

# La gestión del riesgo de tipo de cambio de la empresa española

Pablo Guijarro e Isabel Gaya\*

**La presencia internacional de la empresa española se ha reforzado de manera intensa a lo largo de los últimos años. Esta expansión internacional se ha producido incrementándose no solo la actividad exportadora, sino también la inversión extranjera en otras economías. Se ha observado además una mayor diversificación geográfica, ampliando los destinos a los que tradicionalmente se había dirigido nuestro comercio exterior. El mayor protagonismo derivado de la internacionalización ha supuesto una creciente complejidad en la gestión de riesgos financieros, y en concreto, de los vinculados al tipo de cambio, en sus diferentes vertientes. En el presente artículo se aborda la tipología de riesgos a los que se expone la empresa multinacional española en la actualidad, y cómo se están gestionando los mismos. Se propone, finalmente, una serie de pautas de actuación estructurales en la gestión de riesgos para las empresas.**

## Internacionalización de la empresa española y presencia en mercados no tradicionales

El contexto de la gestión de riesgos de tipo de cambio en la empresa multinacional española se ha modificado de forma drástica a lo largo de los últimos años. La exposición a dichos riesgos se ha visto claramente influenciada por una dinámica de expansión internacional muy intensa. Para enmarcar esta influencia, contextualizamos muy brevemente las principales características del proceso de internacionalización de la empresa española en el pasado reciente.

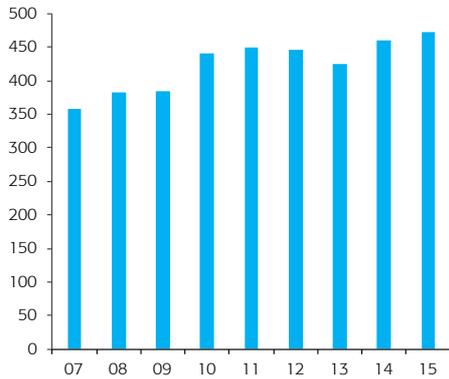
Este proceso, que tradicionalmente había descansado en la actividad exportadora, se ha reforzado con un aumento de la inversión *greenfield* en otras economías y, adicionalmente, se ha caracterizado por una diversificación geográfica, y por monedas, muy superior al patrón predominante hace una década.

Este último factor se observa claramente en un incremento muy marcado del *stock* de inversión extranjera directa, que rebasa los 450 mil millones de euros en los últimos registros facilitados por Datainvox, un 30% superior a las cifras vigentes a cierre de 2007 (gráfico 1). La inversión se ha dirigido tradicionalmente a Latinoamérica (gráfico 2),

\* Afi- Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

**Stock de inversión extranjera directa de España**  
(Millones de dólares)



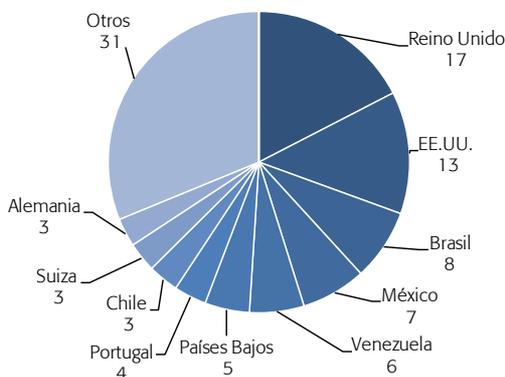
Fuente: Datainvox, Afi.

que representa en la actualidad un 25% del total de la inversión. En el reparto, EE.UU. y Reino Unido representan más de un 30% del total, con un creciente protagonismo de ambas economías (gráfico 3).

En lo tocante a la composición geográfica de las exportaciones, se observa un peso creciente de los destinos asiáticos, que han ido restando protagonismo a los socios tradicionales (Unión Europea), y han pasado a representar a cierre de

Gráfico 3

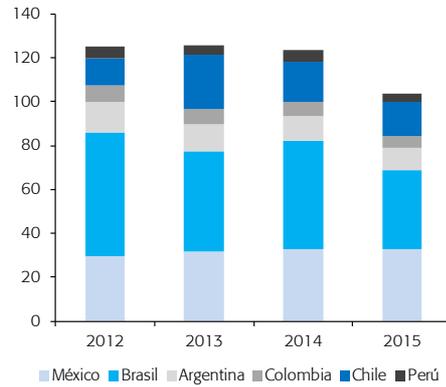
**Stock de inversión extranjera directa de España por países (2015)**  
(Porcentaje)



Fuente: Datainvox, Afi.

