eman ta zabal zazu

Universidad del País Vasco
Euskal Herriko Unibertsitatea

Nazioarteko Finantzak

Aitziber Lertxundi Lertxundi
Alaitz Mendizabal Zubeldia

EUSKARAREN ARLOKO ERREKTOREORDETZAREN SARE ARGITALPENA

ISBN: 978-84-9860-937-0

Liburu honek UPV/EHUko Euskararen Arloko Errektoreordetzaren dirulaguntza jaso du

UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO
EUSKAL HERRIKO UNIBERTSITATEA

IKASGAIA

NAZIOARTEKO FINANTZAK

Gradua

Enpresen Administrazioa eta Zuzendaritza

Saila

Finantza Ekonomia II

Egileak:
Aitziber Lertxundi Lertxundi
Alaitz Mendizabal Zubeldia

AURKIBIDEA

HITZAURREA……...…….....6

ATALAK

1. ATALA: NAZIOARTEKO FINANTZEI BURUZKO SARRERA

1.1. NAZIOARTEKO FINANTZA-SISTEMA……..……..…....8

1.2. AIPAMEN HISTORIKOA: NAZIOARTEKO DIBISA-SISTEMA…….9

1.3. NAZIOARTEKOTZEAREN ERAGINA ENPRESEN FINANTZA-KUDEAKETAN…….……..…10

2. ATALA: ESKURAKO KANBIO-MERKATUA

2.1. SARRERA…….12

2.2. KANBIO-MERKATUA……13

2.3. ESKURAKO KANBIO-TASA……..……...16

2.3.1. Aldebiko kanbio-tasa: modu zuzena eta zeharkakoa…….……17

2.3.2. Kanbio-tasa eroslea eta saltzailea……..18

2.3.3. Kanbio-tasa zuzenak eta gurutzatuak……18

2.4 ARBITRAJEA ESKURAKO KANBIO-MERKATUETAN……..19

3. ATALA: EPERAKO KANBIO-MERKATUA

3.1. SARRERA…….....22

3.2. EPERAKO KANBIO-TASA……...22

3.3. INTERESEN PAREKOTASUN ESTALIA……..…23

4.ATALA: KANBIO-TASAREN ZEHAZPENA

4.1. SARRERA…….....…..26

4.2. ESKURAKO KANBIO-TASAREN ZEHAZPENA: FAKTORE AZALTZAILEAK…….....….…..…26

4.3. KANBIO-TASEN ZEHAZPENARI BURUZKO TEORIAK……..…….……..….30

4.3.1. Eskuratze-ahalmenaren parekotasunaren teoria (EAP)…….……..…..30

4.3.2. Interes-tasen parekotasaren teoria……..……..…….35

4.3.3. Fisherren teoria (itxia)……...……38

4.3.4. Espektatiben teoria……...…..……38

4.3.5. Nazioarteko Fisherren teoria (irekia)……..39

5.ATALA: KANBIO-ARRISKUA

5.1. SARRERA…….....42

5.2. KANBIO-ARRISKUA ETA KANBIO-ARRISKUAREKIKO ESPOSIZIOA……...42

5.2.1. Kontzeptua eta hura neurtzeko zenbait era……...……..42

5.2.2. Kanbio-arriskuarekiko esposizioa…….…….……43

5.3. ENPRESAREN KANBIO-ARRISKUA……...…….….…….43

5.3.1. Translazio-esposizioa…….….……...44

5.3.2. Eragiketa-esposizioa……..…….……46

5.3.3. Esposizio ekonomikoa……...…….……47

6. ATALA: KANBIO-ARRISKUAREN KUDEAKETA: ESTALDURA-TEKNIKAK

6.1. SARRERA……..…...…54

6.2. KANBIO-ARRISKUAREN KUDEAKETA: PLANTEAMENDU OROKORRA.....54

6.3. EZ ESTALTZEAREN AUKERA vs ESTALTZEAREN AUKERA…….....57

6.3.1. Kanbio-arriskuaren estaldura ez kontratatzeko arrazoiak……..59

6.3.2. Kanbio-arriskuaren estaldura kontratatzeko arrazoiak……60

6.4. KANBIO-ARRISKUAREN ESTALDURA-TEKNIKAK…….61

6.4.1. Kanbio-arriskuaren autoestaldura, edo estaldura-teknika eskurako merkatuan edo *spot* merkatuan…….....…63

6.4.2. Kanbio-arriskuaren kontratuzko estaldurak……63

6.4.2.1. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak eperako merkatuan edo *forward* merkatuan ……...……63

6.4.2.2. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak diru-merkatuan……..……63

6.4.2.3. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak futuroen merkatuan……..... 64

6.4.2.4. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak opzioen merkatuan……..64

BIBLIOGRAFIA……..…..……..……70

WEBGUNE INTERESGARRIAK……....…..70

ALDIZKARIAK……...….70

KASU BATEN AZTERKETA: CAF KASUA……..…...….72

IRAKURGAIAK ETA LANKETARAKO GALDERAK…….....…86

HITZAURREA

Ikasmaterial honen helburua da Enpresen Administrazioa eta Zuzendaritza Graduko Nazioarteko Finantzak ikasgaiko ikasleentzako eskuliburu bat osatzea. Ikasgai horretan, kanbio-arriskuaren kudeaketa eraginkorra egiteko edukiak irakasten zaizkie ikasleei. Kontuan izanda zer-nolako indarra hartu duten enpresen nazioartekotze-prozesuek azken hamarkadan, gaur egun oso garrantzitsua da nazioartean aritzen diren enpresek finantza-gestio egokia egitea nazioartean.

Ikasleek honako ezagupen eta gaitasun hauek lortzea du helburu eskuliburu honek, besteak beste: dibisen merkatuen ezaugarriak eta jardunbideak zer diren ongi jakitea; kanbio-tasaren zehaztapenerako faktore nagusiak, eta eskurako eta eperako kanbio-tasen zehaztapenerako erlazioak zer diren ikastea; kanbio-arriskuaren kontzeptua, haren eragina enpresan, eta haren neurketarako eta estaldurarako metodoak lantzea; eta enpresa edo erakunde jakin baten kanbio-arriskua behatzeko, hautemateko eta aztertzeko gaitasuna izatea.

Helburu hori aintzat hartuta, lehenengo atalean, nazioarteko finantza-sistemaren sarrera egingo dugu: nazioarteko finantza-sistemak historian zehar izan duen bilakaera labur azalduko dugu, eta azkeneko hamarkadetan nazioartekotzeak enpresen finantza-kudeaketan izan duen eragina deskribatuko.

Gero, bigarren atalean, eskurako kanbio-merkatua edo *spot* kanbio-merkatua aztertuko dugu. Dibisa garrantzitsuenen berri eman ondoren, dibisen merkatuetako funtzioez, jardunbideaz, antolaketaz eta kanbio-tasen adierazpenerako erez arituko gara. Kanbio-tasa gurutzatuen kontzeptua eta kalkulua ere jorratuko ditugu, eta, era berean, dibisen arbitrajea landuko dugu.

Hirugarren atalean, eperako kanbio-tasaz jardungo dugu. Haren adierazpideak eta ezaugarriak azaltzeaz gainera, interesen arbitraje estalia landuko dugu.

Laugarrenean, kanbio-tasaren zehazpena jorratuko dugu. Haren faktore azaltzaileak deskribatu, eta faktore horiek dibisen eskarian eta eskaintzan eta, hortaz, kanbio-tasaren zehazpenean zer-nolako eragina duten azalduko dugu. Horretaz gainera, zehazpenarekin loturiko erlazio teoriko garrantzitsuenak azalduko ditugu; haien formulazio teorikoak

adibide praktikoen bitartez azalduko ditugu, eta, era berean, haien funtsari eta betetze mailari buruzko zenbait ohar emango, enpresen kudeaketan nola aplikatzen diren azpimarratuz.Bosgarren atalean, kanbio-arriskuaren kontzeptuan sakonduko dugu. Kontzeptua, esanahia bera eta hura neurtzeko bideak edo tresnak erakutsiko ditugu. Enpresaren kanbio-arriskua neurtzeko ikuspegi praktikoa azalduko dugu; esposizioaren kontzeptua, hain zuzen ere. Ildo horretatik, hiru esposizio mota azalduko ditugu: translaziokoa, eragiketakoa eta ekonomikoa.

Azkenik, seigarren atalak kanbio-arriskuaren estaldurarako teknikak dakarzkigu. Atal horretan, estaldurarako enpresak duen planteamendu orokorra azaldu ostean, haren aurrean zer aukera dituen jorratuko ditugu: estali edo ez estali. Horren ostean, kontratuz kanpoko tresnak (autoestaldura edo estaldura eskurako kanbio-merkatuan) eta kontratuzko tresnak (estaldura eperako kanbio-merkatuan, diru-merkatuan, futuroekin eta opzioekin) azalduko ditugu.

1. ATALA: NAZIOARTEKO FINANTZEI BURUZKO SARRERA

1.1.NAZIOARTEKO FINANTZA-SISTEMA

Finantza-sistema merkatu eta erakunde finantzarioen multzoak osatzen du, baliabide finantzarioak soberakina duten eragileetatik gabezia duten eragileetara bideratzen dituzten heinean (Pedrosa, 2003). Helburu nagusia da baliabide finantzarioak inbertitu edo mailegatu nahi dituztenak baliabideen beharra dutenekin harremanetan jartzea (Barquero eta Huertas, 1997).

Aurreztaile eta inbertitzaileen arteko harremana zuzenean edo bitartekari bidez gauzatu daiteke finantza-sistemaren barnean; azken kasu horretan, erakunde finantzario baten bidez gauzatzen da kontaktua, eta baliabide finantzarioen transferentzia egiten da parte-hartzaileen artean.

Nolanahi ere, parte-hartzaile ekonomikoen helburua beren erabilgarritasuna maximizatzea da, eta, horretarako, prest daude beren errenta sortzeko edo kontsumoaren denborazko perfila egokitzeko aukera ematen duten finantza aktiboak jaulkitzeko edo erosteko (Berges eta Soria, 1993). Parte-hartzaileen artean, bereziki, hiru multzo nagusi bereizten dira: familiak, enpresak eta Estatua.

Merton-en (1993) hitzetan, perfektuki garatu den eta arin funtzionatzen duen finantza-sistema batek egoki esleitzen ditu ekonomia bateko kapitalaren beharrak ekonomiako agenteen artean. Hau da, alde batetik, familiek bizitzan zehar aurrezteko edo kontsumitzeko dituzten beharrak asetzen ditu, eta, bestetik, enpresa-sektorearen kapital-beharrak eraginkorki egokitzen ditu.

Horretan oinarrituta, finantza-sistema osatzen duten elementuetan oinarrituz defini daiteke finantza-sistema bera, hau da, finantza-merkatuen, bitartekari finantzarioen eta finantza aktiboen multzoa da, baliabideen eskatzaileak eta eskaintzaileak era eraginkorrean harremanetan jartzen dituena.

Aurreko guztian oinarrituz, beraz, nazioarteko finantza-sistema erakunde publiko (Estatua) eta pribatuen (familiak, enpresak) multzoa da, nazioartean beren ekintzen garapenerako beharrezkoak diren baliabide finantzarioak lortzeko aukera ematen duena.

1.2. AIPAMEN HISTORIKOA: NAZIOARTEKO DIBISA-SISTEMA

Nazioarteko Dibisa Sistemaren bilakaeran, 1870etik gaur egunera bitartean, hiru antolaketa mota bereiz daitezke:

1. Urrearen patroia (1870-1914)

Diru unitatearen balioa urre kopuruaren arabera finkatzen duen diru-sistema da urrearen patroia. Dibisaren igorleak bermatu behar du gai dela diruaren jabeari dagokion urre kopurua emateko.

Urrearen patroia XIX. mendean zehar egon zen indarrean nazioarteko finantza-sistemaren oinarri gisa. Lehen Mundu Gerraren ondorioz, gerran parte hartu zuten herrialdeek gerra finantzatzeko zuten diru-beharra zela eta, beren esku zuten urre kopurua baino diru gehiago inprimatu zuten.

2. Bretton Woods patroia edo kanbio-tasa finkoen patroia (1944-1973)

Lehen Mundu Gerraren ondoren, urrearen patroia beste patroi batek ordezkatu zuen. Hala, herrialde bakoitzeko diruaren balioa urrearekin zuzenean lotu ordez, urre bihur zitekeen diru zentral batekin lotzen zen. Urre bihurtzea bermatzen zuten dibisak dolarra eta libera esterlina ziren.

Bretton Woodseko hitzaldian (1944), urrearen patroia berreskuratu zen, eta Nazioarteko Diru Funtsa eta Munduko Bankua sortu ziren. Sistema horrek nolabaiteko egonkortasun iraunkorra ekarri zuen, 1944 eta 1971 bitartean. Garai hartan, munduko ekonomia gehienak garatu egin ziren, eta, horregatik, historiako garai horri “Urrearen adina” deritzo.

3. Gaur egun, kanbio-tasa malgua dago; nazioarteko finantza-merkatuen esku-hartze kooperatiboaren patroia nagusitu da.

1.3. NAZIOARTEKOTZEAREN ERAGINA ENPRESEN FINANTZA-KUDEAKETAN

Finantza-funtzioa da enpresa batean baliabide finantzarioak lortzeaz eta haien erabilera kontrolatzeaz arduratzen den enpresa-jarduera. Hauek dira, besteak beste, haien betebeharrak:

- Bai aktibo finkoan eta bai aktibo zirkulatzailean egiten diren inbertsioen plangintza eta kontrola.
- Kapitalen merkatuarekiko harremanak kudeatzea: kapital-zabalkuntzak eta zorpetze-politika, dibidendu-banaketaren politika, eta abar.
- Kredituaren gestioa: erakunde finantzarioen eta diru-merkatuen arteko harremanen gestioa (kredituak lortzea, kredituak lortzeko egin behar diren gordailuak definitzea, enpresaren zor-aginduak merkaturatzea eta saltzea, eta abar).
- Gestio fiskala (zergen gestioa): ahal den neurrian, zerga gutxiago ordaintzea.
- Enpresaren ondasun eta funtsak zaintzea: adibidez, aseguru-sistema bat kontratatzea, pentsio-funtsak, eta abar.
- Kobrantzen eta ordainketen gestioa (diruzaintza): kaudimen gabeziagatiko arriskua, interes-tasengatiko arriskua, eta abar.

Enpresaren gainerako funtzioetan bezala, enpresaren nazioartekotzeak finantza-funtzioan ere badu eragina. Hau da, nazioartean agertzen diren aukerak ahalik eta gehien baliatzeko eta mehatxuen eraginak ahalik eta gehien gutxitzeko asmoz, enpresak bere kudeaketa finantzarioa egokitzeko ahalegina egin behar du.

Alde batetik, baliabide finantzarioak lortzeari dagokionez, globalizazio finantzarioak nazioarteko finantza-iturrietara jotzeko aukera irekitzen du. Ildo horretan, iturri horietara jotzeak dakartzan aukeren eta mehatxuen arteko balantzea egin behar da. Hiru faktore nagusik baldintzatzen dute balantze hori: enpresa-ezaugarriek, atzerriko herrialdeen ezaugarriek eta enpresak arriskuarekiko duen ezkortasun mailak.

Bestetik, baliabide finantzarioen erabilerari dagokionez, enpresa guztiek dituzte hainbat inbertsio-proiektu posible, eta, nazioarte mailan aztertuz gero, aukerak zabaldu egiten

dira. Egoera horretan, erabakitzaileek beren helburuak hobetoen betetzen dituztenak hautatu behar dituzte, nazioarte mailan aritzeak zer dakarren kontuan hartuz (herrialde bakoitzeko araudiak, herrialde bakoitzeko dirua, eta abar).

Baliabide finantzarioak lortzeak eta baliabide horiek nazioartean erabiltzeak zenbait arrisku sorrarazten ditu enpresan (kanbio-arriskua eta dibisen interes-arriskua, arrisku politikoa, herrialde-arriskua, eta abar), baina, era berean, nazioartean dibertsifikatzeko aukera ematen du.

Laburbilduz, finantza-funtzioaren eginbeharrak nazioartean era egoki batean bete daitezen, beharrezkoa da gai hauei buruz gutxieneko jakintza bat lortzea: nazioarteko finantza-merkatuen funtzionamendua, kanbio-tasen merkatuen funtzionamendua, nazioarte mailan aritzearen ondorioz sortzen diren finantza-arriskuen kudeaketa, eta abar.

2. ATALA: ESKURAKO KANBIO-MERKATUA

2.1. SARRERA

Finantza-merkatua da finantza aktiboen arteko trukea eta prezioen zehazpena gauzatzen diren lekua (fisikoa edo birtuala). Finantza-merkatuak zenbait irizpideren arabera sailka daitezke, eta irizpide horien artean dago finantza-merkatuan negoziatzen den finantza-aktiboaren ezaugarrien araberako sailkapena. Kasu horretan, dibisen arteko merkatuari dibisen merkatua edo kanbio-merkatua deritzo, eta dibisa batek beste dibisa batean duen prezioari, berriz, kanbio-tasa, hau da, bi dibisen arteko truke-erlazioa. Dibisen transakzioa da bi dibisaren arteko salerosketa, erosle baten eta saltzaile baten artean kanbio-tasa jakin batean adosten dena.

Zehazki, dibisa deritzo, adiera zabalean, atzerriko diruan adierazitako edozein ondasun motari, eta, beraz, txanpon metalikoak, billeteak, titulu eta balioak, gordailuak, ordaintzeko bideak eta abar hartzen ditu barnean. Hala ere, banku-eragiketetan, dibisaren kontzeptu zehatzago bat erabiltzen da, hau da, atzerriko diruan adierazitako banku-gordailuetako saldo hartzekodunak eta haiek erabiltzeko bideak.

