

La necessitat d'una gestió sostenible del tipus de canvi a les empreses

El mercat de divises o Forex (abreviació de "Foreign Exchange") és el principal mercat financer del món, opera les 24 hores de dia i mou xifres astronòmiques. Tot i que el seu principal volum (7,5 bilions de dòlars USA al dia, segons el darrer estudi trianual del Banc Internacional de Pagaments de 2022) és de tipus financer (a més amb moltes més operacions a termini o "forward" que al mercat "spot" o de comptat), també entren aquí les transaccions comercials.

El dòlar USA és present quasi bé al 90% de les transaccions del Forex (és una de les dues parts en la compravenda). Els parells més negociats són lògicament els que s'estableixen entre les divises més fortes (s'afegeix entre parèntesi el que representen sobre el total): EURUSD (23%), USDJPY (14%) i GBPUSD (10%).

Cal tenir molt present que el Forex és un mercat de suma zero, és a dir, el que guanya una divisa és a costa de la pèrdua de l'altra. Això és força important perquè en darrera instància qualsevol persona, empresa, administració, organització o entitat té una moneda de referència, per molt que operi a nivell global. Pensem en una gran multinacional, que treballa a nivell mundial però que, com és lògic, té una seu central i finalment una moneda en la que reflexa els seus comptes. Si no assegura els tipus de canvi i l'evolució de les altres divises van en contra (aquí òbviament els interessos d'exportadors i d'importadors són oposats) la pèrdua per diferències de canvi pot ser molt important.

Hi ha cinc divises que al Forex es coneixen com les "FX Major", és a dir, les més rellevants. Són el dòlar USA (USD), l'euro (EUR), el ien (JPY), la lliura esterlina (GBP) i el franc suís (CHF). Entre parèntesi hi ha el codi de cadascuna.

Les divises tenen una nomenclatura específica (ISO 4217); amb tres lletres queden codificades de forma que tots els operadors dels mercats les reconeixen. Les dues primeres lletres acostumen a definir el país (US, JP, GB, CH, CA, AU, NO, SE, IN, CN...) i la tercera el nom de la moneda (amb la seva lletra inicial en el propi idioma: "dollar, pound, yen, franc, krone, rupee, yuan..."). Així es formen USD, JPY, GBP, CHF, CAD, AUD, NOK, SEK, INR, CNY... Hi ha algunes excepcions en la formació d'aquesta nomenclatura com PLN (zloty polonès), MXN (peso mexicà) o ZAR (rand sudafricà), però el criteri normal és l'exposat anteriorment.

L'euro (EUR) és un cas especial perquè actua com a moneda oficial de diversos països de la Unió Europea (20 de 27). Fins i tot hi ha tercers països que també la fan servir de forma oficial: Andorra, Kosovo, Montenegro, Mònaco, San Marino i el Vaticà.

L'evolució dels tipus de canvi de les "FX Major" està subjecte, com la resta de divises del món, a un conjunt de factors. Els més habituals són econòmics (tipus d'interès, creixement de l'economia, nivell de preus, balança exterior, deute, atur, preus de les matèries primeres etc.), però n'hi ha d'altres de caràcter polític, geo-estratègic, institucional (per exemple una decisió de canviar la proporció en les reserves exteriors al propi banc central) etc. Fins i tot elements aliens extraordinaris, com un atemptat terrorista o una catàstrofe natural, poden provocar brusques fluctuacions al mercat de divises. De la mateixa manera que l'or actua de valor refugi en circumstàncies de gran aversió al risc ("risk off") i en moments de pànic als mercats financers, aquest paper protector al Forex l'acostumen a jugar USD, CHF i JPY (sobretot a les seves àrees geogràfiques naturals, és a dir, Amèrica, Europa i Àsia, respectivament).

A l'altra banda de l'espectre del Forex, trobem divises de països pobres, en desenvolupament o amb crisis polítiques recurrents. En aquests casos l'evolució d'aquestes monedes enfront les fortes només té un camí: la depreciació. En l'estudi que es presenta a continuació s'incorpora la d'un país amb gran potencial, Turquia, terra de creuament entre Occident i Orient, Sud i Nord, Europa i Àsia. Malgrat els seus elements favorables per gaudir d'un fort creixement econòmic i d'un desenvolupament sostingut, la realitat queda ben reflectida en l'evolució de la lira turca (TRY) a llarg termini.

Per fer veure la importància de no deixar les operacions comercials o financeres sense cobertura de tipus de canvi, tot seguit es mostren unes taules en les que, partint d'una xifra inicial en divisa, observem les equivalències en euros al final de cada any.

EURUSD

DATA	USD	EURUSD	EQUIVALÈNCIA	DIFERÈNCIA
31/12/2004	1.000.000,00	1,3621	734.160,49	INICI
31/12/2005	1.000.000,00	1,1797	847.673,14	113.512,65
31/12/2006	1.000.000,00	1,317	759.301,44	-88.371,70
31/12/2007	1.000.000,00	1,4721	679.301,68	-79.999,76
31/12/2008	1.000.000,00	1,3917	718.545,66	39.243,98
31/12/2009	1.000.000,00	1,4406	694.155,21	-24.390,45
31/12/2010	1.000.000,00	1,3362	748.390,96	54.235,75
31/12/2011	1.000.000,00	1,2939	772.857,25	24.466,29
31/12/2012	1.000.000,00	1,3194	757.920,27	-14.936,98
31/12/2013	1.000.000,00	1,3791	725.110,58	-32.809,69
31/12/2014	1.000.000,00	1,2141	823.655,38	98.544,80
31/12/2015	1.000.000,00	1,0887	918.526,68	94.871,30
31/12/2016	1.000.000,00	1,0541	948.676,60	30.149,92
31/12/2017	1.000.000,00	1,1993	833.819,73	-114.856,87
31/12/2018	1.000.000,00	1,145	873.362,45	39.542,72
31/12/2019	1.000.000,00	1,1234	890.154,89	16.792,44
31/12/2020	1.000.000,00	1,2271	814.929,51	-75.225,38
31/12/2021	1.000.000,00	1,1326	882.924,25	67.994,74
31/12/2022	1.000.000,00	1,0666	937.558,60	54.634,35
31/12/2023	1.000.000,00	1,105	904.977,38	-32.581,22
diferència neta en 20 anys anualitzada és				170.816,89 8.540,84

