

EL RIESGO CAMBIARIO Y SU COBERTURA FINANCIERA

MARÍA MILAGROS VIVEL BÚA
Universidad de Santiago de Compostela

Recibido: 14 de diciembre de 2009

Aceptado: 24 de marzo de 2010

En la global y competitiva economía actual es necesario superar el entorno local de actuación para situarse en un ámbito internacional que oferte nuevas y/o mejores oportunidades de negocio. De este modo, los planteamientos y los retos estratégicos de las empresas se han transformado, alcanzando un mayor nivel de exigencia en todas las áreas y, especialmente, en la financiera.

Las empresas que realizan actividades en el contexto internacional están sujetas a múltiples riesgos, entre los que destaca el riesgo cambiario. Las variaciones en el tipo de cambio pueden afectar considerablemente a los flujos de caja actuales y potenciales generados en la actividad operativa y financiera de la empresa. De hecho, las variaciones en el tipo de cambio fueron consideradas como la tercera amenaza para el desarrollo internacional de la actividad empresarial en una encuesta realizada a 1.400 directivos en el año 2004 por la consultora *Pricewaterhouse* y por el *Wall Street Journal*.

De acuerdo con Levi (1997), el riesgo cambiario se refiere a la variabilidad de los valores de los activos, pasivos o ingresos en términos reales, y de la moneda nacional o de referencia para la empresa como consecuencia de variaciones no anticipadas del tipo de cambio¹, mientras que el nivel de exposición cambiaria se refiere a aquello que se encuentra sujeto a este riesgo, esto es, a la sensibilidad de aquellos a tales fluctuaciones cambiarias. Por tanto, el riesgo cambiario depende, por un lado, de la intensidad de las fluctuaciones del tipo de cambio que, a su vez, está en función de la volatilidad asociada a las divisas y, por otro, del grado de exposición de la empresa a esas fluctuaciones.

El riesgo cambiario que afrontan las empresas se puede clasificar en tres tipos: el riesgo de transacción, el riesgo económico y el riesgo contable o de conversión. El riesgo de transacción se deriva de los efectos que las alteraciones no previstas en el tipo de cambio pueden tener sobre los cobros y/o pagos aplazados en divisas. Frente a este, el riesgo operativo se refiere al impacto de estas alteraciones cambiarias sobre los flujos de tesorería futuros, tanto aquellos denominados en divisa como en moneda local. Como señalan Martínez y Martínez (2002), el efecto conjunto de las exposiciones transaccional y operativa suele denominarse exposición

¹ Esta definición fue originariamente propuesta por Adler y Dumas (1984). Véanse también Hekman (1983) y Oxelheim y Wihlborg (1987).

económica, y tiene en consideración el impacto de las variaciones cambiarias sobre el valor de la empresa. Finalmente, el riesgo contable se refiere a la merma en beneficio o pérdida que puede ocasionar la elaboración de los estados contables consolidados en las empresas multinacionales, así como por el mantenimiento en balance de activos y/o pasivos en moneda extranjera.

Esta diferenciación permite entender por qué al definir el riesgo de cambio los autores utilizan acepciones dispares según se adopte un enfoque transaccional o económico. Así, bajo la perspectiva transaccional las definiciones aportadas se centran en el impacto del tipo de cambio sobre los flujos de caja en divisas actuales de la empresa y, por tanto, adoptan un horizonte temporal en el corto plazo. Por ejemplo, Martínez (2000) señala que es aquel riesgo derivado de las variaciones no esperadas del tipo de cambio asumido por un agente económico que mantiene, deliberadamente (especulación) o como fruto de su actividad económica, posiciones abiertas en divisas.