Finantza-merkatuen sailkapenera itzuliz, beste irizpide bat da zenbat denbora pasatzen den trukea adosten denetik haren likidazioa egiten den arte. Kasu horretan, eragiketaren ia berehalako likidazioa egiten denean (gehienez, bi lanegun) *eskurako kanbioa* edo *spot merkatua* deritzo; aitzitik, *dibisen gaineko futuroen merkatua* deritzo likidazioa etorkizuneko data jakin batean (bi lanegun baino gehiago) egiten denean, aurrez ezarritako kanbio-tasan transakzioa egiteko konpromisoa *eperako kanbio-merkatu*aren edo testuinguru instituzionalizatu batean zehaztuta.

Dibisa-merkatuen ezaugarriak zein diren jakitea ezinbestekoa da nazioarteko eragiketak egiten dituzten enpresentzat. Gai honetan eta hurrengoan, eskurako kanbioaz edo *spot* merkatuaz, eta eperako merkatuaz edo *forward* merkatuaz hitz egingo dugu.

Eskurako kanbio-merkatua kanpoko agenteentzat ordainketak egiteko beharrezkoak diren dibisak lortzearen ondorioz sortu zen, edo kanpoko kobrantzen bidez lortutako dibisak salduz diru lokala lortzeko beharraren ondorioz. Beraz, haren jatorria nazioarteko finantza- eta merkataritza-eragiketetan dago.

2.2. KANBIO-MERKATUA

Kanbio-merkatua mundu guztian barreiatuta dago; prezioak uneoro aldatzen ari dira, eta dibisak saltzen eta erosten dihardute mundu guztiko merkatuetan. Negoziazio garrantzitsuenek Sidneyn eta Tokion dute abiapuntua, goizetan; mundu guztian ireki ostean, San Franciscon eta Los Angelesen amaitzen dute eguneroko jarduna, eta, ondoren, hurrengo eguneko eragiketak hasten dira berriro. Nazioarteko banku handiek kanbio-etxeak dituzte eragiketa gune nagusien herrialdeetan, merkataritza-kontu garrantzitsuenei behar bezalako arreta eskaintzeko, eguneko 24 orduetan. Merkatu horretan parte hartzen duten bankuak telekomunikazio-sare aurreratuen bitartez jartzen dira harremanetan. Operatzaileek kanbio-tasen kotizazioak jasotzen dituzte beren pantailetan, eta telefono, fax, eta abar bidez komunikatzen dira elkarrekin. Reuters, Telerate edo Bloomberg dira nagusietarikoak.

Merkatua, tamainaz, erraldoia da, beheko taulako zenbatekoek adierazten duten legez.

1. TAULA: KANBIO-MERKATUKO SALEROSKETEN ZENBATEKOA

Global foreign exchange market turnover by instrument[1]

Average daily turnover in April, in billions of US dollars

Instrument	1998	2001	2004	2007	2010
Foreign exchange instruments	**1.527**	**1.239**	**1.934**	**3.324**	**3.981**
Spot transactions[2]	568	386	631	1.005	1.490
Outright forwards[2]	128	130	209	362	475
Foreign exchange swaps[2]	734	656	954	1.714	1.765
Currency swaps	10	7	21	31	43
Options and other products[3]	87	60	119	212	207
Memo:					
Turnover at April 2010 exchange rates[4]	*1.705*	*1.505*	*2.040*	*3.370*	*3.981*
Exchange-traded derivatives[5]	*11*	*12*	*26*	*80*	*168*

Iturria: Nazioarteko Ordainketetarako Bankua (https://www.bis.org/publ/rpfxf10t.htm)

Merkatu finantzarioetako eragiketetan gehien erabiltzen diren txanponak euroa, dolarra eta yena dira mundu mailan. Espainiako estatuan, euroa da nagusi, jakina, eta haren ondoren, dolarra erabiltzen da, taula honetan adierazten den bezala.

2. TAULA: MERKATUKO SEGMENTUAK ETA TXANPONEN XEHETASUNAK

	2010		2007		2010/2007
	Importe	%	Importe	%	%
TOTAL	**30 741**	**100**	**16 776**	**100**	**83**
Dólar	1 573	5	571	3	176
Euro	27 367	89	14 000	83	95
Otras	1 801	6	2 206	13	-18
FRAS	**3 610**	**100**	**538**	**100**	**572**
Dólar	219	6	0	0	79017
Euro	3 390	94	537	100	531
Otras	0	0	0	0	0
SWAPS	**24 809**	**100**	**15 558**	**100**	**59**
Dólar	1 228	5	508	3	142
Euro	23 063	93	12 848	83	79
Otras	518	2	2 201	14	-76
OPCIONES	**2 323**	**100**	**681**	**100**	**241**
Dólar	125	6	62	9	102
Euro	914	39	614	90	49
Otras	1 284	55	5	1	24701

Iturria: *Encuesta sobre el mercado de divisas y el mercado de derivados OTC en España durante el mes de abril de 2010.* Espainiako Bankua (http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/10/Arc/Fic/presbis10.pdf)

Kanbio-merkatuak hiru funtzio nagusi betetzen ditu:

- Eskuratze-ahalmenaren transferentzia egitea herrialdeen artean.
- Nazioarteko merkataritza finantzatzea.
- Kanbio-tasen aldaketaren eraginez sortutako kanbio-arriskuaren estaldurarako tresnak eskaintzea.

Merkatu horretan, hainbat eratako parte-hartzaileak ikus ditzakegu. Bi mailatan banatuta dago. Alde batetik, *banku arteko merkatua* edo *handizkakoa*, eta, bestetik, *bezeroen merkatua* edo *txikizkakoa*. Banakako transakzioek itzelezko kopurua izaten dute banku arteko merkatuan. Maila edo kategoria horien barnean, lau motatako parte-hartzaileak daude:

1. Kanbio-operatzaileak (banku-izaerakoak edo bestelakoak)

   Aipatutako bi mailetan lan egiten dute. Dibisak erosketa-prezio (*bid*) batean erosi eta salmenta-prezio (*ask*) altuxeagoan salduta lortzen dute etekina. Merkatuko lehiak aldeak txikitu eta kanbio-merkatuaren

eraginkortasuna bultzatzen du. Nazioarteko banku handietako dibisetako sailen operatzaileek *merkatu sortzaile* gisa jarduten dute sarri. Operatzaile horiek uneoro prest daude dibisa espezializatuetan salerosketak egiteko, eta, hortaz, dibisen inbentarioak izaten dituzte. Banku txiki eta ertainak, berriz, banku arteko merkatuan aritzeko aukera duten arren, ez dira merkatu-sortzaile. Bezeroen eskaerei erantzuteko, banku handiagoei salerosten dizkiete behar dituzten dibisak.

2. Merkataritza- eta inbertsio-eragiketak egiten dituzten norbanako eta enpresak

   Inportatzaileak, esportatzaileak, inbertitzaileak, nazioarteko enpresak, turistak eta abar dira, merkataritza- eta inbertsio-eragiketak egiten dituztenak. Beste batzuetan, kanbio-arriskua bera saihesteko jotzen dute merkatu horretara.

3. Espekulatzaileak eta arbitrajistak

   Etekina bilatzen dute. Kanbio-tasen aldaketak baliatzea bilatzen dute, beren onurarako. Arbitrajistek, berriz, merkatuetan egon daitezkeen kanbio-tasen arteko diferentziekin jokatzen dute etekina ateratzeko.

4. Banku zentralak

   Beren dibisa-erreserbetan eraginez, dibisen salerosketak egin ditzakete, beren dibisaren prezioan eragiteko, edo erreserbak sortzeko edo txikitzeko.

Ondorengo puntuetan, kanbio-tasa adierazteko erak eta eskurako kanbio-merkatuak ondo funtzionatzeko ezinbestekoa den mekanismo bat aztertuko dugu: arbitrajea.

2.3. ESKURAKO KANBIO-TASA

Hasteko, 3. taulan, dibisa garrantzitsuenen izendapenak agertzen dira, Espainiako diruarekin batera. ISO 4217 da diru-izenak izendatzeko nazioarteko kodea,

Estandarizaziorako Nazioarteko Erakundeak (International Organization for Standardization - ISO) definitua.

3. TAULA: ISO 4217

Kodea	Dibisa	Kodea	Dibisa	Kodea	Dibisa
AED	Arabiar Emirerri Batuetako dirhama	GTQ	Guatemalar ketzala	OMR	Omandar riala
AFN	Afgani afganistandarra	GYD	Guyanar dolarra	PAB	Panamar balboa
ALL	Lek albaniarra	HKD	Hong Kongeko dolarra	PEN	Peruko sola
AMD	Dram armeniarra	HNL	Hondurasko lempira	PGK	Papua Ginea Berriko kina
ANG	Holandako Antilletako florina	HRK	Kuna kroaziarra	PHP	Peso filipinarra
AOA	Kwanza angolarra	HTG	Haitiko gourdea	PKR	Errupia pakistandarra
ARS	Peso argentinarra	HUF	Forint hungariarra	PLN	Zloty poloniarra
AUD	Dolar australiarra	IDR	Errupia indonesiarra	PYG	Guarani paraguaiarra
AWG	Florin arubarra	ILS	Shequel israeldar berria	QAR	Qatarreko riala
AZM	Manat azerbaijandarra	INR	Errupia indiarra	RON	Errumaniako leua
BAM	Bosnia-Herzegovinako marko bihurgarria	IQD	Dinar irakiarra	RUB	Errublo errusiarra
BBD	Barbadosko dolarra	IRR	Riada irandarra	RWF	Ruandako libera
BDT	Bangladesheko taka	ISK	Koroa islandiarra	SAR	Saudi Arabiako riyal
BGN	Lev bulgariarra	JMD	Dolar jamaikarra	SBD	Salomon uharteetako dolarra
BHD	Dinar bahraindarra	JOD	Dinar jordaniarra	SCR	Seychellesko errupia
BIF	Burundiko libera	JPY	Yen japoniarra	SDD	Dinar sudandarra
BMD	Bermudako dolarra	KES	Txelin keniarra	SEK	Koroa suediarra
BND	Bruneiko dolarra	KGS	Kirgizistango soma	SGD	Singapurreko dolarra
BOB	Bolivianoa	KHR	Riel kanputxearra	SHP	Santa Helenako libra
BRL	Erreal brasildarra	KMF	Komoreetako libera	SKK	Koroa eslovakiarra
BSD	Bahametako dolarra	KPW	Won iparkorearra	SLL	Sierra Leonako leonea
BTN	Bhutango ngultruma	KRW	Won hegokorearra	SOS	Txelin somaliarra
BWP	Botswanako pula	KWD	Dinar kuwaitarra	SRD	Dolar surinamdarra
BYR	Errublo bielorrusiarra	KYD	Kaimanetako dolarra	STD	Sao Tome eta Principeko dobra
BZD	Belizeko dolarra	KZT	Tenge kazakhstandarra	SYP	Libra siriarra
CAD	Dolar kanadarra	LAK	Kip laostarra	SZL	Lilangeni swazilandiarra
CDF	Kongoko libera	LBP	Libra libanoarra	THB	Baht tailandiarra
CHF	Libera suitzarra	LKR	Sri Lankako errupia	TJS	Somoni tadjikistandarra
CLP	Peso txiletarra	LRD	Dolar liberiarra	TMM	Manat turkmenistandarra
CNY	Txinako renminbia	LSL	Loti lesothoarra	TND	Dinar tunisiarra
COP	Peso kolonbiarra	LTL	Litas lituaniarra	TOP	Tongako pa'anga
CRC	Costa Ricako kolona	LVL	Lat letoniarra	TRY	Lira turkiar berria
CSD	Serbiako dinarra	LYD	Dinar libiarra	TTD	Trinidad eta Tobagoko dolarra
CUP	Peso kubatarra	MAD	Dirham marokoarra	TWD	Dolar taiwandarra
CVE	Cabo Verdeko ezkutua	MDL	Leu moldaviarra	TZS	Txelin tanzaniarra
CYP	Zipreko libra	MGA	Madagaskarreko ariarya	UAH	Hryvni ukrainarra
CZK	Txekiako koruna	MKD	Denar mazedoniarra	UGX	Txelin ugandarra
DJF	Libera djibutiarra	MMK	Kyat birmaniarra	USD	Dolar estatubatuarra
DKK	Koroa danimarkarra	MNT	Tughrik mongoliarra	UYU	Peso uruguaiarra

DOP	Peso dominikarra	MOP	Macauko pataca	UZS	Sum uzbekistandarra
DZD	Dinar aljeriarra	MRO	Mauritaniako ouguiya	VEB	Venezuelako bolivarra
EEK	Koroa estoniarra	MTL	Lira maltarra	VND	Dong vietnamdarra
EGP	Libra egiptoarra	MUR	Maurizioko errupia	VUV	Vatu vanuatuarra
ERN	Nakfa eritrearra	MVR	Maldivako rufiyaa	WST	Samoako tala
ETB	Birr etiopiarra	MWK	Kwach malawiarra	XAF	CFA libera
EUR	Euroa	MXN	Peso mexikarra	XCD	Karibe ekialdeko dolarra
FJD	Dolar fijiarra	MYR	Ringgit malaysiarra	XOF	Mendebaldeko CFA libera
FKP	Libra falklandarra	MZM	Mozambikeko meticala	XPF	CFP libera
GBP	Libera esterlina	NAD	Dolar namibiarra	YER	Rial yemendarra
GEL	Lari georgiarra	NGN	Naira nigeriarra	ZAR	Rand hegoafrikarra
GHC	Cedi ghanarra	NIO	Nikaraguako kordoba	ZMK	Kwach zambiarra
GIP	Gibraltarreko libra	NOK	Koroa norvegiarra	ZWL	Zimbaweko dolarra
GMD	Dalasi gambiarra	NPR	Nepalgo errupia		
GNF	Libera ginearra	NZD	Zeelanda Berriko dolarra		

Dibisen arteko trukeak ia berehalako likidazioarekin egiten badira (bi lanegun), *eskurako* transakzioak edo *spot* transakzioak direla esaten da, eta, ondorioz, eskurako merkatuko eragiketak dira. Beraz, transakzio mota hori egiten den lekua –fisikoa edo birtuala; batez ere, birtuala– *eskurako merkatua* edo *kanbio-merkatua* da, eta truke-erlazioa, berriz, *eskurako kanbio-tasa* edo *spot* tasa.

Azkenik, eskurako eragiketaren balio-datak bi laneguneko atzerapena edukitzearen arrazoia kanbio-merkatuen izaera globalean dago. Hau da, merkatu bakoitzak bere ordutegia duenez, egun bereko edo hurrengo eguneko balio-data batek interpretazio-arazoak sor ditzake; hori ekiditearren finkatu zen, hain zuzen, bi eguneko balio-data[1].

2.3.1. Aldebiko kanbio-tasa: modu zuzena eta zeharkakoa

Lehen aipatu bezala, *kanbio-tasa* bi dibisaren arteko truke-erlazioa da, hau da, diru baten prezioa beste diru batean adierazita. Kanbio-tasa adierazteko, bi modu edo era bereizten dira.

Alde batetik, *zuzeneko modua*, AEBn “modu amerikarra” ere deiturikoa; atzerriko diruak diru lokalean duen balio gisa adieraz daiteke. Hau da, atzerriko diruaren unitate baten baliokidea den diru lokal kopurua. Era hori Britainia Handian edo/eta tradizio anglosaxoiko beste herrialde batzuetan erabili ohi da.

[1] Lanegunak kontatzeko erreferentzia-data gisa, *market maker* operatzailearena hartzen da, hau da, kotizazioak eskaintzen dituenarena, aurrerago ikusiko dugun bezala.

Bestalde, Europako Diru Batasunean, diru lokalaren unitateko dibisa unitate kopuru gisa adierazi ohi da, hau da, *zeharkako modua*, AEBn "modu europarra" deiturikoa.

Bi modu horietatik nazioarteko finantza-merkatuetara bideraturiko informazioetan –eta, oro har, nazioarteko eragiketetan–, zeharkako modua erabiltzen da, oinarritzat Estatu Batuetako dolarra hartuz[2].

2.3.2. Kanbio-tasa eroslea eta saltzailea

Kanbio-tasa adierazteko bi modu edo era bereizteaz gainera, kanbio-merkatuan, operatzaile bati dibisa baten kanbio-tasaz edo kotizazioaz galdetzen zaionean, operatzaile horrek bi eskariri erantzuten die: zer kanbio-tasa erosteko prest dagoen, eta zer kanbio-tasa saltzeko prest dagoen. Hau da, operatzaileak bi kanbio-tasa eskaintzen ditu: eroslea (*bid* tasa) eta saltzailea (*ask* tasa). Hori bai, haien esanahia ezberdina da kotizazio moduaren arabera:

- Kotizazioa modu zuzenean egiten bada, operatzailea atzerriko dibisa etxeko dibisaren truke erosteko prest dagoena da tasa eroslea, eta saltzailea, atzerriko dibisa etxekoaren truke saldu nahi duena.
- Kotizazioa zeharkako moduan egiten bada, etxeko dirua atzerrikoarekin erostea onartzen duena da tasa eroslea, eta saltzailea, berriz, etxeko dirua atzerrikoaren truke saldu nahi duena.

Bi kanbio-tasa horien –eroslearen eta saltzailearen– arteko diferentziari diferentziala edo marjina (*bid/ask spread*) deritzo, eta era erlatiboan adierazten da, hau da, ehunekotan edo milakotan; normalean, batez besteko kanbio-tasarekiko.

2.3.3. Kanbio-tasa zuzenak eta gurutzatuak

Bi diruren arteko negoziazioaren ondorioz zehazten den kanbio-tasa zuzena dela esan ohi da, eta, aldiz, hiru diruren edo gehiagoren ondorioz zehaztutako kanbio-tasari

[2] Bi diruren arteko kanbio-tasari *aldebiko kanbio-tasa* deritzo batzuetan, dibisa baten *kanbio-tasa efektiboaren indize* deiturikoari kontrajarrita. Azken horrek adierazten du diruak truke-proportziorik handiena duen dibisen kanbio-tasen batez besteko haztatua, zeharkako moduan adierazita.

gurutzatua deritzo (4. taula). Dibisa biren arten kanbio-tasa gurutzatua kalkulatzeko, jakin beharra dago dibisa horietako bakoitzak zer kotizazio duen beste dibisa jakin batekiko.