Gráfico 2

**Flujo de inversión extranjera directa de España a Latinoamérica**  
(Millones de dólares)



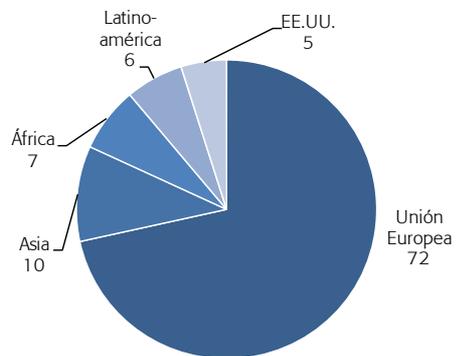
Fuente: Datainvox, Afi.

2016 un 10% del total de las exportaciones españolas, seguidas de África (7%) y Latinoamérica (6%) (gráfico 4).

La distribución por países en las áreas geográficas de Latinoamérica y Asia muestra una posición destacada de Brasil y México en el primer bloque (más de un 45% del total de exportaciones a la región) (gráfico 5), y de China, Japón y Corea del Sur en la región asiática (más de un 35%) del total (gráfico 6).

Gráfico 4

**Exportaciones de bienes de empresas españolas, por destino (2016)**  
(Porcentaje)

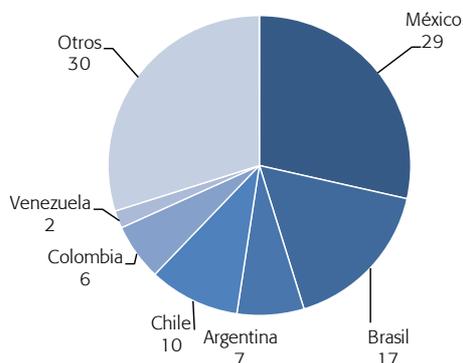


Fuente: Aduanas, Afi.

Gráfico 5

**Exportaciones de empresas españolas a Latinoamérica, por destino (2016)**

(Porcentaje)



Fuente: Aduanas, Afi.

A la luz de los registros estadísticos podemos constatar la creciente complejidad de la presencia geográfica de la empresa española en el mundo. Como resultado del proceso, la empresa se ha

*Como resultado de su internacionalización, la empresa española se ha visto abocada a operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, volátiles, que han impactado de forma significativa en sus estados financieros.*

visto abocada a operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, muy volátiles (real brasileño, peso mexicano, won coreano), que han impactado de forma significativa en los estados financieros.

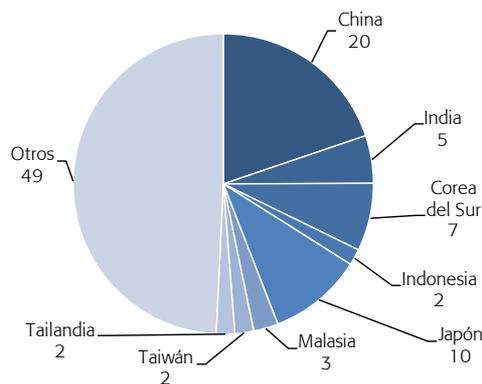
**La tipología de riesgo de tipo de cambio en una empresa multinacional**

Antes de abordar el impacto que la internacionalización de la empresa ha tenido en la exposición a sus riesgos, describiremos muy brevemente los principales rasgos característicos de un mapa

Gráfico 6

**Exportaciones de empresas españolas a Asia, por destino (2016)**

(Porcentaje)



Fuente: Aduanas, Afi.

de riesgo de tipo de cambio. En una empresa no financiera con exposición al exterior dicho mapa se caracteriza por la existencia de tres grandes componentes:

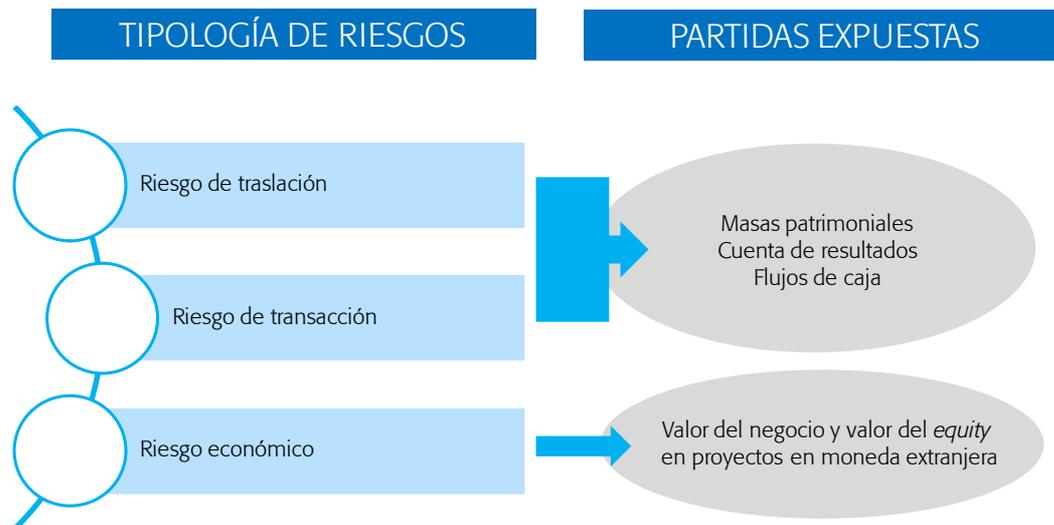
- Riesgo de traslación o de conversión de estados financieros de filiales, de naturaleza contable.
- Riesgo de transacción, vinculado a la actividad comercial en moneda extranjera, con impacto en la tesorería de la empresa.
- Riesgo económico, vinculado al efecto que el tipo de cambio tiene sobre el valor de proyectos de inversión en moneda extranjera.

La evolución de la internacionalización de la empresa española ha generado nuevas vertientes en el mapa de riesgos, generando oscilaciones desde el riesgo de transacción (vinculado a la actividad exportadora e importadora) al riesgo económico, y consecuentemente, al de traslación, muy relacionados con la radicación de filiales en países con moneda distinta del euro.

En el esquema 1 reflejamos la exposición que muestran las empresas a las diferentes vertientes del riesgo de tipo de cambio en los estados finan-

Esquema 1

Mapa de riesgo de tipo de cambio de una empresa multinacional



Fuente: Afi.

cieros, así como la distribución de la función de riesgos y las principales estrategias de cobertura implementadas.

### El mapa de riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional en España

Para el análisis del mapa de riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional en España hemos analizado la información pública auditada correspondiente al ejercicio 2016. Con los datos ofrecidos por las empresas hemos construido el balance de riesgos a que se enfrentan, la organización de la función de riesgos, el impacto en los estados financieros, y las principales estrategias de cobertura (principalmente, la tipología de instrumentos empleados).

#### Tipología de riesgos y organización de la función de riesgos

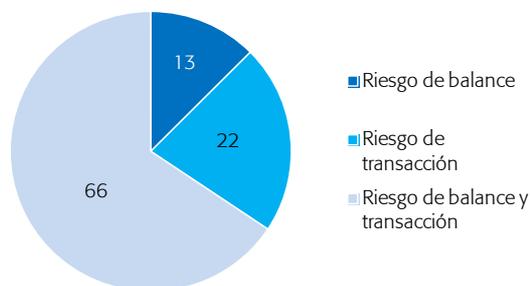
Los riesgos a los que están expuestas las compañías combinan tanto riesgo de balance como riesgo de transacción (66%), y en menor medida,

presentan exposición a uno solo de estos riesgos (gráfico 7).

Desde el punto de vista de la gestión, es de carácter centralizado, es decir, se realiza desde la matriz, limitando la discrecionalidad de las filiales a la hora de tomar decisiones de cobertura (gráfico 8).

