

COBERTURA CAMBIARIA EN EL SECTOR TURÍSTICO COTIZADO ESPAÑOL (2004-2014)

Milagros Vivel-Búa

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Santiago de Compostela
mila.vivel@usc.es

Rubén Lado-Sestayo

Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidade da Coruña
ruben.lado.sestayo@udc.es

Inés Fernández López

Universidad de Santiago de Compostela
iferlop@gmail.com

Resumen: este presente trabajo estudia la exposición al riesgo de tipo de cambio al que se encuentra sometida la empresa española cotizada del sector turístico; así como, también se analizan las estrategias y políticas de cobertura empleadas para cubrirlo. El estudio se focaliza alrededor de cinco empresas: Amadeus IT Holding, S.A.; Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A.; IAG, International Consolidated Airlines Group, S.A.; Meliá International Hotels, S.A. y NH Hotel Group, S.A. En general, los resultados muestran que este tipo de empresas tienen una exposición cambiaria de naturaleza transaccional y contable. Al mismo tiempo, tanto los instrumentos de cobertura financiera como operativos son utilizados para neutralizar su impacto en resultados.

Palabras clave: cobertura, riesgo, tipo de cambio, turismo.

1. INTRODUCCIÓN

El riesgo cambiario constituye una línea de trabajo en la literatura académica debido a que se ha comprobado que los efectos que ocasiona afectan a todas las áreas de la empresa, tanto si ésta opera en un ámbito internacional como si lo hace en el ámbito exclusivamente nacional (Vivel et al., 2013). Por este motivo resulta interesante el análisis de las políticas de cobertura de riesgo cambiario empleadas por las empresas.

Para España uno de los sectores más destacados y de mayor impulso para la economía es el sector turístico. Según datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, el sector turístico es responsable de uno de cada siete puestos de trabajo dentro de la economía española y representa el 11,7% del PIB del país en 2015. Además de ser uno de los principales motores económicos del país, España es el tercer destino turístico del mundo en número de turistas (en

2014, se alcanzó la cifra record hasta ese momento de 64.938.945 millones de turistas internacionales); y el segundo en nivel de ingresos procedentes de este sector. Por todo ello, resulta especialmente interesante estudiar el comportamiento de las empresas de este importante sector con respecto al riesgo cambiario.

Para la elaboración del presente trabajo se han analizado las empresas cotizadas del sector turístico español: Amadeus IT Holding, S.A.; Iberia, Líneas aéreas de España, S.A.; IAG, International Consolidated Airlines Group, S.A. (resultado de la fusión de Iberia y British Airways); Meliá Hotels International, S.A. y NH Hotel Group, S.A..

La primera de ellas, Amadeus IT Holding, S.A. (en adelante Amadeus) se dedicada al suministro procesos y modelos de gestión tecnológicos para el sector turístico y de viajes a nivel global. Entre sus clientes están empresas de transporte (aéreo, terrestre y marítimo), hoteles, agencias de viajes y touroperadores para los que funciona como una red internacional para la distribución de productos y servicios. Cabe señalar que durante los ejercicio 2005 y 2006 la empresa dejó de cotizar debido a un proceso de absorción por parte de WAM Acquisition y no volvería a hacerlo hasta

el año 2007, razón por la cual se desconocen los datos para el ejercicio 2005.

Seguidamente, se analizan dos compañías dedicadas al transporte aéreo de viajeros, Iberia, líneas aéreas de España, S.A. e IAG, International Consolidated Airlines Group, S.A. (en adelante Iberia e IAG, respectivamente). Es importante mencionar que ninguna de estas dos empresas cubre la totalidad del periodo analizado en el presente estudio, Iberia cubre el período 2004-2010 mientras que IAG aborda el período 2011-2014. Esto se debe a que a partir del año 2010 Iberia se fusiona con la británica British Airways dando lugar a la creación de un nuevo grupo empresarial, IAG.

En tercer lugar, se ha analizado a Meliá International Hotels, S.A. y a NH Hotel Group, S.A. (en adelante Meliá y NH), las dos únicas empresas españolas cotizadas dedicadas a la hotelería.

Se puede afirmar que todas las empresas estudiadas son referentes en sus respectivas ramas de actividad y resultan apropiadas como muestra para conocer las políticas aplicadas en la gestión del riesgo cambiario dentro del sector turístico.

