



spegc
Sociedad de
Promoción Económica



Afi

USD y GBP: riesgo y oportunidad para la empresa

Las Palmas de Gran Canaria. 16 de noviembre de 2017

Pablo Guijarro. pguijarro@afi.es

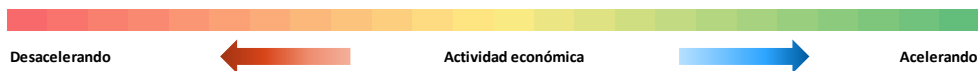
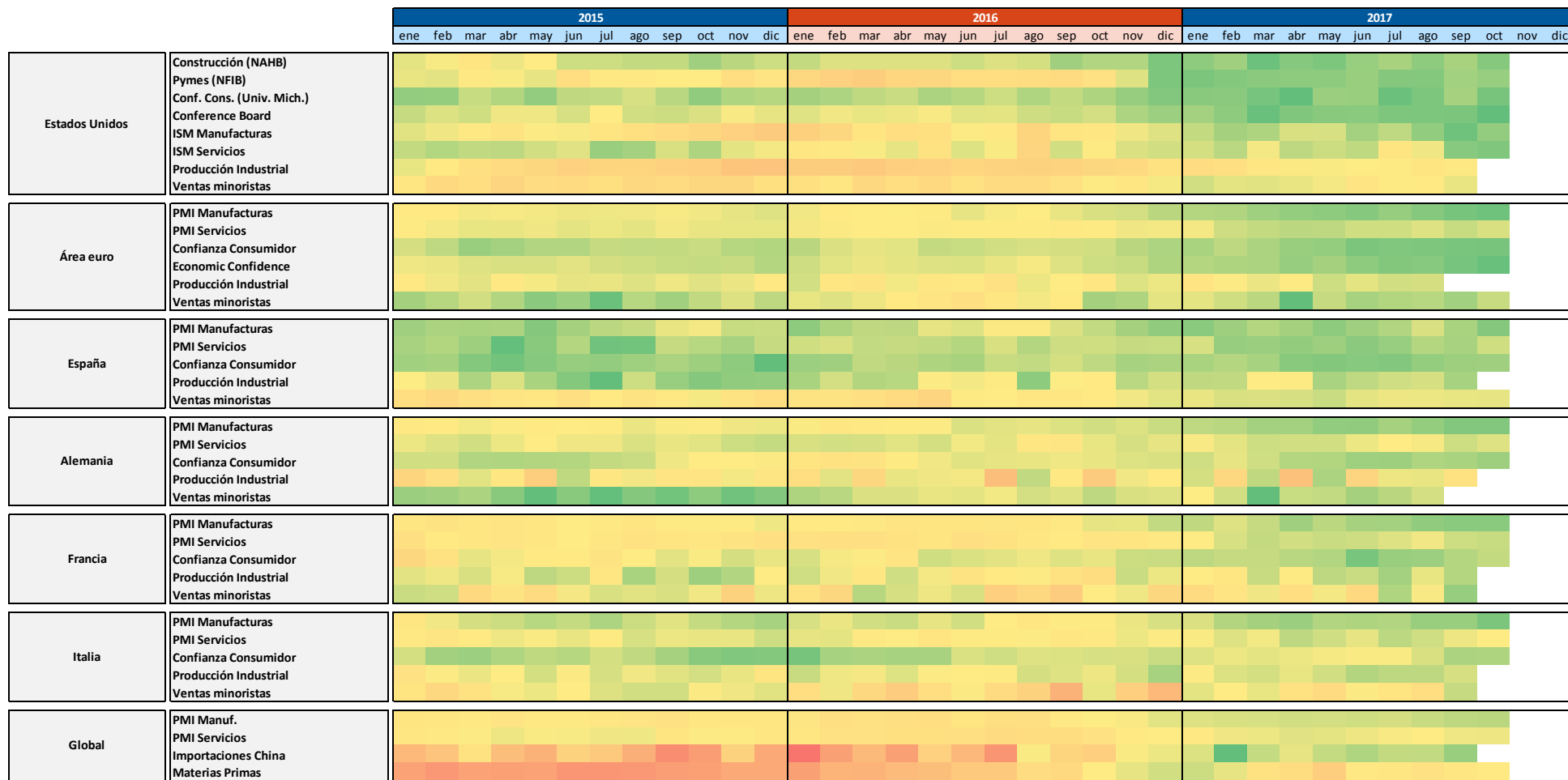
Índice de contenidos

- 1. Fortalezas y debilidades del entorno económico global**
- 2. Perspectivas de evolución del mercado de divisas**
- 3. Impacto en el exportador, importador, y el inversor directo en el exterior**
- 4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura**
- 5. Aspectos a tener en cuenta en la contratación y negociación de derivados**

1 | Fortalezas y debilidades del entorno global

1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Señales cíclicas positivas en las economías desarrolladas



Fuente: Afi, Macrobond

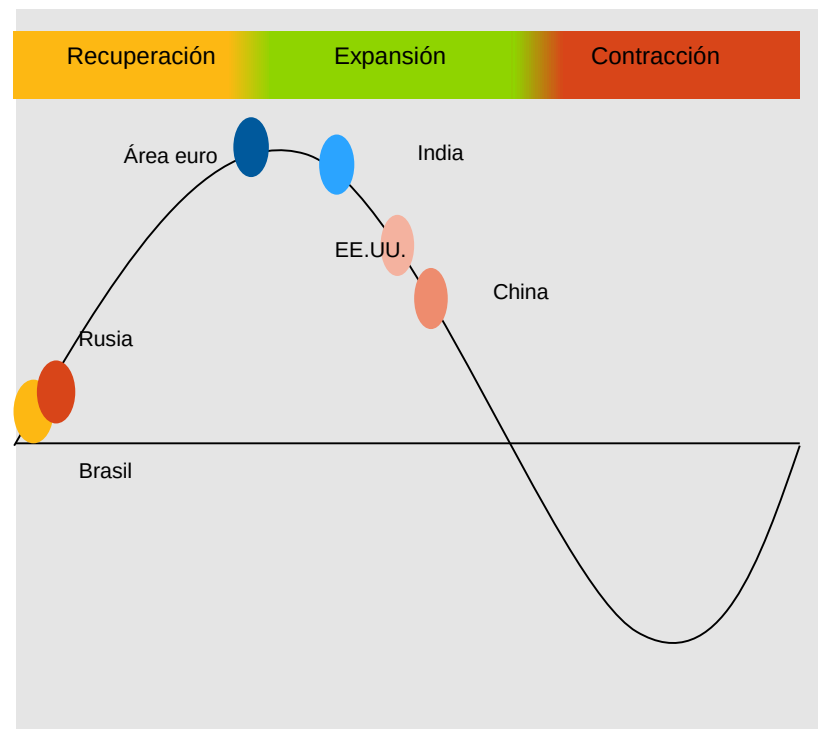
1. Fortalezas y debilidades del entorno global

El mundo, en sincronía, se encuentra en fase de recuperación-expansión

Previsiones de crecimiento principales países

% anual	AFI			Comisión EU		FMI (OCT17)	
	2016	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Mundo	3,2	3,6	3,7	3,4	3,6	3,6	3,7
Desarrolladas	1,7	2,2	2,1	2,1	2,0	2,2	2,0
EEUU	1,5	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3
Área euro	1,8	2,4	2,2	1,7	1,8	2,1	1,9
Alemania	1,9	2,6	2,3	1,6	1,9	2,0	1,8
Francia	1,1	1,8	1,7	1,4	1,7	1,6	1,8
Italia	1,0	1,5	1,4	0,9	1,1	1,5	1,1
España	3,2	3,1	2,8	2,8	2,4	3,1	2,5
Japón	1,0	1,5	1,1	1,2	0,6	1,5	0,7
Reino Unido	1,8	1,5	1,4	1,8	1,3	1,7	1,5
Emergentes	4,3	4,6	4,8	4,5	4,8	4,6	4,9
Brasil	-3,6	0,8	2,0	0,5	1,8	0,7	1,5
México	2,7	2,4	2,0	1,7	2,1	2,1	1,9
Rusia	-0,2	1,5	1,4	1,2	1,4	1,8	1,6
India	7,9	6,7	7,7	7,2	7,5	6,7	7,4
China	6,7	6,8	6,2	6,6	6,3	6,8	6,5

Posición cíclica de principales economías



1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Sin esperar subidas de tipos hasta finales de 2019, sí que consideramos coherente manejar un escenario de gradual reajuste de la política monetaria que derive en subidas de tipos de interés de mercado

