

## **EL SECTOR TURÍSTICO COTIZADO ESPAÑOL Y LA COBERTURA DE SU EXPOSICIÓN CAMBIARIA (2004-2014)**

Milagros Vivel-Búa<sup>1</sup>

Rubén Lado-Sestayo<sup>2</sup>

Inés Fernández-López<sup>3</sup>

### **RESUMEN**

Este trabajo estudia la exposición al riesgo cambiario y su cobertura en la empresa turística española cotizada durante el período 2004-2014. En particular, el estudio se focaliza en cinco empresas: Amadeus IT Holding S.A., Iberia S.A., IAG - International Consolidated Airlines Group S.A., Meliá International Hotels S.A., y NH Hotel Group S.A. En general, los resultados subrayan la relevancia de la exposición cambiaria en la gestión estratégica del riesgo en estas empresas. Asimismo, el perfil de dicha exposición es transaccional, vinculada a sus ingresos en divisas, y operativa, relacionada con la actividad de las filiales exteriores. El riesgo cambiario de naturaleza contable también es importante cuando se realiza la consolidación de su contabilidad internacional. Respecto a su cobertura, prevalece una posición activa frente al riesgo cambiario, aplicando técnicas de cobertura financiera, principalmente productos derivados y deuda en divisas y, en menor medida, cobertura operativa.

### **PALABRAS CLAVE**

Riesgo, tipo de cambio, gestión, turismo, España.

---

<sup>1</sup> Universidad de Santiago de Compostela. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. mila.vivel@usc.es

<sup>2</sup> Universidad de La Coruña. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. ruben.lado.sestayo@udc.es

<sup>3</sup> Universidad de Santiago de Compostela. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad ines.fernandez.lopez@rai.usc.es

## **THE SPANISH LISTED TOURISM SECTOR AND THE HEDGING OF ITS EXCHANGE EXPOSURE (2004-2014)**

### **ABSTRACT**

This paper studies the exposure to exchange rate risk and its hedging in the Spanish listed company of the tourist sector during the period 2004-2014. In particular, the study focuses on five companies: Amadeus IT Holding S.A., Iberia S.A., IAG - International Consolidated Airlines Group S.A., Meliá International Hotels S.A., and NH Hotel Group S.A. In general, the results highlight the relevance of the currency exposure in the strategic risk management for these companies. Likewise, the profile of such exposure is transactional, linked to its income in foreign currency, and operational, related to the activity of the foreign subsidiaries. Exchange rate risk of an accounting nature is also important when accounting consolidation is performed. Regarding its hedging, an active position against exchange rate risk prevails by applying financial hedging techniques, mainly derivatives and foreign currency debt, and, to a lesser extent, operational hedging.

### **KEYWORDS**

Risk; exchange rate; management; tourism; Spain.

### **1. INTRODUCCIÓN**

El riesgo cambiario, junto con sus causas y herramientas de cobertura, constituye una línea de investigación amplia en la literatura académica, debido a que se ha comprobado que los efectos que ocasiona afectan a todas las áreas de la empresa e incluso a su valor (Stulz 1984; Smith y Stulz, 1985; Bessembinder, 1991), tanto si ésta opera en un ámbito internacional como si lo hace en el ámbito exclusivamente nacional (Belguitar et al., 2008). De hecho, según datos del ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) sobre la utilización de productos derivados para la cobertura de riesgos entre las empresas que forman parte del *Fortune Global 500*, un 93.6% de éstas utilizaban productos derivados para la cobertura del riesgo cambiario en 2008. A continuación, el 88.3% lo hacían para la cobertura del riesgo de tipo de interés, manteniéndose esta tendencia al eliminar las empresas del sector financiero. En conjunto, ello supone que resulte relevante el análisis de las políticas de cobertura de riesgo cambiario empleadas por las empresas, especialmente tras la crisis económica global que se ha atravesado recientemente y que, por ejemplo, ha contribuido a popularizar los productos derivados y, en especial, la incidencia negativa que pueden tener sobre el resultado del ejercicio. Esta es la razón que lleva a destacar el estudio de cómo se comportan los sectores clave de una economía en relación a este riesgo y a su cobertura.

En esta línea, para España uno de los sectores más destacados y de mayor impulso para su 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 un 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 casi 65 millones de turistas internacionales), y el segundo en nivel de ingresos procedentes de este sector, según datos de la OMT (Organización Mundial del Turismo). Por todo ello, resulta

especialmente interesante estudiar el comportamiento de las empresas de este importante sector con respecto al riesgo cambiario. De hecho, la literatura previa ha destacado la necesidad de considerar las particularidades sectoriales que puede presentar la cobertura cambiaria, en particular, dentro del ámbito turístico (Ki y Jang, 2010; Singh y Upneja, 2007). Por ejemplo, Chang y Ma (2009) subrayan que el sector hotelero puede disponer de herramientas de cobertura operativa del riesgo de tipo de cambio propias como, por ejemplo, el precio por habitación que oferta en sus diferentes establecimientos a nivel internacional.

En este contexto, el objetivo de este trabajo es realizar un estudio descriptivo de la cobertura cambiaria en las cinco únicas empresas turísticas que cotizan en el mercado bursátil español durante el período 2004-2014. En particular, se estudia tanto su perfil de exposición al riesgo de tipo de cambio como su estrategia de cobertura. En concreto, la muestra está formada, en primer lugar, por la empresa Amadeus IT Holding, S.A. (en adelante Amadeus), dedicada al suministro procesos y modelos de gestión tecnológicos para el sector turístico y de viajes a nivel global. Cabe señalar que durante los ejercicios 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 no se dispone de sus 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). La información referente a Iberia incluye, únicamente, el período 2004-2010 debido a que en el año 2011 se fusionó con la británica British Airways dando lugar a un nuevo grupo empresarial denominado IAG. Así, esta nueva empresa es analizada en el período restante 2011-2014. Finalmente, se han analizado los grupos hoteleros Meliá International Hotels S.A. y NH Hotel Group S.A. (en adelante, Meliá y NH, respectivamente), las dos únicas empresas españolas cotizadas dedicadas a la hostelería.