El objetivo de este trabajo radica en el estudio de la exposición al riesgo de tipo de cambio y las diversas formas de cobertura aplicadas por las empresas españolas cotizadas pertenecientes

al sector turístico. Específicamente, se ha estudiado la gestión realizada por las empresas de la muestra en cuanto al reconocimiento de la exposición, la cobertura o no cobertura de la misma y, en su caso, el tipo y grado de dicha cobertura.

Los datos utilizados para la elaboración de este trabajo se han obtenido de los informes anuales consolidados de las empresas analizadas, obtenidos a través de la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (www.cnmv.es) y, de forma complementaria, con la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos).

2. LITERATURA

El concepto de exposición cambiaria presenta diferentes acepciones y enfoques según el ámbito al que nos refiramos. De entre la multiplicidad de significados que se presentan en la literatura especializada podemos distinguir los que hacen referencia al ámbito de corto plazo (enfoque transaccional) o de largo plazo (enfoque económico).

De acuerdo con Levi (1997) el concepto de exposición al tipo de cambio se entiende como la sensibilidad del valor real de los activos, pasivos o ingresos en términos de una moneda de referencia a las variaciones inesperadas del tipo de cambio.

Expertos en materia de gestión empresarial y finanzas han presentado argumentos con respecto a la relevancia y consiguiente tratamiento del riesgo cambiario en la empresa. Existen dos visiones claramente opuestas: la primera, considera que la detección, medición y cobertura del riesgo debe formar parte de la estrategia empresarial e incluirse dentro de las funciones de dirección de la empresa (Rahnema, 2007); en el extremo opuesto, están quienes consideran que puesto que el riesgo cambiario no tiene un impacto directo y significativo en los resultados, éste no debe ser tenido en cuenta a la hora de definir la estrategia empresarial.

En general, la evidencia empírica obtenida en varias investigaciones sobre la empresa internacional y los mercados ha demostrado que el tipo de cambio puede ocasionar importantes alteraciones en el valor de la empresa, y por tanto este riesgo debe ser tomado en consideración a la hora de definir la estrategia empresarial. Un claro ejemplo de este hecho es el efecto que ha provocado la depreciación del rublo ruso sobre el sector hotelero español. En el año 2014 se produjo un descenso del 10% del turismo procedente de Rusia y los países de su área de influencia, ocasionado por la caída del rublo frente al euro, los conflictos geopolíticos de la zona (Rusia-Ucrania) y la bajada de los precios del petróleo.

Cabe destacar que las empresas analizadas en el presente trabajo reconocen su exposición al riesgo de tipo de cambio en sus informes anuales, tal y como se indica en la Figura 1.

Una vez establecida la importancia que tiene la exposición cambiaria para una empresa y las áreas más susceptibles a la misma, se debe establecer cuáles son las alternativas de cobertura. Las empresas dedican tiempo y recursos a identificar y minimizar su exposición al tipo de cambio mediante diversas técnicas de cobertura, de hecho en el año 2010 el 69% de las empresas no financieras y cotizadas españolas cubría el riesgo de tipo de cambio. Estas medidas pueden dividirse en dos grandes grupos: I) la cobertura financiera, que implica la firma de contratos financieros con el propósito específico de cubrir la exposición cambiaria; II) la cobertura operativa, que supone la utilización de técnicas internas diseñadas por la empresa para neutralizar su exposición cambiaria aprovechando, por ejemplo, su red de filiales exteriores.

Figura 1. Exposición cambiaria en los informes anuales de las empresas turísticas cotizadas españolas

	<p>"El Grupo está expuesto a fluctuaciones de tipo de cambio que pueden afectar a sus ventas, resultados, fondos propios y flujos de caja, derivados fundamentalmente de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Inversiones en países extranjeros (principalmente en México, Argentina, República Dominicana, Colombia, Panamá y Estados Unidos). - Operaciones realizadas por sociedades del Grupo que desarrollan su actividad en países cuya moneda es distinta al euro (principalmente en México, Argentina, República Dominicana, Venezuela y Estados Unidos)." <p>(Cuentas Anuales 2014, Pág. 90-91)</p>
	<p>"La moneda de presentación utilizada en las cuentas anuales consolidadas del Grupo es el Euro (EUR). Como resultado de la orientación multinacional de su negocio, el Grupo está sujeto a los riesgos de tipo de cambio derivados de la fluctuación de varias monedas."</p> <p>(Cuentas Anuales 2014, Pág. 30)</p>
	<p>"En lo que se refiere a riesgos financieros, el Grupo mantiene un programa de gestión con el fin de controlar y disminuir el potencial impacto negativo de las oscilaciones de los tipos de cambio, tipos de interés y precio de combustible en los resultados, y de preservar la liquidez necesaria para sus operaciones corrientes y de inversión y financiación."</p> <p>(Cuentas Anuales 2010 Pág. 33)</p>
	<p>"El grupo publica sus cuentas anuales consolidadas en euros, posee entidades funcionales que operan en euros y libras esterlinas, y realiza su actividad en varios países; por consiguiente, está expuesto a un riesgo de cambio de divisas sobre los ingresos, compras y empréstitos denominados en monedas diferentes a la moneda funcional de la entidad."</p> <p>(Cuentas Anuales 2014 Pág. 40)</p>
	<p>"El Grupo lleva a cabo su actividad en el ámbito internacional y, por tanto, está expuesto a riesgo de tipo de cambio por operaciones con divisas, sobre todo el dólar americano y la libra esterlina.</p> <p>El riesgo de tipo de cambio surge de las operaciones comerciales, financieras y de inversión, así como de la conversión de los estados financieros de las sociedades filiales denominadas en una moneda funcional diferente a la moneda de presentación del Grupo."</p> <p>(Cuentas Anuales 2014, Pág. 33)</p>