Previsiones de tipos de interés EUR, deuda española y alemana

%	Repo y EURIBOR (%)				Deuda Alemana (TIR, %)				Deuda Española (TIR, %)				Spread ESP-ALE (pb)		
	BCE	3 m	6 m	12 m	2a	5 a	10 a	30 a	2a	5a	10a	30 a	2a	5a	10a
14-nov-17	0,00	-0,33	-0,28	-0,19	-0,76	-0,35	0,36	1,23	-0,38	0,19	1,46	2,72	38	54	110
dic-17	0,00	-0,31	-0,25	-0,16	-0,70	-0,30	0,40	1,25	-0,31	0,25	1,55	2,80	39	55	115
mar-18	0,00	-0,25	-0,16	-0,06	-0,55	-0,15	0,55	1,35	-0,10	0,50	1,85	3,15	45	65	130
jun-18	0,00	-0,20	-0,12	-0,02	-0,50	-0,10	0,65	1,40	0,00	0,65	2,00	3,20	50	75	135
sep-18	0,00	-0,17	-0,11	-0,01	-0,43	-0,03	0,70	1,45	0,08	0,75	2,10	3,30	50	78	140
dic-18	0,00	-0,14	-0,08	0,00	-0,35	0,05	0,75	1,50	0,15	0,85	2,15	3,35	50	80	140
mar-19	0,00	-0,11	-0,01	0,10	-0,28	0,15	0,85	1,60	0,25	0,95	2,20	3,45	53	80	135
jun-19	0,00	-0,07	0,06	0,15	-0,20	0,20	0,90	1,65	0,30	1,00	2,25	3,50	50	80	135
sep-19	0,00	0,00	0,10	0,25	-0,10	0,30	0,95	1,65	0,40	1,10	2,30	3,50	50	80	135
dic-19	0,25	0,35	0,40	0,70	0,35	0,75	1,20	1,85	0,85	1,50	2,55	3,65	50	75	135

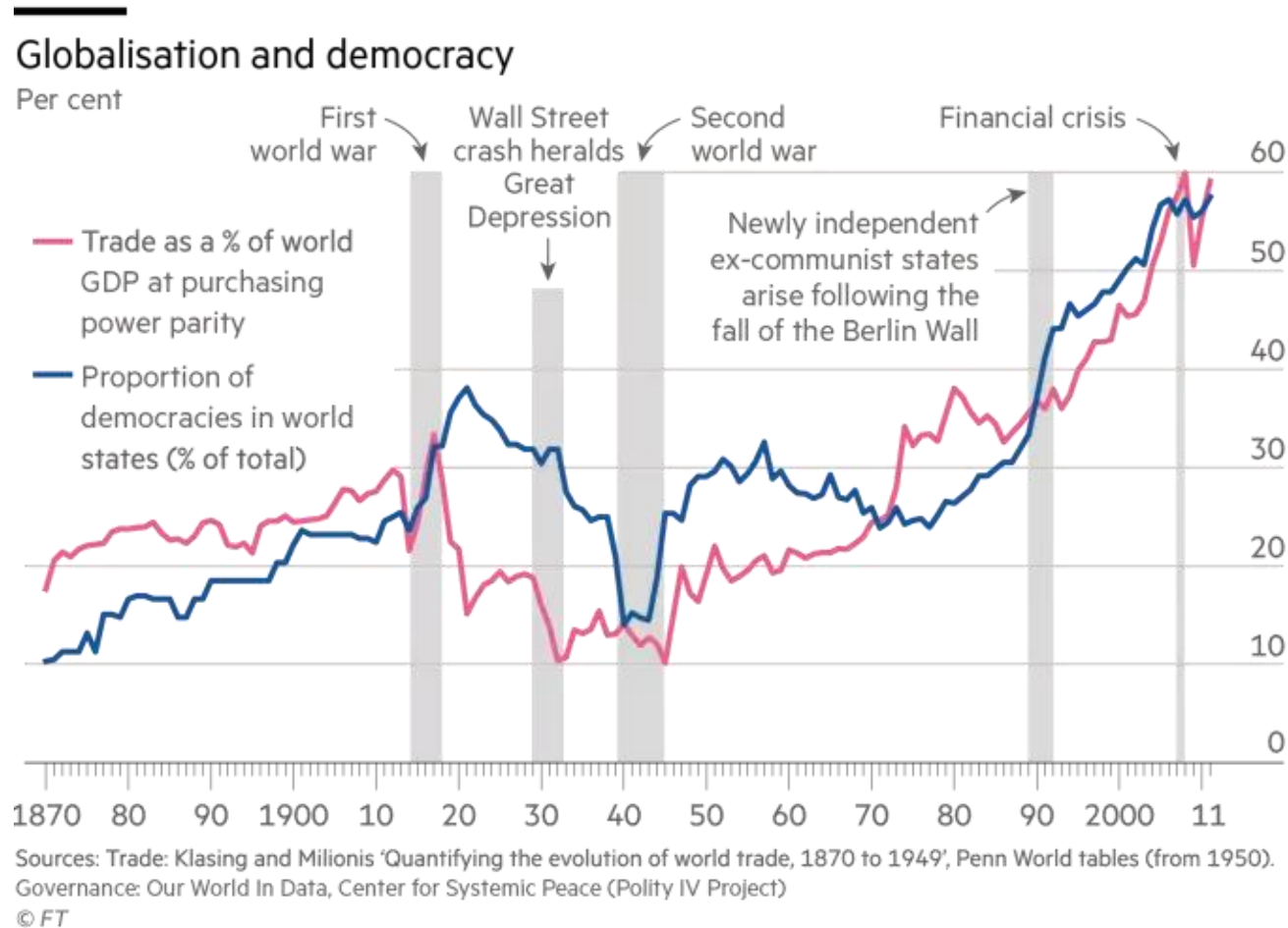
Esquema temporal de actuación previsto para el BCE



Fuente: Afi

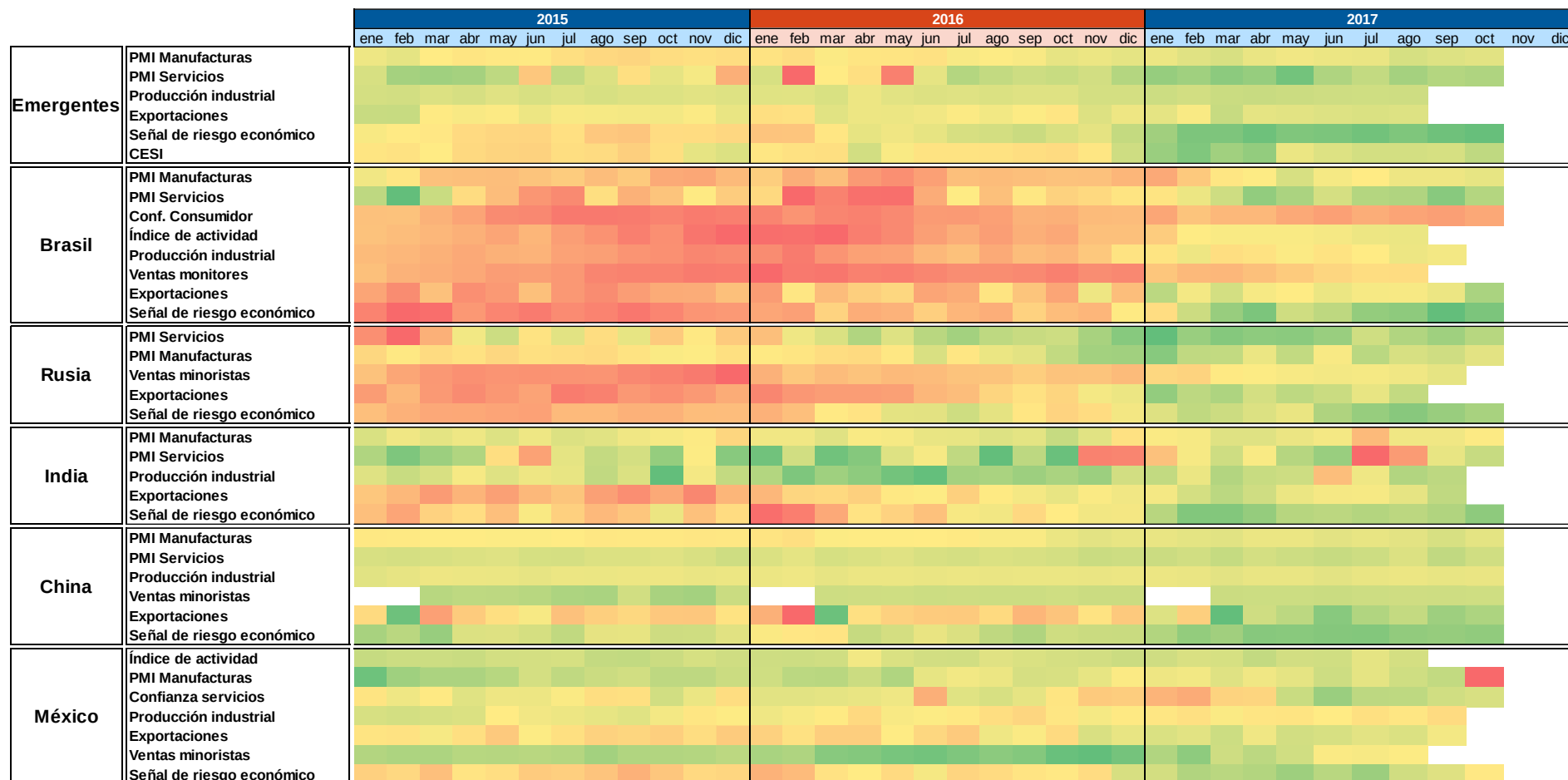
1. Fortalezas y debilidades del entorno global