Este trabajo contribuye a la literatura, en primer lugar, porque aporta evidencia inédita sobre la existencia de exposición cambiaria y, en su caso, su cobertura, en las cinco únicas empresas cotizadas españolas cuya actividad se vincula directamente con el turismo. Así, 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 ámbito turístico. Ello está en línea con la importancia de realizar estudios a nivel sectorial de las prácticas de cobertura cambiaria conforme a lo indicado en la literatura previa. La segunda contribución de este trabajo se refiere a los datos y horizonte temporal utilizados. Hasta la introducción del nuevo Plan General Contable que, para las empresas cotizadas españolas comenzó en el año 2005 (con información del ejercicio 2004 a efectos de comparabilidad de la información contable), no era posible conocer las prácticas de cobertura cambiaria aplicadas en las empresas a través de los informes anuales. De hecho, ello era considerado un componente importante de su estrategia y posición competitiva y, consecuentemente, los gestores la consideraban información confidencial. A partir de la aplicación de la nueva normativa contable es posible acceder a esta información, poniéndose de relieve el volumen importante de recursos que se destinan a la cobertura del riesgo e incluso su influencia en la estructura y funcionamiento de la empresa, por ejemplo, a través del diseño y puesta en marcha de unidades específicas para su gestión. No obstante, cabe destacar que la obtención de esta información se realiza a través de la revisión individualizada de cada informe anual y, especialmente, de la memoria, dado que las actuales bases de datos, en general, no contienen información más allá del valor razonable de productos derivados que contratan las empresas y registran en sus balances y/o cuenta de resultados. Este tipo de dato no es suficiente para conocer el alcance e instrumentalización de

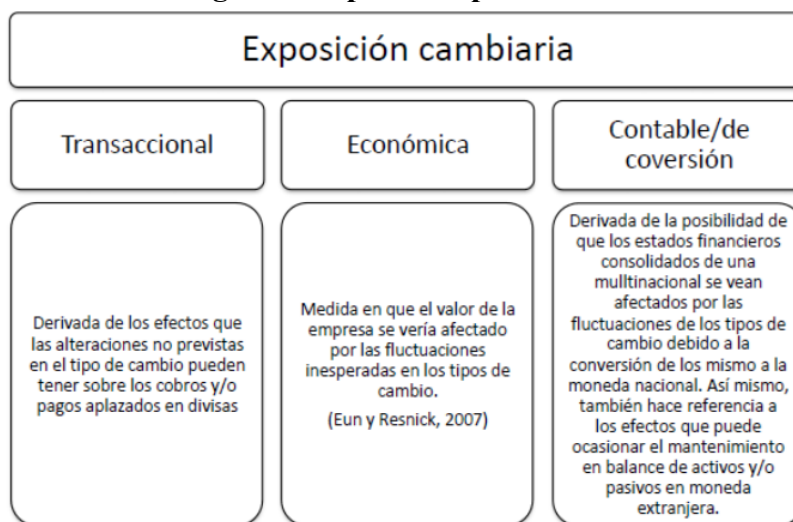
la estrategia de cobertura porque, por ejemplo, la cobertura puede no suscribirse únicamente a la contratación de este tipo de productos financieros, y otros criterios de valoración como, por ejemplo, el valor nocional, son más convenientes para dimensionar la política de riesgos aplicada en la empresa. Por tanto, es necesario consultar la información cualitativa contenida en otros estados financieros como es la memoria contable. De este modo, ello subraya el valor de este tipo de información dado que el acceso y manejo de la misma supone un trabajo de revisión detallada del informe anual de cada empresa en cada ejercicio económico objeto de análisis. En este sentido, este trabajo evalúa el período 2004-2014, esto es, desde el primer año que esta información sobre gestión del riesgo está disponible en el mercado cotizado español y durante los diez años posteriores.

Este trabajo se organiza en cinco apartados. Después de esta introducción, se identifica el marco teórico al que se suscribe esta investigación y, posteriormente, en el tercer apartado, se expone el estudio empírico. Finalmente, el cuarto apartado expone las conclusiones obtenidas.

## **2. MARCO TEÓRICO**

El tipo de cambio es una variable fundamental en la gestión de cualquier empresa, y más de aquellas que operan en un ámbito internacional como ocurren en el sector turístico. El concepto de exposición cambiaria presenta diferentes acepciones y enfoques según el ámbito al que nos refiramos (Pringle y Connolly, 1993; Jorion, 1990). De entre la multiplicidad de significados que se presentan en la literatura especializada podemos distinguir los que hacen referencia al de corto plazo, también denominado enfoque transaccional, o de largo plazo, llamado 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. Como muestra la Figura 1, dicha exposición puede clasificarse en: transaccional, relativa al impacto de las fluctuaciones cambiarias no previstas sobre los flujos de cobros y pagos en divisa; económica, que se refiere al impacto de aquellas sobre el valor de la empresa; y contable, que considera su efecto en la elaboración de las cuentas anuales consolidadas. Respecto a esta última, Martin et al. (1998) exponen, a nivel teórico, que una gestión inadecuada de la exposición contable puede afectar de modo indirecto y significativo a los flujos de caja, porque una modificación en el patrimonio neto puede mermar la capacidad de endeudamiento y afectar al coste de capital de la empresa.

**Figura 1. Tipos de exposición cambiaria**



Fuente: elaboración propia

Una vez presentados los tipos de riesgo cambiario existentes, se debe considerar cómo afecta a una empresa y cuáles son las posibles medidas existentes para cubrir la exposición al mismo. En este sentido, 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 (Madura, 2003).

Ahora bien, la evidencia empírica obtenida en diferentes investigaciones pone de relieve la importancia de considerar la exposición cambiaria en la gestión empresarial (Vivel-Búa et al., 2016). Por ejemplo, la existencia de barreras en el comercio internacional impide el cumplimiento de la teoría de Paridad del Poder de Compra, esto es, que el diferencial de precios entre divisas se compense con una variación cambiaria (Eun y Resnick, 2007). Asimismo, cabe recordar el efecto que ha provocado la depreciación del rublo ruso sobre el sector hotelero español en una época reciente. Concretamente, 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. De igual modo, en el actual contexto socio-político parecen existir nuevos riesgos, tales como la salida del Reino Unido de la Unión Europea, que podrían afectar al sector turístico español.

Reconocida la relevancia de la exposición cambiaria, cabe preguntarse cuáles son las opciones de cobertura disponibles para la empresa. En este sentido, se entiende por cobertura el conjunto de medidas encaminadas a reducir la exposición de las empresas a variaciones no esperadas del tipo de cambio. El conjunto de técnicas disponibles podría clasificarse de acuerdo a dos grandes categorías: 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, la estructura de cobros y pagos de su red de filiales exteriores.

Dentro de la cobertura financiera, podemos citar los productos derivados y el endeudamiento en divisas como las principales herramientas de cobertura (Hagelin y

Pramborg, 2004; Bodnar y Gebhardt, 1999). Respecto a los primeros, los seguros de cambios, opciones, futuros y swaps sobre divisas son los productos más populares. Asimismo, también puede incluirse en esta categoría el uso del endeudamiento en divisas. Las empresas que tienen ingresos en moneda distinta de la que utilizan como moneda de referencia pueden endeudarse en dicha divisa para compensar los flujos de activo y de pasivo, reduciendo así el riesgo de tipo de cambio. Es importante señalar que la deuda en divisa resulta un tema controvertido, pues existen fuentes que la consideran, efectivamente, un importante instrumento de cobertura (Gómez y Martínez, 2003). De igual modo, otra corriente considera el endeudamiento en moneda extranjera como una fuente de riesgo cambiario de tipo contable, debido a la potencial existencia de sobreendeudamiento y a la no correlación perfecta entre cobros y pagos (García, 2008). De hecho, Butler (2004) señala que su cobertura puede ser relevante en presencia de *covenants* en la deuda que exijan que los rendimientos empresariales permanezcan en unos niveles concretos.