Simplificant l'explicació (i com es tracta d'un exercici teòric) anem a pensar que existeixen obligacions de deute públic a 20 anys dels tresors de cadascun dels països de les divises analitzades (USD, JPY, CHF i TRY). S'ha escollit un període suficientment ampli (20 anys) per evitar el pes excessiu de les distorsions de diverses crisis del que portem del nou mil·lenni (financera,

covid etc.), cosa que passaria en cas d'haver pres un horitzó temporal més curt en el que una sotragada temporal hagués estat molt forta. El plantejament de l'anàlisi es basa en el fet de "no fer res", és a dir, no haver contractat cap assegurança de canvi i haver de regularitzar cada any l'equivalència en euros en funció del tipus oficial del Banc Central Europeu (BCE). Les conclusions són prou evidents.

En el cas de l'EURUSD, es veu clarament que les diferències de canvi pràcticament es compensen en el conjunt del període analitzat. En termes anuals la diferència queda reduïda a un guany mig de 8.540,84 euros cada exercici. En l'acumulat dels 20 anys la nostra inversió de 1.000.000 de dòlars USA en "els ficticis bons del Tresor USA a 20 anys comprats el 31/12/2004" ha passat d'una valoració inicial de 734.160,49 euros a 904.977,38 euros. En qualsevol cas això no impedeix el fet de patir algunes pèrdues rellevants en anys determinats, de la mateixa forma que s'aconsegueixen importants guanys en d'altres exercicis. En els extrems trobem un guany de 113.512,65 euros al 2005 i una pèrdua de 114.856,87 euros al 2017.

Segons les dades del BCE en el període entre el 31/12/2004 i el 31/12/2023 (els 20 anys analitzats) la mitjana aritmètica ha estat de 1,2369 dòlars USA per euro. Als extrems, el canvi EURUSD va tocar un màxim de 1,599 el 15 de juliol de 2008 i un mínim de 0,9565 el 28 de setembre de 2022. Fins i tot en el càlcul de la mitjana només de les observacions de tancament dels 20 anys del propi estudi el resultat és de 1,2296. De fet és un canvi que també es situa proper al d'equilibri segons la teoria de la paritat del poder adquisitiu, que en resum diu que els nivells de preus d'una cistella de béns haurien de tenir el mateix valor aplicant els corresponents tipus de canvi, és a dir, que considerant el canvi entre un parell de monedes totes dues haurien de mantenir la mateixa capacitat de compra. Un exemple anecdòtic, però que està en el fons d'aquesta reflexió, és el conegut "índex Big Mac", que compara el tipus de canvi i el poder adquisitiu de les diferents divises atenent al preu d'aquesta famosa hamburguesa.

A continuació podem veure un gràfic de l'evolució de l'EURUSD en aquest temps per a comprovar que, a banda del comentat anteriorment, "el tren passa" cada x anys pel canvi al voltant de 1,20. Aquesta evidència no funciona en altres parells de divises, ni tan sols entre les "major".

Published on Investing.com, 14/Aug/2024 - 12:17:59 GMT, Powered by TradingView.
EUR/USD, Divisas en temps real: EUR/USD, M



Font: elaboració pròpia amb www.investing.com

Seguint amb l'exercici teòric, podem comprovar que hi ha una gran diferència entre si aquesta inversió és d'un particular (que no ha de portar una comptabilitat i fins al venciment només té guanys o pèrdues "latents") o si el milió de dòlars és d'una empresa, que ha d'aplicar les normes comptables i cada exercici ha de regularitzar el tipus de canvi, generant una diferència que va directament al compte de resultats.

En el cas del particular, l'estratègia de "no fer res" en relació al canvi EURUSD es demostra com a "correcta", vist el resultat final. Considerant que el darrer dia hàbil de 2023 (el 29 de desembre) ven

els dòlars al canvi oficial (oblidem els rendiments per a simplificar l'anàlisi) obté una plusvàlua de 170.816,89 euros. Això representa una mica més d'un 1% anual.

Mirem ara la taula des de la perspectiva d'una empresa. Cada any ha de reflectir l'equivalència en euros de la seva inversió en dòlars, donat que porta els comptes en la moneda única europea. La cosa canvia substancialment. És evident que el director o gerent d'una empresa (i encara més en el cas d'una pime) no hauria d'especular amb l'evolució de la divisa, perquè les diferències netes negatives de canvi poden tornar l'esforç d'un exercici i menjar-se el benefici operatiu en el millor dels casos i fins i tot portar a l'empresa a les pèrdues. Això es veu de forma clara principalment als anys 2006, 2007, 2017 i 2020 en aquest cas.

Com es pot comprovar als següents exemples, la variació dels canvis en termes anuals és important, fins i tot entre les mateixes "FX major". El que sembla clar és que a molt llarg termini es pot arribar a situar un determinat rang de tipus de canvi "d'un cert equilibri" (que lògicament coincideix amb les mitjanes de llarg termini) entre el euro i el dòlar (1,22), la lliura esterlina (0,82) o el ien (132), però, fins i tot comptant amb això, es produeixen pèrdues o guanys molt volàtils. Dit d'una altra manera, un exportador que ha de cobrar en USD, GBP o JPY (que no fa cap cobertura i té com a tipus de canvis objectius per convertir la divisa a euros els relacionats anteriorment) compta amb "relatives" possibilitats d'aconseguir aquells nivells si en té prou paciència (i si la seva tresoreria s'ho pot permetre, que no sempre és el cas), perquè veiem que "el tren passa" per aquells canvis cada x temps.