El proteccionismo sigue siendo el mayor de los riesgos económicos



1. Fortalezas y debilidades del entorno global

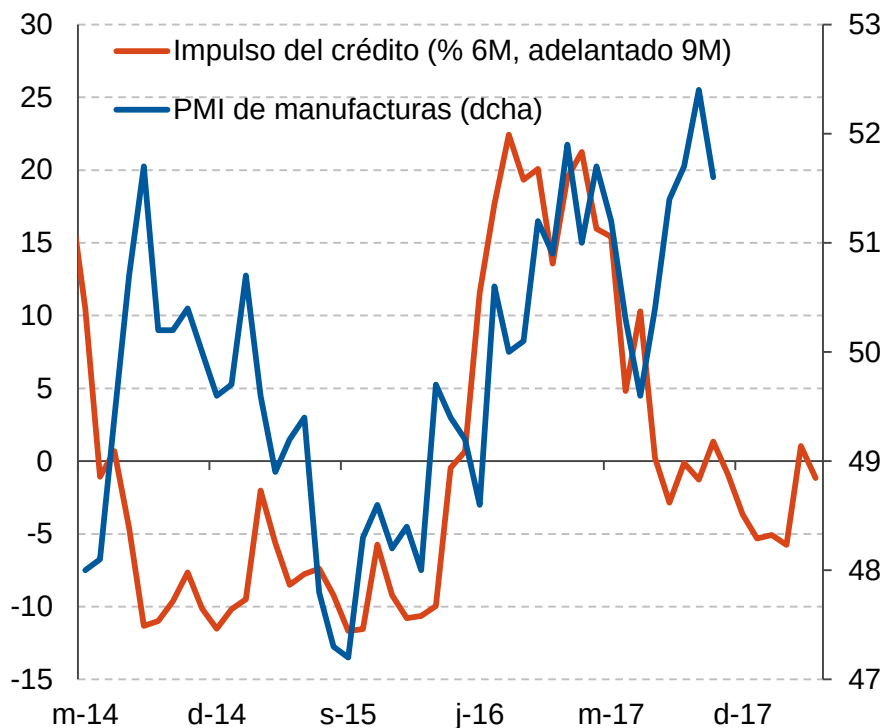
El ciclo en los emergentes se mantiene al alza, aunque no está exento de riesgos



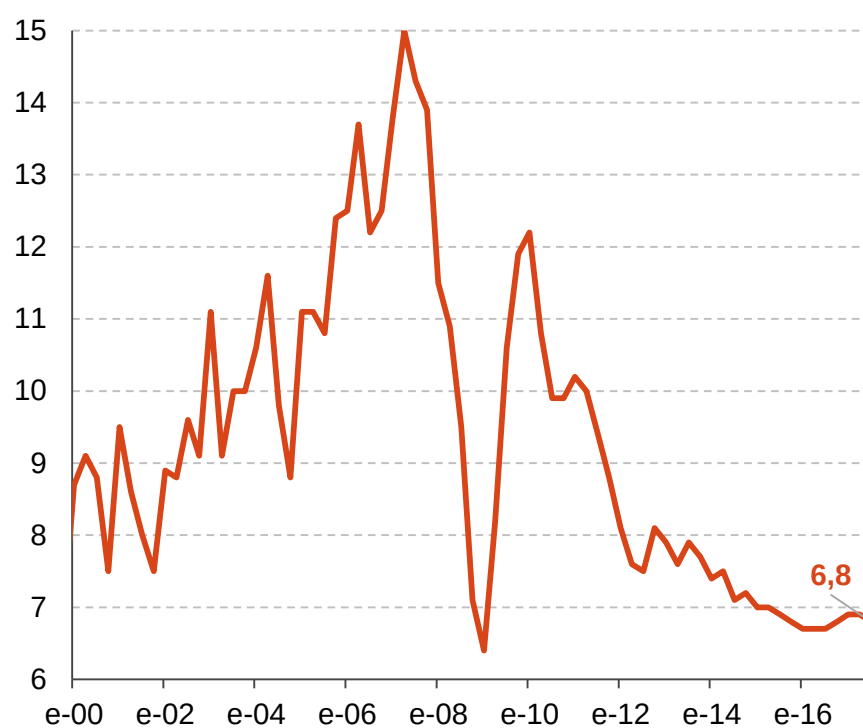
1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Riesgo 1. China empieza a mostrar señales de desaceleración en el 3T17

Impulso del crédito* y PMI de manufacturas de China



Crecimiento interanual del PIB de China (%)

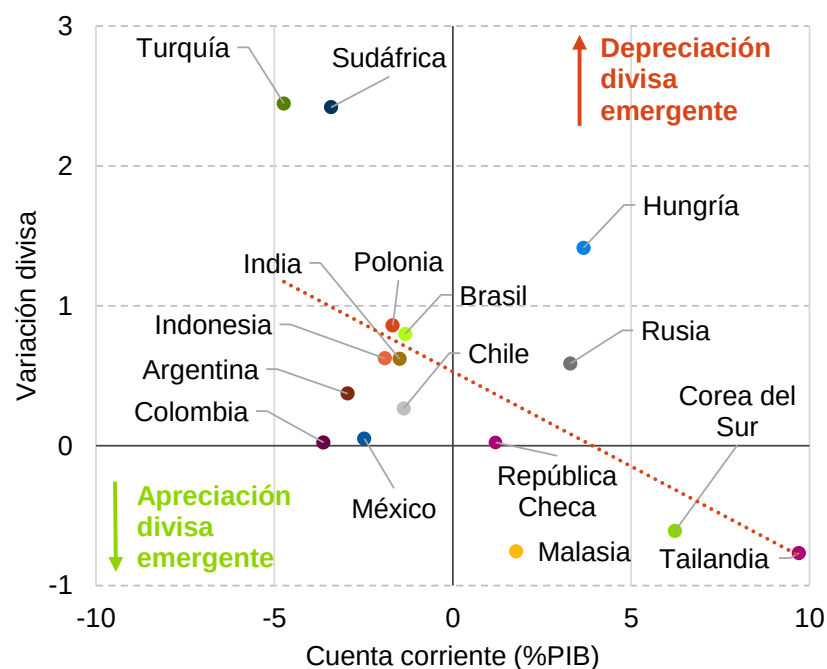


*El impulso del crédito mide el nuevo crédito como porcentaje del PIB, lo que es una proxy de cuánto aporta el crédito al crecimiento de la economía.

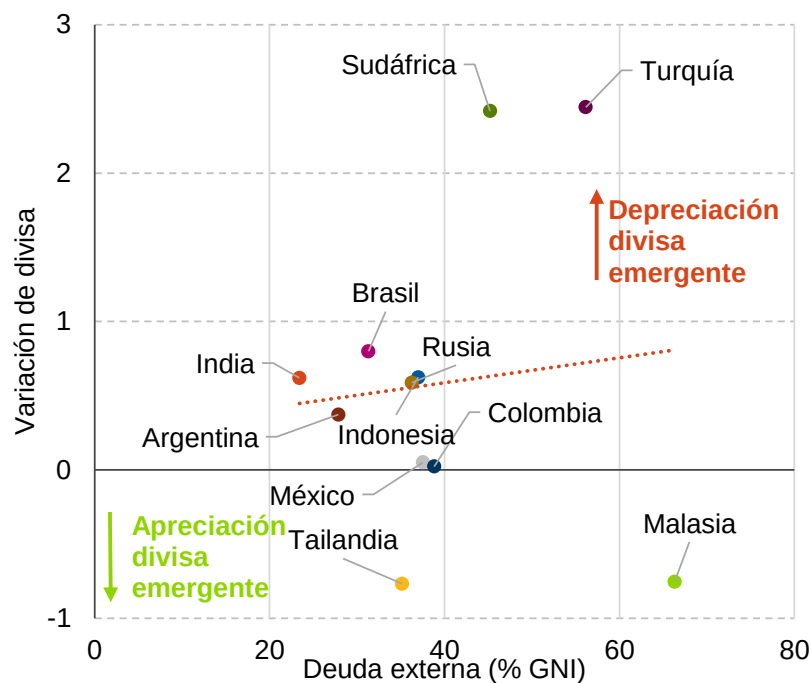
1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Riesgo 2. Endurecimiento de la política monetaria de la Fed, con impacto limitado (tensionamiento gradual y telegrafiado) y con mayor incidencia en países con alto déficit por cuenta corriente y elevados niveles de deuda externa

Déficit por cuenta corriente de países emergente y variación de la divisa desde 11SEP17



Deuda externa sobre la RBD de países emergente y variación de la divisa desde 11SEP17



1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Resumen de exposición a *shocks* externos