Como alternativa al uso de instrumentos financieros, existen otras técnicas de carácter operativo que se basan en cambios orgánicos y estructurales para paliar la exposición al riesgo cambiario. La técnica de cobertura operativa más popular es la diversificación geográfica de la actividad a nivel internacional. Por ejemplo, la apertura de una planta de producción en una localización exterior permite que las alteraciones sobre los ingresos en divisa provocados por variaciones no previstas del tipo de cambio se vean compensados por cambios similares en los precios de producción, así como en la demanda local.

Otras técnicas operativas se refieren a la facturación en la moneda de referencia (*pricing*), a una estrategia de adelantos y retrasos (*lead & lag*), y a la cobertura cruzada (*cross hedging*). El *pricing* hace referencia a la elección de la moneda en la que la empresa realiza sus operaciones de facturación e inversión (Gómez y Martínez, 2003). Esta decisión estratégica se convierte en una herramienta de cobertura mediante el traslado de la exposición cambiaria de la empresa hacia un agente externo, eliminando de esta manera el riesgo para la empresa puesto que este es asumido por un tercero ajeno a la misma. El principal inconveniente de esta técnica es, precisamente, el que un agente (proveedor o cliente) tenga que asumir el riesgo. Por tanto, la capacidad para llevar a cabo este tipo de cobertura depende, principalmente, del poder negociador de la empresa.

La estrategia de adelantos y retrasos se refiere a la adaptación de los cobros y pagos de las operaciones en divisas a las previsiones realizadas por la empresa en cuanto a las variaciones del tipo de cambio. Así, se comprende como *lead* el pago de la operación antes de que se cumpla la fecha de vencimiento estipulada; y como *lag* cuando el pago se realiza una vez cumplida la fecha de vencimiento.

Por su parte, la cobertura cruzada hace referencia a los contratos de cobertura en los que se utiliza como subyacente una divisa estrechamente correlacionada con la divisa a cubrir. Basada en los coeficientes de correlación entre divisas, su efectividad dependerá de la estabilidad de la correlación entre divisas con respecto a la moneda de referencia de la empresa. Se trata de una técnica de cobertura especialmente indicada para aquellas operaciones en divisas que con motivo de su escaso reconocimiento en el ámbito internacional, o debido a su bajo volumen de negociación, carecen de instrumentos de cobertura estándar.

Finalmente, cabe indicar que en la literatura académica diversos trabajos han buscado una relación de complementariedad o sustitución entre la cobertura operativa y financiera. Así, Pantzalis et al. (2001) puede considerarse el primer soporte empírico que corroboró el planteamiento tradicional de que la exposición cambiaria económica o de largo plazo es mejor gestionada a través de ajustes de las políticas operativas, apoyando la complementariedad de

estas técnicas de cobertura con los instrumentos financieros, en el mercado estadounidense. En el ámbito europeo, concretamente en el mercado danés, la primera evidencia fue encontrada por Aabo y Simkins (2005). Sus resultados muestran una relación de complementariedad entre las estrategias de cobertura fundamentada en el horizonte temporal; a medida que éste crece, aumenta la importancia de la cobertura operativa y decrece la importancia de la financiera. Por tanto, la mayoría de empresas tiende a no cubrir su exposición económica (exposición de largo plazo) financieramente debido a la posibilidad de cubrirla mediante la cobertura operativa.

### 3. ANÁLISIS EMPÍRICO

Este trabajo realiza un análisis empírico - descriptivo de la estrategia de cobertura del riesgo cambiario implementada por las principales empresas cotizadas españolas cuya actividad se suscribe al ámbito turístico. En particular, se examinan las cuentas anuales consolidadas correspondientes al período 2004-2014 de las siguientes empresas: en el ámbito aeronáutico, Iberia, Líneas Aéreas de España S.A., e IAG - International Consolidated Airlines Group S.A. (resultado de la fusión de Iberia y British Airways); respecto al sector hotelero, Meliá Hotels International S.A., y NH Hotel Group, S.A.; y en relación con los servicios tecnológicos que actúan como soporte en la industria de viajes, Amadeus IT Holding S.A. La información contable anual ha sido obtenida en dos fuentes: la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), y la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores en España).

La estructura del estudio empírico se organiza en dos partes. Primero, se identifican las fuentes de riesgo cambiario reconocidas por las distintas empresas en su memoria anual. En segundo lugar, se realiza una revisión de las políticas de cobertura empleadas por cada una de ellas.

#### 3.1. Exposición cambiaria: origen

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 variables que provoca la existencia de dicha exposición. En este apartado se identifican los factores que cada una de las empresas turísticas 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.

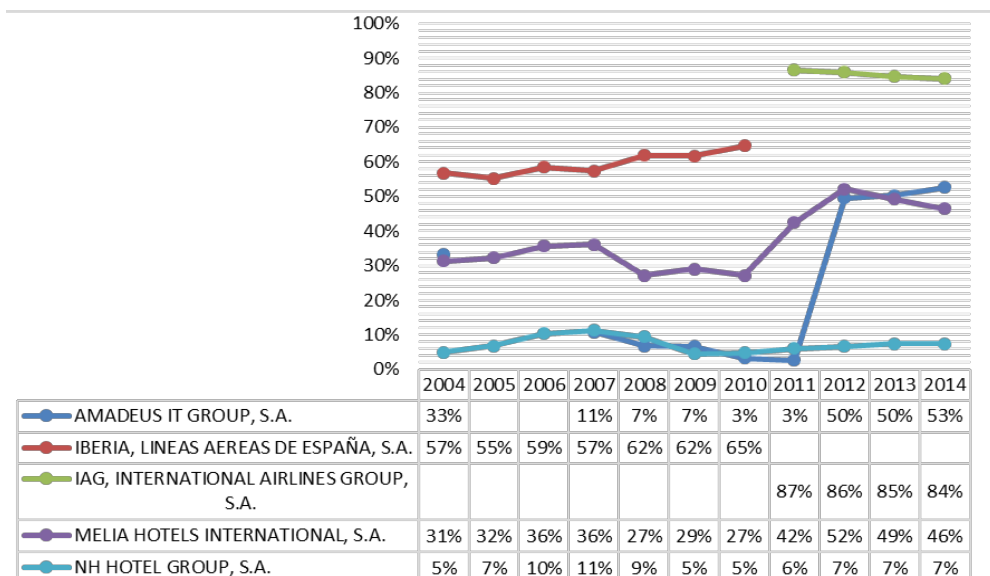
Las fuentes de exposición al riesgo cambiario que se reconocen, generalmente, son los ingresos en divisas y la existencia de filiales exteriores (Aabo, 2006). Los ingresos exteriores hacen referencia a la parte de la cifra de negocio que no se encuentra denominada en la moneda de referencia utilizada por la empresa, en este caso, el euro. La otra fuente de exposición cambiaria comúnmente reconocida son las filiales exteriores. Ello es debido a que éstas pueden generar transacciones en monedas distintas de aquella que actúa de soporte general de la operativa del grupo y, por tanto, implican una tarea de consolidación contable *a posteriori*.

