinero comprado o enajenado en virtud de un futuro cambiario será entregado en la fecha prevista. Para aclarar esta posición, supongamos que una determinada entidad bancaria celebra dos contratos de futuro cambiario a 90 días: el primero, para vender 100.000 marcos alemanes a un tipo de cambio futuro de 63,6 ptas. por marco; y el segundo, que equilibra su posición, para adquirir los mismos 100.000 marcos a 61,2 ptas. por marco. En el equilibrio de las operaciones, el Banco está estimando un beneficio de 240.000 ptas., puesto que adquirirá moneda por un valor de 6.120.000 ptas. y las enajenará por 6.360.000 ptas.

Al cumplirse el tiempo estipulado el cliente que debiera enajenarle los 100.000 marcos no cumple su compromiso, porque el tipo de cambio se encuentra a 63,9 ptas. por marco. Supongamos también, por sencillez operatoria, que el Banco no tiene en ese momento marcos disponibles para cumplir, a su vez, el otro compromiso de vender los 100.000 marcos, y tiene que adquirirlos en el mercado. Tendrá que pagar por ellos 6.390.000, por lo cual soportaría un quebranto de 30.000 ptas.

Por ello, el Banco procurará asegurarse de que el riesgo de confianza derivado de los futuros de tipos de cambio no lo dañará económicamente en el caso de que se presente.

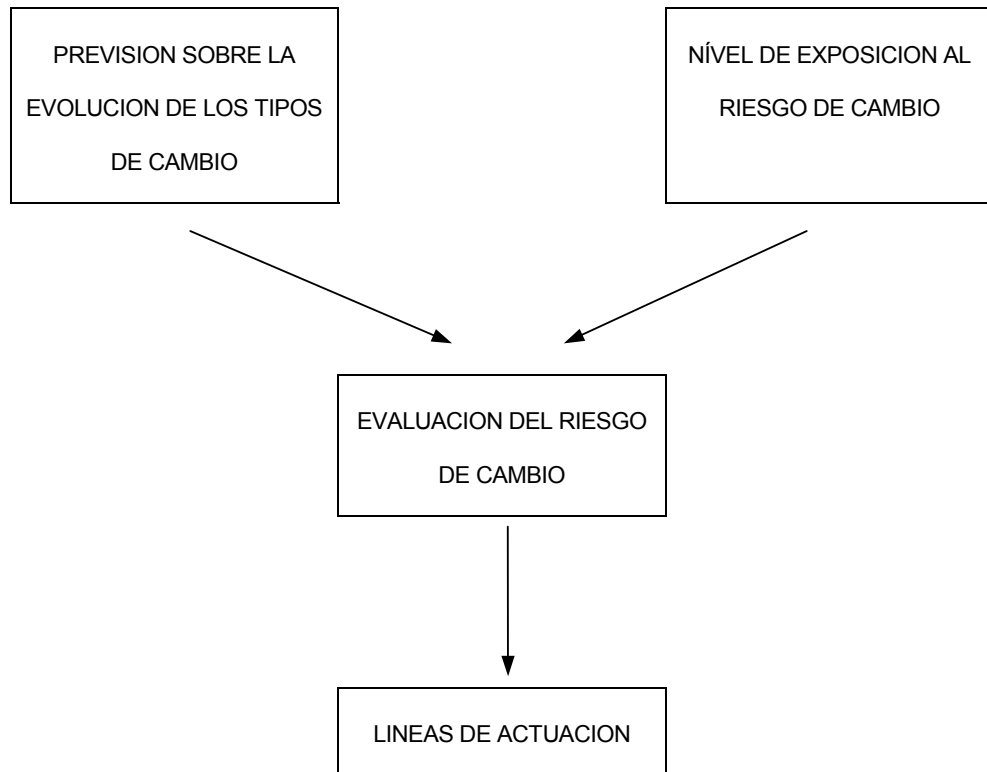
El punto de vista de la empresa tendrá como objetivo cuantificar su riesgo de cambio constantemente para poder adoptar determinadas posiciones estratégicas. Hay que tener presente que no son únicamente las empresas que realizan actividades internacionales y que operan en diversas monedas las que están expuestas al riesgo de cambio, sino que también lo están empresas cuyo ámbito de actividad se circunscribe a la economía doméstica. En este sentido piénsese en aquellas organizaciones cuyos inputs u outputs forman parte de una cadena