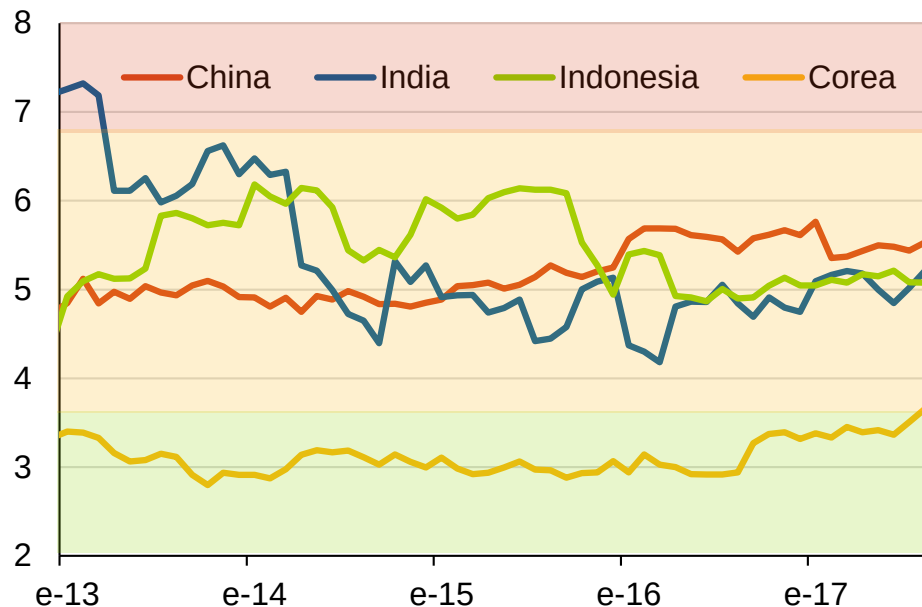
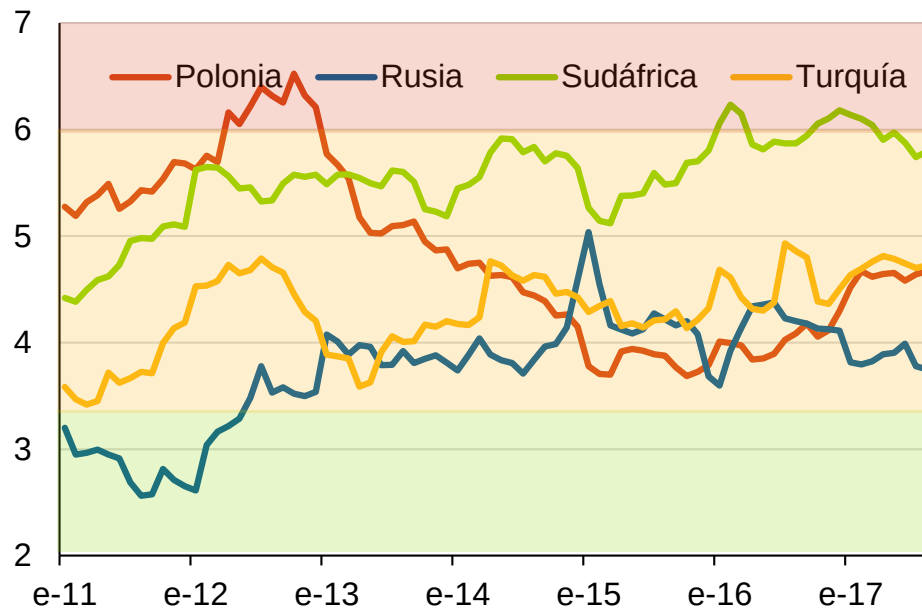
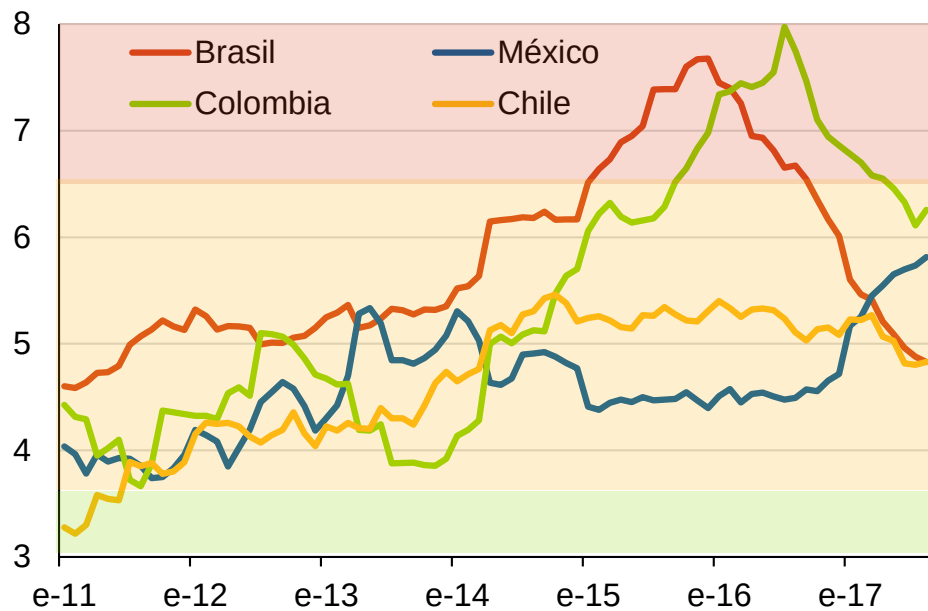
Resumen de riesgos externos en emergentes según factores analizados

	EEUU			China		Número de riesgos
	Bajas reservas por meses de importaciones	Alto déficit por cuenta corriente	Alta deuda externa sobre la RBD	Altas exportaciones a China	Exposición a materias primas	
Brasil			X	X	X	3
México	X	X	X			3
Colombia		X	X		X	3
Chile	X			X	X	3
India						0
Corea del Sur				X		1
Indonesia		X	X			2
Tailandia			X	X		2
Rusia			X		X	2
Polonia	X					1
Sudáfrica	X	X	X	X	X	5
Turquía	X	X	X			3

1. Fortalezas y debilidades del entorno global

Índices de riesgo estructural para emergentes

Evolución de índices de riesgo país por áreas

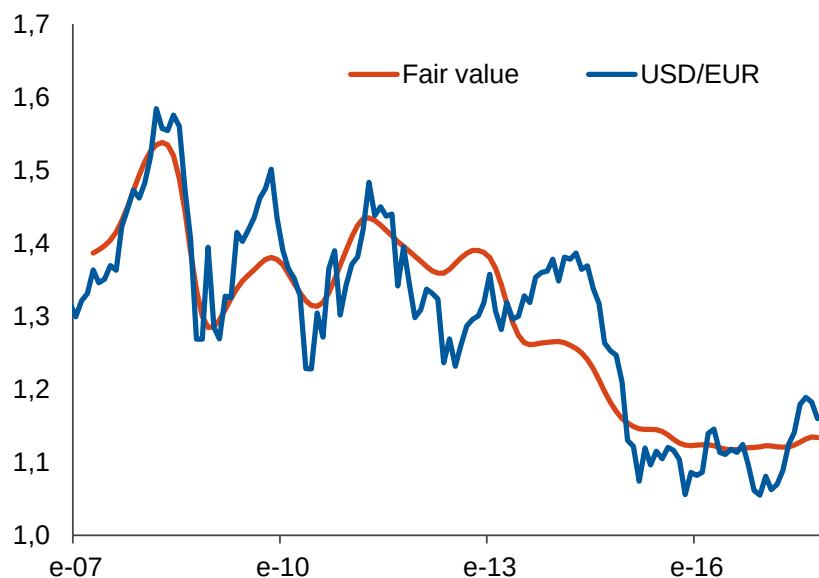


2 | Situación y perspectivas del mercado de divisas

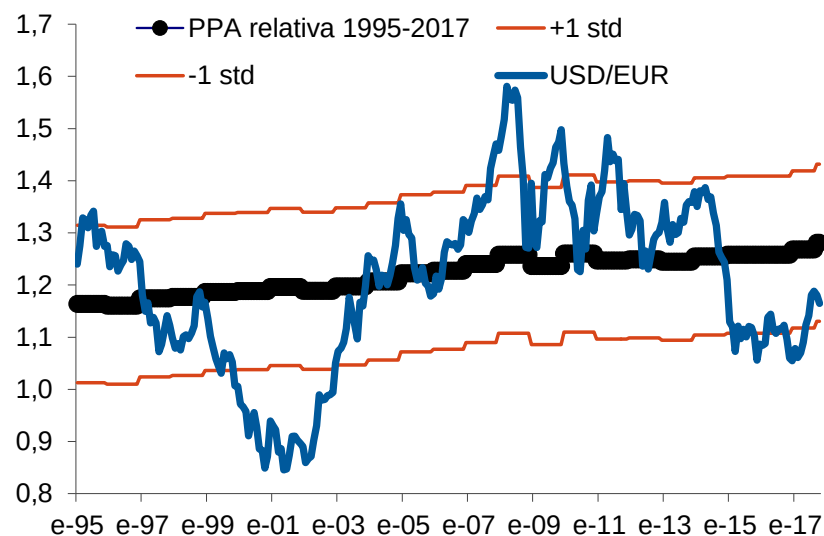
2. Situación y perspectivas del mercado de divisas

Esperamos apreciación del USD frente al EUR en el corto plazo para después continuar con la apreciación del EUR hacia niveles de 1,20USD/EUR