Frente a esta definición, la perspectiva económica del riesgo cambiario supone la consideración del impacto que el tipo de cambio tiene sobre los flujos de caja actuales y potenciales, tanto se denominen en divisa como en moneda local, asumiendo un horizonte temporal a más largo plazo. Bajo este enfoque, Adler y Dumas (1984) y Flood y Lessard (1986) definen el riesgo cambiario en términos de varianza del precio de las acciones, es decir, como la sensibilidad del valor de la empresa a un cambio inesperado en el tipo de cambio. De igual modo, Martínez (1999) señala que es la sensibilidad del valor de la empresa a fluctuaciones inesperadas del tipo de cambio, que afecta directamente a sus corrientes de cobros y pagos e indirectamente a su coste de capital.

Además, a la vista de estas definiciones, cabe señalar que el riesgo cambiario está presente en todas las empresas con independencia de que desarrollen parte de su actividad en el ámbito internacional o que focalicen su actuación exclusivamente en el mercado local. En el caso particular de las empresas españolas, aunque los mercados del entorno comunitario constituyen su primer socio comercial, no se puede negar o menospreciar la influencia de las variaciones de los tipos de cambio en el desarrollo de su actividad internacional, ya que un volumen importante de esta actividad tiene lugar con terceros países no adscritos al área euro. Una buena prueba de ello es este fragmento extraído del informe anual del Grupo Telefónica para el ejercicio 2007: *“Si se considerara constante durante 2008 la posición en divisa con impacto en cuenta de resultados existente a cierre de 2007 y las divisas latinoamericanas se depreciasen respecto al dólar estadounidense, y el resto de divisas respecto al euro un 10%, el impacto en cuenta de resultados sería un gasto de 69 millones de euros. Sin embargo, como se ha comentado anteriormente, en el Grupo se realiza una gestión dinámica destinada a reducir dichos impactos”*.

En particular, según datos del Instituto de Comercio Exterior español para el año 2007, las exportaciones españolas dentro de Europa, pero fuera del área euro, aumentaron un 4,3%. Del resto de destinos europeos no comunitarios, que crecieron en conjunto un 6,1%, destacó el avance de las ventas con destino a Rusia (38,2%). Ya fuera de Europa, las exportaciones alcanzaron una cuota del 29,9%

sobre el total exportado en el año 2007, registrando un aumento del 10%, lo que prácticamente duplica la evolución de las exportaciones a destinos comunitarios (5,5%). Además, las exportaciones dirigidas a Asia, cuya cuota fue del 6,2% del total, registraron una tasa de crecimiento del 16,1%, superando en un 3% el aumento registrado en el año 2006. Por su parte, en América Latina, mercado con el que España siempre ha tenido un especial vínculo promoviendo y participando en programas de cooperación a nivel económico, las ventas representan un 4,9% del total exportado, lo que supone un incremento del 6,3% en el año 2007. Finalmente, África aumentó en cuatro décimas su peso en la exportación española con respecto al año anterior, alcanzando el 4,5% del total en el año 2007 gracias al espectacular crecimiento de la región (17,8%).

Con respecto a las importaciones, y también a partir de los datos publicados por el Instituto de Comercio Exterior español, a lo largo del período 2004-2007 el número de empresas españolas importadoras aumentó cada año, registrándose 53.957 en el año 2007, esto es, 10.371 empresas más que en el año 2004, con un aumento del 24%. Al igual que en la actividad exportadora, el área euro constituye el principal origen de las importaciones; sin embargo, existen terceros países que suponen un volumen de negocio importante como son China, EE.UU. y Reino Unido.

Además, las empresas españolas no sólo están expuestas al riesgo cambiario transaccional o de corto plazo generado por estas operaciones comerciales con mercados exteriores. Al mismo tiempo, debe ser considerada la sujeción al riesgo cambiario de tipo económico, porque nuestro país se caracteriza por ser una economía desarrollada y abierta que realiza de modo continuo y regular operaciones exteriores en divisas y que se enfrenta a la competencia de empresas foráneas.

