

TEMA 3:

LA GESTIÓN DEL RIESGO DE CAMBIO

1. LOS RIESGOS

El riesgo es una contingencia o posibilidad de que algo suceda y surge de la propia incertidumbre en el presente por lo que pueda ocurrir en el futuro.

En toda actividad empresarial, la existencia de riesgos es un factor inevitable, y los medios pueden verse afectados tanto en sentido positivo como negativo. Es importante el cómo se gestionan y traen los riesgos, es decir, la manera de realizar cobertura eficaces, sobre todo para la contingencia de sufrir daños o pérdidas a consecuencia del riesgo.

Los riesgos que pueden producirse en las exportaciones e importaciones que impliquen posibles pérdidas se dividen en dos grandes grupos:

a) **Riesgo comercial:** Está vinculado al entorno y actividad fundamental del negocio en que opera la empresa, representando un cambio adverso en las condiciones de la actividad a causa de la aparición de productos competitivos que supongan pérdidas, las dificultades en el lanzamiento de un producto al mercado, y peor si es nuevo y desconocido, con grandes vaivenes, y la interrupción en el suministro de una determinada materia prima.

b) **Riesgo financiero:** Está vinculado a los posibles cambios adversos en las condiciones financieras de la empresa, que pueden afectar a rendimientos o costes de la actividad y pueden ser:

1. *Riesgo de crédito:* Por la demora o impago de la factura.
2. *Riesgo contractual:* Entrega de productos con desgaste, cambios o mermas en los tipos de descuentos, bonificaciones, aumentos de impuestos, etc.
3. *Riesgo en el tipo de interés:* Tanto en operaciones de endeudamiento (préstamos recibidos) que supongan mayores cargas por un aumento de la tasa de interés, como en operaciones de inversión (depósitos, bonos) que supongan menores rendimientos por disminución de la tasa de interés.
4. *Riesgo país:* Engloba riesgos de carácter político, normativo y económico, en sus variantes de riesgo soberano (por cambios de gobierno) y riesgo de transferencia (no disponibilidad en divisa de pago).
5. *Riesgo de cambio:* Deriva de la volatilidad de los tipos de cambio a causa del libre juego de la oferta y demanda de divisa, que afectará a la posición competitiva de la empresa tanto en su mercado nacional como en el internacional.

2. COBERTURA DE LOS RIESGOS DE CAMBIO

Las situaciones que conducen a exposiciones al riesgo pueden ser reducidas, ya sea parcialmente o totalmente, mediante técnicas de cobertura o hedging.

Los dos sistemas o métodos más utilizados de cobertura de los riesgos de cambio son el seguro de cambio de uso tradicional y las opciones sobre divisas, más moderno. Otros nuevos y actuales sistemas son: los contratos swap, los contratos de futuros de divisas, las cuentas en divisas, las cláusulas del precio, el colateral de divisas y la compensación.

2.1 Gestión o estrategias ante el riesgo de cambio.

Debemos tener en cuenta que el riesgo en divisas es un riesgo de doble vía o signo, lo que significa que los movimientos del tipo de cambio pueden ser en un sentido o signo negativo, adversos y reportar pérdidas, o positivos y favorables y generar ganancias.

Una empresa puede asumir un criterio o posición conformista, en el sentido de que el riesgo de cambio sea aceptable siempre que ocurra. En tal caso, las pérdidas o las ganancias derivadas de los movimientos del tipo de cambio deberán ser asumidas como tales. Por consiguiente, cualquier agente que opere en el mercado de divisas puede adoptar las siguientes estrategias o actitudes frente al riesgo:

- Contraria al riesgo: Tratará de evitar el riesgo, mediante una cobertura adecuada, para aminorar pérdidas significativas. Esta estrategia es utilizada por la mayoría de las empresas con importantes riesgos de transacción.
- Asumir el riesgo: Se intenta controlar o tolerar el riesgo, pensando que los tipos de cambio cotizarán de forma favorable, de modo que resultarán beneficios en lugar de pérdidas, o que éstas serán mínimas y podrán compensarse en momentos posteriores con movimientos favorables para la empresa. La empresa que adopta este criterio asume voluntariamente

riesgos y buscará incrementarlos razonablemente cuando ello sea posible para sacar provecho en su posición.