⁷ Por ejemplo, si un determinado Banco mantiene una posición larga en un volumen muy importante de dólares USA precisamente en el instante de un desplome severo en el tipo de cambio de esa moneda, sin duda alguna, dependiendo del montante, incluso la existencia misma del Banco puede quedar en peligro, puesto que al convertir los dólares al nuevo tipo de cambio adverso las pérdidas pueden llevarlo a una suspensión de pagos técnica.

de valor conectada a una red internacional, o que, por ejemplo, su competencia directa si está internacionalizada (DURAN HERRERA, J.J., 1.991, p. 16).

En esta línea de actuación, las grandes empresas especializadas han creado departamentos para su control y seguimiento.

Siguiendo al profesor J.A. LAINEZ (1.988, pp. 41 y 42), el análisis del riesgo de cambio se hará teniendo en cuenta, tanto las previsiones que pueda establecer sobre la evolución de los tipos de cambio, como su nivel de exposición actual o futuro. A tal efecto expone el siguiente esquema:



Las empresas se encuentran directamente expuestas al riesgo de cambio si tienen activos y pasivos en moneda extranjera y los mismos no se neutralizan entre sí, en el sentido de compensar los resultados positivos y negativos derivados de las variaciones de los tipos de cambio. La exposición⁸ en un instante determinado al riesgo de cambio viene dada por la diferencia entre los activos y los pasivos en moneda extranjera no cubiertos mediante contratos (por ejemplo, de futuros sobre divisas, opciones sobre tipos de cambio, etc.), ni neutralizadas entre sí.

A la hora de proceder a la conversión de todas las partidas en moneda extranjera a una moneda común, se presentan dos opciones: optar por el tipo de cambio vigente a la fecha de cierre -o de conversión- o elegir el tipo de cambio histórico -fecha de devengo-.

Cualquier empresa con activos y pasivos en moneda extranjera y que desee conocer en un momento dado su situación económico-financiera deberá homogeneizar la información a esa fecha. En este sentido hay que proceder a convertir las partidas en moneda extranjera a una moneda en común. De aquí surge la distinción entre el concepto de exposición contable al riesgo de cambio -o riesgo de conversión- y la exposición económica al riesgo de cambio, dándose esta última en función del efecto que variaciones futuras del tipo de cambio tienen en el valor económico de la empresa.

Por tanto, el punto de vista empresarial, que en la práctica puede ir desde el no hacer nada respecto de las transacciones cambiarias hasta cubrir con futuros sobre divisas todas y cada una de esas transacciones, se refleja en dos políticas extremas:

- a. Adquirir o vender la moneda extranjera al tipo de cambio vigente en el momento que se requiera o se disponga de ella, y
- b. Celebrar contratos de futuros sobre divisas en el momento que se tenga la certeza de que una operación derivará en otra transacción de tipos de cambio.

El no adoptar medidas en relación con el problema del riesgo de cambio, implica que se estará corriendo el peligro de sufrir pérdidas en transacciones de tipos de cambio y que los costes operativos nunca podrán ser determinados con exactitud. A través de la cobertura cambiaria se obtiene la indiscutible ventaja de que los costes cambiarios son conocidos con anticipación y, por lo mismo, suponiendo que los otros elementos del coste están razonablemente bajo control, los precios de venta reflejarán con cierta exactitud las expectativas de beneficio del empresario. En nuestra opinión, los futuros de tipos de cambio proporcionan a las empresas:

1. Protección en caso de fluctuaciones adversas en el tipo de cambio de la moneda, que pudieran derivar en una pérdida, y
2. Una información previa de los costes de operación, que le permiten fijar sus precios, y por consiguiente, planificar sus operaciones.