Això és així perquè estem davant de divises de "primera divisió", que també tenen fluctuacions importants en el temps, però que acaben tornant a un cert rang d'equilibri de llarg termini, per l'acció de la "mà invisible d'Adam Smith" en el pols internacional entre exportadors i importadors, si ho volem mirar des de la perspectiva merament de transaccions comercials, per a simplificar. També es constata que les accions de les pròpies autoritats monetàries tenen una influència quan es considera que cal intervenir per defensar un determinat tipus de canvi.

En qualsevol cas és del tot recomanable no especular i contractar les assegurances de canvi adients. En aquests exemples estem treballant amb sèries de 20 anys però en els operacions comercials els cobraments i els pagaments es produeixen en setmanes, mesos o trimestres. Com veurem més endavant el ventall de productes financers de cobertura és prou ampli i dona moltes possibilitats per fer les cobertures de les compravendes.

Anem a analitzar un altra paritat de primer nivell: EURGBP. Són les divises de dos blocs (zona euro i Gran Bretanya) "relativament" semblants des del punt de vista de progrés econòmic que, entre d'altres coses, no disposen als seus territoris de grans fonts d'energia o de matèries primeres crítiques (com a mínim, en nivells importants en el context internacional).

Per contra sí tenen un gran pes com a centres financers mundials. Totes aquestes variables també tenen la seva influència en la fixació dels canvis, a banda dels tipus d'interès.

EURGBP

DATA	GBP	EURGBP	EQUIVALÈNCIA	DIFERÈNCIA
31/12/2004	1.000.000,00	0,70505	1.418.339,12	INICI
31/12/2005	1.000.000,00	0,6853	1.459.214,94	40.875,82
31/12/2006	1.000.000,00	0,6715	1.489.203,28	29.988,34
31/12/2007	1.000.000,00	0,73335	1.363.605,37	-125.597,91

31/12/2008	1.000.000,00	0,9525	1.049.868,77	-313.736,60
31/12/2009	1.000.000,00	0,8881	1.125.999,32	76.130,55
31/12/2010	1.000.000,00	0,86075	1.161.777,52	35.778,20
31/12/2011	1.000.000,00	0,8353	1.197.174,67	35.397,15
31/12/2012	1.000.000,00	0,8161	1.225.340,03	28.165,36
31/12/2013	1.000.000,00	0,8337	1.199.472,23	-25.867,80
31/12/2014	1.000.000,00	0,7789	1.283.861,86	84.389,63
31/12/2015	1.000.000,00	0,73395	1.362.490,63	78.628,77
31/12/2016	1.000.000,00	0,85618	1.167.978,70	-194.511,93
31/12/2017	1.000.000,00	0,88723	1.127.103,46	-40.875,24
31/12/2018	1.000.000,00	0,89453	1.117.905,49	-9.197,97
31/12/2019	1.000.000,00	0,8508	1.175.364,36	57.458,87
31/12/2020	1.000.000,00	0,89903	1.112.309,93	-63.054,43
31/12/2021	1.000.000,00	0,84028	1.190.079,50	77.769,57
31/12/2022	1.000.000,00	0,88693	1.127.484,69	-62.594,81
31/12/2023	1.000.000,00	0,86905	1.150.681,78	23.197,09

diferència neta en 20 anys

-267.657,34

anualitzada és

-13.382,87

A banda dels elements macroeconòmics que influeixen en la determinació del tipus de canvi, en el cas de la paritat EURGBP cal tenir ben present el sotrac del Brèxit. A la taula i al gràfic següent s'observa clarament la seva influència (el referèndum va ser el 23 juny de 2016).



Font: elaboració pròpia amb www.investing.com

Com és lògic no es poden fer les comparacions entre les taules Excel dels USD, GBP, JPY, CHF o TRY considerant els euros resultants, donat que treballem amb una inversió teòrica d'un milió en la divisa analitzada (excepte en el cas japonès on considerem que invertim cent milions de iens). El que sí ens dona una informació extrapolable és la diferència en termes percentuals. En el cas de la lliura esterlina la pèrdua percentual anual produïda per la depreciació de l'euro (o per l'apreciació de la lliura, si es vol mirar a l'inrevés) no arriba ni al 0,95%. Això reflexa la certa estabilitat del tipus de canvi EURGBP de llarg termini, que podem situar des de fa molts anys en un canal lateral, bastant encaixonat entre el 0,80 i el 0,90. L'excepció més significativa es produeix durant l'època de l'anunci del referèndum (amb la incertesa del resultat que durant molts mesos va influir en la divisa) i de la certificació de la victòria dels partidaris d'abandonar la Unió Europea.

Un episodi excepcional en l'evolució de l'EURGBP que sí mereix ser esmentat es va produir amb el "flash crash" del 7 d'octubre de 2016, quan la lliura va caure un 6% aproximadament en pocs minuts en un horari operatiu molt restringit, que podríem anomenar "australià" (coincidint amb la matinada europea, el començament de la nit americana i els mercats financers asiàtics a punt d'obrir la sessió). Aquest percentatge és una autèntic disbarat, donat que al FOREX no s'acostumen a donar fluctuacions superiors al 1% diari entre els parells de primer nivell. L'ordre manual mal teclejada d'un operador, que va introduir "zeros de més" (el que s'anomena un "fat finger", textualment dit gros) va fer saltar multitud d'ordres de "stop loss" (ordre de límit de pèrdues) o "take profit" (ordre de presa de beneficis) i va provocar una reacció en cadena durant un espai molt curt de temps, fins que es va comprovar que no hi havia cap notícia que justificués tal caiguda. Les màquines no van pensar, simplement van executar el programat i per això van saltar moltíssimes ordres de forma consecutiva, generant un autèntic terratrèmol en la divisa britànica.