- Neutral al riesgo: se aceptan los riesgos sin asumir ninguna cobertura ya que se piensa que aquéllos son pequeños, con poca variación en la cotización y por consiguiente mínimas pérdidas, y que éstas pueden compensarse con previsibles ganancias en otros momentos. Esta actitud no comporta una acción empresarial para controlar la exposición en divisas, a la que vez que implica tolerar dicho riesgo cuando ocurra.

En conclusión, diremos que si las pérdidas y ganancias que potencialmente pueden generarse de los movimientos de los tipos de cambio representarán una gran proporción de los beneficios esperados de la actividad, la empresa estaría menos inclinada a tomar una actitud de riesgo neutral y debería considerar las vías de gestión del riesgo de cambio.

2.2 Medidas de cobertura

Las formas o sistemas de cobertura empleados incluirían desde una cobertura natural (importar y exportar en la misma moneda), la contratación de un seguro de cambio, hasta la utilización de instrumentos financieros derivados modernos (swap opciones, futuros, etc.) No obstante, según la categoría del riesgo de cambio podemos aplicar otra serie de cautelas y medidas de cobertura.

a) Cobertura de riesgos de transacción y económica: En esta categoría, el riesgo de transacción nace o surge cuando, por efecto de la volatilidad entre el cambio al contado y a plazo entre dos divisas, se ve afectado un cobro de la empresa cuando ha de recibir una divisa extranjera y convertirla en divisa nacional al mismo tiempo se traduce en un riesgo económico de disminución de ingresos o bien en un incremento de costes. Para paliar dichos efectos se pueden adoptar las siguientes medidas:

1. Rehusar la compra o la venta de divisas, realizando los pagos y los cobros en moneda nacional, con el fin de evitar la necesidad de conversión, es decir, transferir el riesgo a terceros.
2. Mantener ingresos y pagos en la misma divisa, denominada cobertura estructural, realizada por grandes empresas.
3. Fijar en el momento actual el tipo de cambio al precio de seguro de cambio aplicable para transacciones futuras en previsión de posibles variaciones: contrato forward.
4. Mantenimiento de cuentas en divisas o instrumentos de tesorería.
5. Mejora de la productividad y reducción de costes. Una reducción de costes ayuda a las empresas en su competencia tanto con las nacionales como con las extranjeras.
6. Adelantos y retrasos en pagos (leads and lags). Consiste en efectuar pagos en divisas extranjera antes de su vencimiento. Demorar los pagos, si es posible, hasta después de su vencimiento.

b) Cobertura de riesgos de traslación: En esta categoría los riesgos emergen siempre que una empresa implanta o mantiene empresas subsidiarias en el extranjero, siendo inevitables para la empresa matriz. Los riesgos nacen de sus activos netos en la compañía matriz por el hecho de estar denominados en divisas extranjeras, adoptando las siguientes medidas de cobertura:

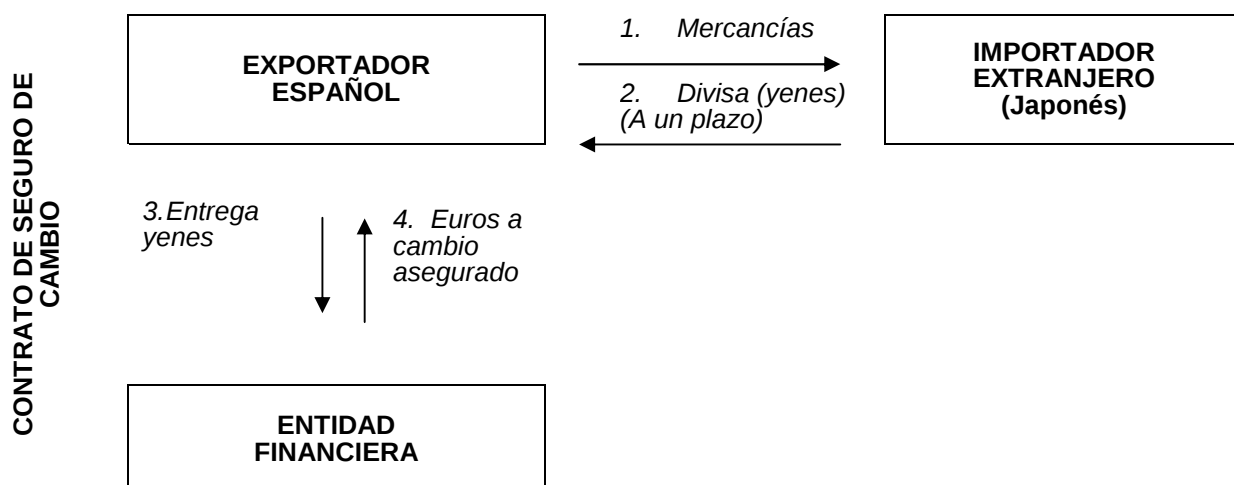
1. Minimizar el montante de los activos netos en divisas que las empresas subsidiarias mantienen en la matriz.
2. Contratación de préstamos en divisas por las empresas subsidiarias, comúnmente utilizada por las empresas multinacionales para limitar los riesgos de traslación.

3. EL SEGURO DE CAMBIO

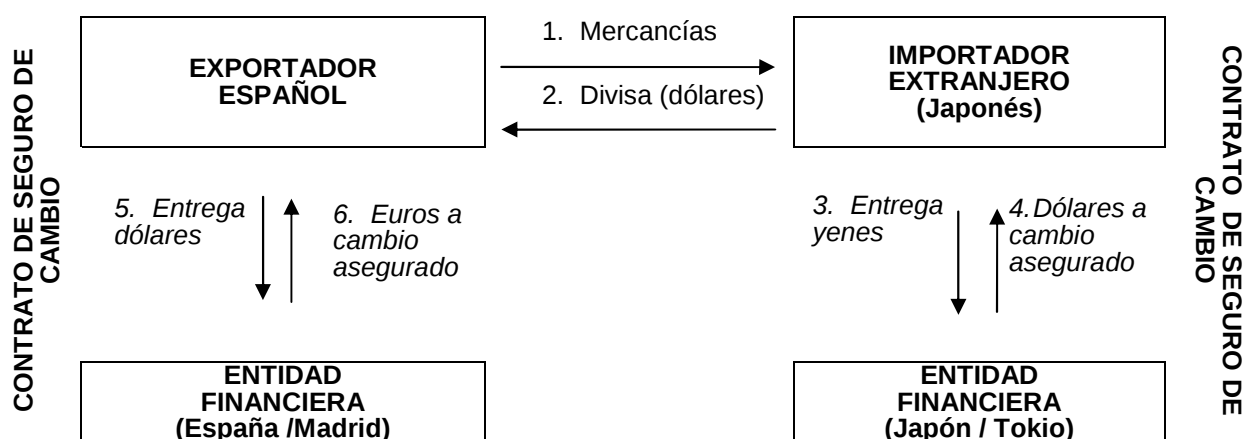
Se trata de un contrato que firma una entidad financiera y un exportador, también denominado forward sobre divisas. En consecuencia, el seguro de cambio es una operación de cobertura en virtud de la cuál se compra o vende determinada divisa a una fecha concreta y a un cambio prefijado, y se materializa en un contrato de compra o venta de divisa firmado entre una entidad financiera y un exportador o importador, en el que cada parte queda obligada del modo siguiente:

- El exportador o importador, a entregar al banco la divisa objeto de la operación en fecha determinada.
- La entidad financiera, a entregar en la misma fecha el contravalor correspondiente al cambio prefijado con independencia de la cotización que exista en dicha fecha.
- Según la facturación, en la misma divisa del importador o distinta divisa tendremos uno o doble contrato de seguro de cambio respectivamente.