Modelos de *fair value* para el USD/EUR



PPA USD/EUR

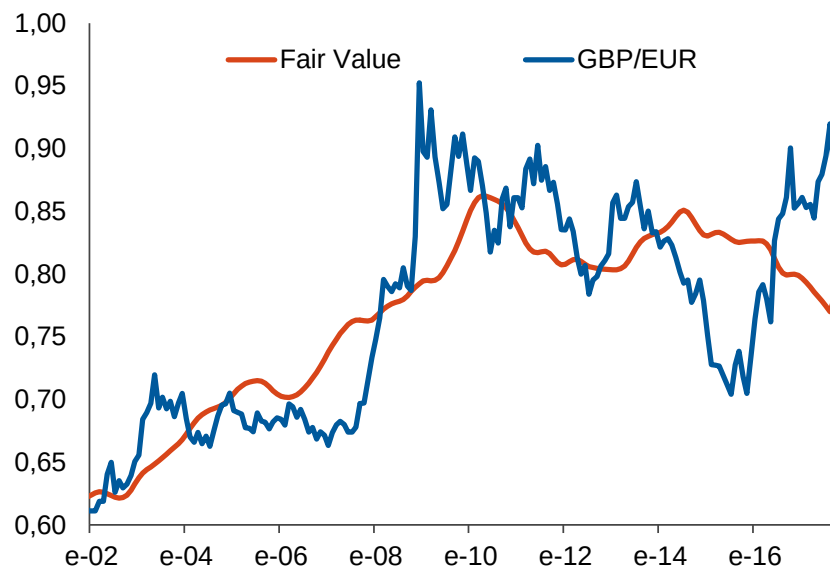


USD/EUR	Spot	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Previsión Afi	1,17	1,17	1,19	1,20	1,20	1,22
% variación		0,3%	1,6%	2,5%	2,9%	4,6%
Forward	1,17	1,18	1,19	1,20	1,21	1,21
% prima (+) o descuento (-)		1,2%	2,0%	2,9%	3,8%	3,8%

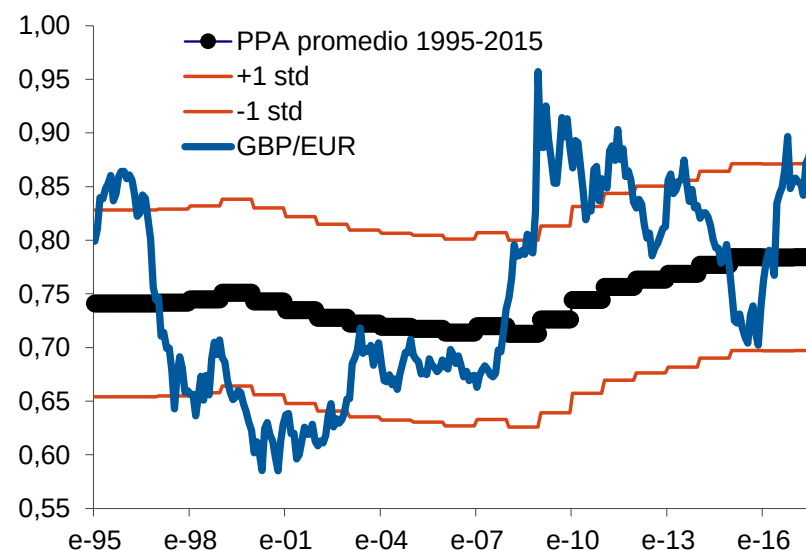
2. Situación y perspectivas del mercado de divisas

Mantenemos una previsión de apreciación de la GBP frente al EUR en los próximos meses con posible repunte de la volatilidad al hilo de las negociaciones del Brexit

Modelos de fair value para el GBP/EUR



PPA GBP/EUR

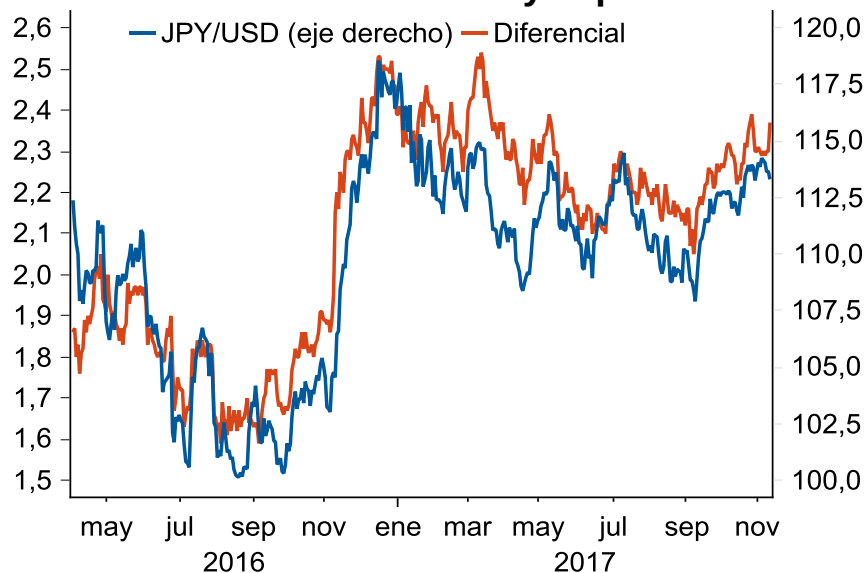


GBP/EUR	Spot	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Previsión Afi	0,89	0,88	0,86	0,85	0,84	0,83
% variación		-1,2%	-3,4%	-4,6%	-5,7%	-6,8%
Forward	0,89	0,90	0,90	0,90	0,91	0,91
% prima (+) o descuento (-)		0,7%	1,0%	1,3%	1,7%	2,0%

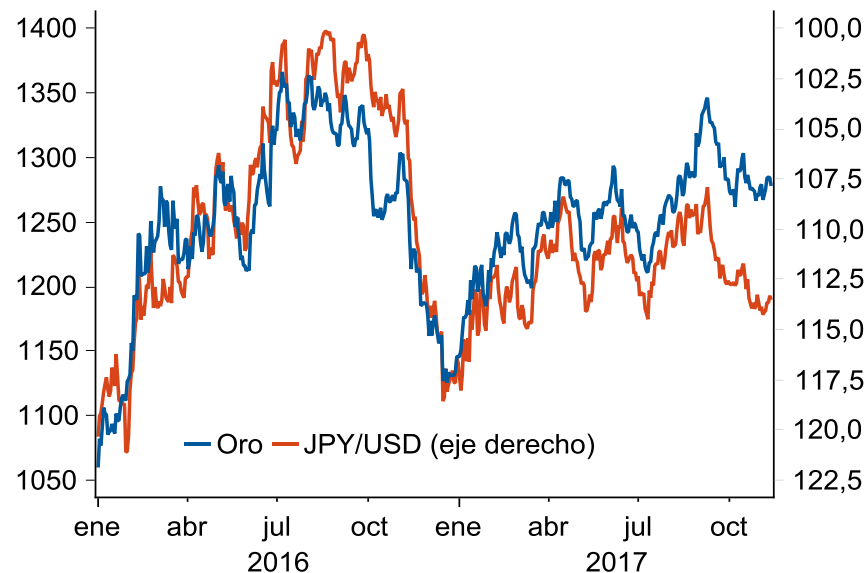
2. Situación y perspectivas del mercado de divisas

El BoJ mantendrá sus estímulos forzando la depreciación del JPY frente a todos sus cruces. En contraposición, los riesgos geopolíticos

JPY/USD y diferencial de tipos a 10 años entre EEUU y Japón



JPY/USD y oro



JPY/USD	Spot	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Previsión Afi	113,37	114,00	115,00	117,00	117,00	120,00
% variación		0,6%	1,4%	3,2%	3,2%	5,8%
Forward	113,37	112,62	111,96	111,28	110,55	109,82
% prima (+) o descuento (-)		-0,7%	-1,2%	-1,8%	-2,5%	-3,1%

3 | Impacto en el exportador/importador y en el inversor directo en el extranjero

3. Impacto en el exportador, importador y en el inversor directo en el extranjero

¿Cómo se internacionalizan las empresas?



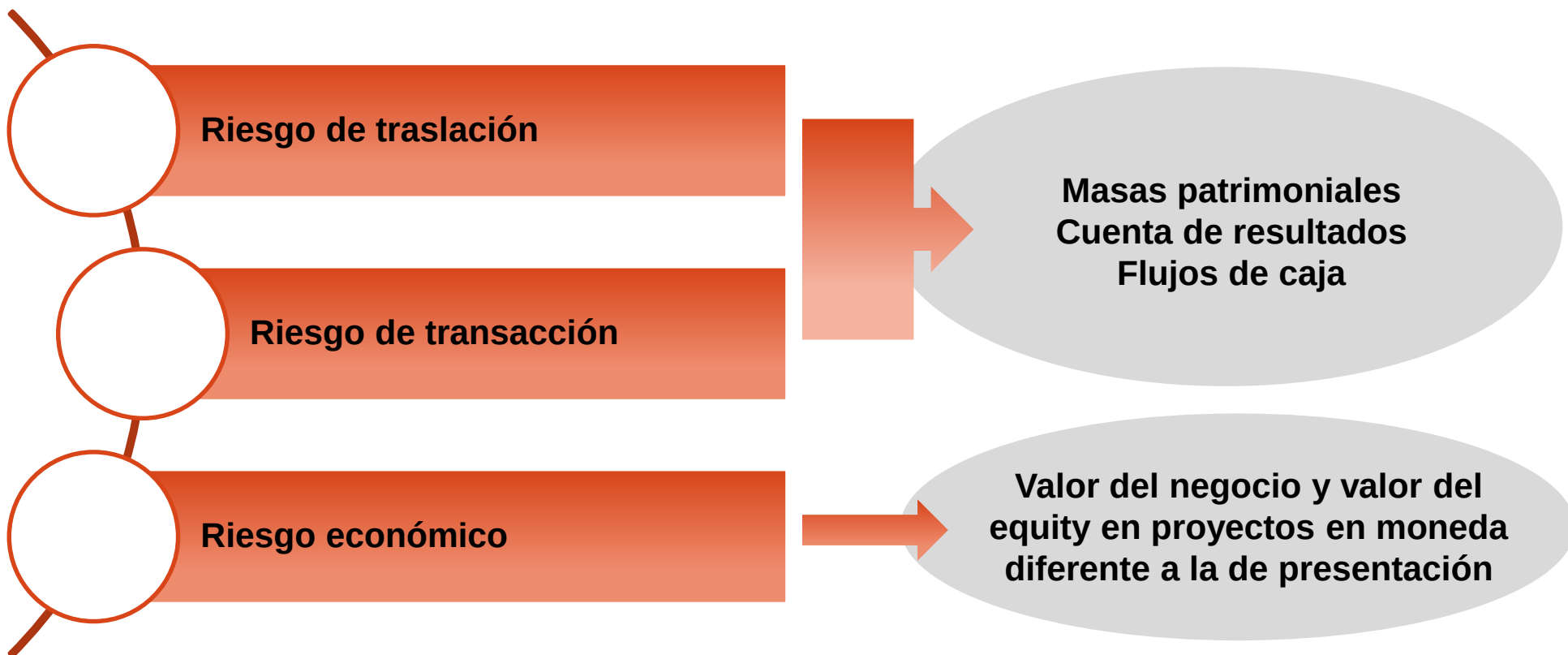
La internacionalización se ha llevado a cabo, casi mayoritariamente, a través de exportación de bienes o servicios