Fuente: elaboración propia

3. ESTUDIO EMPÍRICO

En el presente apartado se analizan las cuentas anuales consolidadas de las empresas españolas cotizadas pertenecientes al sector en relación a la exposición al riesgo cambiario y sus políticas de cobertura del mismo. La estructura del análisis consistirá en la exposición de las fuentes de riesgo reconocidas por las distintas empresas incluidas en este estudio, seguido de una revisión de las políticas de cobertura empleadas por cada una.

3.1. FUENTE DE EXPOSICIÓN CAMBIARIA

Como se ha mencionado anteriormente existen diversos tipos de exposición cambiaria y cada empresa en su análisis de los riesgos que le afectan reconoce una serie de fuentes para dicha

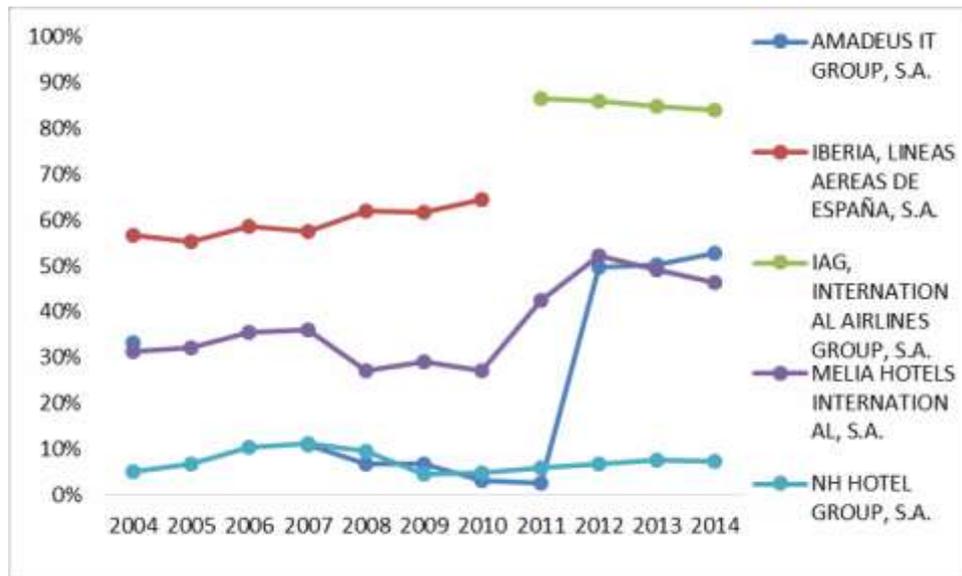
exposición. En este apartado se recogen las fuentes que cada una de las empresas analizadas reconoce como origen del riesgo de tipo de cambio, así como, se presentan los datos de las magnitudes que se relacionan con dichas fuentes de exposición.

Las fuentes de exposición al riesgo cambiario que se reconocen generalmente son los ingresos en divisas y las filiales exteriores. Los ingresos exteriores hacen referencia a la parte de la cifra de negocios que no se encuentra denominada en la moneda de referencia. La otra fuente comúnmente reconocida son las filiales exteriores, puesto que pueden generar transacciones en monedas distintas de la operativa del grupo y, por tanto, implican una tarea de consolidación contable que entraña un proceso de transformación de las magnitudes a la moneda de referencia del grupo.