En esta figura sólo se realiza un contrato de seguro de cambio entre el exportador nacional y la entidad financiera, mediante el cual el exportador entrega la divisa objeto de facturación a recibir por el importador en un plazo acordado. Y la entidad financiera le devuelve el contravalor en euros a un tipo de cambio asegurado.



En la siguiente figura, existen dos contratos de seguro de cambio: por un lado, el realizado entre exportador nacional y entidad financiera para asegurar a un tipo de cambio el contravalor en euros a recibir por el exportador cuando le entregue la divisa de facturación; por otro lado, el contravalor del seguro de cambio realizado entre importador y entidad financiera para asegurar el tipo de cambio del contravalor en dólares (divisa distinta) a recibir por entregar yenes.



Las características del seguro de cambio las podemos resumir como sigue:

1. El seguro de cambio puede realizarse por el total de la operación o por una parte de ella.
2. Los seguros de cambio representan la cotización forward, y más que un seguro es una compra o venta de divisa a plazo.
3. La cotización a plazo la fija la entidad financiera.
4. Las cotizaciones son libres, por lo que puede haber competencia entre los bancos, los cuales perciben una comisión del 1 por mil con unos mínimos, y cada entidad puede fijar sus tarifas; además, también pueden cobrar un tanto por mil en los incumplimientos del seguro.
5. Las cotizaciones de los seguros de cambio equivalen aproximadamente a la diferencia de intereses de las divisas objeto de dichos seguros.
6. Puede concertarse desde el momento en que se cierre la operación comercial o en cualquier otro momento anterior al vencimiento del cobro.
7. No existe plazo máximo legal para realizar una cobertura, si bien, en la práctica, el máximo asegurable es de un año.
8. El importador conocerá el coste real en euros de la operación, y el exportador el contravalor en euros que recibirán.

Para determinar la cotización (precio) del seguro de cambio, nos basamos en el siguiente análisis: primero hay que diferenciar los dos mercados de divisas, el de contado (spot) y el mercado a plazo (forward). Los seguros de cambio representan la cotización forward. En realidad, más que un seguro, suponen la compra o venta de divisas a plazo.

3.1 CALCULO DEL PRECIO DEL SEGURO DE CAMBIO

Los bancos facilitan a sus clientes las cotizaciones forward (en el momento de contratar un seguro de cambio). La pregunta que debemos hacernos es: ¿Cómo calculan los bancos estas cotizaciones futuras?

Estudiemos este asunto con detenimiento:

Imaginemos la operación de importación de 50.000 USD para pagar dentro de dos meses, concretamente el 1 de septiembre, la única forma de fijar una cotización para ese día pasa por comprar los dólares hoy (día 1 de junio). Suponemos que el dólar cotiza con el euro a 1,310 dólares por euro (EUR/USD)

FASE 1ª

Vamos a suponer que el interés del dólar (LIBOR) es del 3,50 % anual. Vamos a calcular la cantidad que tendría que conseguir ahora en dólares, para que invirtiéndolo al 3,50 % anual disponga dentro de 3 meses de esta cantidad.

$$50.000 = \text{Cantidad} \left(1 + 3 \times \frac{0,035}{12} \right)$$

$$50.000 = \text{Cantidad} \times 1,00875$$

$$\text{Cantidad} = 49.566,29 \text{ USD}$$

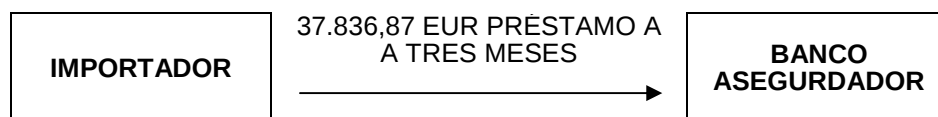
Para invertir esta cantidad el banco asegurador compra en el mercado de divisas esta cantidad.