Una vez revisadas las cuentas anuales de las empresas que integran este trabajo, se puede afirmar que todas ellas reconocen como una fuente de exposición cambiaria relevante los ingresos en divisas. Como se puede observar en el gráfico 1, los ingresos procedentes de países externos a la zona euro (ingresos exteriores), en media, suponen más del 25% del total. Este dato nos indica la relevancia que las transacciones realizadas en divisas tienen

para las empresas turísticas objeto de estudio, desde la óptica del riesgo cambiario que se deriva de estas operaciones. Por ejemplo, en los ejercicios 2009 y 2010, Iberia reconoce su especial sensibilidad al dólar estadounidense, afirmando que tiene mayores pagos en dólares que ingresos, lo cual se relaciona con su gran volumen de deuda en esta divisa que tuvo que amortizar en este período. NH constituye una excepción, dado que opera principalmente dentro de la eurozona, si bien reconoce una exposición cambiaria generada, principalmente, por ciertas divisas latinoamericanas y el dólar estadounidense.

Cabe señalar que la importante variación que se observa en los ingresos externos 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. Hasta el ejercicio 2010, la empresa tomaba como referencia la localización de la sede social de la empresa titular de los contratos, mientras que a partir del 2011 se utilizan 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 de los ingresos externos a la zona euro (2004-2014, %)**



Fuente: elaboración propia

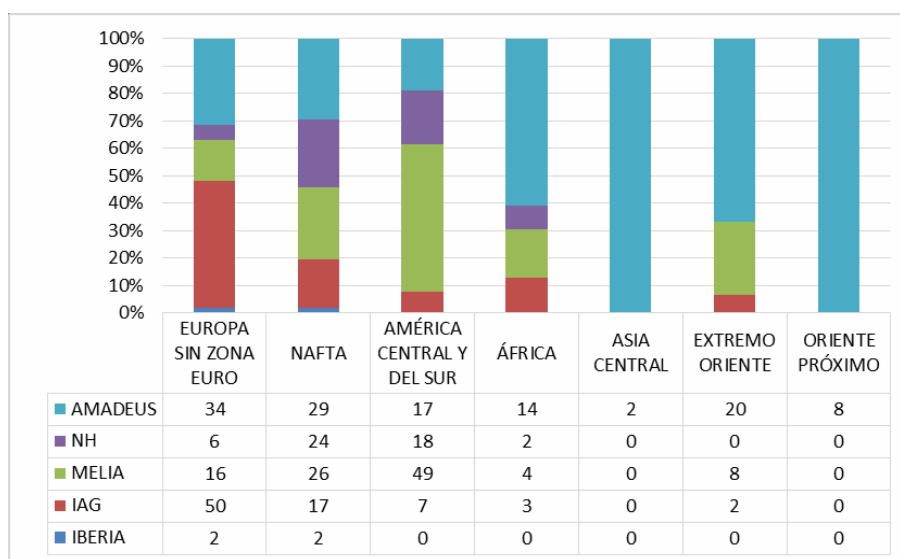
En cuanto a la existencia de filiales en mercados exteriores, todas las empresas analizadas las tienen, en mayor o menor cuantía, pero no todas las reconocen específicamente como fuente de exposición al riesgo cambiario. Únicamente Meliá, NH y Amadeus admiten en sus informes anuales la exposición cambiaria que sus filiales suponen. Por ejemplo, Meliá establece en su informe anual para el 2012, que el riesgo cambiario se origina no sólo con sus operaciones comerciales, financieras y de inversión, sino también con la conversión de los estados contables de las filiales denominadas en una moneda funcional diferente a la del Grupo. De este modo, se haría referencia a una exposición cambiaria de naturaleza contable fruto de la consolidación de sus registros de contabilidad a nivel internacional. En la misma línea se manifiesta NH, dado que señala en sus informes anuales que dispone de filiales en diferentes países y que éstas tienen monedas operativas diferentes al Euro, pudiendo su conversión generar una merma de



naturaleza cambiaria. Por su parte, en Amadeus, se puede afirmar que existe un nivel de exposición cambiaria importante debido a las filiales extranjeras, pues se trata de un grupo empresarial con presencia en 54 países fuera de la Eurozona. Sin embargo, Iberia e IAG no hacen ninguna mención de la exposición ocasionada por las filiales extranjeras. En el caso de Iberia, ello se debe a la escasez de filiales, únicamente 4 fuera de la zona euro, repartidas entre Estados Unidos y Rusia.

En el gráfico 2 se observa la distribución media por áreas geográficas de las filiales de las empresas turísticas estudiadas durante el período 2004-2014. En términos generales, las áreas con mayor concentración de filiales son los países europeos no pertenecientes a la zona euro y el área NAFTA (North American Free Trade Agreement), seguido de América Central y del Sur. Cabe destacar que la única de las cinco empresas analizadas con una presencia global es Amadeus. Asimismo, también debe indicarse que la exposición cambiaria de Meliá está vinculada al dólar estadounidense y a la libra esterlina, lo cual coincide con el hecho de que lleva a cabo sus operaciones principalmente en Europa y EE.UU. Sin embargo, a pesar de la fuerte presencia que también tiene en Latinoamérica, no hace referencia específica a las monedas de esta región, ya que considera que están estrechamente correlacionadas con el dólar estadounidense y, por tanto, toma esta divisa como referencia a efectos de riesgo cambiario y su cobertura.

**Gráfico 2. Filiales por área geográfica (% medio; 2004-2014).**



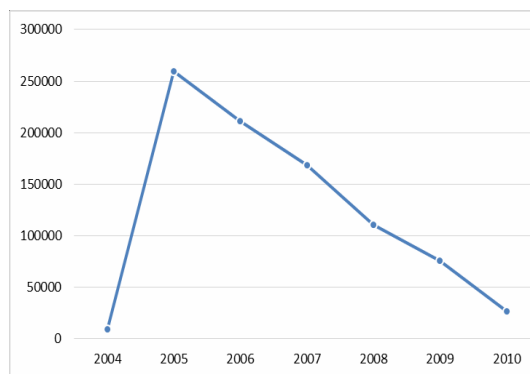
Fuente: elaboración propia

En consecuencia, podemos comprobar que la exposición cambiaria identificada tiene una naturaleza transaccional, vinculada más bien a los ingresos exteriores, y operativa-contable, más relacionada con las filiales en mercados internacionales. No obstante, debe señalarse que algunas empresas también reconocen como fuente de exposición cambiaria el mantenimiento de deuda en divisas en su pasivo. Por ejemplo, las aerolíneas Iberia y, posteriormente, IAG son aquellas empresas que consideran explícitamente la deuda extranjera como una fuente de exposición cambiaria, en particular, haciendo una referencia explícita a los empréstitos en divisas que han emitido.

