

Seminario sobre "Control Presupuestario y Planificación Estratégica". Madrid, 20 de Septiembre de 1.995

## **Ponencia sobre**

### **LOS RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO E INTERES EN EL CONTEXTO DEL PRESUPUESTO**

*Francisco López Martínez, socio de Arthur Andersen, responsable de consultoría financiera en la división Business Consulting y de asesoramiento financiero permanente en la división de corporate finance (Alpha Corporate).*

A la hora de planificar y presupuestar los resultados de una empresa es esencial poder conocer y limitar los riesgos que afectan al negocio, para evitar o al menos reducir su impacto en los ingresos y costes previstos.

En el devenir empresarial existen riesgos de todo tipo: de escasez o encarecimiento de materiales, de cambios laborales, de catástrofe... etc.

Los empresarios más sensatos han tratado desde hace décadas de ir limitando esos riesgos, cubriéndose mediante algún tipo de seguro.

Pero el proceso de cobertura total de riesgos no se ha perfeccionado en su totalidad todavía. Existen muchas empresas que aún mantienen parte de sus riesgos sin cubrir, por desprecio de su posible impacto, o por desconocimiento de las posibilidades de cobertura; o por pura especulación, confiando en que el azar haga que el riesgo no se concrete o que el coste producido sea inferior a la prima del posible seguro.

En cualquier caso, creo que es incuestionable aceptar que una empresa vale más cuanto menos variables (menos volátiles, más previsibles) sean sus resultados netos.

Si tomamos dos empresas A y B con los siguientes resultados netos en los últimos cuatro años:

A	300	350	450	600
B	600	200	250	650

¿Cuál de ambas tiene un valor superior?

Aunque los resultados totales en dicho período han sido de 1700 en ambos casos, y B ha ganado algo más en el último ejercicio, creo que todos nosotros estaríamos dispuestos ("ceteris paribus") a pagar más por A que por B. La razón es obvia: A tiene un historial de resultados con menos altibajos, menos volátil, menos inseguro;

luego cualquier inversor estará dispuesto a pagar más por A que por B.

De entre todos los tipos de riesgos, a los efectos de esta ponencia, vamos a centrarnos en un género muy determinado y algo sofisticado de los mismos: los riesgos financieros.

Podemos definirlos como aquellos riesgos que provienen, principalmente, de la incertidumbre en los aspectos financieros del negocio: divisas, tipos de interés, liquidez, crédito, contrapartida... Aunque todos pueden influir en el negocio y en el proceso presupuestario, hay dos aspectos que resultan especialmente importantes que son en los que realmente nos vamos a centrar: la evolución de los tipos de cambio y los tipos de interés, que determinan el riesgo de cambio y el de interés respectivamente. Es decir, la posibilidad de que los resultados de la empresa se vean afectados por alzas o bajas inesperadas de los precios de las monedas en las que directa o indirectamente compra o vende la empresa, o tiene activos o pasivos; o de que se produzca una evolución imprevista de los tipos de interés.

Desde el punto de vista del proceso de planificación y control presupuestario, dichos riesgos financieros deben ser:

1. **Conocidos y medidos.** Y debe saberse cuál es la sensibilidad del negocio (de los resultados) a diversos grados de oscilación en los tipos de cambio y de interés.
2. **Tratados**, de acuerdo a una política compartida por la alta dirección y el consejo de administración, con medidas comerciales y financieras, que combinen largo, medio y corto plazo.
3. **Controlados** en cuanto a su impacto en los resultados, analizadas las desviaciones sobre los presupuestos y depuradas las responsabilidades.

A la hora de preparar los presupuestos, en lo que respecta a los riesgos financieros, las cuestiones básicas son dos: ¿CUÁL SERÁ EL TIPO DE CAMBIO AL QUE CONTABIZARÁ LA EMPRESA SUS OPERACIONES PREVISTAS EN DIVISA?, y ¿A QUÉ TIPO DE INTERÉS SE PAGARÁ LA FINANCIACIÓN, O SE RENTABILIZARÁN LOS EXCEDENTES?

De todos es sabido que los tipos de cambio e interés están sometidos a la influencia de multitud de factores económicos y políticos en el largo e incluso en el corto plazo. Su volatilidad es muy alta. Por ejemplo, en los últimos 20 meses hemos visto al dólar depreciarse desde 145pta (Enero 94) a 120 (Julio 95), lo cual representa una caída del 17%. Y el marco pasar de 80pta (a principios del 94) a 92 (en Marzo 95), un alza del 15%. Los tipos de

interés no se quedan a la zaga, y así el dólar a 3 meses se pagaba en el euromercado a 3,25% en Enero 94 y alrededor del 10% un año después; y la peseta pasó de costar menos del 8% en Diciembre 94 a casi el 10% cuatro meses después (en Marzo 95).

