

O RISCO CAMBIARIO E A SÚA COBERTURA FINANCEIRA

MARÍA MILAGROS VIVEL BÚA
Universidade de Santiago de Compostela

Recibido: 14 de decembro de 2009

Aceptado: 24 de marzo de 2010

Na global e competitiva economía actual é necesario superar a contorna local de actuación para situarse nun ámbito internacional que oferte novas e/ou mellores oportunidades de negocio. Deste modo, as formulacións e os retos estratéxicos das empresas transformáronse, acadando un maior nivel de esixencia en todas as áreas e, especialmente, na financeira.

As empresas que realizan actividades no contexto internacional están suxeitas a múltiples riscos, entre os que destaca o risco cambiario. As variacións no tipo de cambio poden afectar considerablemente aos fluxos de caixa actuais e potenciais xerados na actividade operativa e financeira da empresa. De feito, as variacións no tipo de cambio foron consideradas como a terceira ameaza para o desenvolvemento internacional da actividade empresarial nunha enquisa realizada a 1.400 directivos no ano 2004 pola consultora *Pricewaterhouse* e polo *Wall Street Journal*.

De acordo con Levi (1997), o risco cambiario refírese á variabilidade dos valores dos activos, pasivos ou ingresos en termos reais, e da moeda nacional ou de referencia para a empresa como consecuencia de variacións non anticipadas do tipo de cambio¹, mentres que o nivel de exposición cambiaria se refire a aquilo que se atopa suxeito a este risco, isto é, á sensibilidade daqueles a tales fluctuacións cambiarias. Polo tanto, o risco cambiario depende, por un lado, da intensidade das fluctuacións do tipo de cambio que, á súa vez, está en función da volatilidade asociada ás divisas e, por outro, do grao de exposición da empresa a esas fluctuacións.

O risco cambiario que afrontan as empresas pódese clasificar en tres tipos: o risco de transacción, o risco económico e o risco contable ou de conversión. O risco de transacción derívase dos efectos que as alteracións non previstas no tipo de cambio poden ter sobre os cobramentos e/ou pagamentos aprazados en divisas. Fronte a este, o risco operativo refírese ao impacto destas alteracións cambiarias sobre os fluxos de tesourería futuros, tanto aqueles denominados en divisa coma en moeda local. Como sinalan Martínez e Martínez (2002), o efecto conxunto das exposicións transaccional e operativa adoita denominarse exposición económica, e ten en consideración o impacto das variacións cambiarias sobre o valor da empresa.

¹ Esta definición foi orixinalmente proposta por Adler e Dumas (1984). Véxanse tamén Hekman (1983) e Oxelheim e Wihlborg (1987).

Finalmente, o risco contable refírese á mingua en beneficio ou perda que pode ocasionar a elaboración dos estados contables consolidados nas empresas multinacionais, así como polo mantemento en balance de activos e/ou pasivos en moeda estranxeira.

Esta diferenciación permite entender por que ao definir o risco de cambio os autores utilizan acepcións dispares segundo se adopte un enfoque transaccional ou económico. Así, baixo a perspectiva transaccional as definicións achegadas céntranse no impacto do tipo de cambio sobre os fluxos de caixa en divisas actuais da empresa e, polo tanto, adoptan un horizonte temporal no curto prazo. Por exemplo, Martínez (2000) sinala que é aquel risco derivado das variacións non esperadas do tipo de cambio asumido por un axente económico que mantén, deliberadamente (especulación) ou como froito da súa actividade económica, posicións abertas en divisas.

Fronte a esta definición, a perspectiva económica do risco cambiario supón a consideración do impacto que o tipo de cambio ten sobre os fluxos de caixa actuais e potenciais, tanto se denominen en divisa coma en moeda local, asumindo un horizonte temporal a máis longo prazo. Baixo este enfoque, Adler e Dumas (1984) e Flood e Lessard (1986) definen o risco cambiario en termos de varianza do prezo das accións, é dicir, como a sensibilidade do valor da empresa a un cambio inesperado no tipo de cambio. De igual modo, Martínez (1999) sinala que é a sensibilidade do valor da empresa a flutuacións inesperadas do tipo de cambio, que afecta directamente ás súas correntes de cobramentos e pagamentos e indirectamente ao seu custo de capital.

Ademais, á vista destas definicións, cómpre sinalar que o risco cambiario está presente en todas as empresas con independencia de que desenvolvan parte da súa actividade no ámbito internacional ou que focalicen a súa actuación exclusivamente no mercado local. No caso particular das empresas españolas, aínda que os mercados da contorna comunitaria constitúen o seu primeiro socio comercial, non se pode negar ou menosprezar a influencia das variacións dos tipos de cambio no desenvolvemento da súa actividade internacional, xa que un volume importante desta actividade ten lugar con terceiros países non adscritos á área euro. Unha boa proba diso é este fragmento extraído do informe anual do Grupo Telefónica para o exercicio 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, segundo os datos do Instituto de Comercio Exterior español para o ano 2007, as exportacións españolas dentro de Europa, pero fóra da área euro, aumentaron un 4,3%. Do resto de destinos europeos non comunitarios, que crecearon en conxunto un 6,1%, destacou o avance das vendas con destino a Rusia (38,2%). Xa fóra de Europa, as exportacións alcanzaron unha cota do 29,9% sobre

o total exportado no ano 2007, rexistrando un aumento do 10%, o que practicamente duplica a evolución das exportacións a destinos comunitarios (5,5%). Ademais, as exportacións dirixidas a Asia, cuxa cota foi do 6,2% do total, rexistraron unha taxa de crecemento do 16,1%, superando nun 3% o aumento rexistrado no ano 2006. Pola súa parte, en América Latina, mercado co que España sempre tivo un especial vínculo promovendo e participando en programas de cooperación a nivel económico, as vendas representan un 4,9% do total exportado, o que supón un incremento do 6,3% no ano 2007. Finalmente, África aumentou en catro décimas o seu peso na exportación española con respecto ao ano anterior, alcanzando o 4,5% do total no ano 2007 grazas ao espectacular crecemento da rexión (17,8%).