Establecida la necesidad de contratar los futuros sobre divisas, concretamente debemos determinar: ¿Qué se debe hacer para planificar y controlar los futuros de tipos de cambio?, y ¿Cuándo y por qué importe deben ser adquiridos?. Ambos aspectos dependen, en esencia, del grado en que la empresa esté expuesta al riesgo de cambio.

⁸ Nos parece importante distinguir entre exposición y riesgo, el primero se refiere a la mera existencia de activos, pasivos, ingresos o pagos en moneda extranjera, mientras que el riesgo se polariza en la incertidumbre sobre el contravalor en divisas de las masas patrimoniales y flujos.

En mayor o menor medida, dependiendo del grado de exposición al riesgo de cambio, toda empresa que de algún modo realiza transacciones con monedas diferentes a la del país donde opera debe:

a) Establecer mecanismos dentro de la empresa, con o sin la ayuda de asesores externos, que le permitan determinar su grado de exposición al riesgo de cambio y proyectar la intensidad con que dicho riesgo puede influir en los resultados de la empresa.

b) Responsabilizar a una persona o departamento para que dentro de la organización, o coordinando la acción de asesores externos, instrumente, controle y valore las acciones necesarias para proteger a la empresa de los resultados negativos que pudieran derivarse del riesgo de cambio.

c) Establecer políticas claras respecto de las transacciones de tipos de cambio.

Esto en cierta medida contesta a la pregunta de ¿Qué debe hacerse?. Coordinadas las acciones y establecidas las políticas respecto del riesgo de cambio, la respuesta a la pregunta ¿Cuándo y por qué importe debe adoptarse la protección cambiaria? sólo puede ser satisfecha en función del tipo de transacción y de la moneda empleada. En este sentido, el pretender determinar con exactitud el tipo de cambio futuro es una labor que a veces resulta infructífera, puesto que antes de que una proyección pueda estar terminada, las bases que le dieron origen pueden haber cambiado radicalmente debido a que los tipos de cambio modifican su dirección sin previo aviso (por ejemplo, una cotización spot o futura obtenida hace una hora, puede variar en la siguiente).

ESTRATEGIAS A SEGUIR EN TORNO AL RIESGO DE CAMBIO

En nuestra opinión, antes de ver la luz los futuros sobre tipos de cambio se planteaban, en las grandes empresas, diversas alternativas de cobertura en función de las dos siguientes situaciones:

1. Se dispone de efectivo o de cuentas por cobrar (posición larga) en una divisa. El riesgo que se plantea es que baje el tipo de cambio antes de realizar el cobro y cambiar la divisa.

Las estrategias posibles para cubrir el riesgo serían:

- Vender la divisa en el mercado *spot*.
- Enajenar la divisa mediante un *forward*, con vencimiento al día que deberemos recibirla.
- Pedir prestada hoy la divisa que recibiremos, con vencimiento del préstamo a la fecha en que se realizará el cobro correspondiente. Convertir la divisa recibida en préstamo en el mercado *spot*. Invertir la moneda obtenida. Al realizar la gestión de cobro en divisa reintegramos el préstamo.
- Ofrecer un descuento por pronto pago a la empresa que nos debe la divisa y, cuando nos paga anticipadamente, convertimos la divisa en moneda nacional en el mercado *spot* y la empleamos o la invertimos.
- La empresa que nos debe, por instrucciones nuestras o por solicitud de ella, acuerda pagarnos después, con un interés desde el vencimiento inicial al nuevo acordado.

- a. Venderemos *forward* principal + interés a nueva fecha, o
- b. Solicitamos prestada la divisa, con vencimiento a la nueva fecha de cobro y la convertimos en moneda nacional.