Gráfico 7

#### Exposición al riesgo de tipo de cambio de la empresa multinacional española (Porcentaje)

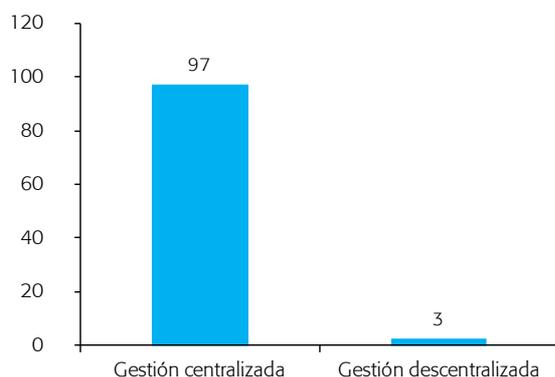


Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 8

### Tipología de gestión de riesgos aplicada por las empresas multinacionales españolas

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

### Impacto en los estados financieros

La incertidumbre en cuanto a la solidez de la recuperación económica en los últimos años, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, las dudas en cuanto a la capacidad de gestión de la salida de la política monetaria expansiva por parte de los bancos centrales de los países avanzados, y en última instancia, la elevación de las tensiones geopolíticas a lo largo de los últimos meses, han motivado una fuerte volatilidad en los mercados financieros. El mercado de divisas no ha sido ajeno a esta evolución, toda vez que es, con carácter recurrente, uno de los más volátiles.

*Las diferencias de cambio por transacciones han representado impactos negativos entre algunas de las empresas cotizadas del Ibex35 que, en ejercicios puntuales, han podido alcanzar hasta un 40% del ebitda reportado.*

No resulta extraño, por lo tanto, que los impactos que estos movimientos están teniendo en los estados financieros de las empresas multinacionales sigan siendo muy relevantes, y en algunos casos, superiores a lo que venía siendo la tónica

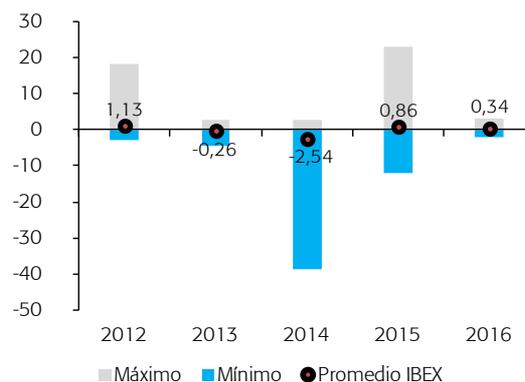
habitual a lo largo del último lustro. De este modo observamos que, a lo largo de los últimos ejercicios:

- Las diferencias de cambio por transacciones (gráfico 9) han representado en promedio impactos que se han situado en el -0,5%, aunque con rangos de oscilación muy significativos entre las empresas cotizadas en el Ibex35 (impactos negativos a nivel de compañía que han alcanzado en ejercicios puntuales hasta un 40% del ebitda reportado).

Gráfico 9

### Diferencias de cambio como porcentaje del ebitda

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 10

### Diferencias de conversión como porcentaje del patrimonio neto consolidado

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

- Las diferencias de conversión (gráfico 10) han supuesto, por su parte, impactos que en media se han situado en el entorno del 0,37% del patrimonio neto consolidado, pero también con un rango de variabilidad muy significativo, y con impactos aislados que han consumido, en ocasiones, hasta un 20% del valor neto contable de la compañía.

Se constata, por tanto, que la mayor exposición internacional ha devenido en la presencia de impactos significativos en los estados financieros, tal vez no a nivel agregado del índice, pero de modo indiscutible al analizar los rangos de impacto individuales.

### Instrumentos empleados para la gestión de riesgos

Una vez analizada la exposición a riesgos y el impacto en los estados financieros, nos centramos en las principales actuaciones adoptadas, a través de instrumentos derivados, para la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