Consecuentemente, las fluctuaciones de los tipos de cambio durante las últimas décadas han convertido la identificación, medición y gestión de los riesgos que de ellas se derivan en un aspecto muy destacado en la tarea directiva (Rahnema, 2007). Por este motivo, no resulta extraño que los gestores estén destinando un gran esfuerzo, tanto en términos económicos como de recursos humanos, a neutralizar los efectos adversos de la volatilidad cambiaria.

En este sentido, las estrategias de cobertura disponibles son diversas y suponen la utilización de diferentes instrumentos de naturaleza financiera y operativa, existiendo en la práctica una hegemonía de los de carácter financiero, fundamentalmente a través del uso intensivo de productos derivados. Según la encuesta realizada por el ISDA (*International Swaps & Derivatives Association*), durante el año 2008 el 94% de las empresas que forman parte del *Fortune Global 500* utilizaba productos derivados para la gestión del riesgo, destacando los de divisas (93,6%) y los de tipo de interés (88,3%).

Asimismo, en el ámbito académico también existen pruebas de la popularidad de los productos derivados en la cobertura del riesgo cambiario. Por ejemplo, Bartram *et al.* (2003) encontraron que más del 60% de las 7.263 empresas² que

² Bartram *et al.* (2003) analizaron una muestra formada por empresas localizadas en 48 países que representaban todos los continentes.

analizaron los utilizaban con ese propósito. En concreto, un 45,2% usaba productos derivados para la cobertura del riesgo cambiario, un 33% para el riesgo de tipo de interés y un 10% para el riesgo de *commodity*. En el ámbito europeo puede citarse el trabajo de Muller y Verschoor (2006), quienes obtuvieron que el 66,6% de las 471 empresas europeas³ analizadas también los utilizaba en la gestión del riesgo cambiario. Ya en el mercado español, la encuesta realizada por Rahnema y Faus (1997) entre 113 empresas corroboró la evidencia internacional, mientras que Ruiz y Partal (1998) mostraron que sólo el 13,94% de nuestras pequeñas y medianas empresas los utilizaban, aunque ambos estudios constituyen referencias bastante alejadas en el tiempo frente a las disponibles para otros mercados.

Ahora bien, la utilización de productos derivados no es la única alternativa financiera para cubrir el riesgo cambiario. De todas las alternativas de cobertura, en la literatura económica se ha prestado especial atención a la emisión de deuda en divisa que puede actuar como un instrumento de cobertura natural, disminuyendo el nivel de exposición cambiaria de aquellas empresas con ingresos en moneda extranjera. Las empresas pueden endeudarse en la divisa que genera esos ingresos para efectuar una compensación entre los flujos de activo y pasivo y así eliminar o reducir el riesgo cambiario.

Una muestra de la popularidad de este instrumento de cobertura se encuentra en el trabajo de Aabo (2006). Este autor encontró en una muestra de 47 empresas danesas que un 44% opinaba que la deuda en divisa era un instrumento de cobertura del riesgo cambiario tan importante como los productos derivados, mientras que un 20% consideraba que era incluso más relevante. Además, la simple revisión de los informes anuales generados en cada ejercicio por empresas españolas constata su consideración como una herramienta financiera adicional para contrarrestar la influencia del tipo de cambio en los resultados: *“El Grupo realiza una gestión activa del riesgo de tipo de cambio a través de la contratación de operaciones financieras en la misma divisa en la que se denomine el activo, es decir, la financiación requerida para la actividad local de la empresa en el país de origen de la inversión se intenta llevar a cabo siempre en moneda local con vistas a realizar una cobertura natural o «matching» entre los «cash flows» generados con la financiación”* (Fomento de Construcciones y Contratas SA, 2007).

“Los resultados de las operaciones están expuestos a las variaciones en los tipos de cambio, fundamentalmente del dólar frente al euro, debido a que una parte sustancial de los ingresos y alguno de los gastos están denominados o indexados al dólar. El Grupo obtiene financiación predominantemente en dólares, ya sea directamente o mediante el uso de derivados de tipo de cambio” (Repsol YPF SA, 2007).