Praktikan, dibisen transakzioen gehiengoa USA dolarren aurka ematen da. Hori horrela da, edozein dibisarentzat askoz errazagoa delako dolarretan ordaina aurkitzea, beste edozein dibisatan baino. Hori dela eta, gaur egun –dolarra salbu–, oso arraroa da operatzaile garrantzitsu batek nazioarteko kanbio-merkatuetan dibisa bat beste batekin zuzenean trukatzea; horren ordez, eragiketa bikoitza egiten da, dolarraren bitartez. Eta, bezero batek gurutzatutako kotizazioa eskatzen badu, operazioak gurutzatzearen emaitzaren arabera finkatuko da *bid/ask* marjina.

4. TAULA: KANBIO-TASA GURUTZATUAK

	Euro	US $	UK £	¥en	SFranc	RUB
1 Euro	1,0	1,2938	0,85767	131,19	1,2451	40,519
1 US $	0,77292	1,0	0,66291	101,40	0,96240	31,319
1 UK £	1,1659	1,5085	1,0	152,96	1,4518	47,256
1 ¥en	0,0076225	0,0098619	0,0065376	1,0	0,0094911	0,30886
1 SFranc	0,80313	1,0391	0,68881	105,36	1,0	32,533
1 RUB	0,024671	0,031929	0,021162	3,2369	0,030733	1,0

Iturria: Reuters

2.4 ARBITRAJEA ESKURAKO KANBIO-MERKATUAN

Finantza-merkatuetan, hiru eragiketa mota egin daitezke: arbitrajea, espekulazioa eta estaldura. Oro har, *arbitrajea* deritzo ezer inbertitu eta arriskatu gabe irabazia lortzeko aukera ematen duen eragiketari. Aldiz, operazio horrek, inbertsioa egon ala ez, arriskua hartzea badakar, *espekulazioa* dago. Aurkako noranzkoan eginiko operazioaren bidez arrisku-posizioa ezabatu nahi bada, *estalduraz* hitz egingo dugu.

Kanbio-merkatuetan ere, hiru eragiketa horiek (arbitrajea, espekulazioa eta estaldura) ohiko eragiketak dira. Puntu honetan, aurrenekoa aztertuko da.

Eskurako merkatuan, arbitrajearen ("dibisen arbitrajea" ere deitua) helburua da finantza-merkatu, zentro edo plaza batetik bestera indarrean dauden kotizazio-ezberdintasunak baliatzea. Beraz, eragiketa hori gauzatu ahal izateko, dibisa beraren prezio bat baino gehiago behar da, plaza batean baino gehiagotan emanak. Alegia, plaza batean dibisa bat erosi eta aldi berean dibisa horren balioa handiagoa den beste plaza batean saltzean datza; diferentzia horretaz baliatzen da irabaziak lortzeko.

Eragiketa hori prezioak ezberdinak diren bitartean egin daiteke, eta, azkenean, arbitrajeak mundu guztian diru ezberdinen kanbio-tasak berdintzeko balio du. Arbitrajistak bigarren mailako kanbio-merkatuko operatzaileak izaten dira; kotizazioen informazio zuzena eskuragarri izateaz gainera, aginduak betearazteko aukera ere badute.

Eragiketa horiek dibisa biren edo gehiagoren artean gauzatu daitezke. Esate baterako, hiru dibisaren artean egiten direnean, hiru aldeko arbitrajea esaten zaio. Ikus dezagun adibide bat:

ADIBIDEA

Demagun operatzaile batek informazio hau ikusten duela bere pantailan:

Madrid	London	New York
109, 590JPY/USD	183,782JPY/GBP	1,677USD/GBP
Tasa eroslea	Tasa saltzailea	Tasa eroslea

183,782 = 109,590*1,677 denez, merkatua orekan dagoela esan dezakegu, eta, hortaz, arbitrajerako aukerarik ez dagoela.

Baina, handik minutu gutxira honako egoera hau erakusten badu pantailak, zer esan dezakegu?

Madrid	London	New York
109, 590JPY/USD	180,000JPY/GBP	1,677USD/GBP
Tasa eroslea	Tasa saltzailea	Tasa eroslea

180,000 < 109,590*1,677, eta yenaren balioa handitu egin dela Londresen. Egoera berri hori ez da orekatua, eta arbitraje-eragiketa gauzatu dezakegu. Esate baterako, 100.000 yenekin 555.556 libra (100.000.000/180.000) erosiko lituzke operatzaileak Londresen, eta libra horiek, aldi berean, New Yorken saldu 931.667 dolarrengatik (555.555*1,677); gero, Madrilen yenekin trukatu ostean, 102.101.386 yen jasoko lituzke (931.667*109,590). Segundo batzuetan, 2.101.386 yeneko etekina atera dugu.

Garbi dagoenez, prezio edo kanbio-tasa horiek aldatu egingo dira operatzaile askoren erosketa-/salmenta-eragiketen eraginez; oreka berrezarriko da berriro merkatuetan, eta arbitrajerako aukera baztertuko.

3. ATALA: EPERAKO KANBIO-MERKATUA

3.1. SARRERA

Nazioarteko ordainketa geroratuek edo kobrantza-eragiketek (inportazioak, esportazioak, mailegu edo kredituen interesak, eta abar) sorturiko kanbio-arriskua estaltzean datza eperako dibisa-transakzioen oinarrizko arrazoia. Beraz, eperako dibisa-transakzioen edo *forward* dibisa-transakzioen oinarrizko funtzioa da kanbio-arriskuaren estaldura ematea.

Eperako kanbio-merkatuetan, hau da, dibisen *forward* merkatuetan, dibisen arteko trukearen likidazioak (adostutako prezio eta kopuruan) bi egun baino gehiagoko atzerapenarekin gauzatzen dira; eperik ohikoenak hilabete bat, hiru, sei eta hamabi dira. Eragiketa horietatik ondorioztatzen diren kanbio-tasei eperako kanbio-tasa edo *forward* kanbio-tasa deritze.

Gai honen bigarren puntuan, bi eragiketa mota nagusiak (*outright* eta *swap*) eta haien kotizazioak adierazteko erak azalduko dira. Hirugarren puntuan, berriz, kontratu horiek balioesteko oinarrizko erlazio bat, "interesen parekotasun estalia", aztertuko da, eskurako eta eperako kotizazioak eta interes-tasak erlazionatzen dituena.

3.2. EPERAKO KANBIO-TASA

Dibisen eperako merkatuetako ohiko eragiketak bi eratakoak izan daitezke:

- "Eperakoa bakarrik" (*outright forward*): zenbait dibisaren arteko trukea da, eta likidazioa bi egun baino gehiagoko atzerapenarekin egiten da. Bankuaren eta haren bezeroen artean gauzatzen dira, batez ere.
- *Swap*: aldibereko eta dibisa berarekiko bi kontratu biltzen ditu, aurkako noranzkokoak, hau da, eragiketa bikoitza barneratzen du. Esate baterako, kontratuetako bat eskurakoa izan daiteke, eta bigarrena, eperakoa, hau da, dibisa kopuru jakin bat eskura erosten (saltzen) da, eta, aldi berean, dibisa kopuru bera epera saltzen (erosten) da. Kontratu bikote horri *forward swap*, "dibisen *swap* sinplea", edo *swap spot/forward* ere baderitzo.

Bi eragiketa mota horietan oinarrituz, eperako kanbio-merkatuetan kotizazioak ere bi eratakoak izan daitezke:

- Kotizazio "sinplea" edo *outright* kotizazioa: eskurako kotizazioa bezalaxe adierazten da (erosle/saltzaile edo *bid/ask* tasak), baina epemuga erantsiz. Adibidez, 1,0321/25 $/€ 2 hilabetera.
- *Swap* kotizazioa: eperako kanbio-tasa lortzeko eskurako kanbio-tasari gehitu –edo kendu– behar zaion dibisa unitate kopurua adierazten du. Unitate horiei "*swap* puntuak" deritze. Puntu horiek gehitu edo kendu behar diren jakiteko, kontuan eduki behar da, normalean, eperako kotizazioan *bid/ask* marjina handiagoa dela, eragiketak arrisku handiagoa baitakar.

Behin eperako kotizazioa (${}_{t-1}P_t$) lortu denean –alegia, "*forward* marjina"–, dibisak epera duen balioaren eta eperako kontratua formalizatzen den datan dibisa horrek berak duen balioaren arteko diferentzia erlatiboa kalkula daiteke. Hau da, *forward* dibisa bere *spot* balioarekiko garestitu edo merkatu den zenbateko erlatiboa jasotzen du, bai bataren eta bai bestearen batez bestekoen kotizazioa erabiliz ((eroslea+saltzailea)/2).

$$\textit{forward}\ \text{marjina}: {}_{t-1}p_t \equiv \frac{1/{}_{t-1}P_t - 1/C_{t-1}}{1/C_{t-1}} \equiv \frac{C_{t-1} - {}_{t-1}P_t}{{}_{t-1}P_t} \equiv \frac{C_{t-1}}{{}_{t-1}P_t} - 1$$

Forward marjina negatiboa denean (hau da, zeharkako moduan, eperako tasa eskurakoa baino handiagoa denean), dibisak epera "deskontuarekin" kotizatzen duela esaten da. Alderantziz gertatzen bada, berriz, epera "saria" edo "prima" dagoela esaten da, edo dibisak epera "primarekin" kotizatzen duela. Eskurako eta eperako tasak bat badatoz (*forward* marjina nulua), dibisak kotizazio *laua* (*flat*) duela esaten da.

3.3. INTERESEN ARBITRAJEA

Interesen arbitraje estaliak edo kapitalen arbitraje estaliak dibisen merkatuan –bai eskura eta baita epera ere– eta diru-merkatuan jarduten du aldi berean, diru-emaile eta hartzekodun gisa. Haren funtzionamendua ulertzeko, interes-tasen parekotasunaren teoria gogoan izan behar da. Haren arabera, bat etortzeko joera dute interes-tasen diferentzialek eta dibisa batzuek beste batzuekiko eperako kotizazioan dituzten deskontu edo balio-handitzeek. Eragiketak 0 unean egiten dira, baina etekina epe jakin

batera jasotzen da. Hori dela eta, gaur egungo datuen arabera diseinatzen da, etorkizuneko egoeren gainean inolako espekulaziorik egin gabe.

Honako ekintza hauek biltzen ditu:

1) Dibisa batean dirua eskatu.
2) Diru hori eskurako merkatuan beste dibisa batera aldatu.
3) Lortutako dibisa horiek erbestean inbertitu, hango interes-tasan.
4) Jatorrizko inbertsioaren unean, epemugan jasoko den zenbatekoa saldu.
5) Epera egindako salmentatik lortutako dirua hasieran eskatutako mailegua ordaintzeko erabili.
6) Etekina jaso.

Dibisen merkatuak ez dira beti orekan egoten eskura eta epera, interesen parekotasunaren erlazioak aldarrikatzen duen legez. Kasu horietan, interesen arbitrajea delako eragiketak gauzatuz etekina lor dezakegu, inolako arriskurik hartu gabe.

Ikus dezagun arbitraje mota hori adibide batean.

ADIBIDEA

Demagun dibisen operatzaile batek 4.638 dolarreko etekina ateratzen duela, 1.000.000 dolar amerikar yenetan bihurtuz, yen horiek euroyenetan izendatutako kontuan inbertituz sei hilabetera, eta epemugan berriro dolarretara bihurtuz. Etekin hori eurodolarretan inbertitzearekin lor dezakeen baino etekin handiagoa da. Era horetako arbitrajea gauzatzeko, honako urrats hauek egingo lituzke:

1) 1.000.000 dolar 106.000.000 yenetan bihurtu eskurako kanbio-tasarekin, 106 ¥/$-ekin.

2) Zenbateko hori, 106.000.000 ¥, euroyenetan kontu baten inbertitu, sei hilabetera, urteko % 4ko interes-tasan.

3) Aldi berean, sei hilabetera jasoko dituen yenak epera saldu (108.120.000 ¥), dolarren truke, 103,50 ¥/$ kanbio-tasan. Eperako eragiketa horrek dolarretan jasoko duen sarrera “bermatzen” du; 1.040.000 $, hain zuzen ere.

4) Erabilitako fondoen aukera-kostua eurodolarraren interes-tasarekin kalkulatzen du (urteko % 8n). Printzipala eta interesen zenbatekoa 1.040.000 $ da. Hortaz, lortutako mozkina 4.638 dolarrekoa da (1.044.638 $-1.40.000 $).

Lortutako etekina eragiketak hasi direneko dibisaren arabera kalkulatzen da. Adibide honetan, yenak epera kotizatzen du sariarekin. Sei hilabetera, interes-tasak dolarretan % 2 altuagoak dira.

Prima = (Spot-Forward)/Forward*360/180*100

= (106¥/$-103,5¥/$)/103,5¥/$*2 = % 4,8309

Laburbilduz, yenetan inbertituta eta haren etekina epera salduta, operatzaileak urteko % 4,83ko errendimendua lortzen du, eta % 4 lortuko zukeen dolarretan inbertitu izan balu.

Praktikan, merkatuko eraginkortasun ezak arbitrajea oztopa dezake, eta interesen parekotasuna galarazi. Arrazoien artean, hauek aipa genitzake: transakzio-kostu handiak (esate baterako, erosle-saltzaile kanbio-tasen arteko diferentzial handiak); kanbio-kontrola eta arrisku politikoak (batez ere, egonkorrak ez diren herrialdeetan gauzatzen bada); zerga-polita ezberdina herrialdeen artean; fondoen bolumen mugatua dibisen merkatuan.

4. ATALA: KANBIO-TASAREN ZEHAZPENA

4.1. SARRERA

Kanbio-merkatuen funtzionamendua ezagutzea beharrezkoa da nazioartean diharduten enpresentzat, eta are garrantzitsuagoa da jakitea ea zein diren dibisa baten kanbio-tasa altua edo baxua izatearen, handitzearen edo txikitzearen, eta abarren arrazoiak. Dibisen kanbio-tasek enpresaren emaitzetan eragin badezakete, enpresak kanbio-tasa horiek zergatik aldatzen diren jakin behar du, hau da, kanbio-tasak nola zehazten eta aldatzen diren.

Lehenik eta behin, testuinguru estatikoan, dibisa baten eskari- eta eskaintza-kurbak osatzen dituzten fluxuen jatorria planteatzen da; ondoren, denboran zehar kurba horien aldaketan eta, beraz, kanbio-tasen aldaketetan eragina izan dezaketen faktoreak aztertzen dira. Bigarren egoera horretan, hau da, testuinguru dinamikoan, zehazki, kanbio-tasei buruzko erlazio teorikoak planteatzen dira.

4.2. ESKURAKO KANBIO-TASAREN ZEHAZPENA: FAKTORE AZALTZAILEAK

Edozein ondasun edo aktiboren prezioa bezala, dibisa baten orekako kanbio-tasa ere dibisa horren eskariaren eta eskaintzaren arabera zehazten da, 1. irudian ikus daitekeen bezala. Eta horiek, era berean, zenbait eragiketaren ondorio dira: (a) ondasun eta zerbitzuen nazioarteko merkataritza, (b) erbestean egindako inbertsio zuzenak edo zorroko inbertsioak, eta (c) espekulazio eta arbitraje-eragiketak. Gaur egun, garrantzitsuenak azkeneko biak dira; batez ere, azkenengoa.

1. irudian ikusten denez, Q_t dibisa kopurua izanik, C_t zeharkako moduan adierazitako eskurako kanbio-tasa da, non C_t^* orekako eskurako kanbio-tasa adierazten duen, eskaintzaren eta eskariaren ezaugarriak kontuan hartuz.

Dibisa baten eskaria honako hauetatik eratortzen da:

- Merkataritza-eragiketengatiko ordainketak (inportazioak).