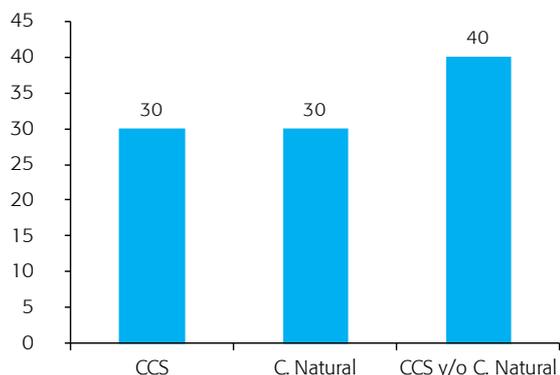
- En lo referente al riesgo de transacción es dominante la estrategia de cobertura mediante seguros de cambio o *forwards* (gráfico 12).
- En lo que respecta a la cobertura del riesgo de balance se recurre, en la práctica totalidad de los casos, a *Cross Currency Swaps* (CCS) y a la cobertura natural mediante el endeudamiento en la moneda de denominación de los activos (gráfico 11).

En este sentido, merece la pena destacar que la normativa contable ha impulsado una tendencia a la simplicidad en los instrumentos contratados para la cobertura de riesgos. Los cambios normativos en ciernes (IFRS9) no hacen sino abundar en la necesidad de que los instrumentos contratados repliquen de forma substancial el riesgo que cubren, a efectos de garantizar que el reconocimiento contable de los mismos no será el mismo que el de otros activos financieros de naturaleza especulativa.

Gráfico 11

### Instrumentos de cobertura empleados en la cobertura del riesgo de balance

(Porcentaje)

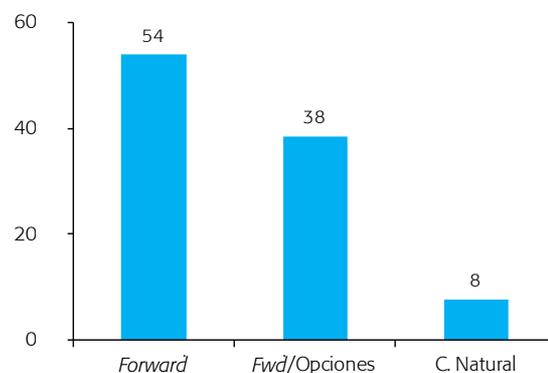


Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

Gráfico 12

### Instrumentos de cobertura empleados en la cobertura del riesgo de transacción

(Porcentaje)



Fuente: Estados financieros auditados, Afi.

## Recomendaciones sobre la estrategia de gestión a aplicar

En este apartado final, sintetizamos nuestras recomendaciones de carácter estructural para afrontar la cobertura del riesgo de tipo de cambio en empresas con exposición internacional. Estas recomendaciones son de carácter genérico, por lo que su implementación requeriría, en la práctica, un análisis de la realidad de la empresa para

garantizar una perfecta adecuación de las mismas a los riesgos soportados.

### Aspectos a tener en cuenta en la toma de decisiones de cobertura

- La gestión del riesgo de tipo de cambio puede ser estática o dinámica. Es recomendable, en primer lugar, la definición de un horizonte temporal a gestionar, y establecer asimismo subperiodos de seguimiento que ayuden a ajustar las decisiones tomadas.
- La gestión debe tomar en consideración qué riesgos se deben cubrir, y el orden de prioridad. En este sentido:
  - Existen riesgos financieros que generan impactos contables y se ven reflejados de forma inmediata en el efectivo de la compañía. Estos riesgos deberían ser absolutamente prioritarios en el diagnóstico y en la toma de decisiones de cobertura.
  - Existen riesgos financieros que generan impactos contables pero que no afectan al efectivo de la compañía de forma inmediata. Dichos riesgos deben ocupar un lugar secundario en el orden de prioridades.
  - Finalmente, existen riesgos financieros que no generan impactos contables y tampoco afectan de forma directa al efectivo de la compañía. Estos riesgos son de carácter económico, y no afloran de forma explícita en los estados financieros, aunque sí se reflejan de forma indirecta. Su gestión trasciende el alcance de este artículo.
- La gestión debe tomar en consideración el impacto en el efectivo de la compañía, para no incurrir en un riesgo de ruptura de la caja asociado a la liquidación de instrumentos derivados en los que la compañía ha obtenido una pérdida.
- Debe considerarse asimismo el impacto que puede tener la contabilidad de coberturas en

el reconocimiento de los instrumentos de cobertura contratados.