En conclusión, las continuas fluctuaciones del tipo de cambio implican la asunción de un riesgo significativo para cualquier empresa, puesto que afecta a los *cash-flows* actuales y futuros y, con ello, al valor de la empresa. Ante esta situa-

³ Muller y Verschoor (2006) analizaron una muestra formada por empresas de Alemania, Dinamarca, Holanda y Bélgica.

ción, se ha comprobado que las empresas invierten un volumen importante de recursos en la utilización de instrumentos de cobertura, sobre todo de naturaleza financiera. Dentro de estos, destacan los productos derivados que hoy en día constituyen una parte integral de las políticas de control de riesgos de las empresas más importantes del mundo. Esta popularidad alcanzada por los productos derivados en el sector empresarial sirve para constatar que aportan un valor significativo en el área de gestión de riesgos. Otra prueba de ello es que la industria financiera no deja de innovar sobre ellos, aportando nuevas y más adaptadas soluciones a la problemática particular que supone la cobertura del riesgo en cada negocio.

BIBLIOGRAFÍA

- AABO, T. (2006): "The Importance of Corporate Foreign Debt as an Alternative to Currency Derivatives in Actual Management of Exchange Rate Exposures", *European Financial Management*, 12 (4), pp. 633-649.
- ADLER, M.; DUMAS, B. (1984): "Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement", *Financial Management*, 2, pp. 41-50.
- BARTRAM, S.; BROWN, G.; FEHLE, R. (2003): *International Evidence on Financial Derivatives Usage*. (Working Paper). University of North Carolina at Chapel Hill, Kenan-Flagler Business School.
- FLOOD, E.; LESSARD, D. (1986): "On the Measurement of Operating Exposure to Exchange Rates: A Conceptual Approach", *Financial Management*, 15, (1), pp. 25-37.
- FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A. (2007): *Informe anual 2007*.
- HEKMAN, C. (1983): "Measuring Foreign Exchange Exposure: A Practical Theory and Its Applications", *Financial Analysts Journal*, (September-October), pp. 59-65.
- ISDA (2009): *International Swaps and Derivatives Association Derivatives Usage Survey, 2009*. (ISDA Research Notes, 2). ISDA.
- LEVI, M. (1997): *Finanzas internacionales*. 3ª ed. Madrid: McGraw Hill.
- MARTÍNEZ, A. (2000): *Mercados financieros internacionales*. Madrid: Cívitas.
- MARTÍNEZ, P. (1999): "Metodología para la medición de la exposición económica al riesgo de cambio: una revisión", *Información Comercial Española. Revista de Economía*, 780, pp. 63-79.
- MARTÍNEZ, P.; MARTÍNEZ, M. (2002): "Factores determinantes de la cobertura del riesgo de cambio mediante operaciones", *Forward. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 11 (1), pp. 37-50.
- MULLER, A.; VERSCHOOR, W. (2006): "The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure", *Journal of Multinational Financial Management*, 16 (4), pp. 385-410.
- OXELHEIM, L.; WIHLBORG, C. (1987): *Macroeconomic Uncertainty: International Risks and Opportunities for the Corporation*. New York: Wiley.
- RAHNEMA, A. (2007): *Finanzas internacionales*. Barcelona: Deusto.
- RAHNEMA, A.; FAUS, J. (1997): *Gestión del riesgo de tipo de cambio en la empresa*. (Documento de trabajo, 344). IESE, Research Division.
- REPSOL YPF, S.A. (2007): *Informe anual 2007*.
- RUIZ, R.; PARTAL, A. (1998): "La cobertura de riesgos en la pyme española", *Boletín de Estudios Económicos*, 53 (64), pp. 345-361.
- TELEFÓNICA (2007): *Informe anual 2007*.