

ESTRATEGIAS POCO USUALES PARA LA COBERTURA DE RIESGOS DE VARIACIÓN DE PRECIOS DE LAS MERCANCÍAS CON DERIVADOS EN PAÍSES SUBDESARROLLADOS

Unusual strategies to cover risk of commodities price variation in underdevelopment countries

Dra. Elda Molina Díaz

Centro de Investigaciones de Economía Internacional, UH

<https://orcid.org/0000-0003-4064-5981>

molina@ciei.uh.cu

.....
Recibido: Septiembre 2023

Aceptado: Septiembre 2023
.....

Resumen

Aunque los países subdesarrollados enfrentan dificultades para un uso amplio y eficiente de los derivados financieros, existen experiencias positivas en la protección de riesgos relacionados con el comercio exterior. Por lo general, se usan más instrumentos simples y estrategias sencillas, sin embargo, la práctica ha demostrado que se pueden implementar variantes menos convencionales que incrementan los beneficios de estos instrumentos y permiten sortear algunas de las trabas que entorpecen su uso. En el artículo se resumen algunas de las variantes más efectivas y menos habituales, con el objetivo de sugerir cuáles podrían resultar útiles para Cuba.

Palabras Claves: Cobertura de riesgos, derivados sobre productos básicos, opciones

Abstract

Although developing countries face difficulties for a wide and efficient use of financial derivatives, there are positive experiences in the protection of foreign trade related risks. As a whole, simple instruments and strategies tend to prevail. However, practice has demonstrated that less conventional variants can be

implemented which increase the benefits from these instruments and allow avoiding some of the obstacles hampering their use. The article summarizes some of the more effective and less common ones. The aim is to learn and suggest which of these could be useful for Cuba.

Keywords: risk hedging, commodity derivatives, options

Códigos JEL: E44, G15

Introducción

La economía internacional contemporánea se caracteriza, entre otros factores, por la volatilidad de las tasas de cambio, de las tasas de interés, de los títulos-valores y de los precios de las mercancías, con efectos adversos para empresas, otras entidades e individuos. Dicho de otro modo, la incertidumbre que impera en los mercados financieros internacionales determina que las operaciones, ya sean productivas, crediticias o comerciales, se vean expuestas a riesgos.

En el caso de los países subdesarrollados los efectos de estas variaciones se acrecientan debido a que, por lo general, son muy dependientes de los mercados internacionales, tanto de mercancías como financieros. Sus ingresos en divisas se generan fundamentalmente a través de exportaciones de unos pocos productos básicos cuyos precios son muy volátiles, y para producir y consumir se ven obligados a importar una amplia gama de productos, y recibir recursos financieros del exterior, también con una alta variabilidad de precios.

Estos países son muy vulnerables no solo en el sentido de su alta dependencia de esos productos y del financiamiento externo, sino también debido al subdesarrollo de sus mercados financieros. Esto último implica que no pueden acceder con facilidad a recursos financieros y a instrumentos para la cobertura de riesgos como los derivados financieros.

Los derivados son instrumentos particularmente útiles e idóneos para la cobertura de riesgos de mercado y crediticios en comparación con otros mecanismos existentes para este fin. Se trata de instrumentos muy flexibles y adaptables a condiciones cambiantes, fáciles de implementar y deshacer en comparación con otros, transferibles, además, sus posibilidades no se reducen sólo a la protección de riesgos, sino que satisfacen un amplio rango de nuevas necesidades de los agentes económicos.

Los derivados permiten garantizar ingresos y evitar o reducir pérdidas; obtener recursos adicionales también para compensar pérdidas o para financiar las propias

operaciones de cobertura; obtener financiamiento en condiciones que no sería posible obtener directamente; disminuir el costo del endeudamiento; diversificar el origen de los fondos; manejar deudas; entre otras posibilidades.

El uso de estos instrumentos redundará en beneficios para la atracción de capitales extranjeros, ya que ofrecen a los inversionistas una alternativa para la protección contra riesgos cambiarios, de tasas de interés y crediticios.

Este mercado ha venido creciendo a lo largo de los años por todos los beneficios mencionados, pero también, y en gran medida, por su amplio uso especulativo, estimulado por las características de los instrumentos y de los mercados donde se negocian, lo que resulta más riesgoso.