Como la cotización del dólar es 1,310 EUR/USD. Necesita 37.836,87 EUR (49.566,29 / 1,310)

FASE 2ª

El importador no tiene dinero en este momento y para conseguirlo solicita un préstamo a 3 meses por el que tendrá que devolver esta cantidad más los intereses correspondientes al EURIBOR que se encuentra en el 1,75 % anual.



$$\text{Cantidad a devolver: } 37.836,87 \left(1 + 3 \times \frac{0,0175}{12} \right)$$

$$\text{Cantidad a devolver: } 38.002,41 \text{ EUR}$$

FASE 3ª



$$\text{Formación cambio forward } \frac{50.000 \text{ USD}}{38.002,41 \text{ EUR}} = 1,315706 \text{ EUR/USD}$$

Vamos a calcular la cotización forward con una fórmula:

$$\text{Cotización forward} = \text{Cotización spot} \times \frac{1 + \frac{\text{Tipo de interés moneda cotizada} \times n}{k}}{1 + \frac{\text{Tipo de interés moneda base} \times n}{K}}$$

$$\text{Cotización forward} = 1,310 \times \frac{1 + \frac{0,035 \times 3}{12}}{1 + \frac{0,0175 \times 3}{12}}$$

$$\text{Cotización forward} = 1,310 \times \frac{1,00875}{1,004375}$$

Cotización forward = 1,315706 EUR/USD

En este caso que hemos estudiado, el tipo de interés del dólar era del 3,75 % (LIBOR = 3,75 %) y el tipo de interés del euro era del 1,75 % (EURIBOR = 1,75 %). Por lo que interesa realizar más tarde la conversión de los dólares al euro, para cobrar los intereses del Dólar. Por este motivo, si esperamos a la conversión, la cotización forward será más baja y al realizar la conversión nos costará menos euros. Se dice que el dólar COTIZA AL DESCUENTO, cuando LIBOR > EURIBOR.

Vamos a hacer ahora un supuesto de exportación, para calcular el tipo forward, pero en este caso el EURIBOR va a ser mayor al LIBOR.

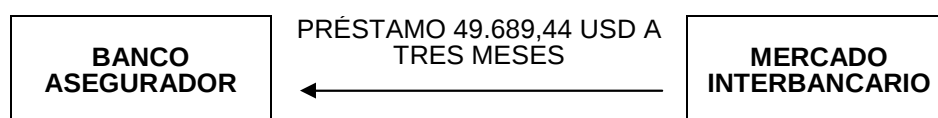
FASE 1ª

La empresa exportadora pide un préstamo en USD por una cantidad que al cabo de tres meses tenga que devolver 50.000 USD. Vamos a suponer que el LIBOR se encuentra en el 2,50 % anual.

$$50.000 = \text{Cantidad} \left(1 + 3 \times \frac{0,025}{12} \right)$$

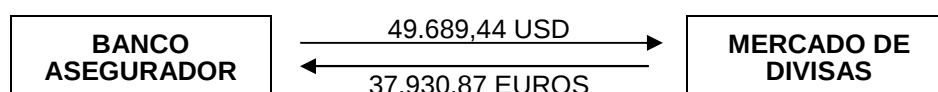
$$50.000 = \text{Cantidad} \times 1,00875$$

Cantidad = 49.689,44 USD

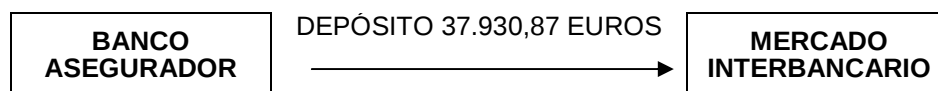


FASE 2ª

Con el dinero conseguido con el préstamo en USD, consigue en el mercado de divisas 37.930,31 EUR (49.689,44 / 1,310).