Si por el contrario, la tendencia es que la divisa a recibir se aprecia con el tiempo, puede adoptarse la decisión de no hacer nada para cubrir el riesgo.

2. Tenemos una obligación de pago o posición corta en una divisa. El riesgo es que se eleve el tipo de cambio antes de satisfacer el compromiso.

Las estrategias posibles de cobertura del riesgo son:

- Adquirir la divisa mediante un *forward* con vencimiento a la fecha en que debemos efectuar el pago.
- Adquirir hoy la moneda extranjera e invertirla hasta el vencimiento de la obligación contraída, al vencer la inversión, efectuar el pago.
- Solicitar un descuento por pronto pago y, si nos resulta rentable, solicitar prestada nuestra moneda, comprar a *spot* la divisa y efectuar el pago anticipado⁹.
- Si nos encontramos con problemas de liquidez al vencimiento, solicitar autorización para pagar en otra fecha posterior, con intereses desde el vencimiento inicial al nuevo. Hacer un *forward* para adquirir más intereses, con entrega al nuevo vencimiento.
- Si las probabilidades son bastantes altas de que la divisa a pagar se deprecie con el tiempo, puede adoptarse la decisión de no hacer nada para cubrir el riesgo¹⁰.

En nuestra opinión, una fórmula óptima de cubrir los riesgos derivados de los tipos de cambio sería operar con posiciones balanceadas de cada divisa, dicho en otras palabras, con los mismos importes de activos y de pasivos en cada moneda.

Actualmente las posibilidades se multiplican debido al auge de la denominada ingeniería financiera (*swaps*, futuros, opciones, etc.)¹¹, y para el caso que nos ocupa (los futuros sobre divisas) sus principales aplicaciones¹², en síntesis, son:

- -Cobertura del riesgo de cambio en operaciones Exportación-Importación.
- -Establecimiento de medidas correctoras en situaciones de desequilibrio entre activos y pasivos en divisas.
- -Cobertura del riesgo de cambio en operaciones de cartera.
- -Operaciones de carácter especulativo debido a su alto apalancamiento. Menos del 1 % de los contratos llegan al intercambio de divisas.

LOS FUTUROS SOBRE TIPOS DE CAMBIO EN ESPAÑA

⁹ A veces resulta interesante, si la cantidad en divisas sobrepasa los 20 o 30 millones de pesetas, solicitar de una entidad bancaria nacional o extranjera un crédito en divisas con una cláusula que permita cambiar periódicamente la moneda en que se devuelve el crédito, lo que sirve para gestionar el riesgo del tipo de cambio de la peseta respecto a las otras monedas.

¹⁰ Véase sobre estrategias de gestión del riesgo de cambio, entre otros, DURAN HERRERA, J.J. y LAMOTHE FERNÁNDEZ, P.: "Gestión financiera internacional de la empresa". Instituto de Planificación Contable. Madrid, 1.985; DURAN HERRERA, J.J.: "Estrategia y evaluación de la inversión directa en el exterior". ICEX. Madrid, 1.990; FERNÁNDEZ, P.: "Efecto competitivo del tipo de cambio real. Lo que no asegura el seguro de cambio". Revista ICE, nº 679, marzo de 1.990, pp. 156-160, y JAUCKENS-GANT LACUNZA, A.: "Finanzas Internacionales (Enfoque práctico)". IMEF, A.C. México, 1.990.

¹¹ Se denomina ingeniería financiera al conjunto de instrumentos básicos al servicio de la administración de riesgos y optimización de operaciones internacionales, éstos se combinan para diseñar trajes a la medida de cada empresa, que se han venido bautizando con una lista interminable de nombres.

¹² Puede verse, entre otras, las obras de A. BERGES y E. ONTIVEROS (1.984); L. COSTA y M. FONT (1.990) y L. DÍEZ DE CASTRO y J. MASCAREÑAS (1.991).