Aunque no en la misma medida que en países desarrollados, en los subdesarrollados se ha venido ampliando el uso de los derivados financieros de los 80 a la actualidad. Asimismo, difieren las características de las operaciones en ambos tipos de países. En síntesis, el mercado es aún limitado en esos países en cuanto a liquidez, así como en el número y complejidad de los instrumentos y estrategias en comparación con los de economías avanzadas. Al interior de los países subdesarrollados, también se observan notables diferencias entre ellos.

En el artículo se abordarán las principales estrategias que usualmente se implementan para manejar los riesgos de variación de precios de las mercancías por lo que éste significa sobre todo para las economías subdesarrolladas, pero se hará énfasis en otras poco habituales que resultan beneficiosas para estos fines ya que logran sortear algunas de las limitaciones que presentan estos instrumentos.

Estrategias comunes para la cobertura de riesgos de variación de precios de las mercancías

Los derivados más comunes usados para proteger las operaciones de comercio exterior son los forwards, los futuros, los swaps y las opciones. Los futuros se desarrollaron para sortear los problemas de falta de credibilidad crediticia asociados a los forwards, que son los instrumentos más simples y, por tanto, los más comunes. Esto lo logran a través de la exigencia de márgenes y su mantenimiento diario. Sin embargo, ello supone costos, y en el caso de los márgenes de mantenimiento, erogaciones no planificadas, que muchos países en desarrollo no están en condiciones de cumplir. Tampoco los contratos de futuros están disponibles para todas las mercancías ni todas las categorías de una misma mercancía. Por otra parte, el mercado de futuros de productos básicos, a excepción del petróleo, no es muy líquido.

Los swaps son más flexibles que los forwards al llevarse a cabo a través de intermediarios, pero continúa estando presente el riesgo crediticio de la contraparte.

Las opciones solucionan las dificultades anteriores. Además de ser instrumentos muy flexibles, por lo general, la prima que se paga por ellas es menor que los márgenes de los futuros y no se requieren pagos adicionales.

Las operaciones más sencillas con opciones, conocidas como “plan vainilla”, consisten en la compra de opciones de compra para proteger contra incrementos de precios y de opciones de venta ante posibles disminuciones de precios. La clave es encontrar un precio de ejercicio apropiado. Aunque menores que los futuros, las opciones también tienen un costo.

Estrategias innovadoras para el manejo de riesgos en países altamente dependientes del comercio exterior

En la práctica internacional se usan también estrategias poco usuales para manejar los riesgos de variación de precios de las mercancías, que resultan muy ventajosas pues intentan reducir los inconvenientes que suelen tener las más comunes, como su costo.

Entre esas variantes menos habituales están: la compra y venta simultánea de opciones para reducir el costo de la cobertura (si se logra comprar una opción y vender otra con iguales primas se logra una estructura de costo cero, conocida como “*risk reversal*”); las “opciones barrera”¹ dirigidas a contrarrestar otro de los inconvenientes de las opciones, que es el precio que hay que pagar aunque no se ejerzan (si el precio de mercado es más favorable que el de ejercicio), lo que se percibe en ese caso como un gasto innecesario.

A continuación se profundiza en algunas de las estrategias menos habituales con ventajas significativas para países con escaso desarrollo.

- Variantes para proteger ingresos por exportaciones

➤ Venta de opciones de compra de la mercancía con alto precio de ejercicio

El vendedor de la mercancía, por lo general un producto básico de alta demanda y precio volátil, pero con tendencia al alza, vende una opción de compra por la que cobra una prima. A cambio se compromete a vender la mercancía a un precio alto pero que pudiera ser más bajo que el de mercado. La lógica de la estrategia es asegurar un precio de venta y obtener un ingreso adicional por la prima. Es decir,

¹ Introducen una barrera al movimiento de precios en estrategias de tipo “plan vainilla”, y permiten al comprador salirse del acuerdo si el movimiento de precios es favorable. Estas estrategias permiten de alguna manera sustituir las *risk reversal*.

el vendedor espera que el precio no ascienda por encima del precio de ejercicio, pero si esto ocurriera, tendría asegurado un precio de venta alto y la prima cobrada le permitiría compensar la diferencia con el precio de mercado.