Per no saturar al lector amb més gràfiques, obviem incloure les que fan referència a les evolucions del franc suís i el ien japonès. En ambdós casos, però, també es pot comprovar revisant la taula que durant tot el període es produeix una alta volatilitat.

El canvi EURJPY té unes observacions extremes de 164,93 i 100,20 iens per euro i en el cas de l'EURCHF la dispersió va des d'un mínim del franc suís contra l'euro de 1,6547 fins al 0,926 més recent. Això implica que el resultat anual mitjà en relació al moment de la contractació ha estat d'una mica més d'un 0,5% en el cas del JPY (pèrdua) però de més d'un 3% en el CHF (guany). En totes les divises major analitzades, el millor resultat "de no fer res" durant aquests 20 anys ha estat en el cas del franc suís, donada la seva forta apreciació enfront de l'euro.

EURJPY

DATA	JPY	EURJPY	EQUIVALÈNCIA	DIFERÈNCIA
31/12/2004	100.000.000,00	139,65	716.075,90	INICIO
31/12/2005	100.000.000,00	138,9	719.942,40	3.866,50
31/12/2006	100.000.000,00	156,93	637.226,79	-82.715,61
31/12/2007	100.000.000,00	164,93	606.317,83	-30.908,96
31/12/2008	100.000.000,00	126,14	792.769,94	186.452,11
31/12/2009	100.000.000,00	133,16	750.976,27	-41.793,67
31/12/2010	100.000.000,00	108,65	920.386,56	169.410,29
31/12/2011	100.000.000,00	100,2	998.003,99	77.617,43

31/12/2012	100.000.000,00	113,61	880.204,21	-117.799,78
31/12/2013	100.000.000,00	144,72	690.989,50	-189.214,71
31/12/2014	100.000.000,00	145,23	688.562,97	-2.426,53
31/12/2015	100.000.000,00	131,07	762.951,09	74.388,12
31/12/2016	100.000.000,00	123,4	810.372,77	47.421,68
31/12/2017	100.000.000,00	135,01	740.685,88	-69.686,89
31/12/2018	100.000.000,00	125,85	794.596,74	53.910,86
31/12/2019	100.000.000,00	121,94	820.075,45	25.478,71
31/12/2020	100.000.000,00	126,49	790.576,33	-29.499,12
31/12/2021	100.000.000,00	130,38	766.988,80	-23.587,53
31/12/2022	100.000.000,00	140,66	710.934,17	-56.054,63
31/12/2023	100.000.000,00	156,33	639.672,49	-71.261,68
diferència neta en 20 anys				-76.403,41
anualitzada és				-3.820,17

Cal tenir present que les autoritats monetàries juguen un paper clau en l'evolució de les divises, no únicament amb la fixació dels tipus de interès oficials sinó també amb les seves intervencions directes al Forex. Un exemple de manual es va produir al gener de 2015 amb el franc suís. Per evitar que la seva divisa s'apreciés i perjudiqués les exportacions, donat que existia una gran demanda de CHF pel seu paper com a valor refugi, la "Banque Nationale Suisse" s'estava gastant moltes reserves per defensar el canvi (comprant EUR i venent CHF). Finalment van decidir deixar fluctuar lliurement la seva moneda sense intervenir en el mercat. El resultat va ser espectacular. El dia 15 de gener de 2015 la paritat EURCHF va passar de l'entorn dels 1,20 a estar per sota de 0,9. El tipus de canvi màxim intradiari pel CHF o (mínim per l'EUR) es va situar en 0,8696 i el mínim pel CHF (o màxim per l'EUR) en 1,2019. Des de la visió del franc va representar una apreciació brutal, que lògicament va fer molt de mal als exportadors suïssos. Aquell dia l'EURCHF va tancar a 0,9982.

A la taula inferior es pot comprovar com el CHF ha jugat el paper de refugi segur ("safe haven") en diverses ocasions en les que s'han produït turbulències als mercats de divises.

EURCHF

DATA	CHF	EURCHF	EQUIVALÈNCIA	DIFERÈNCIA
31/12/2004	1.000.000,00	1,5429	648.130,14	INICI
31/12/2005	1.000.000,00	1,5551	643.045,46	-5.084,68
31/12/2006	1.000.000,00	1,6069	622.316,26	-20.729,20
31/12/2007	1.000.000,00	1,6547	604.339,16	-17.977,10
31/12/2008	1.000.000,00	1,485	673.400,67	69.061,51

31/12/2009	1.000.000,00	1,4836	674.036,13	635,46
31/12/2010	1.000.000,00	1,2504	799.744,08	125.707,95
31/12/2011	1.000.000,00	1,2156	822.639,03	22.894,95
31/12/2012	1.000.000,00	1,2072	828.363,15	5.724,12
31/12/2013	1.000.000,00	1,2276	814.597,59	-13.765,56
31/12/2014	1.000.000,00	1,2024	831.669,99	17.072,40
31/12/2015	1.000.000,00	1,0835	922.934,93	91.264,94
31/12/2016	1.000.000,00	1,0739	931.185,40	8.250,47
31/12/2017	1.000.000,00	1,1702	854.554,78	-76.630,62
31/12/2018	1.000.000,00	1,1269	887.390,19	32.835,41
31/12/2019	1.000.000,00	1,0854	921.319,33	33.929,14
31/12/2020	1.000.000,00	1,0802	925.754,49	4.435,16
31/12/2021	1.000.000,00	1,0331	967.960,51	42.206,02
31/12/2022	1.000.000,00	0,9847	1.015.537,73	47.577,22
31/12/2023	1.000.000,00	0,926	1.079.913,61	64.375,88
			diferència neta en 20 anys	431.783,47
			anualitzada és	21.589,17

Per si a algú li queda algun dubte del perill de “no fer res” en relació a l’evolució de les divises, ara introduïm a l’estudi una paritat diferent. Ja no és entre divises “major”, sinó que una de les dues parts és la lira turca (TRY). Veurem com els resultats són demolidors.