3. Impacto en el exportador, importador y en el inversor directo en el extranjero

Preocupa especialmente el riesgo tipo de cambio

TIPOLOGÍA DE RIESGOS

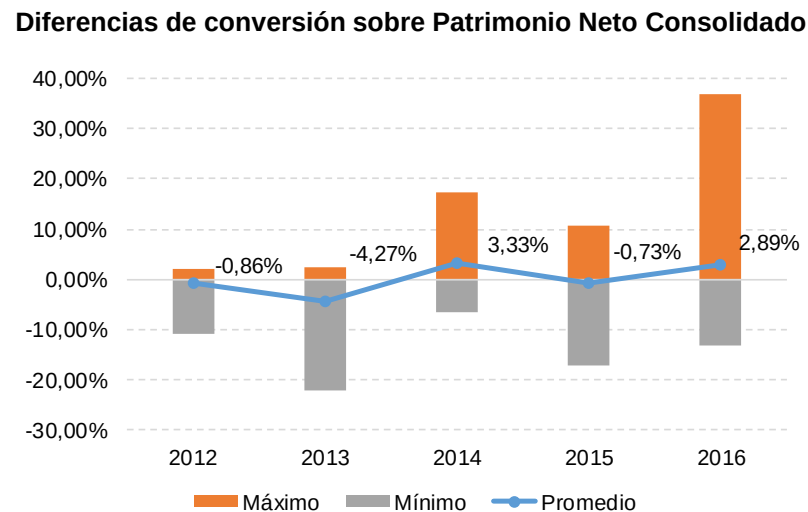
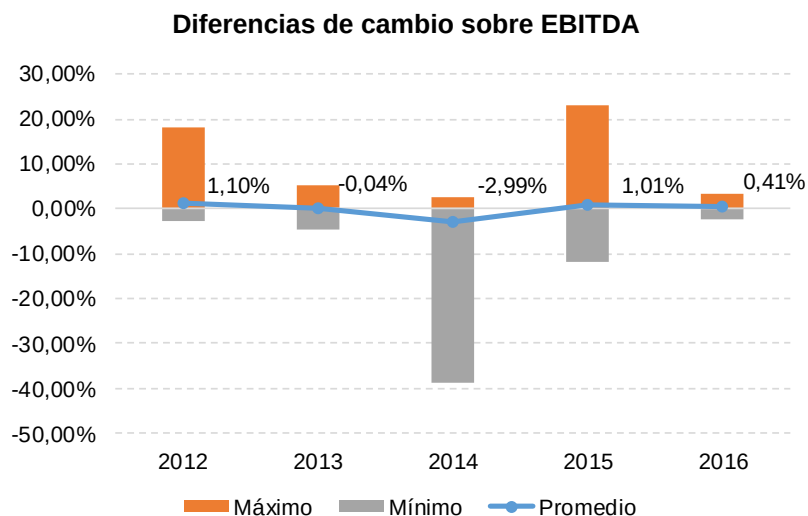
PARTIDAS EXPUESTAS



3. Impacto en el exportador, importador y en el inversor directo en el extranjero

Por sus múltiples impactos en los estados financieros de la empresa

- La inestabilidad de los mercados financieros tiene un impacto cada vez mayor en los estados financieros de las empresas multinacionales españolas, fruto de la mayor exposición internacional que registran sus negocios.



Fuente: Afi, Informes Anuales de las empresas no financieras del IBEX 35

4 | Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

Nuestra experiencia en la gestión de riesgo de tipo de cambio

Riesgos a cubrir

- Prioizar el riesgo que afecta a la tesorería de la empresa (transacciones comerciales o financieras)
- Los riesgos contables (inversiones en el extranjero) sólo deben protegerse en la medida en la que puedan generar desequilibrios patrimoniales en la compañía

Instrumentos de cobertura

- Evaluar las posibilidades que ofrece la cobertura natural de ingresos y costes y de activos y pasivos
- Una vez agotada la cobertura natural, puede recurrirse al uso de instrumentos derivados.
- Recomendamos el empleo de instrumentos sencillos (Seguros de cambio), cuyo precio puede ser contrastado fácilmente
- El uso de instrumentos complejos como las opciones debe quedar reservado para transacciones determinadas (Adquisiciones significativas en el exterior)

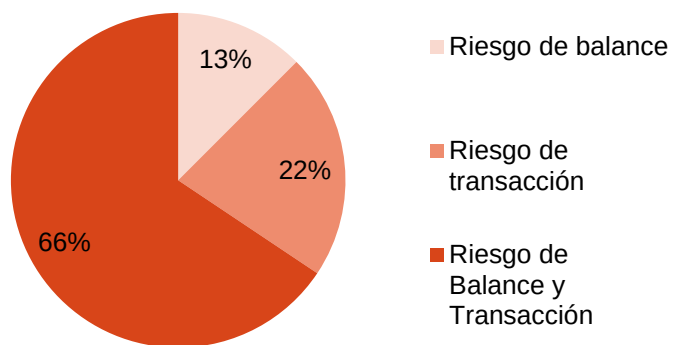
Horizonte y porcentaje de cobertura del riesgo

- Recomendamos cubrir el 100% de aquellas transacciones que ya se hayan cerrado para limitar la volatilidad que supone el tipo de cambio en la tesorería y en la cuenta de resultados
- Recomendamos aplicar un porcentaje decreciente para la cobertura de los riesgos previstos, que facilite ajustar el nivel de protección a las condiciones de mercado vigentes en cada momento.

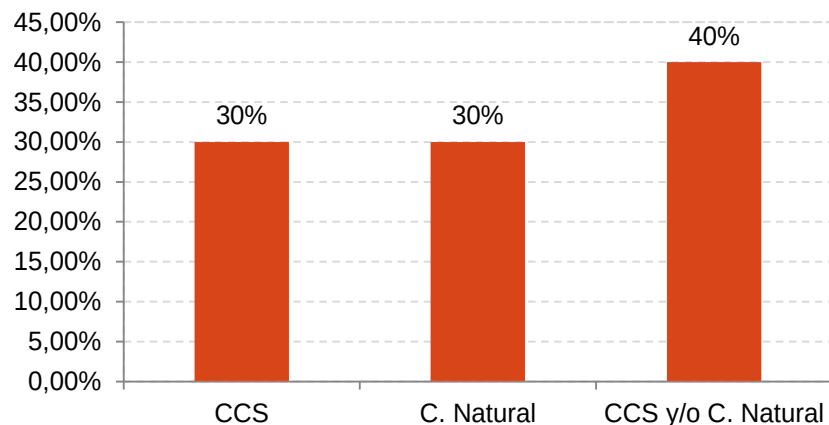
4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

IBEX 35

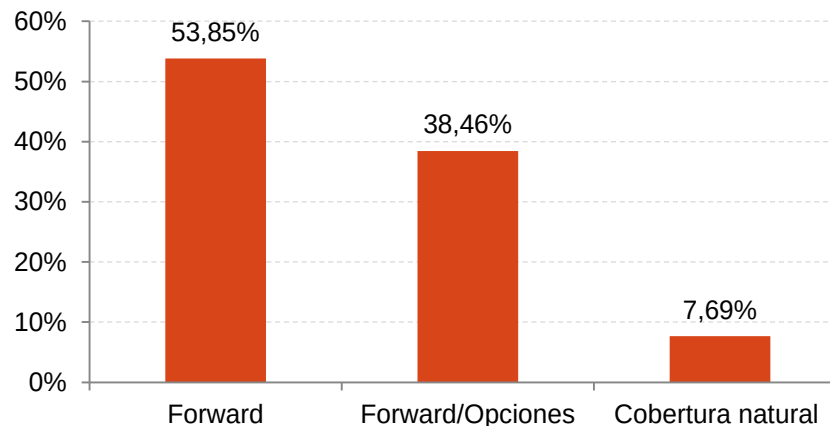
Tipología de exposición de riesgos de tipo de cambio