El comprador del producto subyacente, con incertidumbre acerca de su precio, pero con la expectativa de que pueda subir, acepta adquirir el derecho de comprar la mercancía en el futuro a un precio alto, pero al menos certero. Si el precio del mercado no superara al de ejercicio, no ejercería la opción, aunque ya habría pagado la prima.

El costo para el exportador es el de perder ganancias potenciales si el precio sube por encima del precio de ejercicio y para el importador, el pago de la prima de la opción.

Esta es una estrategia conservadora, sobre todo en el caso de opciones cubiertas (cuando el vendedor de la mercancía la posee), que no conlleva grandes riesgos adicionales a los que de todas formas tienen que enfrentar los vendedores en el mercado. Al no ser especulativa, no propicia distorsiones en los mercados. También se pueden vender opciones de compra no cubiertas (sin poseer la mercancía ni ningún contrato para adquirirla en el futuro). En ese caso, la estrategia es más riesgosa, pues de tener que cumplir con la obligación, el vendedor tendría que comprar la mercancía al precio de mercado.

➤ Opciones barrera “salir si sube” (*Knock-out*)

Si el vendedor de una mercancía compra una opción de venta a precio K_i para protegerse de reducción de precio y por el contrario éste sube, no ejercería la opción, pero incurrió en un gasto (la prima de la opción). Para evitar esto, podría introducir en el acuerdo una barrera *up-and-out* que le permita no tener que pagar la prima si durante el período de vida del contrato el precio de mercado (X) sube hasta determinado nivel (H) fijado inicialmente. Es decir, que si el precio X alcanza a H la opción deja de existir o lo que es lo mismo, su precio cae a cero.

➤ Opciones barrera “entrar si baja” (*Knock-in*)

Asimismo, se puede negociar la posibilidad de que la opción comience a existir si el precio de la mercancía baja por debajo de la barrera. En ese momento el vendedor de la mercancía compra la opción de venta.

- **Variantes para proteger o reducir costos de las importaciones**

➤ Opciones barrera

Al igual que los exportadores, los importadores pueden comprar opciones de compra para protegerse de incremento de precio de la mercancía e incorporar en el contrato cláusulas que permitan activar la opción si el precio de la mercancía

rebasa determinado nivel (*up-and-in*), o desactivarla si no lo alcanza (*down-and-out*).

Tanto para las **exportaciones** como para las **importaciones**, las opciones barrera pueden combinarse, obteniéndose productos más complejos. Por ejemplo:

➤ Opciones *double-no-touch-knock-out*

Para transacciones con mercancías de precios muy volátiles, se pueden montar estrategias en las que la opción expire si el precio de la mercancía se sale de la barrera por encima o por debajo (combinación de *up-and-out* y *down-and-out*).

➤ Opciones barrera multi-subyacentes (*multiunderlying barrier options* o *amortizing barrier options*)

Esta es una opción para países que son altamente dependientes de dos productos. Constituye una estrategia más compleja y difícil de implementar, pero de lograrse brinda una gran flexibilidad para cubrir el riesgo de variación de precios de ambas mercancías con un solo instrumento. Las estrategias pueden ser del tipo *double-no-touch-knock-out*.

Se pueden añadir más barreras. Por ejemplo, que se active una barrera cuando otra haya sido alcanzada (*resettable barriers*).

Además de las opciones barrera, otra variante muy efectiva para reducir el costo de la cobertura de importaciones es:

➤ Combinación de la compra y venta de opciones de compra de una mercancía a precios de ejercicio altos y diferentes (*spread*). (Molina, 2000)

El importador de la mercancía, de precio volátil y con tendencia al alza, compra una opción de compra para garantizar un precio más bajo que el del mercado. Al mismo tiempo vende una opción de compra de la misma mercancía, pero a un precio de ejercicio superior que espera no se alcance.

Si el precio de la mercancía sube por encima del precio de ejercicio de la opción que compró, pero no por encima del de la opción que vendió, puede comprar la mercancía a un precio más bajo que el del mercado y compensar el costo de la prima con la cobrada. La opción de venta no sería ejercida, por tanto, el importador no tendría ninguna obligación que cumplir.