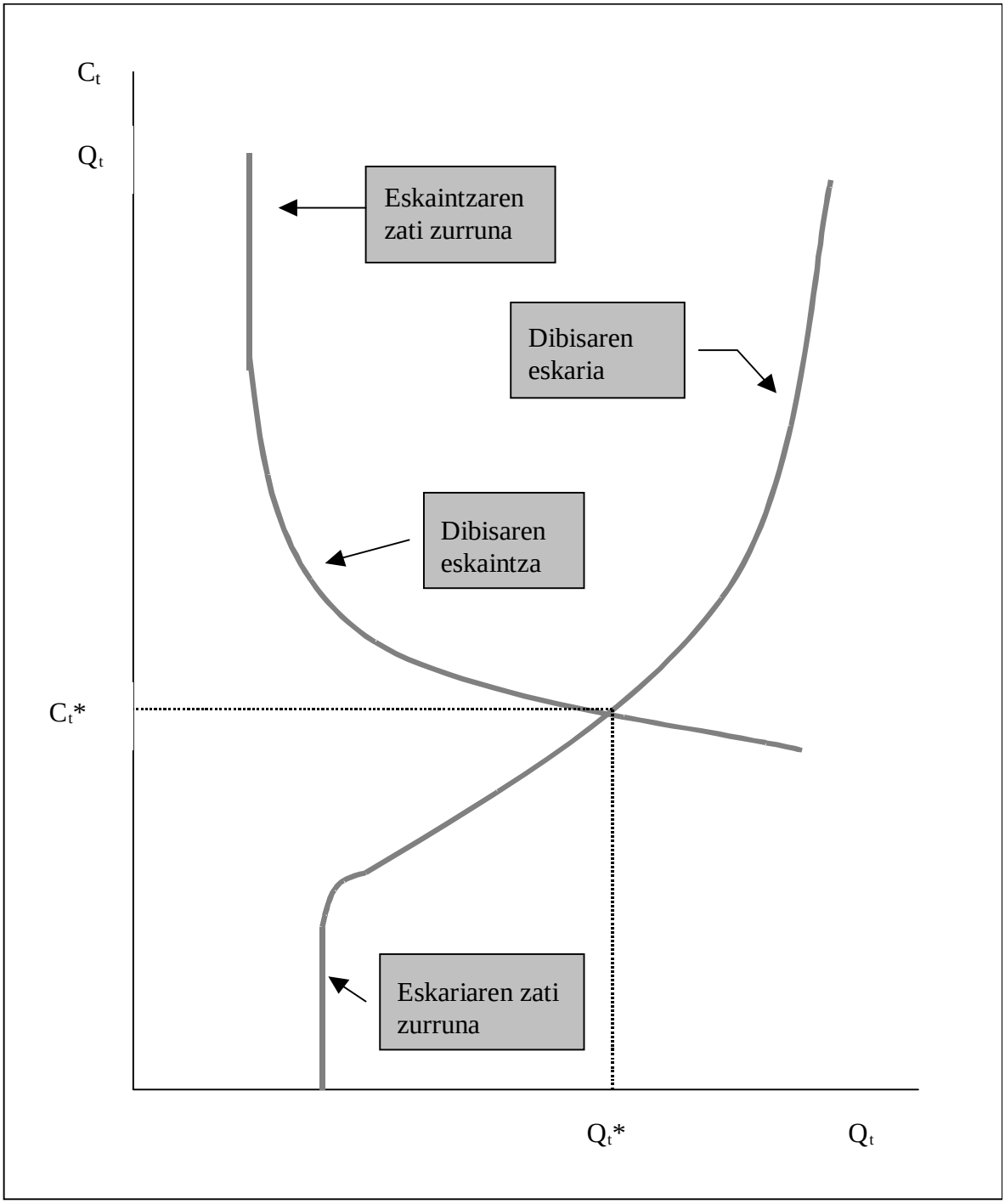
- Zerbitzu-ordainketak (zerbitzuen inportazioak, dibisa jaulkitzen duen herrirako turismoa, eta abar).
- Atzerrira egindako transferentziak (immigranteenak...).
- Dibisa horretan lortutako finantzaketen ondoriozko interesen, dibidenduen eta errenboltsoen ordainketak.
- Dibisa jaulkitzen duen herrialdean edo beste batzuetan inbertsioak egitea.
- Eskari espekulatzailea, dibisaren kanbio-tasaren etorkizuneko gorabeheren ondorioz irabaziak lortzera bideratzea; batez ere, dibisaren balioa garestitzeari buruzko aurreikuspenak (kanbio-tasa murrizteko). Finantza-erakundeetatik dator batez ere, kanbio-kontrolak direla-eta baimentzen zaien neurrian.
- Banku zentralen esku-hartzearen ondorioz sortzen den eskaria, dibisaren balioa handitzea edo ez txikitzea –hau da, haren kanbio-tasa, zeharkako moduan adierazita, txikitzea edo ez handitzea– nahi baita.

Dibisa beraren eskaintza osatuko dute honako hauek:

- Merkataritza-eragiketengatiko kobrantzak (esportazioak).
- Zerbitzuengatiko kobrantzak (zerbitzuen esportazioak, dibisa jaulkitzen duen herrialdetik datozen turistak, etab.).
- Atzerritik datozen transferentziak (emigratzaileenak...).
- Dibisa horretan lortutako finantzaketa.
- Atzerritarrek dibisan eginiko inbertsioa.
- Eskaintza espekulatzailea, dibisaren kanbio-tasaren etorkizuneko gorabeheren ondorioz irabaziak lortzera bideratua (balioa galtzeari buruzko aurreikuspenak).
- Banku zentralen esku-hartzearen ondorioz sortzen den eskaintza, dibisaren balioa txikitzea edo ez handitzea nahi baita.

1. irudian jasotzen den bezala, dibisa baten eskariaren eta eskaintzaren zati bat ez dago dibisaren kanbio-tasaren menpe, hau da, ekoizle bakarra den herrialde batetik lehengai bat inportatzea beharrezkoa denean edo dibisa batean zorpetzearen ondorioz interesak ordaintzea beharrezkoa denean.

1. IRUDIA: OREKAKO KANBIO-TASA (ANALISI ESTATIKOA)



Azterketa hori estatikoa da: dibisaren eskari- eta eskaintza-kurbak aldatzen ez diren bitartean, orekako kanbio-tasa bere horretan mantenduko da. Baina kurba horiek, kanbio-tasaz gainera, denboran zehar konstanteak izan ohi ez diren faktoreen menpe daude. Beraz, orekako kanbio-tasa etengabe alda daiteke. Ondorioz, komeni da orekako kanbio-tasaren azterketa dinamikoa egitea.

Dibisaren eskariaz eta eskaintzaz gainera, faktore hauek eragin dezakete, nagusiki, orekako kanbio-tasan:

- **Inflazioa**. Herrialde batean[3] bestean baino gehiago hazten bada inflazioa, haren produktuen prezioak igo egingo dira bigarrengoarekiko, eta lehiakortasuna galtzea ekarriko du horrek. Ondorioz, esportazioak gutxitu egingo dira, eta ordainketa-balantza kaltetuko da, edo haren diruaren eskaria jaitsi egingo da, eta balioa galduko du.
- **Interes-tasak**. Herrialde bateko interes-tasak –izandako arriskuak kontuan hartuz– kanpokoekin konparatuz altuak badira, hark atzerriko kapitala erakarriko du, eta dibisa-erreserbak gehitu edota haren dibisaren balioa handitu egingo da.
- **Errenta maila**. Herrialde batean kanpokoekiko errenta maila handitzen bada, inportazioak haz daitezke; ondorioz, ordainketa-balantza kaltetuko da, eta diru lokalaren balioa galduko.
- Eta, azkenik, merkatuak aurreko aldagaien etorkizuneko bilakaerarekiko egiten dituen **aurreikuspenak**. Horrek dibisak saltzera edo erostera bultzatuko ditu operatzaileak, etorkizuneko aldaketei aurrea hartuz,eta, beraz, aldaketa horiek benetan gertatu izan balira bezalako eragina izango dute.

Lehenengo hirurak “oinarrizko aldagai” izenez ezagutzen dira, baina beharbada aurreikuspenak dira azkarren aldatzen direnak, eta, ondorioz, epe laburrean aurreikuspenek eragiten dute gehien orekako kanbio-tasaren gain.

[3] Aurreko atalean aipatu zen bezala, “herrialde”tzat hartuko ditugu EMB eta halako diru-eskualdeak ere. Diru bera partekatzen duten hainbat herrialdek osatzen dituzte eremu horiek.

Ondoren, faktore horien bilakaerak eskurako kanbio-tasen dinamikan nola eragiten duen aztertuko da.

4.3. KANBIO-TASEN ZEHAZPENARI BURUZKO TEORIAK

Hainbat dira kanbio-tasen zehazpenari buruzko teoriak, baina faktore bitan dute oinarria, batez ere:

- Ondasun eta zerbitzuen prezioak. Haien prezioen aldaketa inflazioarekin neurtzen da.

- Diru- eta kapital-merkatuetako interes-tasak.

Faktore horiek kontuan hartuta, teoriak azalduko ditugu ondoren. Lehenengo eta hirugarren teoriek eskurako kanbio-tasarekin dute zerikusia, eta bigarrenak, berriz, eperako kanbio-tasarekin.

4.3.1. Eskuratze-ahalmenaren parekotasunaren teoria

Ingelesez, *purchasing power parity* izenez ezagutzen da. Teoria horrek kanbio-tasak inflazioarekin erlazionatzen ditu. Muina prezio bakarraren legean du, hau da, antzeko ondasunek kostu bera izan behar dute herrialde batetik bestera, haren prezioa edozein dibisatan adierazi arren. Edo, beste era batera esanda, dibisa biren arteko kanbio-tasak orekan egon daitezen, ondasun- eta zerbitzu-saski baten prezioak berbera izan behar du dibisa biren jatorrizko herrialdeetan.

Esate baterako, produktu-saski jakin bat Estatu Batuetan 1.800 $ kostatzen baldin bada eta Britainia Handian 1.000 £, eskuratze-ahalmena berbera izan dadin, herrialde bietan kanbio-tasak 1.800/1.000 = 1.8$/£ izan behar du. Era horretan, herrialde bien lehiakortasuna berdindu egiten da.

Bertsio absolutuari dagokionez, erlazio hori betetzea benetan zaila da; besteak beste, ondasun eta zerbitzu guztiak ez direlako nazioartean eskualdatzen. Haren bertsio erlatiboak honako hau dio: dibisa baten balioaren aldakuntza-tasak (c_t), gutxi gorabehera, inflazio-tasa lokalaren (g^d_t) eta dibisa jaulki duen herrialdearen inflazio-tasaren (g^f_t) arteko diferentziaren berdina izan behar du.

Algoritmoa:

$$c_t = \frac{g_t^d - g_t^f}{1 + g_t^f} \equiv \frac{g^d - g^f}{1 + g^f}$$

Eta, g^f -ren balioak oso txikiak direnean:

$$c_t \approx g^d - g^f \text{ edo } c_t - (g^d - g^f) \approx 0$$

ADIBIDEA

Demagun arestian aipatutako herrialdeetako inflazio-tasak % 3 (g^d_t) eta % 2 (g^f_t) izan direla Britainia Handian eta Estatu Batuetan, hurrenez hurren, urtebetean. Hasieran oreka-egoeran bageunde, inflazio-tasen diferentzial horrek Britainia Handiko produktuen lehiakortasuna kaltetuko luke, garestiagoak baitira orain han; atzerriko kontsumitzaileentzat, zehazki, % 1 garestiagoak dira orain, erlatiboki, Estatu Batuetako prezioekin alderatuz. Eskuratze Ahalmenaren Teoriak dioenez, dibisa –Estatu Batuetako dirua, dolarraren balioa– gutxi gorabehera % 1 garestitu beharko litzateke dolarrarekiko denbora-epe horretan, prezioen maila erlatiboak bere horretan jarraitzeko eta hortaz herrialde bietako produktuen lehiakortasunean aldaketarik ez egoteko. Hau da, Britainia Handiko produktuak % 1 garestiagoak dira orain, baina, era berean, hango dirua % 1 merkeagoa baldin bada dolarrarekin alderatuz, indar bi horien eragina "konpentsatu" egiten da, eta lehiakortasun mailan ez litzateke, beraz, aldaketarik egongo.

$$c_t \approx g^d - g^f, \; c_t \approx \%3 - \%2 = \%1$$

Dibisa –kasu honetan, dolarraren balioa– % 1 handitu behar da librarekiko, Eskuratze Ahalmenaren Parekotasuna bete dadin. Hitz bitan esanda, inflazio-tasarik handieneko herrialdeko diruaren balioa gutxitu egin beharko da beste herrialdeko diruarekiko (eta alderantziz), herrialde bien lehiakortasun mailan aldaketarik egon ez dadin.

Horrek guztiak esan nahi duena da lehiakortasunaren analisia egiteko nahitaezkoa dela bi kontzeptu kontuan hartzea: inflazio-tasak eta dibisaren balioaren aldaketa efektiboa. Beste era batera esanda, lehiakortasunean egon daitezken aldaketak aztertzeko –prezio mailen aldaketari lotutakoak, behintzat–, dibisaren balioaren aldaketa termino errealetan egin behar da. Matematikoki, honako hau litzateke termino errealetan dibisa batek bestearekiko izan duen balioaren aldakuntza-tasa:

$$c_t efektiboa - (g^d - g^f)$$

Kenketa horren emaitza:

→ **= 0 balitz**, diruaren aldaketa efektiboa, merkatuan izan duena, inflazio-tasen diferentzialarekin bat datorrela esan nahiko luke, eta, ondorioz, termino errealetan, diruaren balioan aldaketarik ez dela izan esango genuke. Hortaz, lehiakortasun mailan, herrialde biren artean ez legoke inongo aldaketarik. Lehen aipatutako Britainia Handiko eta Estatu Batuetako kasua da hori. Eskuratze Ahalmenaren Parekotasuna bete egin dela esango genuke.

→ **≠ 0 balitz**, diruaren balio errealean aldaketa egon dela esan nahi du. Hau da, dibisa baten aldakuntza efektiboa ez dator bat inflazio diferentzialarekin. Horregatik, herrialdeen arteko lehiakortasun maila erlatiboan aldaketak egon direla esan daiteke.

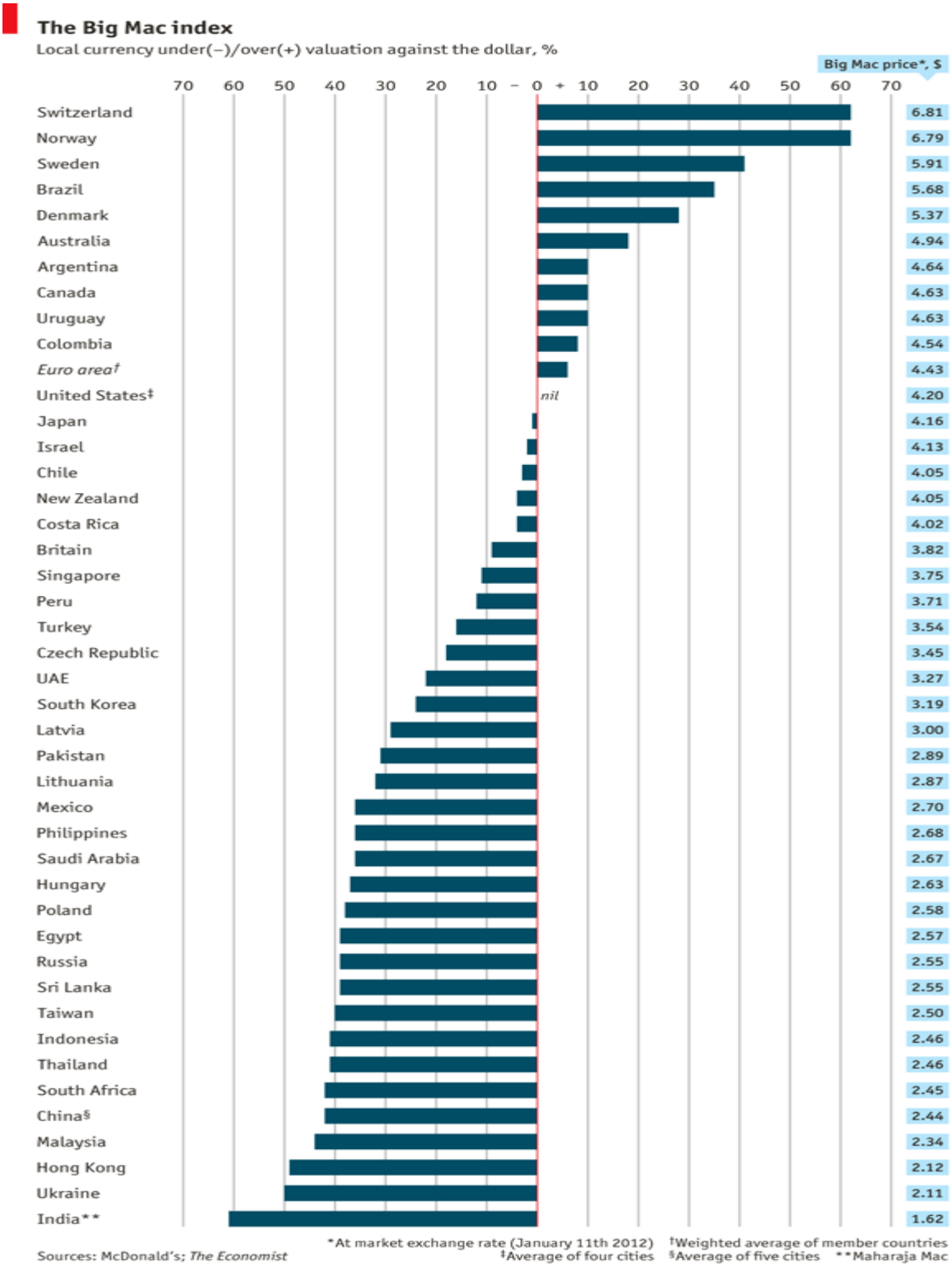
ADIBIDEA

Esate baterako, lehengo adibideari jarraituz, dolarraren balioa urtebeteren ostean % 0,4 handitu izan balitz merkatuetan, dibisaren –dolarraren– balioaren aldakuntza-tasa erreala honela kalkulatuko genuke:

$$c_t efektiboa - (g^d - g^f) = \%0{,}4 - (\%3 - \%2) = -\%0{,}6 \text{ (negatiboa, balio-galtzea)}$$

Ikusten den moduan, dibisa –dolarraren balioa– % 0,6 gutxitu da termino errealetan. Inflazio diferentzial horiekin, lehiakortasuna mantentzeko, dolarraren balioa % 1 handitu beharko litzateke, baina % 0,4 bakarrik handitu da merkatuan, hau da, haren balioa ez da behar beste handitu, eta termino errealetan balioa galduta geratu dela esango genuke; % 0,6ko balioa galdu duela, hain zuzen ere. Era horretan, Estatu Batuetako produktuen lehiakortasuna % 0,6 igoko litzateke Britainia Handian, eta, alderantziz, Britainia Handikoena jaitsi, kopuru bera. Eskuratze Ahalmenaren Parekotasuna ez dela bete esango genuke kasu horretan.