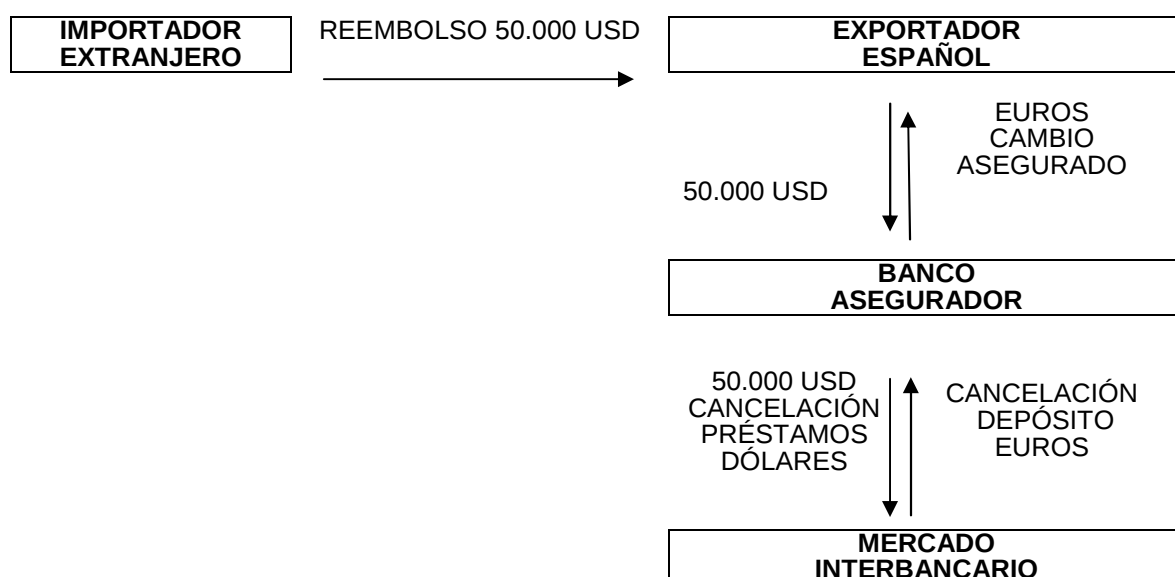
Ese dinero conseguido con el préstamo lo invierte en un depósito que le proporciona un interés del 4,25 % anual (EURIBOR)



A los tres meses se habrán convertido en:

$$37.930,87 \left(1 + 3 \times \frac{0,0425}{12} \right) = 38.333,89 \text{ EUR}$$

$$\text{Formación cambio forward : } \frac{50.000 \text{ USD}}{38.333,89 \text{ EUR}} = 1,304329 \text{ EUR/USD}$$



Vamos a calcular la cotización forward con una fórmula:

$$\text{Cotización forward} = \text{Cotización spot} \times \frac{1 + \frac{\text{Tipo de interés moneda cotizada} \times n}{k}}{1 + \frac{\text{Tipo de interés moneda base} \times n}{K}}$$

$$\text{Cotización forward} = 1,310 \times \frac{1 + \frac{0,025 \times 3}{12}}{1 + \frac{0,0425 \times 3}{12}}$$

$$\text{Cotización forward} = 1,310 \times \frac{1,00625}{1,010625}$$

$$\text{Cotización forward} = 1,304329 \text{ EUR/USD}$$

En este caso el tipo de interés del euro (EURIBOR) es más alto que el tipo de interés del dólar (LIBOR). Por lo que la conversión de los dólares a Euros, conviene hacer al contado y recibir antes los intereses locales. Si la empresa decide hacer la conversión a euro más tarde, tendrá que pagar más por el cambio de los dólares. En este caso se dice que el dólar cotiza con premio, porque al terminar el plazo nos va a costar más realizar la conversión. Si el EURIBOR > LIBOR, la moneda cotiza CON PREMIO.

4. LAS CUENTAS EN DIVISAS COMO INSTRUMENTO FINANCIERO DE COBERTURA DEL RIESGO DE CAMBIO

Los residentes en España, además de poder mantener cuentas en euros y divisas en entidades financieras de nuestro país, están autorizados a tenerlas, también, en bancos españoles o extranjeros radicados en el exterior.

Esta posibilidad supone una gran ventaja para el exportador, ya que le permite ejercer un mejor control del cobro de sus exportaciones y obtener, en ocasiones una rentabilidad adicional, de carácter financiero, en sus operaciones con el exterior.