EURTRY

En el cas de la lira turca, senzillament “no hi ha color”. La depreciació continua, fortament accelerada des del 2022, sembla no tenir límits.



Font: elaboració pròpia amb www.investing.com

La gràfica no dona peu a cap altra interpretació que no sigui certificar la brutal depreciació de la lira turca. Tot i que durant els primers anys de la mostra ja es veu que l'EUR s'enforteix davant la TRY, és a partir del 2022 que el procés de caiguda de la divisa turca s'accelera de forma espectacular. Malgrat les pujades de tipus d'interès a Turquia amb l'objectiu de frenar la inflació i la depreciació de la lira turca, la seva evolució només té un camí: anar perdent valor en relació a l'euro.

No és objecte d'aquest treball sobre divises i assegurances de canvi fer comentaris macroeconòmics sobre la confiança en cada país, però és un obvietat que en cas turc existeix un component polític indubtable darrere de l'evolució de la seva divisa.

Com no se li escapa a ningú, és absolutament imperatiu assegurar els cobraments comercials en lires turques si l'empresa exportadora no té opció de cobrar en una altra divisa.

La següent taula del nostre exemple d'inversió a 20 anys (de 1.000.000 TRY en aquest cas) parla per si mateixa. No fer res hauria suposat perdre pràcticament tots les diners només per l'efecte de la depreciació de la TRY.

Si volem veure un cas equivalent al continent americà (fins i tot molt més exagerat en termes percentuals), podríem fer un cop d'ull a la paritat entre el dòlar USA (USD) i el pes argentí (ARS). El canvi USDARS estava a la inici de la data de l'estudi una mica per sobre de 3. Al tancament del 2023 l'equivalència és de més de 800 pesos argentins per cada dòlar. El patró USDARS repeteix el ja comentat anteriorment sobre cas de l'EURTRY (i en ambdós casos el component polític és força rellevant). Els primers anys la depreciació de la divisa argentina és molt forta, però a partir de 2022 es torna exponencial. No hem d'oblidar que durant la dècada final del s.XX Argentina va vincular l'evolució del peso al dòlar, amb una conversió de 1:1, absolutament fictícia i irreal, donada la brutal diferència de productivitats de les dues economies.

Tornant al cas de la lira turca, la taula inferior de l'evolució EURTRY parla per si sola.

DATA	TRY	EURTRY	EQUIVALÈNCIA	DIFERÈNCIA
31/12/2004	1.000.000,00	1,815	550.964,19	INICI
31/12/2005	1.000.000,00	1,5924	627.982,92	77.018,73
31/12/2006	1.000.000,00	1,864	536.480,69	-91.502,23
31/12/2007	1.000.000,00	1,717	582.411,18	45.930,49
31/12/2008	1.000.000,00	2,1488	465.376,02	-117.035,16
31/12/2009	1.000.000,00	2,1547	464.101,73	-1.274,29
31/12/2010	1.000.000,00	2,0694	483.231,85	19.130,12
31/12/2011	1.000.000,00	2,4432	409.299,28	-73.932,57
31/12/2012	1.000.000,00	2,3551	424.610,42	15.311,14
31/12/2013	1.000.000,00	2,9605	337.780,78	-86.829,64
31/12/2014	1.000.000,00	2,832	353.107,34	15.326,56
31/12/2015	1.000.000,00	3,1765	314.811,90	-38.295,44

31/12/2016	1.000.000,00	3,7072	269.745,36	-45.066,54
31/12/2017	1.000.000,00	4,5464	219.954,25	-49.791,11
31/12/2018	1.000.000,00	6,0588	165.049,18	-54.905,07
31/12/2019	1.000.000,00	6,6843	149.604,30	-15.444,88
31/12/2020	1.000.000,00	9,1131	109.732,14	-39.872,16
31/12/2021	1.000.000,00	15,2335	65.644,80	-44.087,34
31/12/2022	1.000.000,00	19,9649	50.087,90	-15.556,90
31/12/2023	1.000.000,00	32,6531	30.624,96	-19.462,94
diferència neta en 20 anys.....				-520.339,23
anualitzada és				-26.016,96

La conclusió de l'anàlisi per a una empresa és òbvia: cal fer assegurances de canvi en les nostres operacions comercials en divisa, tant si són d'exportació com d'importació. És absolutament obligatori si es tracta de vendes en monedes de països en desenvolupament o en situacions d'especial vulnerabilitat econòmica.

Fins i tot des d'un punt de vista del sistema financer en conjunt, la gestió incorrecta del mercat Forex en conjunt ("financer", "especulatiu" i "comercial") ens pot portar a tenir un problema macroeconòmic d'endeutament per l'efecte del palanquejament d'algunes cobertures complexes. El palanquejament s'ha entendre aquí com la manera que té un "trader" per operar amb volums substancialment més grans que els que realment té, perquè incorpora un volum prestat. Les exposicions poden ser de 1:10, 1:30, 1:50, 1:100 etc. En aquest últim cas (100x) vol dir que només depositant per exemple 10.000 USD tenim una exposició a mercat ¡de 1.000.000 USD! Mentre el mercat Forex vagi a favor, no passa res, però si les pèrdues potencials augmenten per la cotització del parell, es produeix el que es coneix com una crida de marge ("margin call"), és a dir, el broker demana tancar la posició, reduir-la o afegir garanties.