Ildo horretan, Prezio Bakarraren Legean oinarrituz, *The Economist* aldizkariak Big Mac hanburgesaren harira jorratu du Eskuratze Ahalmenaren Parekotasuna zer neurritan betetzen den, eta, era horretan, hainbat dibisak dolarrarekiko duten balio-handitze/balio-galtze maila kalkulatu du. Prezio bakarraren legetik abiatu da kalkulua egiteko. Beheko taulan dauzkagu 2012ko emaitzak. Bertan ageri denez, indizearen kalkuluaren datan, Suitzako dirua da gehiegizko balio handiena duen dirua; % 62ko gehiegizko balioa du dolarrarekiko, hain zuzen ere.



.Iturria: *The Economist*, 2012ko ekainaren 12a (http://www.economist.com/content/big-mac-index)

Zenbait ikerketatan, erlazio hori epe laburrean betetzeko posibilitateari buruz kritika asko planteatu dira, eta hura betetzeko denbora-epe luzeak behar direla ondorioztatu da.

Enpresaren ikuspegitik, hala ere, eskuratze-ahalmenaren parekotasuna erreferentzia ezin hobea da herrialde batek besteekiko duen lehiakortasun mailaren handitze edo murrizketak neurtzeko. Herrialde bateko inflazioa beste batekoa baino handiagoa bada, aurrenekoaren dibisaren balioa handitzen den bitartean edo prezioen aldaketetan sortutako diferentziak konpentsatzeko behar adina balio galtzen ez duen bitartean, dibisaren balioa handitzen ari da termino errealetan. Horrek zera dakar: aurreneko herrialdeko produktuen prezioak bigarren herrialdeko dibisan neurtuz gero, prezio horiek handitzen ari dira, eta, beraz, lehiakortasuna galduko dute. Hori jakinda, enpresak horri aurre egiteko erabakiak har ditzake.

4.3.2. Interes-tasen parekotasunaren teoria

Teoria horrek eskurako kanbio-tasa eta eperakoa diru-merkatuetako interes-tasekin (r^d eta r^f) erlazionatzen ditu. Herrialde bitan egindako inbertsioen errentagarritasunak berbera izan behar duela dio teoria horrek. Interesen arbitraje estalia egiteko aukeran du oinarria.

Eperako kanbio-merkatuan, beste finantza-merkatuetan bezala, arbitrajea egin daiteke. Esate baterako, mugaegun bererako, dibisa batek bi plazatan izan ditzakeen eperako kotizazioen arteko diferentzia balia daiteke irabazia lortzeko; edo baita, mugaegun berean, zenbait dibisaren arteko diferentzia ere. Hala ere, merkatu horretan, arbitraje mota jakin bat gauzatu daiteke, hau da, interesen arbitraje estalia, eta zenbait dibisaren interes-tasen arteko diferentziak hartzen dira kontuan.

Arbitraje hori aztertzeko garaian, baldintza hauek bete behar dira: kapitalen zirkulaziorako erabateko askatasuna egotea eta diferentziarik ez egotea parte hartzen duten dibisen herrialde-arriskuan eta arrisku politikoan.

Merkatua eraginkorra den neurrian, arbitraje hori ez da errentagarria, eta, errentagarria ez den arbitraje horretatik, interes-tasen parekotasunaren erlazioa ondorioztatzen da.

Arbitrajea errentagarria ez izateak erlazio honetan adierazitako diferentzia ezabatzea dakar:

$$\frac{1}{C_{t-1}}(1+r^d)-(1+r^f)\frac{1}{{}_{t-1}P_t}=0$$

Eta, ondorengoa ordezkatuz:

$$C_{t-1} \equiv {}_{t-1}P_t(1+{}_{t-1}p_t)$$

Zera lortuko genuke:

$$\frac{1+r^d}{1+r^f}=1+{}_{t-1}p_t \quad o \quad \frac{r^d-r^f}{1+r^f}={}_{t-1}p_t$$

Eta, aldagaiak behar adina txiki direnean:

$$r^d-r^f \approx {}_{t-1}p_t$$

Algoritmo horiek interesen parekotasun estalia adierazten dute, azkenekoa adierazpen hurbildua izanik. Beraz, erlazio horrek zera dakar: herrialdeen artean diferentziarik ez badago arrisku politikoari eta herrialde-arriskuari dagokienez, eta, kapitalen nazioarteko mugimenduen kontrolik eta transakzio-kosturik ere ez badago, *forward* marjinak gutxi gorabehera bat etorri behar du bi diruen arteko interes-tasen arteko diferentziarekin.

Ikus dezagun erlazio hori adibide batean.

ADIBIDEA

Inbertitzaile batek 1.000.000 $ amerikar ditu eskuartean, hiru hilabetera inbertitzeko, eta bi inbertsio-aukera alderagarri:

- Dolarretan inbertitu, % 8ko interes-tasarekin (r^f).

- Suitzako frankoetan inbertitu, % 4ko interes-tasarekin (r^d).

Kanbio-tasak eskura 1,48$/SF, eperako kanbio-tasaren teoriak agintzen duenez, hau beharko luke izan:

$$\frac{1}{C_{t-1}}(1+r^d)-(1+r^f)\frac{1}{{}_{t-1}P_t}=0 \rightarrow \frac{1}{1{,}48}(1+0{,}08/4)-(1+0{,}04/4)\frac{1}{{}_{t-1}P_t}=0$$

$$\rightarrow {}_{t-1}P_t = 1{,}4946\$/SF$$

Emaitza horrek adierazten digun legez, dolarraren balioa hiru hilabetera gutxitu baldin bada eta kanbio-tasa epe horretara kalkulatu duguna bada, inbertitzaile horrek etekin bera lortuko du inbertsio-aukera biekin. Gainera, kanbio-tasen bilakaeragatik izan ditzakeen kalteak eragotz ditzake, eperako kanbio-merkatuan komeni diren eragiketak eginez. Ikus dezagun nolakoak izango liratekeen emaitzak:

- Dolarretan inbertituta: 1.000.000 * (1+0,08/4) = 1.020.000$

- Frankotan inbertituta: lehenik eta behin, milioi dolar horiek franko bihurtu beharko ditugu, eta franko horiek inbertitu, % 4an. Gero, epemuga iristen denean, frankotan jasoko dugun kopurua berriro dolarretara bihurtu beharko dugu. Horretarako, inbertsioaren unean hitzartutako eperako kanbio-tasa aplikatuko genuke; 1,4946$/SF, hain zuzen ere. Eragiketa multzo horren emaitza, denera, hau izango litzateke:

1.000.000$/1,48$/SF*(1+0,04/4)*1,4946$/SF = 1.020.000 $

Ikusten denez, inbertsio-aukera biek etekin bera sortzen dute eperako kanbio-tasa orekakoa baldin bada.

Oreka-erlazio hori benetan betetzen den ala ez egiaztatzeko, erlazio horretan parte hartzen duten magnitude guztiak benetakoak direnez eta, ondorioz, hura mantentzeko nahikoa denez ezer inbertitu eta arriskatu gabe dirua irabazteko prest dauden arbitrajistak egotea, esan daiteke betetzeko nahiko probabilitate badagoela.

4.3.3. Fisherren teoria (itxia)

Teoria horren arabera, herrialde jakin bateko interes-tasa nominalek inflazio-itxaropenarekin doituta adierazten dituzte aurreikusten diren errentagarritasun errealak. Hortaz, inflazio-tasa interes-tasarekin erlazionatzen du. Harreman zuzena dute, gainera, bi aldagaiek; zenbat eta inflazio handiagoa espero izan, are eta interes-tasa handiagoa izango da herrialdean.

4.3.4. Espektatiben teoria

Espektatiben teoriaren arabera, etorkizunerako espero den eskurako kanbio-tasak bat etorri behar du gaur egun epe horretarako dagoen eperako kanbio-tasarekin. Beste hitz batzuetan esanda, eta, estatistikoki, eperako kanbio-tasak etorkizuneko eskurako kanbio-tasen aurreikuste alboragabeak direla esaten dugu.

$$_{t-1}p_t = E^m_{t-1}(c_t) \qquad \text{edo} \qquad _{t-1}P_t = E^m_{t-1}(C_t)$$

ADIBIDEA

Teoria horren arabera, inbertitzaile batek jakin nahi badu ea nolako eskurako kanbio-tasa izango duen Suediako koroak hiru hilabete barru euroarekiko, eta, hurrengo informazioa edukirik esku artean:

SEK/EUR kanbio-tasak

Eskura: 9,1080

Hiru hilabetera: 9,1039

Inbertitzaile horrek ikusiko du hiru hilabetean koroaren balioa zertxobait handitzen dela euroarekiko. Eskurako kanbio-tasaren aurreikuspenik onena epe horretarako, hain zuzen ere, 9,1039 SEK/EUR izango da.

4.3.5. Nazioarteko Fisherren teoria (irekia)

Erlazio hori honela adieraz daiteke: alde batetik, herrialdeen artean kapitalen erabateko zirkulazio-askatasuna baldin badago, eta, bestetik, elkarren artean ordezkagarriak baldin badira herrialde horietan jaulkitzen diren epemuga eta kaudimen-gabezia maila bereko errenta finkoko aktibo finantzarioak, esan daiteke bi aktibo horien interes-tasa monetarioen arteko diferentzia bat datorrela dibisa batek beste batekiko duen balioaren aldakuntzari buruz merkatuak egiten duen aurreikuspenarekin.

Interes-tasen parekotasunaren teoria ez bezala, eperako kanbio-merkatuan eperako eragiketa estalietan gertatzen dena, mazioarteko Fisher efektua, interes-tasen eta kanbio-tasen espekulazioan oinarritzen da.

Erlazio horretara iristeko oinarrizko baldintza da aktibo finantzarioen nazioarteko erabateko ordezkagarritasuna.

Algoritmoa:

$$E_{t-1}^{m}(c_t) = \frac{1+r^d}{1+r^f} - 1 = \frac{r^d - r^f}{1+r^f}$$

Eta, r^f -ren balioa oso txikia denean:

$$E_{t-1}^{m}(c_t) \approx r^d - r^f$$

Labur esanda, interes-tasa handiena eskaintzen duen herrialdeko dibisaren balioak gutxitzeko joera hartuko du epe luzera, eta, amaieran, inbertitzailearentzako errentagarritasuna bera izango da.

Erlazio hori betetzea zalantzan jartzen da. Izan ere, operatzaileak arriskuarekiko ezkorrak direla aintzat hartzen badugu, erlazioa betetzeko, kapitalen zirkulazio askeaz gainera, hainbat baldintza bete behar dira aktibo finantzarioen nazioarteko erabateko ordezkagarritasuna betetzeko, eta hori zaila da. Erlazio horren betetze mailari dagokionez, enpirikoki kontrastatu da, eta emaitza kontraesankorrak jaso dira. Hala ere, azken ikerketek zera diote: epe luzean, edo, bi herrialderen arteko interes-tasen arteko diferentzia oso handia denean, erlazio horrek betetzeko joera izan dezake.

Enpresaren kudeaketaren ikuspegitik, etxeko dibisan edo atzerriko beste edozein dibisatan finantzatzearen ondorioz espero den kostua bera izango litzateke, eta, era berean, etxeko dibisan edo atzerriko beste edozein dibisatan adierazitako errenta finkoko aktiboetan inbertitzeagatik espero den etekina ere bera izango litzateke. Hori dela eta, erlazio hori zenbateraino betetzen ez den aztertzea oso garrantzitsua izango da nazioarte mailan finantzaketa hautatzeko edo errenta finkoko aktiboetan inbertitzeko garaian.

Ikus dezagun erlazio hori adibide batean.

ADIBIDEA

Demagun inbertitzaile batek 10 urteko epera inbertitzen duela bonoetan. % 4ko (r^f) errentagarritasuna eskaintzen da yenetan, eta % 6 (r^d), dolarretan, epe berean. Inbertitzaile horrek, denbora-epe horretan, yenaren balioa % 2 handitzea espero beharko luke, etekina aukera bietan bera izan dadin. Hala ez balitz, hobe izango luke dolarretan inbertitzea. Yenaren balioa % 3 handituko balitz, inbertitzaile amerikarrak % 1eko errendimendu gehigarria lortuko luke.

$$E_{t-1}^{m}(c_t) \approx r^d - r^f = \%6 - \%4 = \%2$$

Yenaren balioa % 2 handitu beharko da inbertsioaren epean zehar dolarrarekiko, inbertsio-aukera biek etekin bera izan dezaten, hau da, inbertsioaren errendimenduak zenbait dibisatan izendatutako aktiboetan berberak izan daitezen.

5.ATALA: KANBIO-ARRISKUA

5.1. SARRERA

Atal honetan, kanbio-arriskuaren kontzeptua eta hura neurtzeko erarik ohikoena ikusiko dugu: kanbio-arriskuarekiko esposizioa.

5.2. KANBIO-ARRISKUA ETA KANBIO-ARRISKUAREKIKO ESPOSIZIOA

Enpresentzat, kanbio-arriskua neurtzea ezinbestekoa da finantza-kudeaketa eraginkorra egin ahal izateko. Kanbio-arriskua neurtzeko hainbat bide daude, baina, praktikan, ohikoena esposizioaren kontzeptuaren bitartez egitea da.

5.2.1. Kanbio-arriskuaren kontzeptua eta hura neurtzeko zenbait era

Etorkizunean zer gertatuko den ziurtasunez ez jakiteak arriskua sorrarazten du. Enpresen jardunean, arriskuak ezinbestekoak dira, eta, arrisku horiek kudeatu edo ez, jarduera honetatik datozen etekinetan eragin dezakete, eta, kudeatuz gero, kudeatzeko erak ere eragin dezake.

Enpresa batek jasaten dituen arriskuen artean, enpresaren etekin edo kostuetan eragin dezaketen egoera finantzarioen aldaketa kaltegarriekin du zerikusia arrisku finantzarioak. Haren kategoria esanguratsuenetarikoa da kanbio-arriskua. Kanbio-arriskua da zer posibilitate dagoen enpresaren jarduerarekin zerikusia duten dibisen kanbio-tasetan gertatzen diren aurreikusi gabeko aldaketen ondorioz kalteak –etekin txikiagoak edo galera handiagoak– izateko. Enpresak atzerriko dibisetan izendatutako aktiboak edo betebeharrak dituenean edo dibisetan ordainketak egiteko edo kobratzeko kontratuak egiten dituenean, kanbio-tasetan aldakortasunagatik datozen arriskuak barneratzen ditu inplizituki.

Oro har, enpresak bere lehiakideen aurrean duen lehiak posizioari eragiten dio. Kanbio-tasak enpresaren lehiakortasunari eragiten dio, bai etxeko merkatuan, eta baita nazioarteko merkatuetan ere. Beharbada, arriskua begi-bistakoagoa da inportazio eta esportazioekin lotutako jarduerez ari garenean.

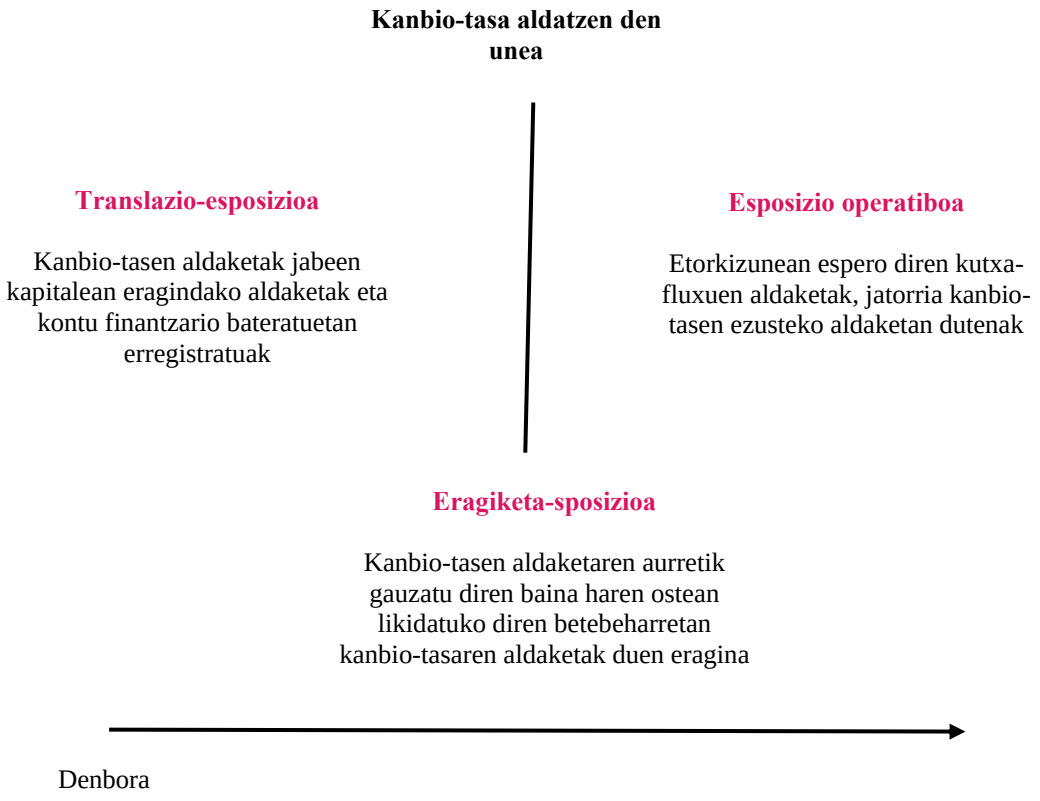
5.2.2. Kanbio-arriskuarekiko esposizioa

Enpresen kanbio-arriskuaren neurria kanbio-tasen gertaera-probabilitateen banaketa baten planteamenduaren bitartez neur daiteke, baina planteamendu praktikoagoa eta erabiliagoa da kanbio-arriskuarekiko esposizioa edo kanbio-esposizioaren kontzeptuaren bitartez egitea. Esposizioa da *kanbio-tasen aldaketaren eraginez enpresaren errentagarritasunean, kutxa-fluxu garbian eta haren merkatu-balioan izan daitekeen aldaketa potentzialaren neurria*. Hau da, kanbio-tasen aldaketen eraginez enpresaren posizio jakin baten balioaren sentikortasunaren ideia ematen digu esposizioaren kontzeptuak.