Una vez revisadas las cuentas anuales de las empresas que integran el estudio se puede afirmar que todas ellas reconocen como una fuente de exposición los ingresos en divisas. Como se puede observar en el gráfico 1 para todas las empresas los ingresos procedentes de países externos a la zona euro (ingresos exteriores) suponen más del 25% del total, a excepción de NH que opera principalmente dentro de la eurozona. Estos datos nos indican la relevancia que las transacciones realizadas en divisas tienen para las empresas en cuanto al riesgo cambiario que se deriva de estas operaciones.

Es importante aclarar que la importante alteración que se observa para Amadeus entre los años 2010 y 2011 se debe a un cambio en los criterios empleados por la empresa a la hora de distribuir sus ingresos geográficamente. Los primeros años se tomaba como referencia la localización de la sede social de la empresa titular de los contratos, mientras que a partir del ejercicio 2011 se toman en cuenta criterios separados para las operaciones relacionadas con el segmento de distribución (localización de las agencias de viajes que realizan las reservas) y/o soluciones tecnológicas (localización de la sede socias de la aerolínea a la que se le ofrece el servicio).

Gráfico 1: Evolución del porcentaje de ingresos externos a la zona euro sobre el total.

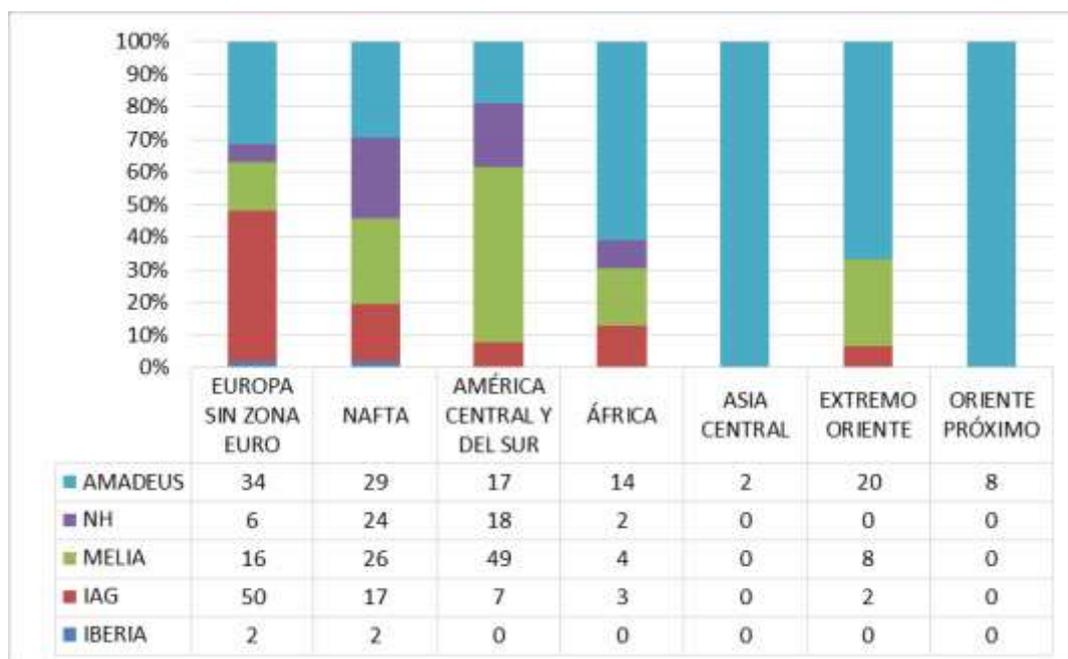


Fuente: elaboración propia

En cuanto a las filiales en mercados exteriores, todas las empresas analizadas las tienen, en mayor o menor cuantía, pero no todas las reconocen como fuente de exposición al riesgo cambiario. Únicamente Meliá, NH y Amadeus admiten en sus informes anuales la exposición cambiaria que sus filiales suponen. Por su parte, Iberia e IAG no hacen mención alguna de la exposición ocasionada por las filiales extranjeras. En el caso de Iberia se debe a la escasez de filiales, únicamente 4 fuera de la zona euro, repartidas en Estados Unidos y Rusia. Todo lo contrario de lo ocurre con Amadeus, pues resulta evidente que existe una exposición originada debido a las filiales extranjeras, pues se trata de un grupo empresarial con presencia en 54 países fuera de la Eurozona.

