

Mercados de futuros

A mediados de marzo, el Banco de México anunció la reglamentación que permite la operación de mercados de compra-venta de dólares a futuro y de opciones. La existencia de mercados que permitan determinar un nivel del tipo de cambio el día de hoy para el futuro, permitirá eliminar el riesgo cambiario para los agentes económicos que realizan operaciones en moneda extranjera en sus procesos de producción e inversión. Los mercados de futuros incrementan la eficiencia en la distribución de riesgos a precios adecuados.

Las operaciones de compra-venta a futuro de dólares, o de opciones del peso respecto al dólar, se realizarán en varios **mercados**:

- En el Chicago Mercantile Exchange (CME) que es la bolsa de contratos de futuros más grande del mundo y que, antes de que termine abril, planea iniciar operaciones de futuros del peso mexicano y de opciones de compra y venta de contratos de futuros.

En el mercado "over the counter", que operará "forwards" o contratos adelantados y opciones de compra-venta de dólares. En este mercado cada participante cotizará de manera individual, como hasta ahora funciona el mercado cambiario. A la fecha, Banco de México ha autorizado a Mifel, Banorte, Banamex, J.P. Morgan, Inbursa y Serfín para realizar este tipo de operaciones. También participarán instituciones financieras extranjeras, las cuales no requieren autorización de Banxico.

- La Bolsa Mexicana de Valores, que planea iniciar operaciones de este tipo en el piso de remates, sin embargo aún se desconocen los detalles para su inicio.

Una **operación de compra-venta** a futuro implica un acuerdo entre dos partes para comprar o vender un activo, en cierta fecha a un precio determinado, y pueden realizarse mediante un contrato a futuro o de un contrato "forward" o adelantado.

Los contratos a futuro se comercian en una bolsa o mercado (como el CME o la BMV) en donde características, como monto por contrato y fecha de vencimiento, o se encuentran estandarizadas. En este caso, cada participante crea un depósito que se administra por una cámara de compensación al interior de la bolsa y que diariamente se revisa para que cada participante agregue o retire dinero, según se comporte el valor del contrato ese día.

Los **contratos "forward" o adelantados** se negocian de manera individual con montos y plazos determinados, de manera independiente, por las contrapartes. En este caso, puede o no crearse una garantía y su valor no necesariamente no se revisa durante la vigencia del contrato.

Comprar una opción es similar a una póliza de seguro, pues a cambio de una prima pagada hoy, el comprador de la opción de compra mantiene el derecho de comprar dólares a cierto precio en una fecha futura determinada. De igual manera, un comprador de opción de venta tiene el derecho de vender dólares a su contraparte, a cierto tipo de cambio en una fecha determinada.

El comprador de una opción siempre puede elegir no ejercerla si en la fecha de ejercicio le resulta más atractivo comprar o vender los dólares en el mercado "spot". El comprador de un contrato a futuro o de un contrato adelantado de dólares, tiene que comprarlos en la fecha de vencimiento del contrato al tipo de cambio pactado inicialmente. La prima que se paga por comprar la opción refleja el valor monetario de mantener la discrecionalidad sobre su ejercicio.

La diferencia entre el tipo de cambio de contado (spot) y el tipo de cambio a futuro o adelantado refleja dos factores:

- **La prima de riesgo.** Resultado de la percepción en el mercado respecto a devaluación o apreciación de la moneda.
- **El diferencial de tasas de interés entre las dos monedas.** En ausencia de restricciones a los flujos de capitales o de comercio, si las tasas en pesos mexicanos son superiores a las tasas en dólares, el tipo de cambio a futuro necesariamente será de más pesos por dólar que el tipo de cambio de hoy.

El Banco de México ha impuesto algunas **restricciones a los intermediarios** nacionales respecto al **monto con el que podrán participar** en esos mercados:

El monto total de la posición "ponderada por riesgo" deberá ser inferior al monto por el que su capital neto exceda al ocho por ciento de los activos "ponderados por riesgo". Es decir, que si un banco tiene un capital neto que representa 8.7% de sus activos ponderados por riesgo, la suma de sus compras más ventas de dólares a futuro y de sus compras más ventas de opciones "ponderada por riesgo" no podrá exceder 0.7% de su capital.

Dado que el capital como porcentaje de los activos ponderados por riesgo es cercano al mínimo requerido por la CNB en la mayoría de los bancos, el margen de crecimiento de los intermediarios nacionales en este mercado es reducido. Sin embargo, eso no limita las posibilidades de dichos mercados para reducir la incertidumbre sobre el tipo de cambio, ya que todos aquellos agentes podrán concurrir al mercado que operará en el CME y también podrán cerrar operaciones de este tipo con intermediarios financieros extranjeros de manera individual.

En el CME, el valor de cada contrato (opciones y futuros) será de N\$ 500,000. Todos los contratos se cotizarán en dólares por peso. Los contratos de futuros vencerán en marzo, junio, septiembre y diciembre, mientras que las opciones vencerán en todos los meses del año.

La profundidad y liquidez que alcancen esos mercados será el principal factor para determinar su contribución a la estabilidad del tipo de cambio. Dado el elevado nivel de apertura de la economía resulta factible que gradualmente tanto exportadores como importadores e inversionistas recurran a esos instrumentos.

Nota metodológica

El diferencial de tasas de interés entre dos divisas determina el precio de un contrato de compra venta a futuro o adelantado. Esto se deriva de que, con libre movilidad de capitales, las operaciones de arbitraje entre ambas divisas determinan el precio de equilibrio, de acuerdo con la igualdad de "paridad de tasas de interés".

Para que un agente sea indiferente entre invertir un peso en México durante t días, ganando una tasa de interés r o invertir ese mismo peso en dólares durante t días ganando una tasa de interés r^* , se requiere que se cumpla la siguiente igualdad:

$$(1 + i \frac{t}{360}) = (1 + d \frac{t}{360}) (1 + i^* \frac{t}{360})$$

en donde

i = tasa de interés en pesos i^* = tasa de interés en dólares
 d = tasa de depreciación requerida para cancelar el arbitraje.
 t = número de días que durará la inversión.

La tasa de depreciación requerida también puede denominarse como:

(2) $d = F/S$ en donde

F = tipo de cambio adelantado o a futuro.

S = tipo de cambio el día de hoy.

Sustituyendo la ecuación 2 en la 1, se obtiene el precio del tipo de cambio adelantado o a futuro:

$$(3) F = S \frac{(1+i t/360)}{(1+i^* t/360)}$$

Cuando la tasa en pesos es superior a la tasa en dólares, el precio del futuro se cotiza con un "descuento", es decir más pesos por dólar que el tipo de cambio de hoy. Considérese el siguiente ejemplo:

$$i = 70\%$$

$$i^* = 5.8\%$$

$$t = 90 \text{ días}$$

$$S = \text{N}\$6.2 \text{ pesos por dólar}$$

Al incorporar esos valores en la fórmula (3) implica:

$$F = 6.2 \frac{(1 + .7 * .25)}{(1 + .058 * .25)} F = 6.2 * 1.1582$$

$$F = 7.1809$$

Para descentivar el arbitraje y compensar el atractivo de las tasas en pesos, se requiere que el peso se cotize hoy como si se fuera a depreciar a N\$ 7.1809 por dólar dentro de 90 días. Si se cotiza en menos, sucederá que algunos inversionistas inviertan en Cetes al 70% por 90 días, compren hoy dólares a 90 días en menos de N\$ 7.1809 y se queden con una utilidad respecto a la alternativa de invertir en dólares a 5.8%.