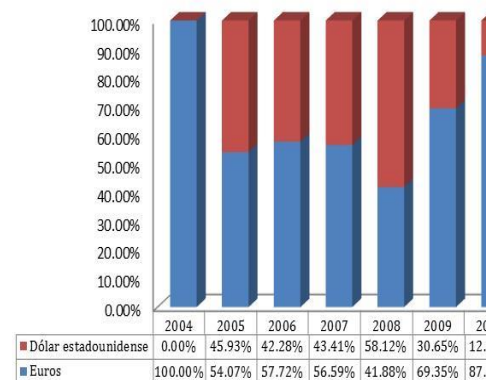
Focalizándonos en Iberia, la revisión de sus informes anuales denota la existencia de un riesgo de tipo de cambio estrechamente relacionado con el dólar estadounidense,

especialmente, a partir del año 2005. Así, el gráfico 3 denota un importante volumen de endeudamiento exterior y, más concretamente, el gráfico 4 permite observar que una amplia mayoría se nomina en dólares estadounidenses durante 2004-2010, periodo para el cual existen datos disponibles. De hecho, aunque en 2004 también se mencionan la libra esterlina y el franco suizo como monedas que soportan parte de su pasivo, su importancia se va diluyendo a medida que el dólar cobra relevancia, llegando ésta a representar un 41% de los costes y un 22% de los ingresos a partir del 2009.

**Gráfico 3. Evolución de la deuda en divisa de Iberia (2004-2010; valor nominal en miles de euros)**



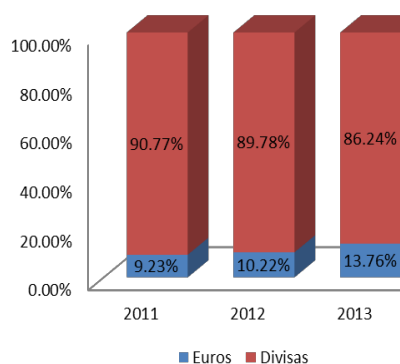
**Gráfico 4. Porcentaje de deuda con entidades de crédito según divisa (2004-2010; %)**



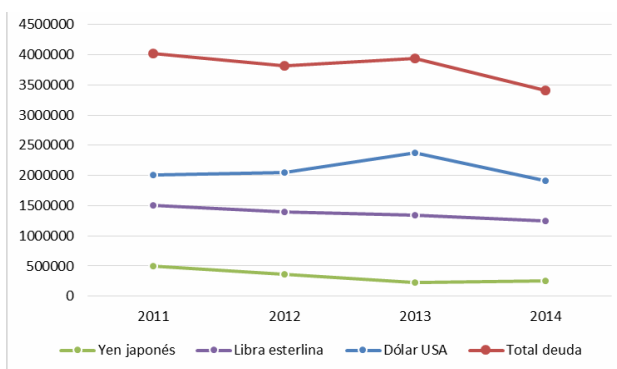
Fuente: elaboración propia

Respecto a IAG, esta empresa también muestra un importante endeudamiento exterior. Si atendemos a los datos del período 20011-2013, una media superior al 85% de sus préstamos bancarios se nominan en divisas (gráfico 5). Por tipo de divisa, además del dólar estadounidense y la libra esterlina, el yen japonés es una divisa relevante (gráfico 6). En general, la distribución de la deuda en divisa de IAG entre las distintas monedas es estable durante todo el período (2004-2014), y hay un claro predominio de la deuda en dólares.

**Gráfico 5. Porcentaje de préstamos bancarios según divisa (2011-2013; %)**



**Gráfico 6. Evolución de la deuda en divisa de IAG por tipo de divisa (2011-2014; valor nominal en miles de euros)**



Fuente: elaboración propia

Por su parte, Meliá considera que el riesgo cambiario asociado con su endeudamiento en divisa es bajo a partir del ejercicio 2012, al afirmar que su deuda financiera está referenciada al euro en un 89%, por lo que la variación del tipo de cambio no afecta de modo sustancial. De este modo, se reconoce la deuda en divisa como fuente de riesgo cambiario.

No obstante, este uso del endeudamiento exterior 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. Esta dicotomía en el uso de la deuda en divisa aparece reflejada en la literatura académica. Existen estudios que apoyan el uso de este recurso financiero como proxy de la exposición cambiaria (Geczy et al., 1997; Rossi, 2006), si bien la mayoría confirman su uso como técnica de cobertura cambiaria (Aabo, 2006).

### 3.2. Exposición cambiaria: cobertura

Identificada la fuente de exposición cambiaria, en este apartado se estudiarán las políticas de cobertura del riesgo que, en su caso, aplican las empresas turísticas analizadas con el objetivo final de neutralizar un potencial impacto negativo de la exposición cambiaria sobre sus resultados y valor. Por tanto, en primer lugar, se comprueba si la empresa lleva a cabo una cobertura del riesgo y, si ello se confirma, se analiza la estrategia de cobertura aplicada.

Así, se debe destacar que las cinco empresas turísticas estudiadas cubren los riesgos financieros principales. Estos incluyen no sólo el riesgo de tipo de cambio, sino también el de tipo de interés y, en el caso de las empresas dedicadas al transporte aéreo, el riesgo de *commodities*, en particular, del precio del combustible. Centrándonos 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 mencionó en el marco teórico, existen dos principales modos de cubrir el riesgo cambiario, a saber, la cobertura financiera y la cobertura operativa, existiendo 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 (2004-2014). Como se puede observar, existe un claro predominio de la cobertura financiera, tanto referida al uso de productos derivados como a la deuda denominada en divisa. Ello está en línea con los resultados obtenidos para otros mercados (Geczy et al., 1997; Aabo, 2006). La cobertura operativa también presenta un uso frecuente, especialmente, como refuerzo de la cobertura financiera, a excepción del caso de Meliá que las usa de forma exclusiva.

**Tabla 1. Tipo de cobertura cambiaria aplicada (2004-2014)**

	IBERIA	IAG	NH	MELIA	AMADEUS
004		-			Cobertura Financiera (Derivados y Deuda)
005	Cobertura Financiera (Derivados)	-			-
006	+	-			
007	Cobertura Operativa	-			
008		-			
009	Cobertura Financiera (Derivados)	-	Cobertura Financiera (Derivados y Deuda)	Cobertura Operativa	
010		-			Cobertura Financiera (Derivados y Deuda)
011	-	Cobertura Financiera (Derivados y Deuda)			+
012	-	+			Cobertura Operativa
013	-	Cobertura Operativa			
014	-				

Nota: “-“ significa que no existe información en este período.

Fuente: elaboración propia

Por tanto, podemos afirmar que, en el caso de las empresas turísticas cotizadas en España, existe una complementariedad entre la cobertura financiera y operativa en la gestión del riesgo de cambio, bien con carácter puntual o de forma sistemática durante el horizonte temporal evaluado (2004-2014). Concretamente, sus informes anuales denotan que dicha complementariedad se materializa mediante la combinación, desde un punto de vista

financiero, de la contratación de productos derivados y/o deuda en divisa, con, desde una óptica operativa, la aplicación de estrategias de diversificación geográfica de la actividad y la aplicación de técnicas de *cash-flow matching*. En relación con este fenómeno, la literatura relacionada señala que la cobertura financiera predomina en la cobertura de la exposición cambiaria a corto plazo, mientras que la cobertura operativa es utilizada para cubrir 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 funcionales, lo cual le resta flexibilidad a corto plazo. Con excepción de Meliá, podemos comprobar que la mayor parte de las empresas utilizan al menos dos formas de cobertura distintas. De hecho, se puede afirmar que la cobertura financiera y operativa coexisten de forma regular en la estrategia de cobertura cambiaria de la empresa.