4.1 CUENTAS CONCENTRADORAS DEL COBRO DE EXPORTACIONES

Son las denominadas collection accounts en la terminología bancaria anglosajona, y ofrecen a los exportadores ciertas ventajas, que veremos más adelante, especialmente, si el exportador reúne alguna de las siguientes características:

- Exportar, facturando en euros u otras divisas, preferentemente, a países no comunitarios.
- Exportar, con frecuencia más o menos periódica, a los mismos importadores.
- Realizar exportaciones muy frecuentes y en euros a diversos importadores de un solo país, aunque éste sea un país comunitario.

Para obtener la máxima utilidad de estas cuentas deben abrirse en las divisas en que se facturen las exportaciones.

- **CARACTERÍSTICAS GENERALES DE FUNCIONAMIENTO.**

Aún cuando el mecanismo puede variar de un banco a otro, en términos generales es el siguiente:

- El exportador español abre una cuenta en un banco del país importador. Es más operativo, aunque no imprescindible, que sea en un banco que tenga oficinas en ambos países.
- La cuenta o cuentas se abren en la divisa o divisas de facturación.
- El exportador asigna un número clave a cada uno de los importadores que tiene en el país y facilita esta clave alfanumérica al banco donde ha abierto la cuenta.
- Cursa instrucciones a sus importadores del país en cuestión para que abonen directamente el importe de las facturas en dicha cuenta.

Además, el titular de la cuenta debe acordar con el banco.

- Que cada vez que éste reciba un abono para la cuenta le envíe un fax o un SWIFT, en este segundo caso a través de su oficina bancaria en España, dándole a conocer el importe abonado, la fecha, la fecha valor y el número clave del importador.

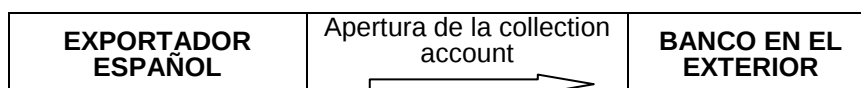
EJEMPLO DE SWIFT

SWIFT DE COMMERZBANK-HAMBURGO A COMMERZBANK-MADRID
FACILITAR MENSAJE A EXPORT MADRID
EUROS 50.000 FECHA: 20 DE JUNIO. VALOR: 21 de junio
IMPORTADOR N° H 15

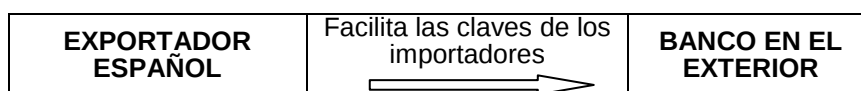
SWIFT: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, Sistema de transmisión internacional de mensajes entre entidades financieras.

- La forma de traspasar los saldos a España: con carácter semanal, mensual, a partir de "X." euros, etc.

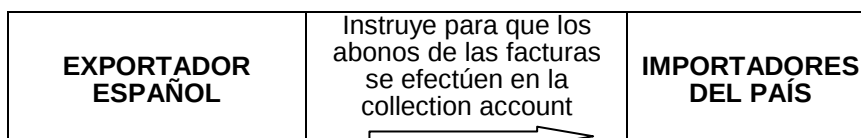
1.



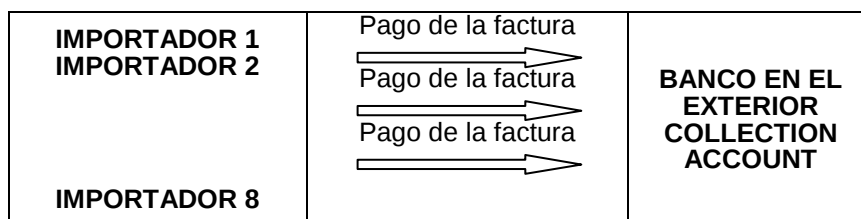
2.



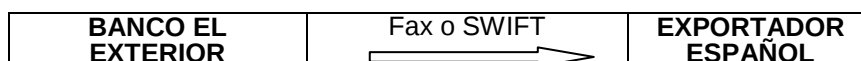
3.



4.



5.



6.