5.3. ENPRESEN KANBIO-ARRISKUA

Enpresen kanbio-arriskua hiru eratakoa izan daiteke: eragiketa-esposizioa, translazio-esposizioa eta esposizio ekonomikoa. Hurrengo ataletan jorratuko dugu haietako bakoitza.

2. IRUDIA: KANBIO-ARRISKUAREN ONDORIOZKO ESPOSIZIO MOTAK



Iturria: Eiteman, Stonehill eta Moffett (2011)

5.3.1. Translazio-esposizioa

Kontabilitate-esposizioa ere esaten zaio. Enpresa multinazionaletan sarri gertatzen den esposizioa da; izan ere, beren finantza-kontuek bat egiten dutenean, kontabilitate-translazioak enpresaren irudi zintzoa itxuralda dezake. Erbesteko filialak tartean daudenean, haien kontuak enpresa matrizearen kontuekin bateratu behar izaten dira, eta, filialen kontuak matrizearen dibisa ez den beste dibisa batean izendatuta baldin badaude, enpresa matrizearen herrialdeko dibisan izendatu behar dira. Orduan, kontuak atzerriko dibisatik etxeko dibisara *itzultzean* (hau da, berrizendatzean) *itzultze* horrek jabeen ondarean sor ditzakeen balio-gorabeherak jasotzen ditu translazio-esposizioak.

Kontabilitate-translaziorako metodoen artean, metodo nagusi bi ditugu: uneko kanbio-tasarena eta aldi baterakoarena.

- Uneko kanbio-tasaren metodoa: aktibo eta pasibo guztiak uneko kanbio-tasaren truke aldatzean datza, hau da, enpresaren kontuak ixteko datan indarrean dagoen kanbio-tasan. Kontu sail horiek honako hauek dira:
  - Aktibo eta pasiboak: balantzeko datako kanbio-tasan.
  - Emaitza-kontuen kontu sailak: kanbio-tasa historikoan edo ekitaldi bakoitzerako haztatutako batez besteko tasan.
  - Kapitala eta erreserbak: kanbio-tasa historikoan.
  - Dibidenduak: ordaintzeko datan indarrean dagoen tasan.
  - Bihurketengatiko diferentziak: erreserba-kontu batean jasotzen dira.

  Metodo horren abantaila nagusia da bihurketengatiko diferentziek ez diotela emaitza-kontuari eragiten, erreserba-kontu batera joaten baitira; baina eragozpenik handiena zera da, aktibo ez-monetarioak uneko kanbio-tasan

jasotzen direla, eta gerta daiteke hori ez bat etortzea matrizearen balantzean aktibo horiei emandako trataerarekin.

- Aldi baterako kanbio-tasaren metodoa. Aktibo eta pasibo espezifikoak kontu sailak sortu ziren unearekin ondo datozen kanbio-tasen truke aldatzen dira. Metodoaren abantaila nagusia da aktibo ez-monetarioak jatorrizko kostu historikoan jasotzen direla, eta hori bat dator enpresa matrizeak aktibo horiei balantzean ematen dien trataerarekin. Eragozpena da, ordea, bihurketengatiko diferentziengatik emaitzen kontua itxuraldatuta gelditzen dela. Kontabilitate Plan Orokorrean jasotzen denez[4]:
  - Diru sailen balioespena (diruzaintza, errenta finkoko tituluak, kobratzeko mailegu eta partidak, ordaintzeko zorrak eta partidak). Itxierako datako eskurako batez besteko kanbio-tasa aplikatuz kalkulatzen da. Kanbio-diferentziak (+) edo (-) emaitzen kontuan jasotzen dira, sarrera edo gastu finantzario gisa.
  - Diruzkoak ez diren kontu sailak (izakinak, ibilgetua), kostu historikoan balioetsiak. Erregistratu ziren datako kanbio-tasa aplikatuz, hortaz, ez da diferentziarik sortzen. Hurrengo itxieretan, balioespenak ezin izango du une horretako zenbateko berreskuragarria gainditu. Zenbateko berreskuragarria kalkulatzeko, beharbada, itxierako kanbio-tasa erabiliko da.
  - Diruzkoak ez diren kontu sailak, arrazoizko balioan balioetsiak (aktibo finantzarioak). Arrazoizko balioa zehazten den datako kanbio-tasa aplikatuz kalkulatzen da.
  - Balioespenean izandako aldaketen ondoriozko emaitzak ondare garbira eramaten badira, kanbio-diferentziekin ere hala egingo da: (+) edo (-).
  - Balioespenean izandako aldaketen ondoriozko emaitzak ekitaldiko emaitzen kontura eramaten badira, kanbio-diferentziekin ere hala egingo da: (+) edo (-).

[4] Informazio gehiagorako, ikus Kontabilitate Plan Orokorra, 11. balioespen-irizpidea: atzerriko dirua.

Translazio-esposizioaren garrantzia neurtzea nahiko erraza da, **atzerriko diru baten esposizioaren menpe dauden aktibo eta pasiboen arteko diferentzia** gisa adierazten baita, “esposizioan dauden elementu” gisa itxierako kanbio-tasara eramaten direnak hartuz. Translazio-esposizio positiboa dago esposizioan dauden aktiboek pasiboak gainditzen dituztenean eta translazio-esposizioa aurkakoa gertatzen denean. Esposizioa positiboa bada, atzerriko diruak etxeko diruarekiko balioa galtzeak galera eragiten du kontabilitatean; negatiboa bada, ordea, irabazia. Etxeko diruaren balioak atzerriko diruarekiko balioa galtzeak, aldiz, aurkako eragina du.

5.3.2. Eragiketa-esposizioa

Era horretako esposizioa sortzen da kanbio-tasaren aldaketaren ostean likidatu behar diren aktibo eta pasiboetan aldaketa horrek duen eraginagatik. Hartara, gaur egungo kontratuen betebeharrengatik kutxa-fluxuetan egongo diren aldaketetan datza.

Hainbat arrazoirengatik sor daiteke esposizioa; besteak beste: dibisetan izendatutako ondasun edo zerbitzuen salerosketa, inportazio eta esportazioak (oro har), dibisetan izendatutako kreditu eta maileguak, eperako kanbio-kontratuaren gauzatzeak, eta aktibo eta pasiboen eskuratzeak dibisetan. Balantzean dibisetan ordaindu edo kobratuko diren pasibo edo aktiboak izateak, saldo horiek likidatu bitartean, kanbio-tasen aldaketen eraginak jasatea dakar. Atzerriko diruan dagoen eskudiruak ez du, berez, kanbio-esposiziorik. Saldo horien balioa alda badaiteke ere, kanbio-merkatuetako kotizazioen gorabeherengatik, diru lokalera bihurtzeko beharrizanik ez dagoen bitartean ezin da, berez, eragiketa-arriskuaz hitz egin.

Eragiketa-arriskua zenbatesteko, zenbait elementu garrantzitsu daude:

- Arriskua eragingo duen dibisa.
- Arriskuari lotutako dibisa kopurua.
- Arriskua jasango den denboraldia.
- Kutxa-fluxuaren noranzkoa, hau da, kobrantza ala ordainketa den.

Enpresak noizbehinka bakarrik mantentzen baditu konpromisoak dibisetan, haren eragiketa-esposizioa bakarkako posizio monetarioen esposizioekin bat etorriko da. Baina enpresak konpromiso horiek maiztasunez eta batera mantentzen baditu, denbora-tarte jakin batean mantendutako posizioen ondoriozko "esposizio garbia" hartu behar da kontuan, dibisa bakoitzarentzat. Azken kasu horretan, eta, kanbio-tasen hegazkortasun mailaren arabera, esposizio mota hori oso garrantzitsua izan daiteke nazioarteko eragiketak egiten dituen enpresa batentzat. Epe laburreko posizio monetarioen –oro har, esposizio mota honetan erabiltzen direnak– elastikotasuna edo "delta faktorea" balio absolutuan 1 izan ohi denez, hura neurtzeko nahikoa izaten da, oro har, dibisa bakoitzean egiten diren sarrera eta irteera garbietan espero diren balioak finkatzea. Kalkulu horrek dibisa bakoitzean dauden kutxa-fluxuen zenbatekoa eta mugaeguna kontuan hartzea eskatzen du. Dibisa berean dauden posizio luze eta laburrek elkar konpentsa dezakete; zati batean, bederen.

Eragiketa-esposizioaren arrisku osoa neurtzeko, ez dira dibisen bakarkako hegazkortasunak soilik hartu behar kontuan; areago, haien mugimenduak zer neurritan diren berdinak edo aurkakoak ere aintzat hartu behar da, hau da, beren balioen aldaketen arteko korrelazio maila. Eraginen konpentsazioa handiagoa edo txikiagoa den, enpresaren eragiketa-arriskuarekiko esposizio mailaren murrizketa ere halakoa izango da.

Enpresa baten eragiketa-arriskua balioesteko, zenbait dibisatan dauden posizio irekiak batera hartu behar dira kontuan. Dibisa bakoitzean bakarkako esposizioa neurtzea baino garrantzitsuagoa da horrek enpresaren esposizio osoan nola eragin dezakeen zehaztea.

5.3.3. Esposizio ekonomikoa

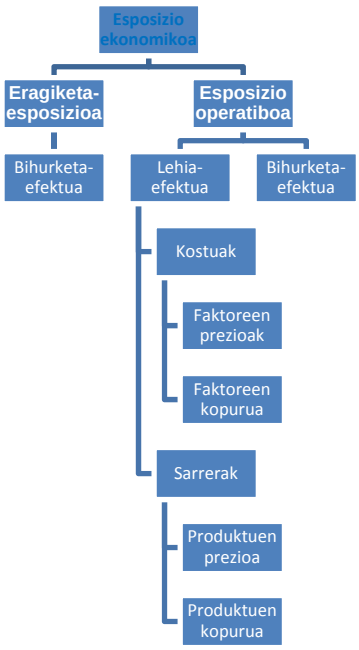
Esposizio operatiboa, lehia-esposizioa eta esposizio estrategiko izenez ere ezagutua. Kanbio-tasen ezusteko aldaketengatik etorkizunean espero den kutxa-fluxu operatiboen edozein aldaketak enpresaren gaur egungo balioan sorrarazitako aldaketa neurtzen du. Balioaren aldaketa kanbio-tasak etorkizuneko salmenten, prezioen eta kostuen gain duen efektuaren menpe dago. Enpresak eta lehiakideek ezberdin erreakziona dezakete aldaketa horien aurrean, eta, ondorioz, sektore ekonomikoaren oreka-egoera berri bat sortuko da. Kontratatu gabeko gaur egungo eta etorkizuneko transakzioei lotutako

esposizioa da. Hortaz, kanbio-tasen ezusteko aldaketen ostean aurreikusten diren kutxa-fluxuen gorabeherek sorrarazten dute. Hori dela eta, bai enpresa multinazionalei, bai esportatzaile eta inportatzaile soilei, eta baita bakar-bakarrik etxean jarduten duten negozioei ere eragiten dien arrisku mota bat da, herrialde berean kokatutako enpresa atzerritarrekin lehiatu behar delako, edo erbestetik produktuak inportatzen dituzten herrialde bateko enpresekin lehiatu behar delako, edo/eta inportatutako produktuak erosi beharra dagoelako, edo beste herrialdeetatik datozen antzeko produktuekin lehiatu behar delako. Era horretan, dibisekin inolako eragiketarik egiten ez duten enpresek ere kanbio-parekotasunen aldaketen eraginak jasan behar izana dakar globalizazioak eta merkatuen arteko menpekotasunak. Izaera subjektiboa du, enpresak aurreikusitako kontabilitatean oinarritzen baita. Eragiketa-esposizioak baino sakontasun handiagoa du, hark izaera puntualagoa eta denboran mugatua baitu. Hura neurtzeko, etorkizuneko eragiketen esposizioen azterketa eta aurreikuspena egin behar da, eta, era berean, lehiakide guztien etorkizuneko esposizioena eta mundu guztiko lehiakide potentzialena. Haren eragina zentzu zabalean hartu behar da, kanbio-tasen aldaketak ez ezik interes-tasaren eta inflazioaren aldaketak ere aintzat hartu behar baitira, beste batzuen artean.

- Esposizio ekonomikoaren osagaiak:

Esposizio ekonomikoa da kanbio-tasen aldaketa baten ondorioz enpresa baten balioan izango den aldaketaren neurria, eta osagai bi ditu: eragiketa-esposizioa eta esposizio operatiboa.

3. IRUDIA: ESPOSIZIO EKONOMIKOAREN OSAGAIAK



Iturria: Martínez Solano, P. (1999)

A. Eragiketa-esposizioa

Atzerriko diruan izendatutako eta gauzatutako eragiketek etorkizunean galdu-irabaziak izateko zer aukera duten jasotzen du kontzeptu horrek. Egiteke dauden eragiketen barnean sartzen dira kobrantza- edo ordainketa-kontuak, epe luzeko inbertsioak eta enpresen kredituak. Eragiketa guztiak oro har zehaztuta egon ohi dira aldez aurretik, eta, hartara, gorabehera monetarioen menpe egongo dira erabat.

B. Esposizio operatibo erreala

Fluktuazio monetarioa, prezioen gorabeherekin batera, enpresen kutxa-fluxu operatiboetan aurreikusitako zenbatekoa aldatzeko aukerarekin lotuta dago. Esposizio horretan aintzat hartzen diren kanbio-tasaren aldaketak errealak dira, eta ez nominalak;

izan ere, aldaketa nominalak ez du zertan kutxa-fluxu operatiboetan eragin nahitaez, erlazionatutako herrialdeen inflazio mailen eta produktuen prezio erlatiboen aldaketen menpe egongo baita. Hori dela eta, fluxu horiek ez dira erabat esposiziopean egongo, aurrekoen gisara. Esposizio operatiboak efektu bereizi bi ditu: *lehia-efektua*, kanbio-tasen aldaketengatiko kutxa-fluxuen sentikortasunarekin lotua, eta *bihurketa-efektua*, atzerriko diruan izendatutako kutxa-fluxuak etxeko dirura bihurtzean datzana. Era horretan, etxeko diruan izendatuta dauden kutxa-fluxuek ez dute bihurketa-efekturik izango, baina lehia-efektua izango dute, eta hori da, hain zuzen, bakar-bakarrik etxean aritzen diren enpresek ere kanbio-arriskua izatearen arrazoia. Enpresaren fluxu operatiboen gaineko lehia-efektua bitan banatu daiteke: marjina-efektua eta bolumen-efektua. Lehenengoa kanbio-tasen gorabeherek enpresak salerosten dituen faktore eta produktuen prezioetan duen eraginaren araberakoa da. Bigarrena, salerositako kopuruetan izango duen eraginaren araberakoa da. Biek ere enpresaren merkatuko lehia-posizioan eragingo dute.

Hortaz, esposizio operatiboa faktore bik zehaztuko dute:

- ✓ Enpresak eta haren lehiakideek produktuak saltzen dituzten merkatuaren egitura.
- ✓ Enpresak eta haren lehiakideek produktuak erosten dituzten merkatuaren egitura.

Aipatutako merkatuaren egiturak produktuen prezioak eta salerositako produktuen kopuruak zehaztuko ditu, eta horrek enpresaren kostuak, sarrerak eta etekinak baldintzatuko ditu. Prezioan eta kopuruan izaten diren eragin horiek merkatuan nagusi diren ekoizle eta kontsumitzaileen arabera gertatuko dira, eta baita eskaintzaren eta eskariaren elastikotasunaren arabera ere. Ideia horrekin lotuta, enpresan izango duen eragina zuzena izan daiteke, enpresak produktuak berarena ez den beste diru batean salerosten dituenean, eta zeharkakoa, enpresak kanbio-arriskua duen hornitzaile, erosle eta/edo lehiakide bat duenean. Garbi dagoenez, esposizio ekonomikoaren osagai nagusien –eragiketa-esposizioak eta operatiboak– eragina ez da bera enpresaren kutxa-fluxuetan. Zehatz-mehatz:

• Epeari dagokionez, eragiketa-esposizioak denbora-epe mugatua du, eta egingo diren eragiketen zenbatekoak jakinak dira. Eragiketa operatiboan, epea mugagabea da, eta prezio eta kopuruak ez dira ziurrak. Nolabait, esposizio ekonomikoa epe luzeagoko hurbilketa gisa ikusten da, eta eragiketa-esposizioak epe motzagoko kutxa-fluxu efektiboak jasotzen ditu.

• Eragiketa-esposizioan, bihurketa-efektuak soilik eragiten du; eragiketa operatiboan, berriz, bai lehia-efektuak eta baita bihurketa-efektuak ere eragiten dute.

• Esposizio operatiboarentzat esanguratsua den kanbio-tasa erreala da, eskuratze-ahalmenaren parekotasunaren desbideratzeek eragiten baitiote, eta ez nominala, eragiketetan bezala.

• Esposizio-eragiketetako esposizioa zehazteko ezinbesteko informazio gehiena kontabilitate-agirietan dago, baina esposizio operatiboaren kasuan ez, etorkizuneko sarrerei, kostuei eta irabaziei buruzko datuak behar ditu eta.

• Esposizio-eragiketak atzerriko dibisan egiten direnean agertzen da soilik. Esposizio operatiboa, ordea, dibisa edozein izanda ere ager daiteke.

Bai eragiketa-esposizioa eta bai esposizio operatiboa ezusteko aldaketek sorrarazten dituzte etorkizuneko kutxa-fluxuetan. Bien arteko ezberdintasuna zera da: eragiketa-esposizioa kontratatu diren kutxa-fluxuekin dago lotuta, eta esposizio operatiboa, nazioarteko lehia aldatu dezaketen kanbio-tasen gorabeherengatik etorkizunean espero diren kutxa-fluxuen aldaketan oinarritzen da (oraindik kontratatu gabeak).