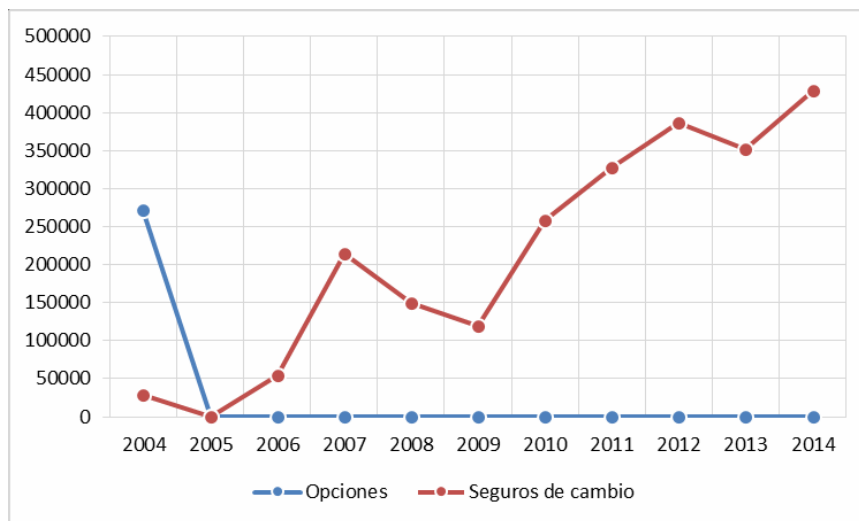
A continuación, se focalizará el estudio empírico en cada una de las empresas para señalar los puntos clave de su modelo particular de cobertura del riesgo cambiario.

*a) Amadeus IT Holding, S.A.*

Amadeus lleva a cabo una política de cobertura cambiaria basada en el uso de deuda en divisa para compensar los flujos de caja entrantes (*inflows*) en moneda distinta a la de referencia del grupo, complementando ello con el uso de instrumentos derivados.

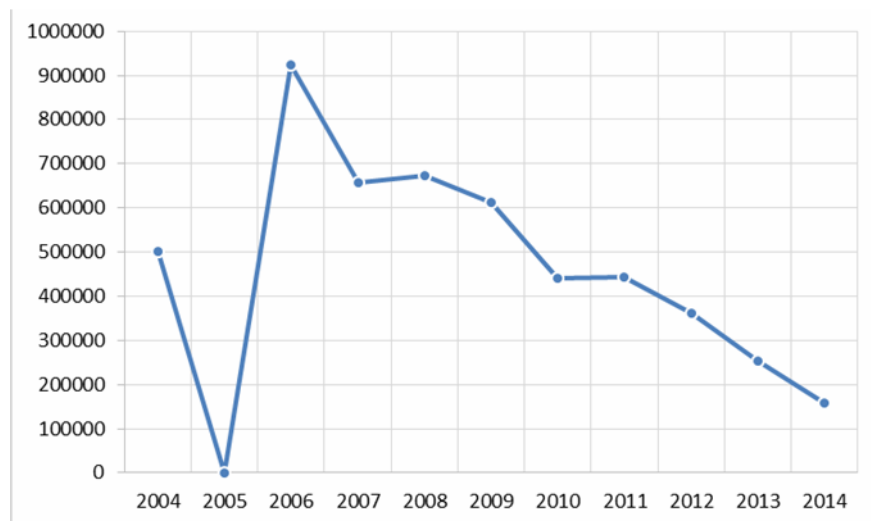
Esta empresa expone en sus informes anuales que su riesgo cambiario proviene principalmente del dólar estadounidense. Por ello, sus esfuerzos, en materia de cobertura, se focalizan en la denominación de los principales de parte de su deuda en dicha moneda, así como en contratos de compra de divisa a plazo en dólares. En el gráfico 7 se muestra que Amadeus se ha cubierto, durante la década estudiada, principalmente, con seguros de cambio y sólo ha utilizado opciones sobre divisa en 2004, si bien su evolución, a nivel cuantitativo, no ha sido uniforme. El volumen de cobertura con derivados alcanzado en 2004 se desvanece en el año 2005, coincidiendo con la suspensión de su cotización bursátil, y, a continuación, reaparece con un volumen de cobertura total inferior a la inicial. Además de la ausencia de contratación de opciones, ello puede relacionarse con un nuevo enfoque de la política de cobertura cambiaria, puesto que, como manifiesta la empresa, los derivados pasan a complementarse con la cobertura mediante deuda en divisa (gráfico 8). En este sentido, cabe indicar que la importante fluctuación experimentada en la contratación de deuda en divisa entre 2009 y 2010, se debe, principalmente, al vencimiento de parte de esta deuda utilizada como cobertura, que es suplida con derivados.

**Gráfico 7. Evolución de la cobertura cambiaria por tipo de derivado en Amadeus (valor nominal en miles de euros, 2004-2014)**



Fuente: elaboración propia

**Gráfico 8. Evolución de la cobertura cambiaria con deuda en divisa en Amadeus (valor nominal en miles de euros, 2004-2014)**



Fuente: elaboración propia

En líneas generales, se puede concluir que, en Amadeus, a lo largo del período observado se ha producido una substitución paulatina de la cobertura mediante deuda en divisa por la cobertura utilizando derivados, concretamente seguros de cambio. Al mismo tiempo, debe indicarse que la cobertura operativa, materializada a través de *cash-flow matching* aplicado a sus ingresos en dólares estadounidenses, ha ido perdiendo importancia según consta en su memoria.

b) Iberia, Líneas Aéreas de España S.A., y IAG, International Consolidated Airlines Group, S.A.

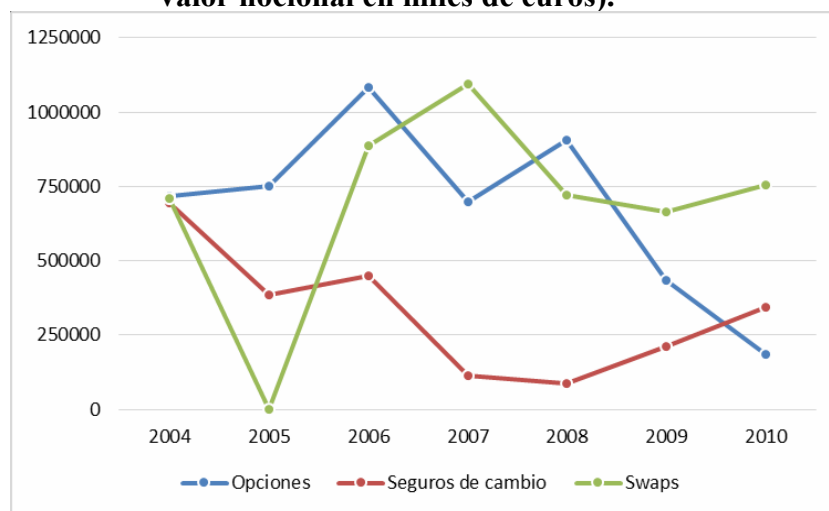
La cobertura del riesgo en estas empresas aeronáuticas se establece en varios niveles y siempre bajo la supervisión del departamento de tesorería. Así, utilizando como referencia IAG, dado que es la empresa que subsiste en la actualidad, podemos identificar, en primer

lugar, la existencia de una “Comisión de Auditoría y Cumplimiento”, que, entre otras tareas, revisa el impacto del riesgo cambiario sobre la rentabilidad y flujos de caja estableciendo el umbral de riesgo tolerable en un período de dos años. En segundo lugar, se encuentra el “Comité de Cobertura”, integrado por representantes del área de tesorería y que establece las directrices para implantar técnicas de cobertura.