En el gráfico 2 se observa la distribución por áreas geográficas de las filiales de las 5 empresas estudiadas. En términos generales las áreas con mayor concentración de filiales son los países europeos no pertenecientes a la zona euro y el área NAFTA, seguido de América central y del sur. Cabe destacar que la única de las cinco empresas analizadas con una presencia global es Amadeus.⁵

Gráfico 2: Filiales por área geográfica.



Fuente: elaboración propia

Finalmente, algunas empresas también reconocen como fuente de exposición cambiaria el mantenimiento de deuda en divisas en las cuentas de la empresa. Sin embargo, este punto puede resultar contradictorio, ya que, así como ciertas empresas incluyen la deuda denominada en moneda distinta de la de referencia del grupo como una fuente de riesgo, en la mayoría de las ocasiones es utilizada como una estrategia de cobertura del mismo. De entre las empresas estudiadas, Iberia, y posteriormente, IAG son las que consideran la deuda como una fuente de exposición cambiaria (“[...] está expuesto a un riesgo de cambio de divisas sobre ingresos, compras y empréstitos denominados en monedas diferentes a la moneda funcional de la entidad.” Cuentas Anuales consolidadas de IAG, International Consolidated Airlines Group, S.A.); aunque esta última entra dentro de la categoría de empresas que también utiliza el endeudamiento en moneda extranjera como herramienta de cobertura.

3.2. COBERTURA DEL RIESGO CAMBIARIO

En el presente apartado se estudiarán las políticas de riesgos de las empresas analizadas en relación con la exposición al riesgo de tipo de cambio, comprobando por si se lleva a cabo una cobertura de dicho riesgo y, en el caso de que así sea, analizando las estrategias de cobertura empleadas.

Para comenzar se debe señalar que las cinco empresas estudiadas cubren los riesgos financieros principales. Estos incluyen el riesgo de tipo de cambio, el de tipo de interés y, en el caso de las empresas dedicadas al transporte aéreo, también se cubre el riesgo de *commodities*, en particular, del precio del combustible. En el contexto del estudio, centrado en la cobertura de la exposición al tipo de cambio, se comprueba que todas las empresas lo cubren, aunque la intensidad y métodos de cobertura varían considerablemente.

Como se ha mencionado en el apartado referente al marco teórico, existen dos principales modos de cubrir el riesgo cambiario, la cobertura financiera y la cobertura operativa, existiendo también la posibilidad de combinar ambas. En la tabla 1 se indican las técnicas de cobertura utilizadas por las distintas empresas a lo largo de los años incluidos en el presente estudio.

Como se puede observar, existe un claro predominio de la cobertura financiera, tanto el uso de productos derivados como de deuda denominada en divisa que parece ser la fórmula más común. Aunque la cobertura operativa también es de uso frecuente especialmente como refuerzo de la cobertura financiera, a excepción del caso de Meliá Hotels International, S.A. que usa estas técnicas operativas como única forma de cobertura.

Tabla 1: Tipos de cobertura utilizados por las empresas en el período 2004-2014.

	IBERIA	IAG	NH	MELI	AMADEUS
2004	Cob. Financiera (Derivados) y Operativa	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)
2005	Cob. Financiera (Derivados) y Operativa	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	-
2006	Cob. Financiera (Derivados) y Operativa	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2007	Cob. Financiera (Derivados) y Operativa	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2008	Cob. Financiera (Derivados)	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2009	Cobertura Financiera (Derivados)	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2010	Cob. Financiera (Derivados)	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2011	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2012	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
2013	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa

2014	-	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda)	Cob. Operativa	Cob. Financiera (Derivados + Deuda) y Operativa
------	---	---	-------------------------------------	----------------	---

Fuente: Elaboración propia

Otro dato que sobresale en el análisis es la complementariedad entre las diversas técnicas de cobertura, ya sea puntualmente o de forma sistemática. Dicha complementariedad se da mediante la combinación de técnicas de cobertura de carácter financiero (productos derivados y deuda en divisa), operativo (diversificación geográfica y cash-flow matching, por ejemplo) o una mezcla de ambas.

En relación a este fenómeno, la literatura relacionada señala que la cobertura financiera suele ser predominante en los casos de cobertura de exposición a corto plazo, mientras que la cobertura operativa es utilizada para la exposición a largo plazo. Esto se debe a que las técnicas operativas requieren una implicación integral de la empresa debido a que generalmente requieren transformaciones y coordinación de las diversas áreas, lo cual le resta flexibilidad. Por estos motivos no resulta extraño que las empresas utilicen combinaciones de ambos tipos de cobertura. (Vivel et al., 2014)

En el presente estudio se constata que la mayor parte de las empresas utilizan, al menos, dos formas de cobertura distintas (la única de las 5 empresas analizadas que no cumple este patrón es Meliá Hotels International, S.A.). De hecho se puede afirmar que la cobertura financiera y operativa coexisten de forma regular en la estrategia de cobertura cambiaria de la empresa.