Arrisku ekonomikoak eragin bi ditu:

a) Arrisku ekonomiko *zuzena:* kanbio-tasak txarrera egiten badu, enpresak irabazi txikiagoak izango ditu etorkizuneko eragiketetan, sarrera txikiagoen edo kostu handiagoen (inportatutako materiala) eraginez.

Esate baterako, bitxigintza industrialeko enpresa euskaldun batek urrea behar du, Euskal Herrian bere ekoizpena bideratu ahal izateko. Lehengai horrek USDtan kotizatzen du. Dolarra indartzeak urrearen prezioa eurotan handitzea ekarriko du, eta horrek enpresak

ordaindu beharreko prezioan eragingo du, mozkinen marjinan edo ekoizpenean. Atzerrian dibisetan salerosten duen edozein enpresak arrisku ekonomiko zuzena hartzen du. Suitzatik prezioa franko suitzarretan duten doitasun-ekipoak inportatzen dituen merkatari euskaldun batek eurotan gehiago ordaindu beharko ditu inportaturiko gaiak, euroaren kotizazioa franko suitzarrarekiko jaisten baldin bada. Euroaren kotizazio baxuak epe luzean irauten badu, inportatzaileak bezeroei pasatuko dizkie bere gainkostuak, prezioak igoz. Hemen esan beharra dago eskaria jaits litekeela bezeroek beste hornikuntza-iturri batzuk erabiltzearen ondorioz (Japonia edo Taiwan).

Halaber, kontuan izan behar da arrisku ekonomikoa eragiketa-arriskua izatera pasatuko dela enpresarentzat, inportazioaren kontratua gauzatzen denean.

b) *Zeharkako* arrisku ekonomikoa. Kanbio-tasek okerrera egiten badute, enpresak ekoizle atzerritarrei eman diezaieke lehiaren zati bat. Erbesteko enpresen aurrean lehiakortasuna galtzearen ondorioz sortzen diren arriskuak dira, eta, batzuetan, baita etxeko enpresen aurrean lehiakortasuna galtzearen ondoriozkoak ere. Arrisku horrek sortzen duen kaltea kanbio-tasen aldaketengatik kostu erlatibo altuagoa eta prezio erlatibo baxuagoak jasan behar izatetik dator.

ADIBIDEA

Demagun mundu mailako merkatua bi enpresa ekoizlek dutela mendean, batak egoitza Ameriketako Estatu Batuetan izanik eta besteak Alemanian. Konpainia bien produktuek dolarretan kotizatzen dute, eta honako hau da beren posizioa dibisen fluxuen aurrean:

	ALEMANIAKO ENPRESA	AEBko ENPRESA
SARRERAK	% 100 dolarretan	% 100 dolarretan
KOSTUAK	% 100 eurotan	% 100 dolarretan

Enpresa alemaniarrak duen arrisku ekonomikoa nahiko begi-bistakoa da. Euroa dolarrarekin alderatuz indartzen bada, jasotako dolarren balioa eurotan jaitsi egingo da, eta, horrekin, mozkinak ere bai. Lehiakortasunaren ikuspegitik, enpresa biek jasaten dute kanbio-arriskua. Euro indartsuagoak enpresa alemaniarraren etekinak kaltetuko ditu, eta estatubatuar lehiakidea egoera hobean utziko du, bai preziotan, eta baita merkatuan ere. Arrazoi berberengatik, euroaren aurrean dolarra indartzeak enpresa alemaniarra lehiakorragoa egingo luke. Herrialde berean edo dibisa berbera duten herrialde multzoan jarduten badute konpainia biek, aipaturiko arriskua desagertu egiten da.

Produktu baten prezio-sentikortasuna faktore gehigarria da arrisku ekonomikoaren testuinguruan, eta ez dio azken horrek eragiten. Hala, kanbio-tasen txarrerako aldaketak salmenta-prezio handiagoekin konpentsa daitezke, baina merkatua prezioen aldaketekiko prezio-sentikortasunik gabea denean bakar-bakarrik. Hori ez da batere ohikoa, eta maizago gertatzen da kanbio-tasak okerrera egiten duenean enpresaren etekinak murriztea. Prezio-sentikortasun jakineko merkatuetan lehiatzen diren produktu batzuek (abiazio komertziala, erdieroalezkoak eta kalkulagailuak) ezinbestekoa dute esposizio ekonomikoa kudeatzea, lehiatu ahal izateko. Arriskuen kudeaketak, kanbio-arriskuari dagokionez, enpresa ekoizlea atzerriko eskaintzen aurrean lehia-posizio orekatuan dagoela bermatzea du helburu.

5. TAULA: KOSTU ETA SARREREN SENTIKORTASUNA

		Kanbio-tasen gorabeherekiko kostuen sentikortasuna	
		Txikia	Handia
Kanbio-tasen gorabeherekiko prezioaren sentikortasuna	Txikia	**ESPOSIZIO TXIKIA** ▸ Tokiko saltzaileak	**ESPOSIZIO HANDIA** ▸ Inportatzaileak
	Handia	**ESPOSIZIO HANDIA** ▸ Esportatzaileak ▸ Tokiko enpresak nazioarteko lehiakideekin	**ESPOSIZIO TXIKIA** ▸ Mundu mailako saltzaileak ▸ Beste inportatzaileekin lehiatzen diren inportatzaileak

Iturria: Rahnema, A. (2005)

6. ATALA: KANBIO-ARRISKUAREN KUDEAKETA: ESTALDURA-TEKNIKAK

6.1.SARRERA

Aurreko gaian, enpresak jasaten duen kanbio-arriskuaren identifikazioa eta neurketa landu da. Urrats hori da enpresaren kanbio-arriskuaren kudeaketako lehenengoa. Ondoren, arrisku hori zer neurritan hartu nahi duen zehaztu behar du enpresak, merkatuan ikusita, oro har, enpresak ez duela estali beharrik hartzen duen arrisku osoa.

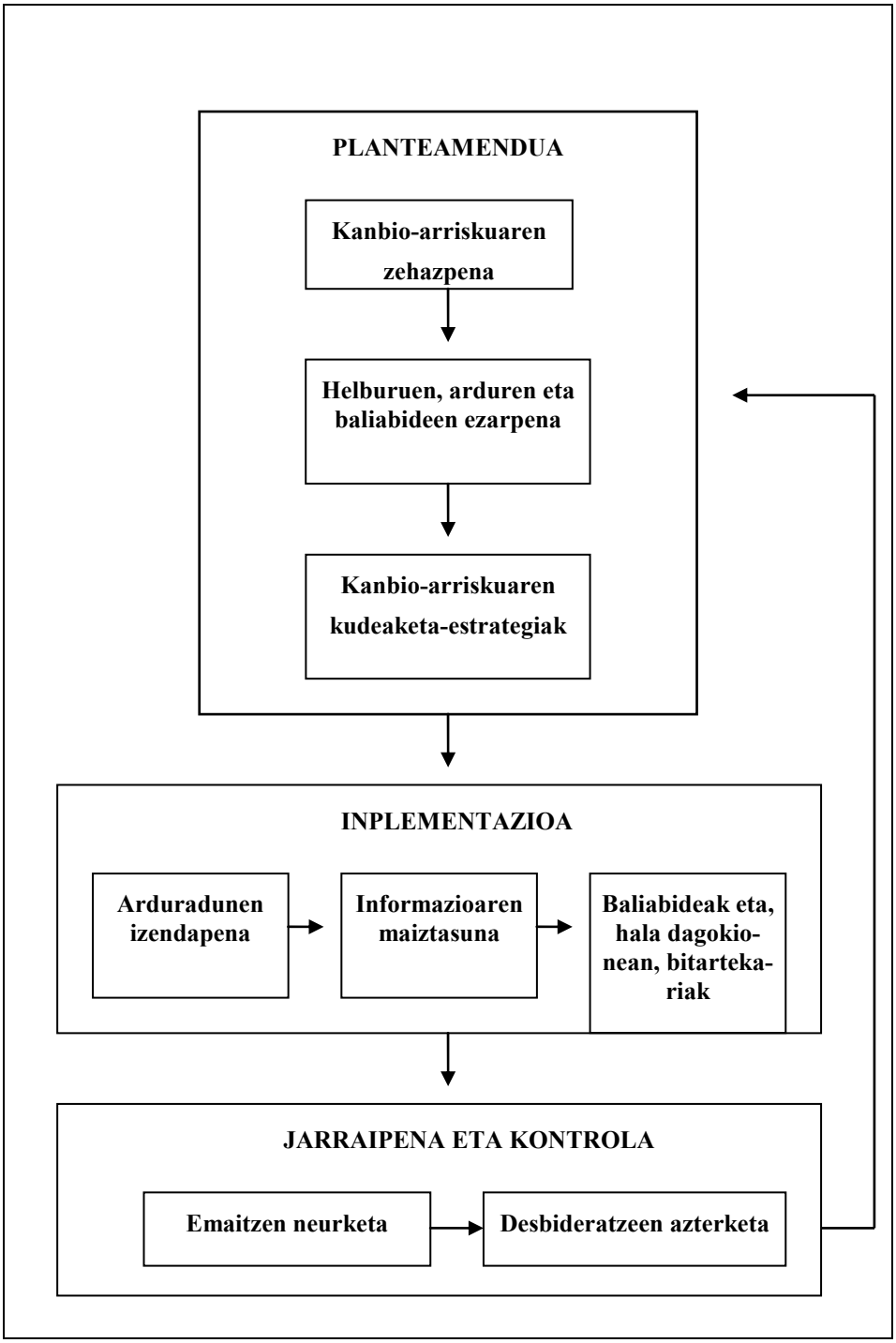
Kanbio-arriskuaren kudeaketaren erabaki garrantzitsuenetako batek kanbio-arriskuaren estaldurarekin du zerikusia. Horri buruzko erabakia enpresaren arriskuarekiko ezkortasun mailaren araberakoa da, alde batetik, eta, bestetik, enpresak hartzen duen arrisku mailaren araberakoa. Esate baterako, enpresa kanbio-arriskuarekiko partzialki ezkorra bada, estalitako arriskuaren eta jasandako estalduraren kostuaren araberakoa hartu beharko luke erabakia.

Gai honetan, kanbio-arriskuaren kudeaketari buruzko planeamendu orokorra egin ondoren, kanbio-arriskuaren estaldurarako aukera motak aztertuko dira.

6.2. KANBIO-ARRISKUAREN KUDEAKETA: PLANTEAMENDU OROKORRA

Edozein kudeaketa-lanetan, zeregin orokor batzuk daude, eta haien artean daude kudeaketaren plangintza, erabakien gauzatzea eta kontrola.
4. irudian, kanbio-arriskuaren kudeaketaren planteamendu orokorra jasotzen da.

4. IRUDIA: KANBIO-ARRISKUAREN KUDEAKETAREN PLANTEAMENDU OROKORRAREN EREDUA



Iturria: Rodríguez *et al*. (2002), 6. or.

1. Planteamendua

Aurretik aipatu den bezala, kanbio-arriskuaren kudeaketan egin beharreko lehen lana hura zehaztea da (5. atalean landua). Horren ondoren, kudeaketaren helburuak finkatu behar dira.

Enpresaren helburu estrategikoen arabera, kanbio-arriskuaren kudeaketaren helburuak finkatzen dira. Ildo horretan, alde batetik, kanbio-tasaren aldakortasunak enpresaren lehiakortasunean eragin dezake (zehazki, enpresak salduko dituen unitate kopuruan eta salmenta-prezioan eragingo du), eta, ondorioz, enpresaren sarrera garbietan aldaketak sortuko dira. Eta, beste alde batetik, enpresa dibisatan finantzatu bada edo inbertsioak gauzatu baditu, kanbio-tasaren aldakortasunak finantzaketaren kostuan edo inbertsioaren errentagarritasunean eragin dezake. Horretan guztian oinarrituz, kanbio-arriskuaren helburuak, adibidez, eragin negatiboei dagozkien gehienezko mugen ezarpenean oinarritu daitezke.

Behin helburuak finkatuta, ondorengo eginbeharra litzateke jarraitu beharreko kudeaketa-estrategia finkatzea. Horretarako, lehenik, enpresaren eskura dauden estaldura-tresnak identifikatu eta, ondoren, erabili beharreko tresna aukeratzeko irizpideak zehaztu behar dira. Estali beharreko kanbio-arriskuaren eta estaldura-kostuaren arteko erlazioan oinarritu daiteke erabakitzeko irizpide posible bat.

2. Inplementazioa

Hartutako erabakiak gauzatzeko, alde batetik, aplikatu beharreko tresnen inguruko erabakia hartzearen arduraduna nor izango den zehaztu behar da, eta, beste alde batetik, ondoren hartuko diren erabakietarako eta kontrolerako beharrezkoa den informazioa jasotzeaz nor edo nortzuk arduratuko diren. Prozesuaren atal horretan, datuen elaborazioak garrantzia du, gertatzen ari denari egokitzen zaion kudeaketa bat gauzatu ahal izateko.

3. Kontrola

Azkenik, aurretik zehaztu diren adierazleen arabera, zehaztutako helburuen eta benetako balioen arteko desbideratzea aztertuko da, eta, ahal den neurrian, komeni da desbideratzeen zergatiak identifikatzea, haiek zuzentzeari begira erabakiak hartu ahal izateko.

Bestalde, kanbio-arriskuaren kudeaketaren prozesu osoan zehar, informazioaren fluxuak eta maiztasunak garrantzia du, enpresak zenbait dibisatan dituen posizionamenduen jarraipena ahalbidetzen baitu.

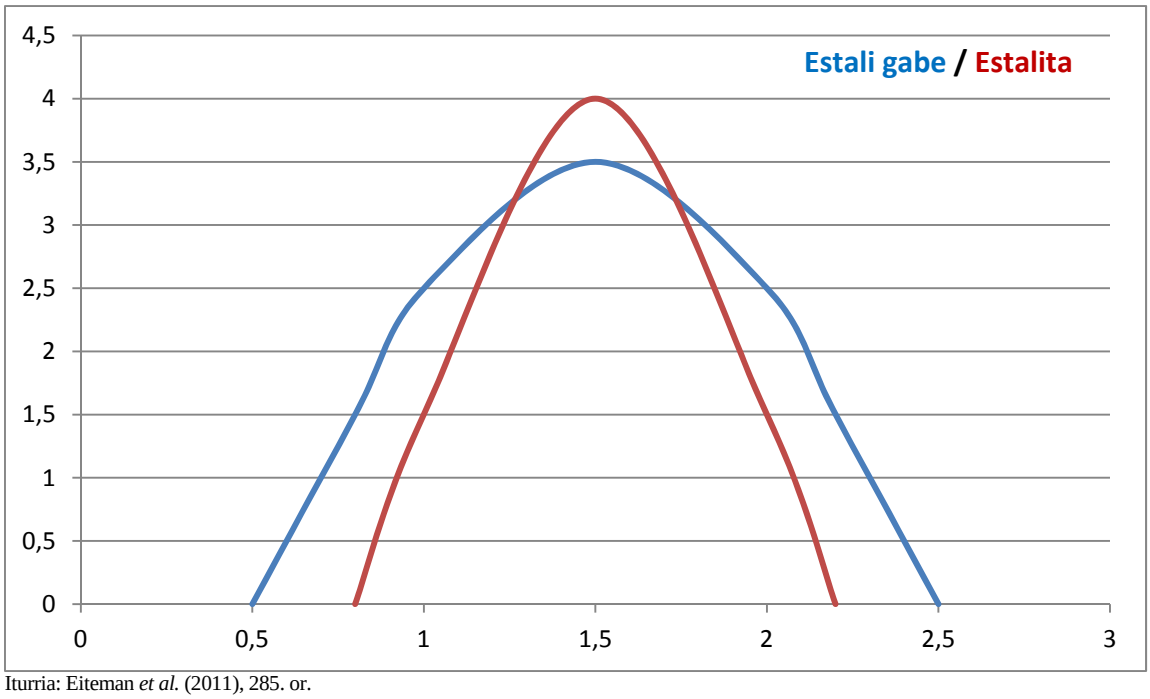
Gainera, kanbio-merkatuei dagokien ingurunearen aldakortasun handia dela eta, oro har, kanbio-arriskuaren kudeaketak malgua izan behar du. Hala, merkatu horien inguruko ustekabeko gertaerak barneratu ahal izango dira.

6.3. EZ ESTALTZEAREN AUKERA vs ESTALTZEAREN AUKERA

Kanbio-arriskuaren estalduraren helburua da enpresak duen posizionamenduaren kanbio-arriskua desagerraraztea edo murriztea. Horretarako, kanbio-arriskua duen enpresaren hasierako posizioaren arabera (posizio luzea edo aktiboa; posizio motza edo pasiboa), dimentsio eta mugaegun bera edo antzekoa duen kontrako posizioa sortzen da eperako merkatuan; adibidez, enpresaren lehen posizioaren aldaketak konpentsatuko dituena. Hau da, arriskua sorrarazten duen posizionamenduaren aurkako posizioa sortuz gauzatzen da estaldura.

Hala ere, kanbio-arriskuaren murrizketak edo ezabatzeak ez du enpresaren balioaren hazkuntza ekarri beharrik. Enpresaren balioa handitu dadin, kanbio-arriskuaren murrizketaren ondorioz espero den kutxa-fluxu garbien balioa handitu behar da nahitaez, hau da, 5. irudian ikus daitekeen bezala, kanbio-arriskuaren murrizketak banaketaren batez bestekoa eskuinerantz mugiarazi behar du.