Després de l'anàlisi macroeconòmic anterior aterrem a la micro. Si volem aplicar de forma racional el demostrat anteriorment no queda més remei que fer una clara aposta per les cobertures del tipus de canvi a l'operativa empresarial.

Totes les empreses han de tenir molta cura a l'hora d'operar en monedes diferents a la local: les petites en particular, per la seva posició vulnerable en àmbits que no dominen del tot; les grans empreses, pels seus volums, que si es gestionen incorrectament poden comportar grans pèrdues. S'assumeixen uns riscos importants si no es realitzen les cobertures necessàries per assegurar les equivalències en la moneda pròpia de les operacions comercials i financeres fetes en divises.

La correcta gestió dels tipus de canvi constitueix un element molt rellevant en una empresa i té un impacte directe en el compte de resultats, com es pot comprovar en tot tipus de societats (des de petites empreses a grans multinacionals).

En funció dels fluxos d'entrada i sortida de divises l'empresa hauria de contractar assegurances de canvi per tal de cobrir el diferencial entre els cobraments i els pagaments en aquestes monedes operacionals diferents de la pròpia, si es dona el cas de que es fan tan compres com vendes en moneda estrangera. Si els moviments de tresoreria en divisa tenen venciments equivalents, el més racional és fer l'assegurança per la quantitat neta, és a dir, els cobraments menys els pagaments

(en cas de l'exportador) o els pagaments menys els cobraments (en el cas de l'importador). Si fem cobertures de venda i de compra pels nominals per separat sense tenir en compte això, estarem assumint un pitjor tipus de canvi per la part que podria compensar-se (les entitats financeres sempre apliquen uns diferencials).

Una altra cosa a considerar està relacionada amb l'IVA. Encara que sembli una obvietat, cal fer la cobertura pel total de la factura, no només per la base imposable. Això no sempre es tracta correctament a les empreses, perquè tenim la percepció de la neutralitat de la imposició indirecta i de vegades les previsions al respecte es fan en base a les comandes. Per exemple, si una empresa té un client americà i una comanda en USD, però fabrica equipament industrial per a una planta productiva a Espanya, estem davant d'una operació de règim general, subjecte a IVA. Conseqüentment l'empresa no haurà d'assegurar el tipus de canvi únicament de la "venda" (base imposable) sinó de tota la factura.

Tot seguit anem a detallar algunes possibles cobertures, molt recomanables per les operacions comercials de les empreses. Existeix un ampli ventall d'assegurances de canvi. L'enginyeria financera ha arribat a generar productes sofisticats, però la base de tots ells és la mateixa: tipus de canvi de comptat ("spot"), tipus d'interès de les dues monedes, temps i volatilitat. Ens caldrà definir dos conceptes per entendre les explicacions sobre les assegurances. En el món financer anomenem "figura" al segon decimal del tipus de canvi i "pipo" ("pip" en anglès) al quart. De tal manera que quan EURUSD passa de 1,10 a 1,12 diem que l'euro s'ha apreciat dues figures (o que el dòlar USA s'ha depreciat dues figures). Els "pipos" també són importants perquè de vegades ens podem quedar a decimals d'assolir una determinada cobertura. De forma anàloga, amb l'exemple anterior podríem dir que EUR s'ha apreciat 200 "pips" o que USD s'ha depreciat 200 "pips".

L'assegurança de canvi simple ("forward") és un contracte que garanteix un tipus de canvi fixe ("strike") a un venciment determinat. Així una empresa exportadora contracta la cobertura amb el seu banc i sap que al venciment la divisa que té previst cobrar es podrà canviar a euros a un tipus ja fixat, amb independència de l'evolució de la mateixa. Exactament igual aplica a una empresa importadora amb el seu pagament. És un contracte de futurs; no té l'opció de vendre la divisa al canvi pactat a venciment, té l'obligació de fer-ho. Si arribat el moment del venciment no disposa de la divisa que ha de lliurar al seu banc, pot prorrogar l'assegurança o liquidar-la per diferències.

El càlcul és senzill i amb un exemple es veu força clar. Hem de cobrar 1.000.000 USD d'aquí 6 mesos. Amb dades de finals de setembre de 2024 el canvi oficial EURUSD és de 1,1196. Per tant tenim 1.000.000 USD que rendiran durant 6 mesos al seu tipus (4,68%) i de la mateixa forma tenim 893.176,13 EUR (1.000.000 USD / 1,1196), que també comportaran interessos al seu tipus (3,09%). Sumem els principals més els seus respectius retorns generats en aquest període per cada moneda i dividim les dues xifres (1.023.400 / 906.976,71). Aplicant un petit diferencial que guanya l'entitat financera que fa la cobertura obtenim el tipus de canvi "forward". En l'exemple l'assegurança de canvi EURUSD aniria al voltant de 1,129. Les diferències en pipos que podem trobar entre dos bancs corresponen fonamentalment al seu petit percentatge de guany.

Per explicar cobertures més complexes hem d'introduir un concepte que és imprescindible per entendre les següents assegurances: les barreres. Com diu la pròpia paraula, són els límits o les fronteres a partir de les quals "passa alguna cosa". Existeixen dues barreres: activant (KI, és a dir, "knock in" en anglès) i desactivant (KO, "knock out"); permeten confeccionar múltiples possibilitats en l'estructura d'una assegurança del tipus de canvi. Per tant si el canvi toca el nivell de la barrera activa o desactiva el condicionat de l'assegurança.

Les barreres poden ser americanes (es produeix si el tipus de canvi la toca en qualsevol moment de la vida de la cobertura) o europees (només aplica el dia del venciment de l'assegurança). És obvi que en el segons cas pots "estar patint" molt menys, donat que l'observació està fixada un sol dia i és indiferent el que passi tots els dies anteriors al venciment.