Respecto a los instrumentos de cobertura aplicados, aunque tanto Iberia como IAG consideran la deuda en divisa como una fuente de riesgo cambiario, también la consideran explícitamente en sus informes anuales como una técnica de cobertura de diferentes tipos de riesgo. En concreto, mientras Iberia manifiesta utilizar el endeudamiento en divisa como cobertura del riesgo de tipo de interés, IAG la utiliza como parte de su estrategia de cobertura operativa del riesgo de tipo de cambio a través de la técnica de *cash-flow matching*.

Respecto al uso de derivados, Iberia utiliza tres tipos: swaps, que afirma utilizar para la cobertura cambiaria a largo plazo (5 años), y opciones y seguros de cambio o forwards, empleados como cobertura a medio plazo (3 años). En cuanto a periodos inferiores de tiempo, la empresa hace referencia a coberturas tácticas de horizonte temporal menor o igual a un año, lo cual podría interpretarse como la aplicación de cobertura operativa a través de otras técnicas sin especificar. El gráfico 9 muestra la evolución temporal del notional contratado en derivados por parte de Iberia. Cabe indicar que, en el 2004, la cuantía contratada tanto de opciones, seguros de cambio como swaps es similar (717.000, 696.000 y 708.000 miles de euros, respectivamente). Asimismo, se puede observar que los productos más utilizados son los swaps y las opciones mientras que los seguros de cambio tienen un papel menor. Este hecho indica que, en la práctica, Iberia prefiere las opciones a los seguros de cambio, aunque en la política de riesgos de la empresa, para las coberturas a 3 años, se reconozca el empleo tanto de opciones como seguros de cambio. A pesar de esto, parece que en los dos últimos años esta tendencia tiende a invertirse.

**Gráfico 9. Evolución de los tipos de derivados cambiarios en Iberia (2004-2010; valor notional en miles de euros).**

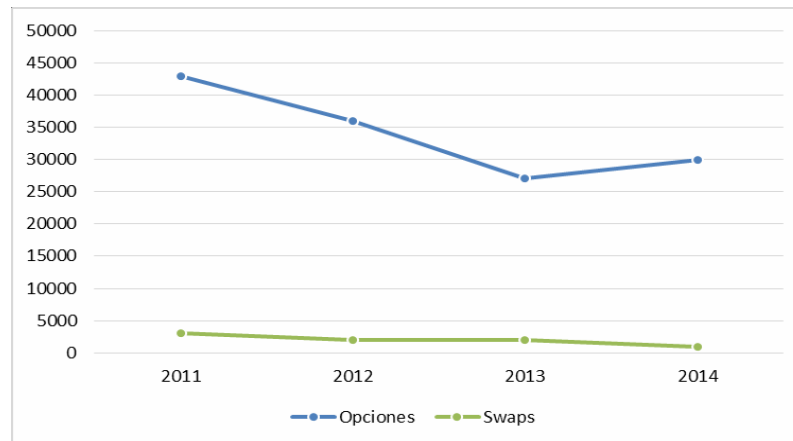


Fuente: elaboración propia

Por su parte, IAG utiliza, además de la cobertura operativa (*cash-flow matching*), la cobertura financiera a través de la contratación de derivados, esto es, opciones y swaps. Según manifiesta en sus informes anuales, la estrategia corporativa es cubrir una media del 60% de la posición corta en dólares estadounidenses del primer año, un 40% de la exposición del segundo año y hasta un 30% de la exposición del tercer año.

En el gráfico 10 se puede ver que la evolución de los swaps contratados por IAG en el período 2011-2014 es muy estable, aunque su magnitud es muy inferior al notional contratado en opciones, las cuales invierten su tendencia descendente en el año 2014.

**Gráfico 10. Evolución de los tipos de derivados cambiarios en IAG (2011-2014; valor notional en miles de euros)**



Fuente: elaboración propia

*c) Meliá Hotels International S.A.*

La estrategia de cobertura cambiaria de Meliá no está centralizada en la matriz del grupo empresarial, sino que consiste en el manejo individualizado del riesgo por parte de sus diferentes empresas. Cada filial es responsable de la cobertura del riesgo de tipo de cambio, mientras que la matriz únicamente aplica técnicas de cobertura operativa suplementarias, a las cuales se refiere, genéricamente, como el mantenimiento de un equilibrio entre los cobros y pagos en efectivo de activos y pasivos denominados en moneda extranjera. No obstante, en el informe de gestión del ejercicio 2012, se hace una referencia particular a la diversificación geográfica como sistema de cobertura cambiaria.

Meliá no contrata ningún tipo de cobertura financiera, manifestando que considera parte de su política la no contratación de derivados, y entendiendo que la deuda en divisa es una fuente de riesgo y no una cobertura. En el ejercicio 2014 indicaba en su informe anual que su deuda financiera está referenciada al euro en un 91% (90% en 2013), por lo que la variación del tipo de cambio no le afecta de modo sustancial.

Este planteamiento estratégico de la cobertura cambiaria en Meliá no resulta tan extraño de acuerdo con el estudio realizado para la industria hotelera canadiense por Chang y Ma (2009). Dicho estudio demuestra que, en el caso de las empresas hoteleras, la cobertura operativa es una herramienta extremadamente eficiente frente al riesgo cambiario. La efectividad de las técnicas operativas radica en que las empresas hoteleras disponen del precio por habitación como una herramienta extremadamente flexible que le permite adaptarse rápidamente a las exigencias de cobertura del riesgo cambiario.

*d) NH Hotel Group S.A.*

La estrategia de cobertura cambiaria en NH está centralizada en la denominada “Dirección Financiera Corporativa”, quien debe establecer las medidas necesarias para el



control de la exposición al riesgo no sólo de tipo de cambio, sino también de tipo de interés, de crédito y liquidez.