Se comienzan a negociar futuros sobre divisas en nuestro país en un mercado organizado en septiembre de 1.991, regido por Mercado de Futuros Financieros, S.A. (MEFFSA), al cual le dedicamos varios epígrafes, relativos a su organización y normativa contable, en el presente trabajo de investigación. En éste sólo nos limitaremos a describir los futuros sobre divisas que se están negociando actualmente.

Se negocian futuros sobre el tipo de cambio peseta/dólar USA y sobre el tipo de cambio peseta/marco RFA. El activo subyacente es la compra a plazo de 100.000 dólares USA, en el primer caso, y de 125.000 marcos alemanes, en el segundo, en ambos casos contra pesetas.

En lo relativo a su cotización, ésta se expresa en pesetas por un dólar o por un marco, respectivamente. La fluctuación mínima del precio es la que corresponde a un céntimo de peseta, equivalente, dado el nominal de los contratos, a 1.000 y a 1.250 pesetas, respectivamente. Está previsto establecer fluctuaciones máximas para un día de negociación.

El contrato llegado su vencimiento se liquida por diferencias, en pesetas. En relación con este punto, el precio de liquidación se establece tomando el tipo de cambio base *-fixing-* obtenido por el Banco de España, correspondiente al último día de negociación. Los depósitos en garantía mínimos para clientes, en función de las posiciones abiertas mantenidas por éstos son:

- En los futuros sobre el tipo de cambio peseta/dólar USA, importa 300.000 pesetas, y
- Futuros sobre el tipo de cambio peseta/marco RFA, asciende a 225.000 pesetas.

Cuando los clientes mantengan abierta una posición en un vencimiento, compensada por otra de signo inverso en otro vencimiento, el depósito se eleva a 75.000 pesetas, en el caso del dólar, y a 55.000 pesetas, en el del marco.

En el aspecto jurídico es de subrayar la regulación que recoge la Circular 1/1.991¹³, en la que se autoriza a las Entidades delegadas a operar en la compra y venta de futuros sobre divisas cotizados y contratados en bolsas o mercados organizados, tanto con contrapartida en pesetas como en otra divisa, por cuenta propia o por cuenta de:

- a) Otras entidades delegadas.
- b) Personas físicas o jurídicas residentes, titulares de transacciones de balanza de pagos o autorizados.
- c) Personas físicas o jurídicas no residentes.

Cuando se formalicen operaciones con residentes, éstos habrán de aportar la siguiente información¹⁴:

- - Número de identificación fiscal (N.I.F.).
- - Descripción de la transacción subyacente de acuerdo con la cual se compra o vende el futuro sobre divisas, cuando se trate de futuros liquidables en divisas distintas a la peseta.
- - Denominación del contrato y del mercado en que se negocian, cuando se trate de futuros liquidables exclusivamente en pesetas.

¹³ Véase la Circular 1/1.991, de 22 de enero, del Banco de España, sobre Entidades delegadas (mercado de divisas e instrumentos de cobertura de riesgos de cambio).

¹⁴ Ibid., Norma Quinta.- Contratación de las operaciones a plazo.

Las posiciones en futuros sobre divisas constituidas por los residentes podrán ser liquidadas antes de su vencimiento, de acuerdo con las normas de funcionamiento del mercado de futuros.

El cuadro siguiente muestra la evolución de la negociación de los contratos de futuros sobre tipos de cambio en nuestro país. Los importes están expresados en miles de contratos, para obtener el volumen total negociado en pesetas se tendrán que multiplicar por los nominales respectivos de cada contrato. De todas formas, nuestro mercado es muy reciente y dista bastante de los principales mercados de la CE, en cuanto al volumen de negociación y a la diversidad de divisas (por ejemplo, en el LIFFE se negocian, entre otras, divisas contra dólar USA en libras, marcos, yenes y francos suizos).