Un tipus d'assegurança de canvi molt interessant per a una empresa que té clara la xifra a assegurar però que creu que l'evolució del canvi podria anar al seu favor és el que anomenem "forward plus".

El “forward plus” (nom que li donen la majoria de bancs i “traders” a aquesta estructura) és una assegurança de canvi que permet tancar un tipus de canvi amb seguretat, però amb la possibilitat de gaudir d'un cert recorregut de benefici, si l'evolució de la divisa subjacent va al nostre favor.

Per exemple, un exportador vol garantir-se el tipus de canvi d'una venda de 500.000 USD que cobrarà d'aquí a un any. L'assegurança “forward” tradicional de venda amb un spot EURUSD a 1,095 (canvi real de la segona setmana d'octubre de 2024) estaria a 1,125 dòlars USA per euro. Com l'exportador pensa que el dòlar podria enfortir-se (aleshores, d'aquí a un any rebria més euros pels mateixos 500.000 USD si no hagués fet res), però no vol córrer el risc de quedar-se sense cobertura de canvi, pot contractar aquesta varietat d'assegurança. La barrera activant europea (KI) se situa a 1,07. Això vol dir que li garanteix un canvi pitjor que el del “forward” simple (ara seria de 1,13 i no de 1,125), però li permet l'opció de vendre els dòlars a mercat si al venciment el canvi està entre 1,13 i 1,07.

No té cap cost per l'empresa perquè és una operació en la que les primes de les opcions es compensen. Això s'estructura de la següent manera: el client compra una Call EUR Put USD a 1,13 i també ven Put EUR Call USD a 1,13 amb KI europeu a 1,07.

Aquesta assegurança “forward plus” és molt interessant per a empreses que tenen un tipus de canvi objectiu ben definit, tant per vendes com per compres. Això passa perquè l'empresa, per exemple, produeix un bé que ha de lliurar dins un termini, i ha calculat els costos a un determinat tipus de canvi, ha fet l'oferta al seu client i ha rebut la corresponent comanda (el que implica que coneix el seu objectiu de tipus de canvi). Sap que d'aquí un any facturarà els 500.000 USD (en el nostre exemple), que els cobrarà i que li vendrà al seu banc al canvi pactat 1,13 (si al venciment el tipus EURUSD es situa per sobre de 1,13 o per sota de 1,07, perquè té obligació de fer-lo). Per contra, si al venciment el canvi EURUSD queda per sobre de 1,07 i per sota de 1,13, l'empresa no té cap obligació envers el banc i per tant li pot vendre els dòlars al preu de mercat (p.ex. 1,10). Amb això ha aconseguit un benefici de dues figures i mitja, perquè ven a 1,10 i no pas a 1,125 (“strike” de l'assegurança tradicional, en la que sempre es té l'obligació de vendre a la cotització pactada).

Quan les empreses no poden establir amb precisió les quantitats de vendes o compres en divisa (perquè no saben exactament en quina moneda es faran les transaccions comercials relacionades amb el bé que estan produint, donat que no treballen amb una comanda tancada en divisa) també hi ha productes de cobertura que permeten millorar els canvis del “forward” i aconseguir uns tipus mitjos més favorables. Alguns dels més emprats són els acumuladors i els TARFs.

Com la pròpia paraula diu, una assegurança acumuladora és aquella cobertura del tipus de canvi que, en funció d'unes observacions periòdiques, va sumant regularment una quantitat de divisa (en una mena de “guardiola”) que al venciment serà comprada o venuda al tipus pactat. Es tracta d'una estructura que pot aconseguir un “strike” molt interessant (millorant el del “forward”), però que no garanteix cap xifra determinada de divisa a venciment. Amb un exemple es pot entendre perfectament el producte.

Una empresa exportadora (però que no té un tipus de canvi objectiu plenament definit pel comentat anteriorment) vol aconseguir una millor mitjana amb totes les seves assegurances de canvi amb EURUSD (a finals de setembre del 2024, un “forward” tradicional a un any s'aniria al 1,13) i contracta un acumulador amb les següents característiques: nominal (màxim): 2.0000.000 USD, tipus pactat: 1,117, barrera desactivant (KO): 1,17, observacions: 50 (per simplificar), setmanals començant el 15/10/24 fins al 30/09/25. L'observació es concreta en un canvi fixat amb total precisió en hora i lloc (per exemple, el que marca Reuters a les 4pm a Londres). Sempre es fa així per evitar discrepàncies: el tipus de canvi oficial del BCE no ha de coincidir al decimal amb el de Reuters o Bloomberg i cal definir si l'hora exacta és la de Londres o Nova York o Hong-Kong, per exemple.

Això vol dir que totes les setmanes en les que el canvi estigui per sota de 1,17 el client aniria acumulant el nominal setmanal de 40.000 USD (2.000.000 USD entre 50 setmanes) al canvi de

1,117 (millor que el “forward” dels 1,13). Si hi ha setmanes en les que en el moment de l’observació el canvi està per sobre del 1,17 aleshores aquella setmana no sumarà res. Al final del període haurà acumulat una xifra entre 0 i 2.000.000 USD que haurà de vendre al seu banc a 1,117.

Podem complicar una mica més l’estructura afegint palanquejament (x2) i que segons el valor del dia de l’observació hagi d’acumular el doble. Lògicament, si assumim això, el “strike” també haurà millorat, perquè el banc ha d’oferir un millor canvi al seu client per compensar-lo del risc d’acumular més USD dels desitjats. Per exemple es podria estructurar en un barrera activant (KI) del canvi 1,09. Vol dir que si un dia l’observació està a 1,085 l’empresa està obligada a acumular el doble de dòlars, és a dir, que aquell dia “posa a la guardiola” 80.000 USD i no pas els 40.000 USD.