Cobertura del riesgo de balance: instrumentos



Cobertura de riesgo de transacción: instrumentos

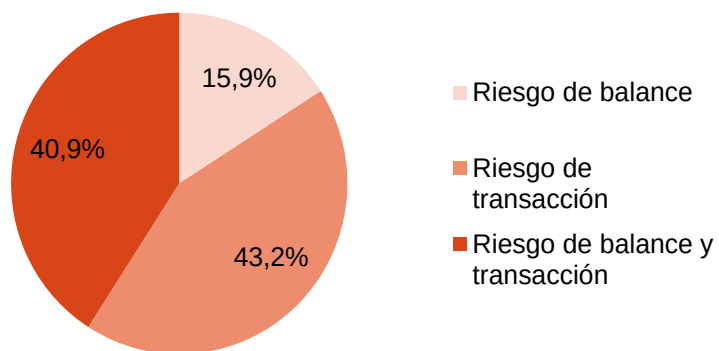


Fuente: Afi, Estados financieros

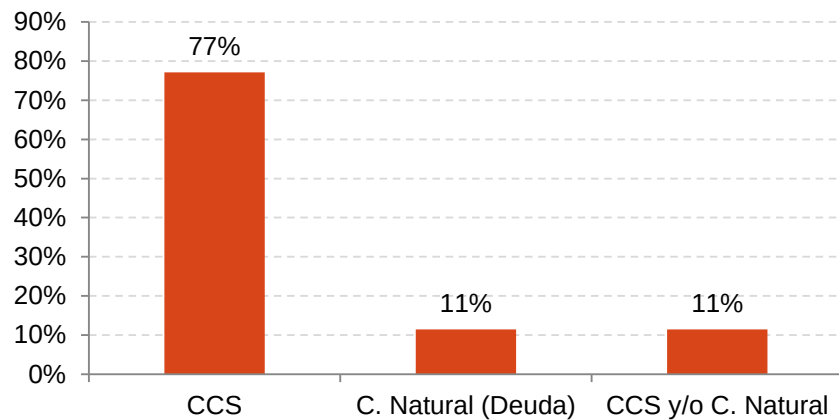
4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

Eurostoxx

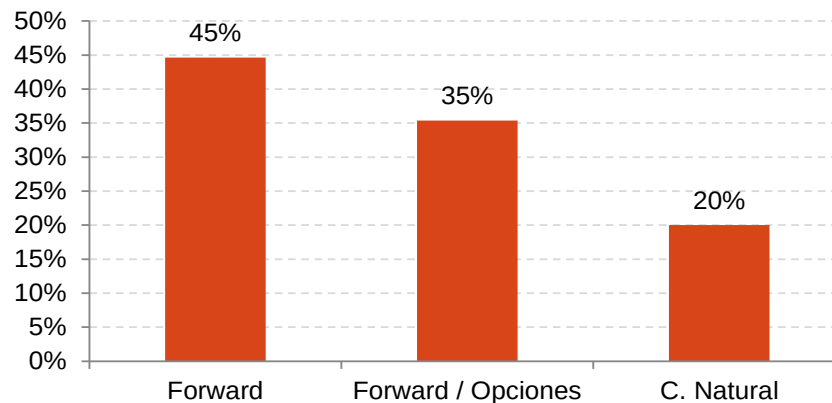
Tipología de exposición de riesgos de tipo de cambio



Cobertura del riesgo de balance: instrumentos



Cobertura de riesgo de transacción: instrumentos

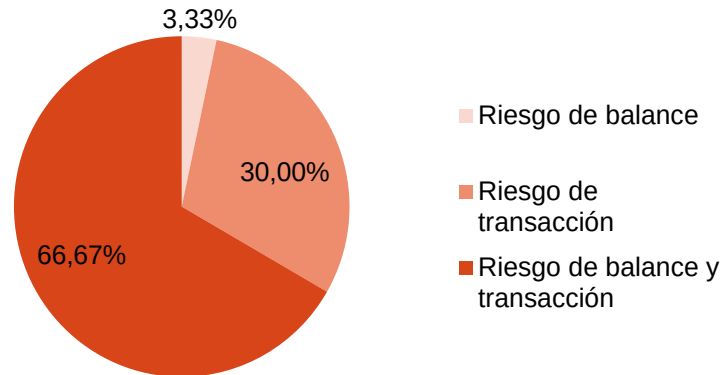


Fuente: Afi, Estados financieros

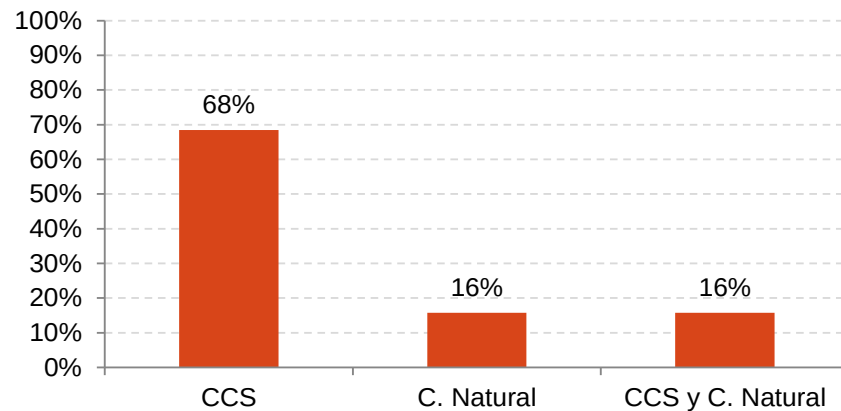
4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

Dow Jones

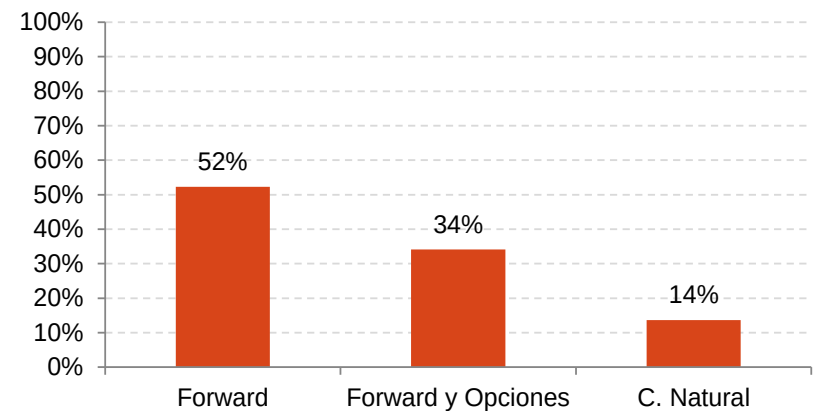
Tipología de exposición de riesgos de tipo de cambio



Cobertura del riesgo de balance: instrumentos



Cobertura de riesgo de transacción: instrumentos

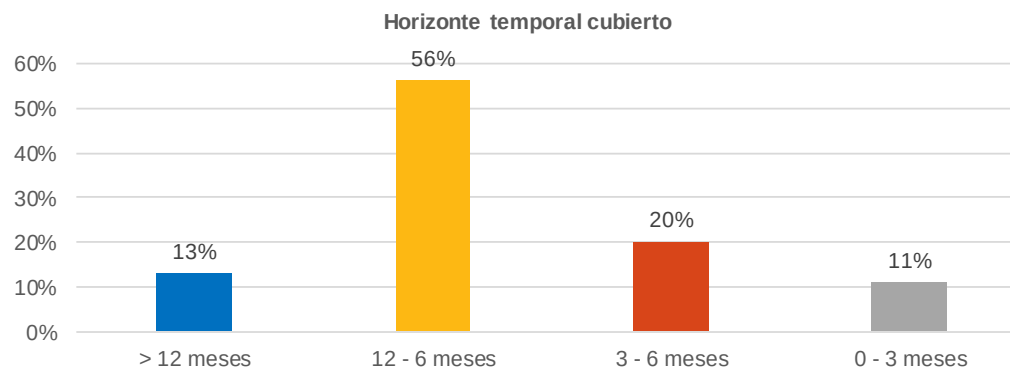


Fuente: Afi, Estados financieros

4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

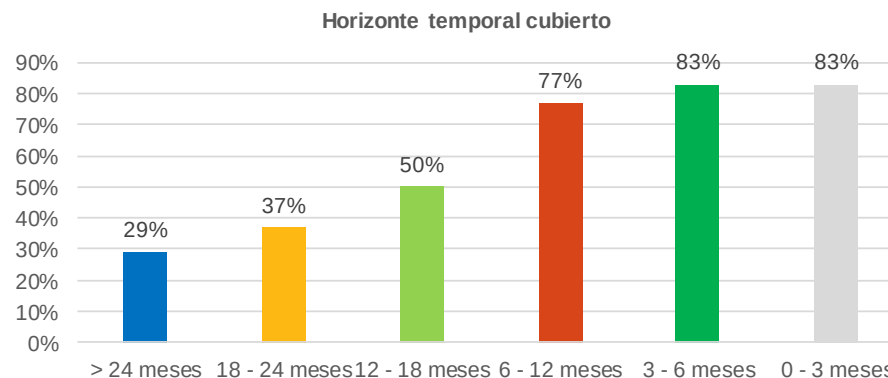
Los horizontes de cobertura no superan los 12 meses