4. CONCLUSIONES

Tras la realización del presente trabajo sobre la exposición y cobertura del riesgo cambiario se puede concluir que la empresa española cotizada perteneciente al sector turístico tiene una exposición al riesgo de tipo de cambio, principalmente, de tipología transaccional y contable. De igual modo, se puede afirmar que la totalidad de las empresas cubren su exposición al riesgo cambiario mediante la combinación de dos o más instrumentos de cobertura de distinta naturaleza. Así mismo, resulta de gran relevancia la utilización de técnicas de cobertura operativa, con especial importancia en el caso de las empresas hoteleras (Meliá International Hotels, S.A. y NH Hotels Group, S.A.).

Las principales limitaciones que se han encontrado durante la elaboración del presente trabajo han sido las referentes a la escasa información proporcionada, en ciertos casos, por las cuentas anuales a cerca de las políticas de gestión del riesgo de las distintas empresas analizadas. De igual modo, los cambios de estructura y propiedad de las empresas han dificultado la obtención de datos para la serie completa de tiempo.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Capel, J. (1997). A real options approach to economic exposure management. *Journal of international financial management & accounting* Nº8, 87-113.
- Chang, C., & Ma, L. (2009). Operational hedging and exchange rate risk: A cross-sectional examination of Canada's hotel industry. *Cornell Hospitality Report*, 6-15.

- Eiteman, D., Stonehill, A., & Moffet, M. (2000). *Las finanzas en las empresas multinacionales*. Madrid: Pearson Education.
- Eun, C. S., & Resnick, B. G. (2007). *Administración financiera internacional*. México D.F.: McGraw-Hill Interamericana.
- García Crespo, P. I. (2008). *Financiación internacional*. Madrid: Thomson Paraninfo. Gómez Cáceres, D., & Martínez García, F. (2003). *Negociación Internacional: medios de cobro y pago*. Madrid: ESIC Editorial.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). (2015). *España en números 2015*. Madrid: INE.
- Instituto Nacional de Estadística (INE). (2016). *España en números 2016*. Madrid: INE.
- Ki Lee, S., & Jang, S. (2010). Internationalization and exposure to foreign currency risk: An examination of lodging firms. *International Journal of Hospitality Management*, 701-710.
- Levi, M. (1997). *Finanzas internacionales*. Madrid: McGraw Hill.
- Madura, J. (2003). *International financial management*. Madrid: McGraw Hill. Martín, J., & Téllez, C. (2006). *Finanzas Internacionales*. Madrid: Thomson. Martínez, A. (2000). *Mercados financieros internacionales*. Madrid: Civitas.
- Ontiveros, E. (1991). *Mercados financieros internacionales*. Madrid: Espasa Calpe.
- Pérez-Carballo Veiga, J. F. (2015). *La gestión financiera de la empresa*. Madrid: ESIC Editorial.
- Rahnema, A. (2007). *Finanzas internacionales*. Barcelona: Deusto.
- Shapiro, A. (2003). *Multinational Financial Management*. Madrid: John Wiley & Sons, Inc.
- Singh, A., & Upneja, A. (2007). Extent of hedging in the US lodging industry. *International Journal of Hospitality Management*, 764-776.
- Vivel Búa, M., Lado Sestayo, R., Otero González, L., & Fernández López, S. (2013). La Cobertura del Riesgo Cambiario en el Sector Hotelero Español: El caso de Meliá Hotels International S.A. y NH Hoteles S.A. En C. Henriques, I. Monteiro, F. Serra, J. Santos, & P. Águas, *Inovação e qualidade na hotelaria*. Faro: Universidade do Algarve.
- Vivel Búa, M., Lado Sestayo, R., Otero González, L., & Fernández López, S. (2014). Riesgos y cobertura con derivados en el sector turístico: un estudio de las aerolíneas cotizadas españolas. En C. Baptista, M. Correia, & M. Jesus, *Perspetivas contemporâneas en gestão financeira e contabilidade*. Faro: Universidade do Algarve.
- Vivel Búa, M., Otero González, L., Fernández López, S., & Durán Santomil, P. (2013). Is value creation consistent with currency hedging? *The European Journal of Finance*, 912-945.