

Riesgo de divisas en las empresas

Derivados financieros para importadores y exportadores (II)

En la segunda parte del artículo sobre “Derivados Financieros de divisa para importadores y exportadores” se analiza en detalle la metodología para abordar el estudio del riesgo estructural de divisa en la empresa e incidiendo en las políticas de gestión más habituales.

El objetivo de estudiar el riesgo de divisa de una empresa se orienta a determinar la exposición de su cuenta de resultados a las fluctuaciones de los mercados de divisas. En general suele ser complicado obtener, por parte de los gerentes, una visión clara respecto a la existencia de dicho riesgo y más aún establecer una política clara para gestionarlo.

LAS DIFERENTES FUENTES DEL RIESGO DE DIVISA

El riesgo de divisas de una empresa tiene su origen en cuatro fuentes diferentes, ordenadas de mayor a menor impacto en los resultados de la empresa:

- riesgo estructural.
- deuda en moneda extranjera.
- inversiones en países extranjeros – riesgo de capital.
- flujos en divisas (cobros y pagos a corto plazo).

El siguiente esquema de la actividad de la empresa permite visualizar las diferentes fuentes del riesgo de divisa.

Año	Inversión
1	Ingresos-Gastos-Gastos financieros=Retorno Inversión
2	Ingresos-Gastos-Gastos financieros=Retorno Inversión
3	Ingresos-Gastos-Gastos financieros=Retorno Inversión
4	Ingresos-Gastos-Gastos financieros=Retorno Inversión
.....	
n	Ingresos-Gastos-Gastos financieros=Retorno Inversión

El riesgo estructural corresponde a la parte azul celeste: consiste en una diferencia permanente entre las divisas a las que es-

tán ligadas las diferentes partidas de gastos e ingresos de la empresa (veremos un ejemplo más adelante). Estas divisas no coinciden forzosamente con las divisas en las que se hace efectivamente la liquidación de la partida. Esto constituye uno de los errores más frecuentes a la hora de determinar el riesgo estructural.

Las deudas en divisas extranjeras son la segunda fuente de riesgo más importante (en naranja en la tabla). El riesgo en este caso es más limitado, ya que es de duración determinada, no como en el riesgo estructural que es inherente a la empresa. Al vencimiento de la deuda la empresa puede decidir renovar su financiación en otra divisa y eliminar este riesgo. Este riesgo será objeto de estudio más específico en otro capítulo.

La tercera fuente de riesgo de divisas en una empresa es el riesgo de capital. Si al final se resuelven tanto el riesgo estructural como el riesgo de deuda, es posible que los resultados de la empresa todavía queden (en neto) sujetos a una divisa diferente a la divisa base del inversor; un ejemplo típico de este tipo de riesgo corresponde al caso de un inversor extranjero desarrollando una actividad local en un país distinto del suyo. Un capítulo próximo se dedicará a este tipo de riesgos.

Finalmente el riesgo por flujos en divisas (cobros y pagos a corto plazo), que se limita al ámbito de un ejercicio en el mundo de la empresa. Puede suponer una fuerte variación del resultado de la empre-

sa en ese ejercicio en función de la gestión adoptada al respecto, pero no debería suponer un riesgo suplementario para la empresa en su actividad a medio y largo plazo. Aunque de menor relevancia que el riesgo estructural, la gestión del riesgo por flujos en divisa es un elemento fundamental para asegurar los resultados año tras año. Puede mezclarse también con elementos de política comercial esenciales para la buena marcha del negocio, por lo que se le dedicará otro capítulo.

EL RIESGO ESTRUCTURAL, EJEMPLO Y CARACTERÍSTICAS

El concepto de riesgo estructural puede ilustrarse con el ejemplo de un hotel en Turquía que vende la mayoría de las habitaciones a tour operadores internacionales a un precio de 110 USD/habitación, pagado en TRY. Los costes de explotación (personal, mantenimiento y compras) el hotel los paga en TRY y dependen, esencialmente, de la evolución de la inflación local en Turquía.

A pesar de que el hotel sólo cobra y paga en su divisa (TRY), tiene un riesgo estructural muy importante como podemos ver en la simulación del cuadro de la página siguiente:

En el año 1, donde el inversor pone en marcha el establecimiento con un tipo de cambio USDTRY de 1.36, el hotel genera 1.4 MM TRY de resultados.