Su riesgo es que el precio de la mercancía supere el precio de ejercicio de la opción que vendió –que no es lo esperado en esta operación–, pues el comprador de la opción ejercería su derecho.

El éxito de la operación está en estimar correctamente la trayectoria de los precios de la mercancía y lograr los precios de ejercicios apropiados.

- Creación de fondos de cobertura a partir de los ingresos por la venta de un producto, para la compra de opciones de compra de otro. (Duncan, 1995)

Un inconveniente que enfrentan las empresas de países subdesarrollados para el uso de derivados es la disponibilidad de recursos financieros. Una variante que se recomienda en ese caso es la creación de fondos para cobertura provenientes de la venta de otros productos. Por ejemplo, si un país exporta café e importa petróleo puede usar parte de los ingresos provenientes de las exportaciones de café para comprar opciones de compra de petróleo. Esos ingresos pueden ser depositados en una cuenta de destino especial con ese fin. De hecho, también puede cubrirse la venta de café para asegurar los ingresos, con operaciones como las mencionadas antes que no impliquen la compra de opciones de venta para no incrementar el costo de las coberturas.

Esa estrategia es factible, sobre todo, cuando se llevan a cabo por empresas estatales, pues el gobierno puede controlar las operaciones y reducir el riesgo de crédito de la contraparte.

- **Variante para suavizar el costo del endeudamiento con productos estructurados (desvincular el precio del *commodity* del *spread* de crédito)**

En los países altamente dependientes de los ingresos por exportación de productos básicos, el costo del endeudamiento externo, particularmente el *spread* de crédito, tiene una alta correlación con los precios de esos productos. Si se logra desvincular el precio del *commodity* del *spread* de crédito, se reduciría el riesgo de impago, es decir, el pago del crédito no se vería afectado por movimientos adversos en los precios de los productos, por lo que se podría acceder a los mercados financieros internacionales a un costo razonable aun cuando la tendencia de precios fuera desfavorable.

Un primer acercamiento a una estrategia en ese sentido sería adjuntar una opción de venta del producto al contrato de financiamiento (por ejemplo, a los bonos que se emitan), de modo que cuando el precio del *commodity* descienda, los tenedores de bonos puedan compensar sus posibles pérdidas en sus rendimientos con ganancias por la opción. Sin embargo, esta variante resulta complicada porque involucra a los inversionistas en operaciones de comercio, además de que les introduce el riesgo asociado a la contraparte, lo que se traduciría en una reducción del atractivo del instrumento.

Otra alternativa más viable sería que el inversionista reciba el título (bono) vinculado al precio del *commodity* más representativo para los ingresos por exportación, a través de una opción barrera sobre un CDS suscrito al emisor soberano. Se supone que ello proteja a los tenedores de bonos contra impago del emisor sin que tengan que pagar por el CDS y a cambio acepten un menor *spread*

de crédito. El país tendría que pagar por la opción a un intermediario. (Lu and Neftci, 2008)

Funcionaría de la siguiente manera: se adjunta al bono una opción (que se activa si el precio del producto de exportación cae por debajo de determinado nivel). La opción le da derecho al tenedor de bonos (si la ejerce) a recibir un CDS a un precio acordado en el momento del acuerdo inicial². Como los emisores soberanos no están en posición de comprar o vender CDS a los inversores, algunos bancos de inversión importantes, con altos *ratings* crediticios, estarían dispuestos a actuar como intermediarios. Este banco se compromete a vender al inversionista el CDS bajo las condiciones especificadas en el bono. Para ello tendría que comprar el CDS en el mercado a un precio menor que el vigente y las pérdidas esperadas se compensarían por el pago que hace el país emisor del bono en el momento del acuerdo. El inversionista, por su parte, asegura la protección contra impago ya que la contraparte es confiable y el precio fijo y bajo.

La estrategia resultaría beneficiosa para el país si el precio del producto de exportación cae abruptamente y la caída es persistente. En esos casos no se sólo cumple el objetivo inicial propuesto (se separa la influencia de la tendencia del precio de la mercancía del precio del financiamiento), sino que se reduce el costo de la cobertura. Además, una ventaja adicional a largo plazo es que, si se crea un mercado de instrumentos de crédito, puede contribuir a incrementar su liquidez.