Ante esa realidad, la empresa tiene tres alternativas:

1. **NO HACER NADA**, sino limitarse a hacer el presupuesto con los cambios y tipos de interés que le parezcan más probables a la dirección, o poner los tipos vigentes en el momento de hacer el presupuesto, o utilizar los de alguna fuente financiera cuyas predicciones le resulten de confianza. A partir de ahí, todo queda encomendado a la suerte, la empresa asume todo el riesgo financiero. Los resultados finales podrán ser mejores que el presupuesto, o peores. Es una apuesta especulativa.
2. **ASEGURARLO TODO**, comprando o vendiendo a futuro, en las fechas previstas, las divisas (compraventa forward o seguro de cambio, o compraventa de contratos de futuros sobre divisas) o asegurando los tipos de interés (fra's o futuros sobre tipos de interés). De este modo, si es posible (y sólo lo es en empresas cuyos flujos son previsibles con un cierto rigor en cantidad y tiempo), los tipos de cambio e interés quedan fijados por contrato, y ya pueden tranquilamente introducirse en el presupuesto. Todo el riesgo queda cubierto.
3. **GESTIONAR UNA COBERTURA CON DERIVADOS (OPCIONES)**, de modo que se pueda establecer un escenario que combine dos referencias:
  - a) el "*peor precio posible*" (**ppp**), a partir de la contratación de una estrategia de opciones que fije dicho precio para los flujos previstos en el período presupuestado; por ejemplo, un exportador en dólares que espera cobrar diez millones de dólares en 1996, y compra una opción que le dé el derecho a vender dichos dólares a 115 pta como mínimo en 1996, paga por ella 50 millones de pta (5 pta por dólar) y por tanto fija su ppp en 110 pta/dólar (115-5); y
  - b) el precio más probable según las predicciones de los expertos. De dichas dos referencias se debe deducir (en un punto intermedio entre ellas) el precio de presupuesto.

Con la alternativa 3, la empresa puede trabajar durante el año combinando de forma dinámica la cobertura con opciones y futuros en el corto y el largo plazo, tratando de asegurar el cambio de presupuesto, y siempre sabe que tiene una "red de seguridad".

La cobertura mediante opciones es costosa, porque hay que pagar una prima por disponer de dicho seguro, pero es la alternativa más

sensata si se quiere evitar la posibilidad de una “catástrofe” con perjuicios ilimitados, pero sin cerrar a priori cualquier posibilidad de beneficiarse de una evolución favorable de los tipos.

¿Cómo ejecutar dicha estrategia de cobertura mediante derivados?

Primero, tratando de presupuestar en base al escenario citado anteriormente, teniendo en cuenta un tipo (de cambio o de interés) “ppp” (peor precio posible), que parta de un tipo límite e incluya el coste de la compra de una cartera de opciones que permitan establecer ese ppp.

Segundo, ejecutando de forma inteligente dicha estrategia: comprando las opciones cuando los precios de las primas estén más baratos (momentos de mayor estabilidad de los mercados), asegurando un porcentaje razonable del riesgo, utilizando una combinación adecuada de opciones europeas (ejercitables sólo en la fecha de vencimiento de la opción) y americanas (ejercitables en cualquier momento desde su contratación hasta la fecha de vencimiento)...

En cualquier caso, debemos reconocer que la banca y los mercados financieros en general deben hacer un esfuerzo por ayudar a las empresas a cubrir sus riesgos financieros de carácter estratégico, aumentando la oferta de divisas e instrumentos cubiertos, mejorando las primas, rebajando los importes subyacentes mínimos, etc. Es previsible que en los próximos años veamos una ampliación de la oferta bancaria de productos de cobertura, ya que los bancos se están dando cuenta que es una nueva fuente de negocio.

Como conclusión final, pues, recomendamos que en paralelo al proceso de planificación y control presupuestario se desarrolle una estrategia de cobertura de riesgos financieros mediante derivados que permita establecer un límite al impacto potencial de una evolución negativa para la empresa de los tipos de cambio o de interés. Tiene unos costes y unas dificultades técnicas que superar, pero el resultado final lo justifica. Y el valor de la empresa lo merece.