CUADRO: FUTUROS SOBRE DIVISAS
(miles de contratos)

Meses año 1.991	Operaciones realizadas		Posiciones abiertas	
	Divisas		Divisas	
	Dólar	Marco	Dólar	Marco
Septiembre	0,3	0,9	-	0,2
Octubre	1,1	3,9	0,1	0,8
Noviembre	1,4	2,4	0,3	0,4

FUENTE: MEFFSA y elaboración propia.

Los futuros financieros sobre divisas no han obtenido el auge deseado, hasta tal punto que se suspendió su cotización en mayo del 1993, a esa fecha no se habían contratado futuros financieros sobre el dólar durante los cinco primeros meses y sobre el marco únicamente se contrataron 0,3 miles de contratos en el mes de mayo. El año anterior, es decir, en 1992 sólo merece destacar la contratación de 29,3 miles de contratos de futuros sobre el marco y la escasa contratación de futuros sobre el dólar, tal como muestra la ilustración.

CONSIDERACIONES FINALES

Los mercados de futuros sobre divisas son básicamente una normalización del mercado a plazo de divisas. Estos mercados posibilitan la contratación de cantidades fijas y tienen una Cámara de Compensación para las transacciones realizadas. Los contratos MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) sobre peseta/dólar y peseta/marco son acuerdos de compraventa diferida de 100.000 dólares USA y de 125.000 marcos alemanes a cambio de pesetas. En España sólo existen contratos de pesetas contra estas dos monedas, tal vez esta causa ha limitado considerablemente su desarrollo.

En nuestra opinión, los contratos de futuros sobre divisas se configuran como un buen instrumento externo de cobertura, si bien, este instrumento está más abierto a los especuladores, y no sólo a las empresas que deseen cubrir sus riesgos de cambio.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA: - Circular núm. 1/1991, de 22 de enero.
- Circular núm. 4/1991, de 14 de junio.
- Circular núm. 2/1992, de 15 de enero.
- Circular núm. 8/1992, de 24 de abril.
- Circular núm. 11/1993, de 17 de diciembre.
- BAR-YOSEF, S. and LIVNAT, J. (1984): "Investment in Commodities Futures: The Accounting Implications", *Abacus*, vol. 20, núm. 1, pp. 87-95.
- BERGÉS, A. y ONTIVEROS, E. (1984): *Mercados de Futuros en Instrumentos Financieros*, Ed. Pirámide, Madrid.
- COSTA RAN, L. y FONT VILALTA, M. (1990): *Nuevos instrumentos financieros para el empresario europeo*, Ed. Esic, Madrid. Existe una 2ª edición revisada y actualizada de 1992.
- DÍEZ DE CASTRO, L. y MASCAREÑAS, J. (1991): *Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*, Ed. Mc Graw Hill, Madrid.
- DURAN HERRERA, J.J.(1990): *Estrategia y evaluación de la inversión directa en el exterior*, Ed. ICEX, Madrid.
- DURAN HERRERA, J.J.(1991): "La exposición al riesgo de cambio en el nuevo Plan General de Contabilidad", *Rev. Partida Doble*, núm. 8, enero, pp.16-22.
- DURAN HERRERA, J.J. (1992): *Economía y Dirección Financiera de la Empresa*, Ed. Pirámide, Madrid.
- DURAN HERRERA, J.J. y LAMOTHE, P.(1985): *Gestión financiera internacional de la empresa*, Ed. Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- FERNÁNDEZ, P. (1990): "Efecto competitivo del tipo de cambio real. Lo que no asegura el seguro de cambio", *Rev. ICE*, núm. 679, marzo, pp. 156-160.
- JAUCKENS-GANT LACUNZA, A. (1990): *Finanzas internacionales. Enfoque práctico*, Ed. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C., México.
- LAINEZ GADEA, J.A. (1988): *Análisis contable del riesgo de cambio*, Ed. Instituto de Planificación Contable, Mº de Economía y Hacienda, Madrid.
- PREGEL, G.; SUÑOL, R. y NUENO, P. (1990): *Instrumentos financieros al servicio de la empresa*, Ed. Deusto, Bilbao.