La cobertura cambiaria de NH presenta una naturaleza financiera materializada en la contratación de derivados, concretamente, seguros de cambio y deuda en divisa. Sin embargo, aunque la empresa afirma en sus informes financieros anuales que efectivamente realiza una labor de cobertura cambiaria, durante la mayor parte del periodo analizado prácticamente no lo ha hecho. Durante el horizonte temporal de análisis (2004-2014), NH únicamente se ha cubierto en los ejercicios 2006 y 2007 manifestando la contratación de seguros de cambio y deuda en divisa nominada en dólares estadounidenses. Asimismo, suscribió seguros de cambio como cobertura de cambiaria de su posición en dólares a corto plazo en el 2014. El hecho de que realice una cobertura discontinuada de la exposición al riesgo cambiario puede deberse a que, como la propia empresa indica, sus posiciones estén mayoritariamente referidas al euro, así como al hecho de que la mayor parte de sus filiales se encuentren dentro de la zona euro. Además, durante los últimos años ha potenciado su expansión internacional a través de franquicias en detrimento de la inversión directa en el exterior, lo que reduce su exposición (Chang y Ma, 2009; Ki et al., 2010).

Respecto a la deuda en divisa, es interesante mencionar que, en sus cuentas individuales y no así en las consolidadas, reconoce su existencia en balance, generalmente asociada a inversiones realizadas en las mismas monedas extranjeras, lo que permitiría concluir que utiliza la deuda en divisa como instrumento de cobertura del riesgo cambiario. De hecho, NH manifiesta que intenta contraer deudas en las mismas monedas en que realiza la inversión, pero siempre considerado que los ingresos generados en áreas geográficas con moneda distinta del euro se sitúan por debajo del 10% de los ingresos totales

#### **4. CONCLUSIONES**

Este trabajo ha analizado, desde un punto de vista descriptivo, el perfil de exposición cambiaria y su cobertura en las empresas turísticas cotizadas españolas durante el período 2004-2014. En general, los resultados muestran que este tipo de empresas presentan una exposición al riesgo cambiario de tipo transaccional y operativa. Asimismo, un perfil contable también es encontrado al manifestarse en sus informes anuales la relevancia que tienen las fluctuaciones cambiarias en la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.

La existencia de exposición cambiaria no justifica per se la aplicación de técnicas de cobertura que permitan gestionarla y, en su caso, minimizar su impacto en los resultados empresariales. No obstante, en el caso de las empresas turísticas analizadas, se confirmó que todas ellas recurren al diseño y aplicación de técnicas de cobertura, ya sea centralizando su gestión en la empresa matriz o descentralizando esta competencia en las filiales. La cobertura financiera a través de productos derivados y/o deuda en divisa es el tipo de herramienta más popular en la gestión cambiaria, si bien los resultados también denotan la aplicación de cobertura operativa. Respecto a ésta última, el análisis realizado ha permitido identificar que la diversificación geográfica de la actividad actúa como herramienta de cobertura natural de la exposición cambiaria. Ello es especialmente relevante en el caso de la industria hotelera, evaluada a través de las grandes cadenas hoteleras Meliá y NH.

Las principales limitaciones que se han encontrado durante la elaboración del presente trabajo se refieren a la no disponibilidad de información detallada, por ejemplo, para la tipología de cobertura operativa aplicada en las empresas objeto de estudio. De hecho, una

línea de trabajo futura podría vincularse a la profundización en el estudio de este tipo de técnicas de cobertura cambiaría pues, como se indicó arriba, es relevante en el sector hotelero. Asimismo, otra limitación está relacionada con los cambios de estructura y propiedad de las empresas, como es el caso de Amadeus o Iberia y AIG, han dificultado la obtención de datos para la serie temporal considerada en el estudio.

## **5. BIBLIOGRAFÍA**

- Aabo, T., 2006. The Importance of Corporate Foreign Debt as an Alternative to Currency Derivatives in Actual Management of Exchange Rate Exposures. *European Financial Management*, 12(4), 633-649.
- Aabo, T., y Simkins, B., 2005. Interaction Between Real Options and Financial Hedging: Fact or Fiction in Managerial Decision-Making. *Review of Financial Economics*, 14, 353-369.
- Belghitar, Y., Clark, E. y Judge, A., 2008. Value Effects of Foreign Currency and Interest Rate Hedging: The U.K. Evidence. *International Journal of Business*, 13(1), 455-472.
- Bessembinder, H., 1991. Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4) 519-32.
- Bodnar, G. y Gebhardt, G., 1999. Derivatives Usage in Risk Management by US and German Nonfinancial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10, 153-187.
- Butler, K., 2004. *Multinational Finance*. South-Western.
- Chang, C., y Ma, L. (2009). Operational hedging and exchange rate risk: A cross-sectional examination of Canada's hotel industry. *Cornell Hospitality Report*, 9(15), 6-15.
- Eun, C. S., y Resnick, B. G. (2007). *Administración financiera internacional*. McGraw-Hill Interamericana.
- García, P. I. (2008). *Financiación internacional*. Thomson Paraninfo.
- Geczy, C., Minton, B., y Schrand, C., 1997. Why Firms Use Currency Derivatives. *The Journal of Finance*, 52, 1323-54.
- Gómez, D., y Martínez, F. (2003). *Negociación Internacional: medios de cobro y pago*. ESIC Editorial.
- Hagelin, N. y Pramborg, B., 2004b. Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(1), 55-69.
- Jorion, P., 1990. The Exchange Rate Exposure of U.S. Multinationals. *Journal of Business*, 13(11), 375-386.
- Ki, S., y Jang, S. (2010). Internationalization and exposure to foreign currency risk: An examination of lodging firms. *International Journal of Hospitality Management*, 29(4), 701-710.
- Levi, M. (1997). *Finanzas internacionales*. McGraw Hill.
- Madura, J. (2003). *International financial management*. McGraw Hill.
- Martin, A., Madura, J. y Akhigbe, A., 1998. A Note on Accounting Exposure and the Value of Multinational Corporations. *Global Finance Journal*, 9, 267-277.
- Pantzalis, C., Simkins B., y Laux P., 2001. Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 32(4), 793-812.

International Journal of Scientific Management and Tourism (2017) 3-4: 535-553, Vivel-Búa, M., Lado-Sestayo, R. & Fernández-López, I.: “EL SECTOR TURÍSTICO COTIZADO ESPAÑOL Y LA COBERTURA DE SU EXPOSICIÓN CAMBIARIA (2004-2014)”

Pringle, J.J. y Connolly, R.A., 1993. The Nature and Causes of Foreign Currency Exposure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(3), 61-72.

Rahnema, A. (2007). *Finanzas internacionales*. Deusto.

Rossi, J.L., 2006. The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation. *6th Global Conference on Business and Economics*, Noviembre, Lacea-Lama.

Singh, A., y Upneja, A. (2007). Extent of hedging in the US lodging industry. *International Journal of Hospitality Management*, 26(4), 764-776.

Smith, C. y Stulz, R., 1985. The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(1), 391-405.

Stulz, R., 1984. Optimal Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(6), 127-140.

Vivel-Búa, M., Lado-Sestayo, R., Fernández-López, I. (2016). Exposición cambiaria y cobertura: un estudio de empresas internacionales cotizadas en el mercado español (2004-2010). *Dos Algarves A multidisciplinary e-journal*, 28, 104-118.