How are you managing foreign exchange risk?
(Grant Thornton, 2014)



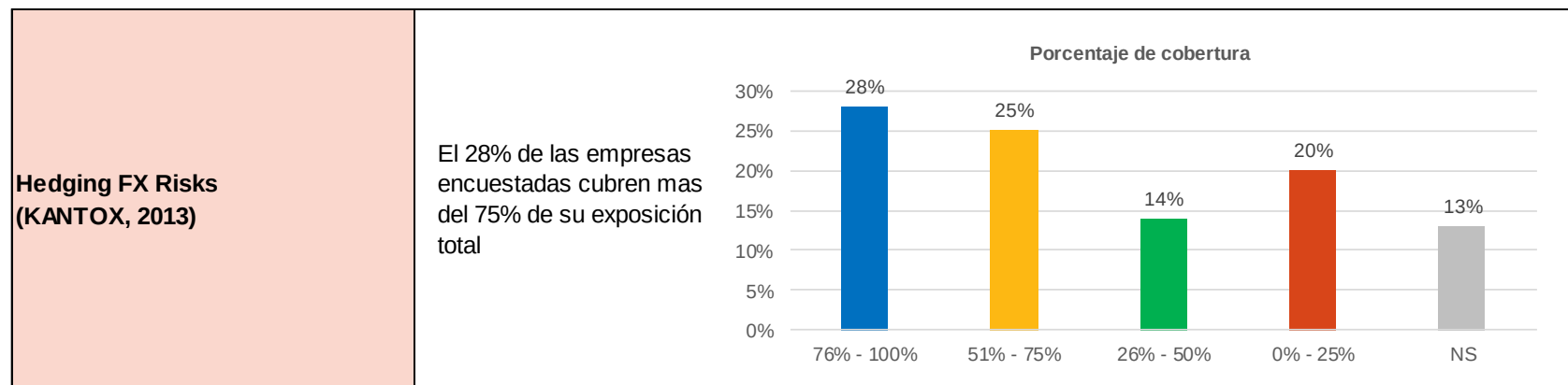
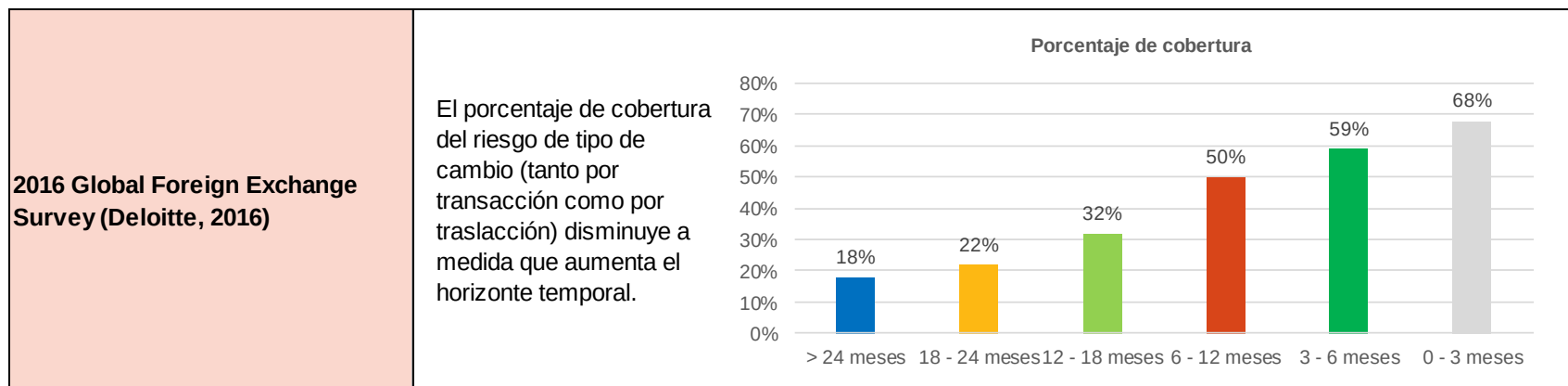
2016 Global Foreign Exchange Survey (Deloitte, 2016)

El horizonte temporal cubierto suele estar por debajo de los 12 meses



4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

¿Existe algún porcentaje objetivo de cobertura?

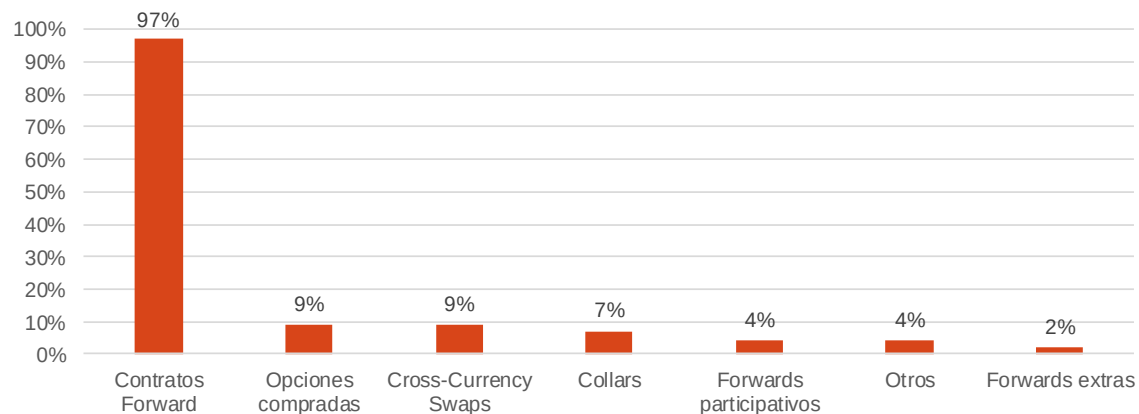


4. Recomendaciones sobre estrategias de cobertura

¿Qué instrumento es más recomendable para la cobertura?

2016 Risk Management Practices Survey (Wells Fargo, 2016)

El 97% de las empresas encuestadas usan Forwards para la cobertura del riesgo de tipo de cambio.



5 Aspectos a tener en cuenta en la negociación de derivados y recomendaciones finales

5. Aspectos a tener en cuenta en la negociación de derivados y recomendaciones finales

Recomendaciones de cobertura (i)

USD

- El USD puede haber alcanzado mínimos en su cotización frente al euro.
- La cobertura de pagos que vayan a tener en 2018 resulta interesante en el momento actual, con un tipo de cambio en línea con el equilibrio de medio y largo plazo
- El tipo de cambio forward cotiza más barato que el spot (descuento adicional en el importe de compra de la divisa), reforzando el atractivo de la cobertura de importaciones

GBP

- La dinámica de las negociaciones del Brexit resultará crítica para el comportamiento futuro de la divisa.
- Contemplamos un fortalecimiento progresivo de GBP vs EUR, fruto del riesgo de subida de tipos en Reino Unido.
- Recomendamos la cobertura de PAGOS que vayan a tener lugar en GBP en los próximos meses.

5. Aspectos a tener en cuenta en la negociación de derivados y recomendaciones finales

Recomendaciones de cobertura (ii)

Horizontes de cobertura

- En el caso de importaciones, y en la medida en la que los tipos de cambio a plazo frente al EUR cotizan, en general, con descuento, recomendamos alargar los horizontes de cobertura para garantizar precios atractivos en el momento actual
- Esta cobertura debe darse siempre y cuando exista visibilidad razonable de las compras a realizar
- En el caso de exportaciones, el momento actual no es atractivo: (i) el euro se encuentra en máximos, y (ii) el tipo de cambio a plazo penaliza la cobertura
- Si en cualquier caso se opta por cubrir ventas al exterior, recomendamos que los plazos de cobertura no superen los 3-6 meses.

Instrumentos recomendados

- Recomendamos el empleo de seguros de cambio estándar, por su sencillez, así como por la transparencia en el contraste de la cotización que ofrezcan las contrapartidas financieras
- El empleo de opciones debería limitarse a aquellos casos en los que exista (i) un desembolso significativo (compra de otra empresa, por ejemplo) y (ii) incertidumbre acerca de si la operación se puede llevar a cabo o no.

5. Aspectos a tener en cuenta en la negociación de derivados y recomendaciones finales

Algunos aspectos a tener en cuenta en la cobertura

Porcentajes de cobertura

- Cobertura decreciente en el tiempo:
 - Dentro del mismo año, porcentaje de cobertura más elevado en los meses inmediatos, y menor en los meses finales del año.
 - En años sucesivos, porcentaje igual o inferior al del último mes cubierto del año en curso.

Contraste con las condiciones de mercado

- En cada momento deberá establecerse una evaluación del coste de las operaciones de cobertura que se planteen llevar a cabo:
- Analizar el descuento o prima con el que coticen las diferentes monedas a plazo, y poner en contraste este importe con la evolución esperada (tipo de cambio del presupuesto, por ejemplo).

Ventajas de este enfoque

- El esquema dinámico permite limitar dos riesgos:
 - El riesgo de que los importes objeto de cobertura se desvíen de la expectativa inicial
 - Movimientos del tipo de cambio que favorezcan la contratación de tipos de cambio atractivos hasta el momento en que se materialicen los flujos más alejados en el tiempo



© 2017 Afi. Todos los derechos reservados.