Con respecto ás importacións, e tamén a partir dos datos publicados polo Instituto de Comercio Exterior español, ao longo do período 2004-2007 o número de empresas españolas importadoras aumentou cada ano, rexistrándose 53.957 no ano 2007, isto é, 10.371 empresas máis ca no ano 2004, cun aumento do 24%. Ao igual que na actividade exportadora, a área euro constitúe a principal orixe das importacións; porén, existen terceiros países que supoñen un volume de negocio importante como son China, EE.UU. e Reino Unido.

Ademais, as empresas españolas non só están expostas ao risco cambiario transaccional ou de curto prazo xerado por estas operacións comerciais con mercados exteriores. Ao tempo, debe ser considerada a suxeición ao risco cambiario de tipo económico, porque o noso país se caracteriza por ser unha economía desenvolvida e aberta que realiza de modo continuo e regular operacións exteriores en divisas e que se enfrenta á competencia de empresas foráneas.

Consecuentemente, as fluctuacións dos tipos de cambio durante as últimas décadas converteron a identificación, medición e xestión dos riscos que delas se derivan nun aspecto moi destacado na tarefa directiva (Rahnema, 2007). Por este motivo, non resulta estraño que os xestores estean destinando un grande esforzo, tanto en termos económicos coma de recursos humanos, a neutralizar os efectos adversos da volatilidade cambiaria.

Neste sentido, as estratexias de cobertura dispoñibles son diversas e supoñen a utilización de diferentes instrumentos de natureza financeira e operativa, existindo na práctica unha hexemonía dos de carácter financeiro, fundamentalmente a través do uso intensivo de produtos derivados. Segundo a enquisa realizada polo ISDA (*International Swaps & Derivatives Association*), durante o ano 2008 o 94% das empresas que forman parte do *Fortune Global 500* utilizaba produtos derivados para a xestión do risco, destacando os de divisas (93,6%) e os de tipo de xuro (88,3%).

Así mesmo, no ámbito académico tamén existen probas da popularidade dos produtos derivados na cobertura do risco cambiario. Por exemplo, Bartram *et al.* (2003) atoparon que máis do 60% das 7.263 empresas² que analizaron os utilizaban con ese propósito. En concreto, un 45,2% usaba produtos derivados para a cobertu-

² Bartram *et al.* (2003) analizaron unha mostra formada por empresas localizadas en 48 países que representaban todos os continentes.

ra do risco cambiario, un 33% para o risco de tipo de xuro e un 10% para o risco de *commodity*. No ámbito europeo pode citarse o traballo de Muller e Verschoor (2006), quen obtiveron que o 66,6% das 471 empresas europeas³ analizadas tamén os utilizaba na xestión do risco cambiario. Xa no mercado español, a enquisa realizada por Rahnema e Faus (1997) entre 113 empresas corroborou a evidencia internacional, mentres que Ruiz e Partal (1998) mostraron que só o 13,94% das nosas pequenas e medianas empresas os utilizaban, aínda que ambos os dous estudos constitúen referencias bastante afastadas no tempo fronte ás dispoñibles para outros mercados.

Agora ben, a utilización de produtos derivados non é a única alternativa financeira para cubrir o risco cambiario. De todas as alternativas de cobertura, na literatura económica prestóuselle unha especial atención á emisión de débeda en divisa que pode actuar como un instrumento de cobertura natural, diminuíndo o nivel de exposición cambiaria daquelas empresas con ingresos en moeda estranxeira. As empresas poden endebedarse na divisa que xera eses ingresos para efectuar unha compensación entre os fluxos de activo e pasivo e así eliminar ou reducir o risco cambiario.

Unha mostra da popularidade deste instrumento de cobertura atópase no traballo de Aabo (2006). Este autor atopou nunha mostra de 47 empresas danesas que un 44% opinaba que a débeda en divisa era un instrumento de cobertura do risco cambiario tan importante coma os produtos derivados, mentres que un 20% consideraba que mesmo era máis relevante. Ademais, a simple revisión dos informes anuais xerados en cada exercicio por empresas españolas constata a súa consideración como unha ferramenta financeira adicional para contrarrestar a influencia do tipo de cambio nos 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, as continuas flutuacións do tipo de cambio implican a asunción dun risco significativo para calquera empresa, posto que afecta aos *cash-flows* actuais e futuros e, con iso, ao valor da empresa. Ante esta situación, comprobouse que as empresas invisten un importante volume de recursos na utilización de ins-

³ Muller e Verschoor (2006) analizaron unha mostra formada por empresas de Alemaña, Dinamarca, Holanda e Bélxica.

trumentos de cobertura, sobre todo de natureza financeira. Dentro destes, destacan os produtos derivados que hoxe en día constitúen unha parte integral das políticas de control de riscos das empresas máis importantes do mundo. Esta popularidade alcanzada polos produtos derivados no sector empresarial serve para constatar que achegan un valor significativo na área de xestión de riscos. Outra proba disto é que a industria financeira non deixa de innovar sobre eles, proporcionándolle novas e máis adaptadas solucións á problemática particular que supón a cobertura do risco 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*.