Si el cambio de la lira turca se aprecia con respecto al USD, los tour operadores

	Tipo de cambio USDTRY	Precio Internacional habitación (USD)	Ingresos (TRY)	Gastos (TRY)	Inflación Turquía	Resultado en TRY
Año 1	1,3600	110	8.409.016	7.000.000	4,00%	1.409.016
Año 2	1,2000	112	7.554.624	7.280.000	2,00%	274.624
Año 3	1,1000	114	7.048.734	7.425.600	3,00%	-376.866
Año 4	1,1000	116	6.520.360	7.648.368	2,00%	-1.128.008
Año 5	0,9000	119	6.020.091	7.081.335	4,00%	-1.781.244

nueva situación de mercado sin perjudicar la rentabilidad del proyecto en el corto-medio plazo.

Las empresas suelen establecer coberturas estratégicas en sus planificaciones a medio largo-plazo (3-5 años), siguiendo dos grandes ejes en la cobertura:

- garantizar el tipo de cambio durante todo el plazo y para todo el volumen.
- asumir un esquema de cobertura escalonado en volumen para amortiguar las variaciones del tipo de cambio.

Las coberturas se pueden instrumentalizar a través de deudas en divisa o a través de un programa de coberturas con derivados de divisa (seguros de cambio, opciones de divisa, opciones exóticas etc...).

Es muy frecuente que las coberturas estratégicas se modulen en función de las características del mercado de divisas para optimizar las coberturas:

- Las coberturas a futuro en divisa implican recibir implícitamente el tipo de interés de la moneda que se compra a futuro y pagar el de la moneda que se vende a futuro.
- En el caso de comprar la divisa de mayor tipo de interés, cubrir supone obtener un beneficio sobre el tipo de cambio de hoy. En ese caso las empresas suelen tener tendencia a cubrir mayor nominal y plazo.
- En el caso de vender la divisa de mayor tipo de interés, cubrir supone obtener un coste sobre el tipo de cambio de hoy. En ese caso las empresas suelen tener tendencia a reducir el nominal y plazo de la cobertura.

- Las divisas del G7 tienen un comportamiento muy cíclico a largo plazo sobre el nivel de paridad. En caso de sobrevaloración o infravaloración excesiva respecto de este nivel, también suelen modular las coberturas en plazo y nominal.

En Santander disponemos de especialistas en divisas, así como una amplia gama de productos para dar soluciones operativas a cada situación de riesgo específica. □

pagan menos TRY al hotel (ya que mantienen más o menos sus precios en dólares y le pagan TRY con el tipo de cambio del momento de la firma del contrato) y, como se ilustra en el ejemplo, puede llegar un momento en que los ingresos no compensen los costes y el hotel pierda dinero, como sucede en el año 3.

Como puede observarse en este supuesto, el riesgo estructural afecta a las empresas durante toda su vida. El tipo de cambio puede determinar que la empresa sea rentable o no, independientemente de las decisiones de sus gestores.

A la hora de determinar el riesgo estructural es muy importante realizar una evaluación muy precisa de las relaciones de las diferentes partidas de gastos e ingresos con los tipos de cambio de las divisas. Suele ser una evaluación muy intuitiva y se basa en la experiencia de la empresa en su sector (para determinar si existen dichas relaciones o no).

EL RIESGO ESTRUCTURAL.

LA GESTIÓN ESTRATÉGICA

Sólo existe una manera de contrarrestar definitivamente el riesgo estructural: corregir los desequilibrios entre las divisas que constituyen las partidas de ingresos y gastos.

En muchos casos implican decisiones estratégicas de la empresa sobre su política de proveedores, de clientes o inversiones:

- Proveedores: mantener relación con proveedores que tengan diferentes divisas en su base de costes. Por ejemplo, una empresa textil europea que importa esencialmente de China en USD, debería tener también posibles proveedores en zonas cuya divisa esté más relacionada con el euro (Europa del Este, por ejemplo).

- Diversificar base geográfica de clientes, por los mismos motivos.
- Nuevas inversiones en sectores diferentes con riesgos estructurales contrarios.

Aunque en teoría la solución estructural resulta la más adecuada, en la práctica puede tener un coste importante, ser difícil de implementar y no garantizar siempre el resultado.

La mayoría de las empresas optan por la gestión estratégica, que no resuelve el problema estructural de la empresa. Lo único que persigue es establecer una política para controlar el desequilibrio por tipo de cambio entre ingresos y gastos duran-

El riesgo de divisas puede tener orígenes diversos.

te un periodo de tiempo limitado (periodo de cobertura). Cuando esta política vence, la situación de la empresa vuelve a estar sometida a la situación del mercado en ese momento. Con esta política de gestión de riesgo la empresa busca ganar tiempo frente a posibles movimientos adversos de divisa, para poder tomar medidas más estructurales y adaptarse a la