Abans de començar la vida d’aquesta nova estructura ara tenim un potencial resultat d’acumulació que va de 0 a 4.000.000 USD. Aquests serien els dos casos teòrics extrems, que no es donen mai a la pràctica (a menys que passi alguna cosa realment molt extraordinària que mogui la paritat cap un cantó o l’altre i a més el mantingui allà molts mesos).

En circumstàncies “normals” del mercat el més raonable és que el producte (que no es desactiva fins al venciment) acabi acumulant una xifra “relativament” similar al nominal. Però si hi ha una forta fluctuació de l’EURUSD ens podem trobar amb sorpreses.

Per tant, queda clar que els acumuladors milloren els “strikes” de les assegurances “forward”, però no sabem quina xifra de divisa acabarem garantint-nos.

Respecte a la periodicitat, l’experiència de 3 dècades en l’observació de l’EURUSD em fa posicionar-me per les acumulacions setmanals enfront de les quinzenals o mensuals. És una forma simple de reduir el risc, pel fet de tenir més oportunitats. A més (i això també és de collita merament personal) el meu dia preferit per fer les observacions d’una assegurança acumuladora és el dimarts. No he fet un estudi empíric, però aplicant el seny veig que els dilluns i divendres tenen alteracions “afegides” per l’efecte del cap de setmana, les reunions del Banc Central Europeu es fan en dijous, el dia decisiu de les reunions de la Fed és el dimecres, les dades del mercat laboral dels USA surten el primer divendres de cada mes etc. etc. Evidentment també hi ha dimarts en els que es publiquen dades econòmiques importants a les dues bandes de l’Atlàntic, però possiblement el dimarts és la jornada amb menys volatilitat i per tant més propícia per tal que l’observació d’aquest tipus d’assegurança compleixi el seu objectiu d’acumular la quantitat de divisa recurrent al preu pactat per ser venuda/comprada al venciment.

Per últim afegirem una nova estructura d’assegurança del tipus de canvi que també millora molt els nivells strike, però que, a l’igual que l’acumulador, no garanteix un import concret, perquè poden desactivar-se abans del venciment: el TARF (“Target redemption forward”). És un producte complex que està tabulat com de màxim risc segons l’indicador resumit que els bancs estan obligats a informar per complir amb la normativa europea.

El TARF és un contracte derivat sobre un tipus de canvi entre divises. Dona un “strike” millor que una assegurança tradicional, però no garanteix cap xifra.

Anem a veure un exemple. Un exportador contracta un TARF d’un nominal màxim de 2.000.000 USD (a dividir entre un número de setmanes determinat, per exemple 52). El nivell strike és de 1,08 (en un moment en que el “forward” seria per exemple de 1,11). Per tant millora molt el nivell de l’assegurança tradicional. El producte marca una bossa de punts (o “target”) del que beneficiar-se, per exemple 20 figures. Si es consumeixen, l’estructura es cancel·larà de forma anticipada. Per tant, l’import de la divisa a vendre serà el resultant de la suma de les observacions periòdiques que es facin al llarg de la vida del producte. En cada data d’observació, si el canvi “fixing” pactat es situa per sobre (o igual) al tipus “strike”, el client vendrà la divisa compromesa, restant al “target” la diferència de punts existent entre el “fixing” i el “strike”. Un cop es consumeixen els punt de la bossa, el producte s’auto-cancel·la.

És a dir, si el canvi en el moment de l'observació està a 1,10 vol dir que es donarà la venda del nominal setmanal i es restaran 2 figures a la bossa. La següent setmana el fixing és de 1,07. No passa res (no hi ha ni permuta de divisa ni consum de figures). La propera observació ens dona un canvi de 1,12. Aleshores tornem a vendre el nominal setmanal compromès i consumim 4 figures. I així cada setmana fins que el producte es desactivi o que arribi el venciment (a un any de la data de contractació en l'exemple).

El producte pot sofisticar-se més afegint una barrera d'activació (KI) que multipliqui per dos el nominal potencial (amb això lògicament s'aconseguiria un millor "strike", per exemple 1,07). Situem la barrera en 1,05. Si per exemple en una observació el canvi fixing fos de 1,05 dòlars per euro, aleshores caldria vendre el doble de dòlars. Si el canvi estigués entre el 1,07 i el 1,05 no hi hauria cap obligació en aquella observació i no es produiria cap consum de figures o pips. I així cada setmana fins l'auto-cancel·lació o el venciment del TARF. No és una estructura senzilla.

Un dels perills del TARF és que l'excés de confiança sobre la seva desactivació per l'evolució prevista de la divisa ens faci arriscar una xifra massa alta, perquè tenim el convenciment de que es consumiran les figures. Quan el mercat es gira, ens podem trobar en que estem no a figures sinó a "pips" de que s'arribi al consum que desactiva el TARF, però en no aconseguir-lo, haurem d'esperar a venciment, amb el que això suposa d'obligació de comprar o vendre (com en aquest exemple) la divisa en cada data d'observació (o liquidar per diferències).

Recapitulant, l'objectiu principal del document és conscienciar a les empreses de tots les mides i sectors que han de minimitzar el risc del tipus de canvi contractant les cobertures adients en cada cas (assegurances simples, "forward plus", acumuladors, TARFs etc., palanquejats o no, amb barreres americanes o europees etc.). Això és imperatiu quan estem davant divises exòtiques o de gran volatilitat. Les pèrdues econòmiques de no assegurar les compravendes en divisa poden ser molt elevades. Sempre cal extremar la cautela.

Com s'acostuma a dir, "en finances només hi ha dues polítiques: la prudent i la dolenta".

Miquel Àngel Fúster Gómez del Campo
Comissió d'Economia Financera del CEC

Bibliografia recomanada

Bank for International Settlements, 2022. "Triennial Central Bank Survey OTC Foreign Exchange"