Consideraciones finales

La experiencia internacional ha demostrado que algunos países subdesarrollados han incrementado de manera importante el uso de derivados financieros con fines de cobertura y que ello ha redundado en beneficios para sus empresas en términos de situarlas en mejores condiciones para enfrentar los retos de su inserción externa. Es decir, han logrado reducir su exposición a riesgos de mercado y crediticios y con ello proteger sus ingresos y estar en mejor posición ante inversionistas y financistas. Sin embargo, las experiencias exitosas se han centrado en las empresas más fuertes, que son las que están en mejores condiciones de acceder a esas prácticas.

De manera general, los países menos desarrollados enfrentan dificultades para un uso amplio y eficiente de los derivados financieros. Las principales limitaciones son: el subdesarrollo de sus mercados de derivados (relacionado con el tamaño del mercado, los instrumentos disponibles y las posibilidades de implementar estrategias más efectivas, así como la escasa calificación de los especialistas);

² Es probable que en el momento actual su precio sea mayor debido a la caída del precio del producto de exportación.

la dificultad para encontrar contrapartes interesadas en participar en los contratos; y su alto costo (los futuros requieren depósitos de márgenes y exigencias de colaterales no previstos; las opciones, el pago de primas. Estas erogaciones por lo general son elevadas y se exigen por adelantado, es decir, antes de contar con los ingresos en el caso de las exportaciones).

Además, existen otras dificultades particulares relacionadas con segmentos específicos del mercado. Por ejemplo, en el caso de los derivados sobre productos básicos, la incapacidad de estos mercados de acomodarse a las necesidades de los exportadores e importadores (los de opciones son muy limitados en tamaño y profundidad y los de futuros, además de ser limitados, negocian contratos específicos). Los CDS tienen un alto costo (además precio del instrumento se exigen otros cargos regulatorios de capital); y son difíciles de implementar (aún no es un mercado muy transparente ni muy líquido, sobre todo el asociado a deudas de entidades y países subdesarrollados debido al número relativamente pequeño de participantes).

Por los obstáculos antes mencionados, particularmente el desconocimiento acerca de los instrumentos, la falta de calificación del personal y el alto costo de las operaciones, lo más común es que la mayoría de los instrumentos y estrategias usados por estos países sean los más simples. Sin embargo, existen experiencias positivas en el uso de derivados a través de instrumentos y estrategias que, sin dejar de ser sencillas, son innovadoras e incrementan los beneficios de estos instrumentos, haciéndolos menos costosos. Las variantes más efectivas suelen ser con opciones, debido a la flexibilidad de estos instrumentos.

La conclusión a la que se puede arribar es que teniendo en cuenta lo anterior, resulta imprescindible que especialistas, directivos y funcionarios del gobierno conozcan estos instrumentos y las estrategias que se pueden implementar, sus ventajas y limitaciones, para a partir de ahí, considerar la posibilidad de ampliar su uso. La recomendación es válida para el caso de Cuba, teniendo en cuenta los retos que enfrenta en país en su inserción externa.

Referencias Bibliográficas

- Duncan, R. (1995). Managing Commodity Price Instability in Newly Liberalized Economies, Paper presented to the 39th Annual Conference of the Australian Agricultural Economics Society, held at the University of Western Australia, Perth, February 14-16, 1995.
https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjLqrDd_PHxAhWIRDABHf_oASKQFjAKegQICxAD&url=https%3A%2F%2Fageconsearch.umn.edu%2Frecord%2F148800%2Ffiles%2F1995-02-10-11.pdf&usg=AOvVaw1YZ2bU5IN7d-rfWlj0tRTG

- Lu, Y. and Neftci, S. (2008). *Financial Instruments to Hedge Commodity Price Risk for developing Countries*, IMF Working Paper, WW/08/6, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0806.pdf>
- [Molina, E. \(2000\). La cobertura de riesgos de mercado con derivados financieros. Tesis de Doctorado. Universidad de La Habana, Cuba.](#)

Declaración de intereses

La autora declara que no existe conflicto de intereses.