---

*Existen riesgos financieros que generan impactos contables con un reflejo inmediato en el efectivo de la compañía. Estos riesgos deberían ser absolutamente prioritarios en el diagnóstico y en la toma de decisiones de cobertura.*

---

### Síntesis de medidas de actuación genéricas.

#### Riesgo de transacción (cobertura de flujos de caja)

- Resulta conveniente plantear una política de cobertura que abarque varios períodos.
- El horizonte de cobertura no debería circunscribirse al ejercicio contable, sino definirse como una ventana móvil, por ejemplo, de doce meses, de modo que se vayan ajustando de forma dinámica los porcentajes de cobertura en función de: (i) la materialización de los cobros o pagos previstos y (ii) la situación del mercado de divisas.
- Un ejemplo de cobertura por capas sería cubrir el 80% de los flujos estimados para el primer trimestre, el 60% de los estimados para el segundo trimestre, el 40% para el tercero y el 20% para el cuarto trimestre del periodo analizado.
- El horizonte de cobertura debe tomar en consideración el coste de protección, pues cuanto más largo sea el plazo, mayor es el coste (implícito o explícito) de los instrumentos de cobertura contratados.
- Nuestra recomendación genérica es cubrir siempre un porcentaje elevado de los flujos (en torno al 80%) tan pronto como se tenga constancia cierta del momento e importe del cobro (o pago).
- La virtualidad de dicha cobertura estriba en que se trata de una corriente cierta, que ocu-

re en una fecha específica, y cuya volatilidad incorpora un riesgo innecesario a la cuenta de resultados y a la tesorería.

### Síntesis de medidas de actuación genéricas. Riesgo de balance (cobertura del patrimonio neto)

- Se aplica el principio de cobertura natural: la partida expuesta al riesgo de tipo de cambio es la diferencia entre el activo y el pasivo en divisa (patrimonio neto). Como regla general, esta exposición no se cubre mediante la contratación de instrumentos derivados.

---

*Una alternativa para cubrir la exposición de balance sería convertir a la divisa de denominación del activo parte de la deuda corporativa que se haya destinado a la adquisición del mismo.*

---

- La literatura financiera acepta la cobertura mediante derivados en momentos puntuales y cuando se trata de divisas con tendencia a la depreciación por condicionantes estructurales.
- Entre otras razones, la cobertura de las masas patrimoniales mediante derivados puede generar riesgos debido al impacto sobre la liquidez de la compañía: este impacto se produce por el hecho de que toda cobertura realizada con derivados puede dar pie a un efecto en la caja (liquidación del derivado), mientras que el riesgo de tipo de cambio de las masas patrimoniales no genera variación en la tesorería.
- Una alternativa para cubrir la exposición de balance sería convertir a la divisa de denominación del activo parte de la deuda corporativa que se haya destinado a la adquisición del mismo. De este modo, se respeta el principio de cobertura natural al denominar la

deuda en la misma divisa que el activo: se reduce la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera, y por tanto, se minora el valor de los recursos propios con exposición a riesgo de tipo de cambio.

## Conclusiones

El fuerte incremento de la expansión internacional de la empresa española, tanto en su vertiente de exportaciones como de inversión extranjera directa en otras economías, ha reforzado la necesidad de perfeccionar la gestión del riesgo de tipo de cambio.

La gestión de dicho riesgo es ciertamente compleja en el marco de la empresa no financiera, debido a sus diferentes modalidades de aparición, así como los distintos impactos que genera en el balance, en la cuenta de resultados y en el efectivo de la compañía.

Adicionalmente, la complejidad de gestión del riesgo de tipo de cambio aumenta:

- En un contexto de creciente diversificación geográfica de la empresa española en el mundo, hecho que ha dado lugar a tener que operar y gestionar monedas débiles y, en muchos casos, extremadamente volátiles.
- En función del momento del ciclo de internacionalización en el que se encuentre la empresa, que no hace sino multiplicar la coexistencia de varios riesgos al mismo tiempo, para los cuales las pautas de gestión no son, ni pueden ser, comunes, por los diferentes impactos que generan.

Precisamente por todo ello, es importante concluir reiterando que, pese a las reglas comunes comentadas en el artículo, es necesario particularizar la gestión del riesgo de tipo de cambio para cada compañía, en un proceso que, además, debe concebirse como dinámico.