5. IRUDIA: ENPRESAN ESPERO DIREN KUTXA-FLUXU GARBIEN ESTALDURAREN ERAGINA

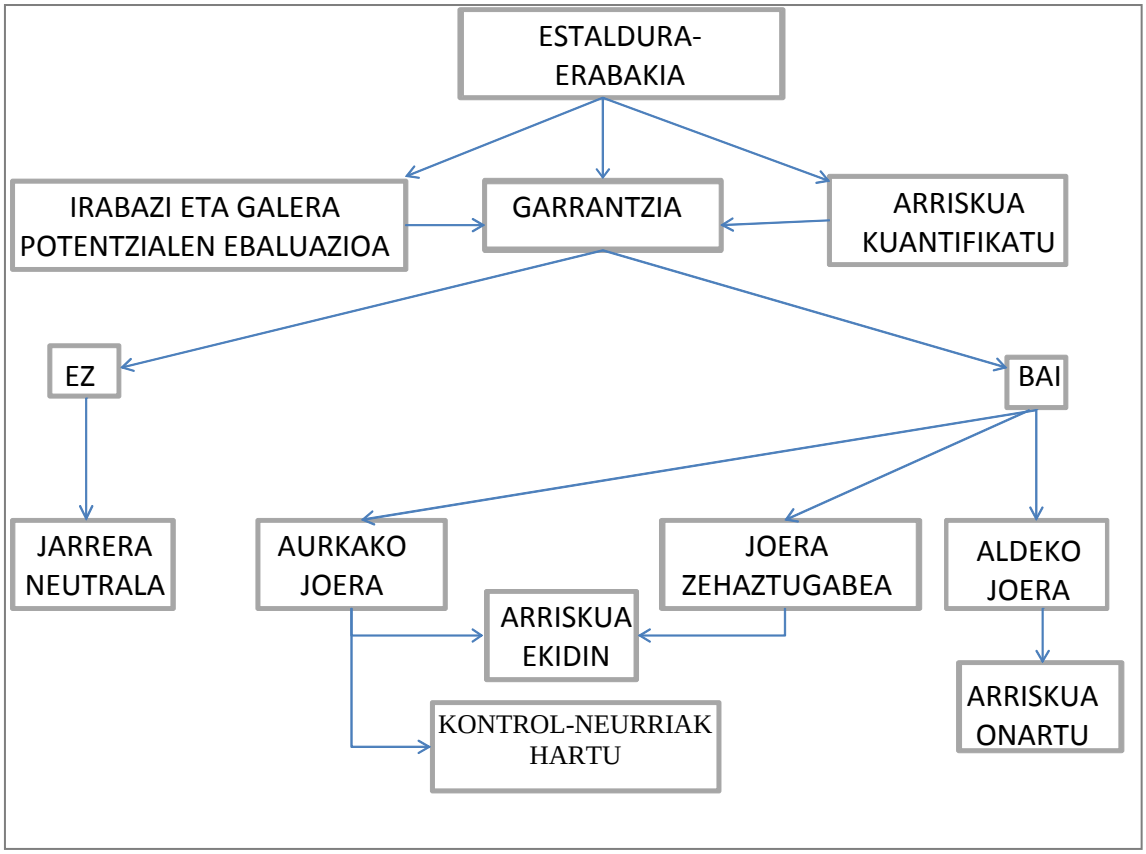


Iturria: Eiteman *et al.* (2011), 285. or.

Gainera, estalduraren eragiketak kostua badu, estalduraren kostua konpentsatzeko adinako errendimenduaren batez besteko gehikuntza egon behar du, eragiketa horrek enpresaren balioa handitzeko.

Estaldura egitearen edo ez egitearen egokitasuna hainbat autoreren arteko eztabaida bihurtu da. Nolanahi ere, estaldura ez gauzatzeko erabakia hartu beharko litzateke aztertzen ari den kanbio-arriskua oso txikia denean enpresaren arrisku osoarekiko, edo kanbio-tasaren bilakaeraren aurreikuspenak onuragarriak direnean, edo kanbio-tasen egonkortasuna aurreikusten denean. Planteamendu hori 6. irudian jasotzen da: kanbio-tasaren arriskuaren araberako estrategiak.

6. IRUDIA: KANBIO-TASAREN ARRISKUAREN ARABERAKO ESTRATEGIAK



Iturria: Costa eta Font (1995), 125. or.

Ondoren, kanbio-arriskuaren estalduraren aurka eta alde daudenen argudioak azalduko dira.

6.3.1. Kanbio-arriskuaren estaldura ez kontratatzeko arrazoiak

Kanbio-arriskuaren estaldura ez kontratatzeko argudio gehienak enpresaren jabeen eta administratzaileen arteko ezberdintasunean oinarritzen dira, eta eduki beharko lirateke kontuan.

- ✓ Enpresaren jabeek (akziodunak) dibertsifikazioaren bidez murriztu dezakete kanbio-arriskua, beren lehentasunen eta indibidualki arriskua jasateko duten gaitasunaren arabera kudeatuz. Enpresaren jabeak enpresaren administratzaileak baino gaitasun handiagoa dute kanbio-arriskua dibertsifikatzeko.
- ✓ Lehenago esan bezala, kanbio-arriskuaren estaldurak ez du enpresak espero dituen kutxa-fluxuen balioa handitzen; aitzitik, bere kostua dela eta, gutxitu egin ohi du.
- ✓ Agentziaren Teorian oinarrituz, jabeek arriskuarekiko duten ezkortasuna administratzaileek duten baino txikiagoa da. Horregatik, administratzaileek kanbio-arriskuaren estaldurak abiarazi ohi dituzte, nahiz jabeen aberastasunaren maximizazioaren ikuspuntutik beti egokiena ez izan.
- ✓ Gainera, administratzaileek pentsa dezakete kritika handiagoak jasoko dituztela kanbio-galerak izateagatik, kanbio-arriskuaren estaldura-kostuak jasateagatik baino. Ildo horretan, emaitzetan jasotako kanbio-galerak aparteko idazpen moduan jasotzen dira, agerian; estalduren kostuak, berriz, gastu operatiboetan edo interesen gastuetan ezkutatuta geratzen dira.
- ✓ *Eperako kanbio-tasaren aurreratze-erlazio*aren arabera, kanbio-arriskuaren estaldurari dagokionez gaur egun espero den balio garbia zero izango da.
- ✓ Merkatua eraginkorra bada, enpresa balioestean, inbertitzaileek kanbioagatiko efektua balio horretan sartu dutela uste da.

6.3.2. Kanbio-arriskuaren estaldura kontratatzeko arrazoiak

- ✓ Etorkizuneko kutxa-fluxuen arriskua murriztuz gero, enpresaren plangintzarako ahalmena hobetzen da, etorkizuneko kutxa-fluxuen aurreikuspen zehatzagoetan erabakiak har baititzake enpresak.
- ✓ Gainera, enpresaren etorkizuneko ordainketei aurre egiteko beharrezkoak diren etorkizuneko kutxa-fluxuak gutxieneko baten azpitik jaisteko probabilitatea murrizten du, hau da, *finantza-estutasuna* izenez ezagutzen den puntua ez pasatzea ahalbidetzen du.
- ✓ Administratzaileek enpresaren benetako egoerari –eta arriskuari– buruzko ezagutza handiagoa dute jabeek baino.

- ✓ Merkatuak desorekatuta egon ohi dira, eta, testuinguru horretan, administratzaileek dakite hobekien zein den enpresaren egoera, eta, zenbait kanbio-arriskuren estalduren bidez, enpresaren balioa handitzeko aukerak baliatu ditzakete.

6.4. KANBIO-ARRISKUAREN ESTALDURA-TEKNIKAK

Behin estaldura gauzatuko dela erabakiz gero, administratzaileak puntu hauek kontuan eduki behar ditu:

1. Arrisku mota identifikatu ondoren (hau da, kasu honetan, kanbio-arriskua), enpresak bere posizioaren arriskua neurtu behar du (epeak, aktibo osoekiko portzentajea, etab.)
2. Kanbio-arriskuaren estalduraren gradua zehaztea (estaldura mota).
3. Enpresarentzat erabilgarri diren kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak aztertzea eta balioestea.
4. Azkenik, teknika bakoitzaren kanbio-arriskuaren estaldura-kostua balioestea (eraginkortasuna, azkartasuna eta prezioa kontuan izanik).

Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak zenbait irizpideren arabera sailka daitezke. Irizpide horien artean, oso erabilia da, kanbio-arriskuaren estaldurarako tekniken artean, *barne*- eta *kanpo*-teknikak sailkatzen dituena. Sailkapen hori, lagungarria izanik ere, lehen hurbilketa gisa erabiliko da.

- *Kanpo-tekniketan*, edo kontratu bidezko tekniketan, kanpoko parte-hartzaile baten (bankua, aseguru-enpresa, finantza-merkatu antolatuak, eta abar) beharra dago, hau da, estali nahi den kanbio-arriskuaren eragiketarena ez dena. Azken horrek betebehartzat hartzen du kanbio-arriskuaren transferentzia.
- *Barne-teknik*etan –hau da, autoestalduran–, berriz, enpresaren barnean egiten diren eragiketen bidez gauzatzen da kanbio-arriskuaren estaldura, edo arriskua sorrarazten duen eragiketarekin zerikusia duen parte-hartzaile baten bidez. Hemen sartuko lirateke estaldura *naturala* deritzenak, dibisa berean aktiboko eta pasiboko kontzeptuak dituzten enpresetan aplika daitezkeenak, dibisa berean kobratu eta ordaindu beharreko zenbatekoak konpentsatzeko aukera jasotzen baitute.

Kanbio-arriskuaren estaldura-tekniken beste sailkapen bat: estaldura *perfektua* edo *koadratua*, kanbio-arriskua erabat desagerrarazten duena; eta estaldura *irekia* edo *agerikoa*, kanbio-arriskua murriztea, baina ez desagerraraztea, lortzen duena. Kanbio-arriskuaren estaldura perfektua gauzatzea zaila da, estali beharreko posizioaren eta estalduraren artean korrelazio perfektua egon behar duelako, eta biek epe berak izan behar dituztelako.

Eta, transakzioagatiko kanbio-esposizioaren kasuan, kanbio-arriskuagatiko honako estaldura-teknika hauek bereizten dira: *kontratuzko estaldura*, *estaldura operatiboa* eta *finantza-estaldura*. Ildo horretan, alde batetik, erabili ohi diren *kontratuzko estaldura* garrantzitsuenak hauek dira (geroago garatuko dira):

- ✓ *Forward* merkatuak
- ✓ Diru-merkatuak
- ✓ Futuroen merkatuak
- ✓ Opzioen merkatuak

Beste alde batetik, kanbio-arriskuaren *estaldura operatiboak* eta *finantza-estaldurak* abian jartzeko, arriskua partekatzeko kontratuak (arriskuaren transferentzia), ordainketak aurreratzeko edo atzeratzeko baldintzak (*leads* eta *lags*), *swap*ak eta beste batzuk erabiltzen dira. Ildo horretan, kutxa-fluxu operatiboak eta finantzako kutxa-fluxuen artean egiten den bereizketa bezala, garrantzitsua da kanbio-arriskuaren estaldura operatiboak eta finantza-estaldurak bereiztea. Adibidez, dibisen *swap* baten bidezko zor baten ondorioz sortutako kanbio-arriskuaren estaldura litzateke finantza-estaldura.

Edozein izanda ere aukeratutako kanbio-arriskuaren estaldura-teknika, denetan errepikatzen den oinarrizko printzipioa honako hau da: estalduraren bidez, kanbio-arriskua sortzen duen jatorrizko posizionamenduaren balio-galerak estaldurarako erabilitako tresnaren balioa gehituz konpentsatzea bilatzen da.

Ondoren, alde batetik, autoestaldura eta, bestetik, kontratuzko estaldura motak aztertuko dira.

6.4.1. Kanbio-arriskuaren autoestaldura edo estaldura-teknika eskurako merkatuan edo *spot* merkatuan

Kanbio-arriskuaren finantzazko autoestaldura eskurako merkatuan edo *spot* merkatuan arituz gauzatu daiteke. Kasu horretan, enpresak jatorriz duen dibisako posizio motzaren (luzea) baliokidea den posizio luzea (motza) sortzen du, eta etorkizuneko dibisa horren kutxa-fluxuen irteera eta sarrera ezkontzen ditu.

6.4.2. Kanbio-arriskuaren kontratuzko estaldurak

6.4.2.1. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak eperako merkatuan edo *forward* merkatuan

Kanbio-arriskuaren estaldurarako teknikarik sinpleenetakoa izan daiteke eperako kontratuak erabiltzea. Eperako kontratuaren edo *forward* kontratuaren bidez, bi alderdiek dibisen kopuru bat trukatu behar dute finkatutako prezio batean, etorkizuneko data batean.

Eragiketa horretan, kanbio-arriskuarekiko erabat estalita egoteko –hau da, estaldura *perfektua* edo *koadratua* egiteko–, eragiketaren truke enpresak dituen diru-irteerak eta -sarrerak berdinak izan behar dute, eta kanbio-arriskua erabat desagerrarazi. Baina, eragiketaren ondoriozko diru-irteeren eta sarreren zenbatekoak edo datak bat ez badatoz, orduan, estaldura *irekia* edo *agerikoa* litzateke, eta kanbio-arrisku txikiagoa legoke.

6.4.2.2. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak diru-merkatuan

Teknika horretan ere kontratu bat erabiltzen da, baina mailegu bati dagokiona. Diru-merkatuan dibisa batean izendatutako mailegua eskatzen du enpresak, eta, ondoren, estaltzeko helburuarekin, lortutako zenbatekoa beste dibisa batera aldatzen du.

Eragiketa hori egin ondoren, mugaegunean, enpresa bi egoeraren aurrean aurki daiteke, maileguko kontratua bete ahal izateko itzuli beharreko fondoen jatorriaren arabera. Alde batetik, enpresak bere negozioaren bidez behar adina diru sor badezake, enpresa estalita egongo da (estaldura perfektua). Beste alde batetik, mugaegunean enpresak behar duen dirua dibisen eskurako merkatuan eskuratzen badu, enpresa kanbio-arriskuarekiko agerian egongo da (estaldura irekia).

Estaldura-teknikak antzekoak dira *forward* merkatuan eta diru-merkatuan, eta estalduraren kostua da ezberdintasun bakarra. *Forward* merkatuan, kostua eperako kanbio-tasaren kotizazioaren araberakoa da, eta diru merkatuan, berriz, interes-tasen diferentzialen araberakoa.

6.4.2.3. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak futuroen merkatuan

Forward merkatua eta futuroen merkatuaren arteko ezberdintasun azpimarragarrienetako bat da futuroen merkatuan kontratuak normalizatuta daudela, hau da, estandarizatuta, eta horrek likidezia handiagoa dakar.

Kanbio-arriskuaren estaldurari dagokionez, kanbio-arriskua estaltzeko erabilitako dibisen eperako kontratuen antzera gauzatzen da eragiketa. Baina, enpresaren beharren neurrietara egokitzen den eperako kontratu bat sortu ordez, enpresak bere beharretara gehien hurbiltzen zaizkion futuroen kontratuarekin moldatu beharko du; normalean, estaldura irekia gauzatzen da.

6.4.2.4. Kanbio-arriskuaren estaldura-teknikak opzioen merkatuan

Eperako kontratuekin eta futuroen kontratuekin konparatuz, dibisen gaineko opzioen ezberdintasun handiena da opzioaren edukitzaileak eskubidea duela mugaegunean (bi aldeen artean zehaztutako epe, kopuru eta zenbatekoan) dibisak erosteko edo saltzeko, eta ez betebeharra, aurreko bi kasuetan bezala. Gainera, opzioak hainbat eratakoak izan daitezke: *europarra*, eskubidea mugaegunean soilik gauzatu daitekeena; eta *amerikarra*, eskubidea mugaegunera arte edozein momentutan gauzatu daitekeena.

Ezaugarri hori dela eta, beste bi aukerekin konparatuz, edukitzaileak bere galerak mugatu ditzake, baina ez irabaziak. Eta, gainera, eragiketaren epemugak, zenbatekoak edo eragiketak berak ziurgabetasuna duten kasuetan, oso egokia da, beste bi aukerak baino malguagoa baita.

Laburbilduz, enpresak erabili beharreko estaldura-estrategia bi irizpideren araberakoa da: alde batetik, enpresaren arriskuarekiko ezkortasun maila, enpresaren beraren politiketan jasota egon beharko lukeena; eta, beste alde batetik, zehaztutako epean kanbio-tasaren bilakaerari buruz enpresak duen aurreikuspena. Hala, erabili beharreko estaldura motaz

gainera, enpresak estali nahi duen kanbio-arriskuaren proportzioa zehaztuko da. Azkenik, besteekiko eraginkortasunaren, azkartasunaren eta kostuaren arabera aukeratuko du enpresak kanbio-arriskua estaltzeko dituen aukeretako bat.

Aipatutako estaldura-teknikak jasotzen dituen adibide bat landuko dugu orain.

ADIBIDEA

Goi mailako makineria ekoizten duen Makitek, S.A. enpresako finantzen arduraduna kezkatuta dago, erbesteko enpresa bati egindako salmenta garrantzitsu baten inguruan kanbio-tasen ezusteko aldaketek izan dezaketen kaltea dela eta. Salmenta egin zenean, honako hauek adostu ziren:

1) Saldutako makineriaren prezioa 3.000.000 dolarr zen.

2) Ordainketa sei hilabetera gauzatuko zen.

Honako aukera hauek ditu:

❶ AUKERA: ezer ez egin, eta sei hilabete barru dolarrak euroetara bihurtu.

❷ AUKERA: 6 hilabeterako *forward* bat kontratatu.

❸ AUKERA: Estatu Batuetan sei hilabeteko eperako mailegu bat eskatu, eta epemugan 3.000.000 dolar itzuli ahal izateko zenbatekoa eskatu. Eskatutako zenbatekoa eurotan bihurtuko luke spot kanbio-tasan une honetan, eta sei hilabetera inbertitu.

❹ AUKERA: salmenta-opzioa (PUT) eskuratzea dolarrak 0,75 euroan saldu ahal izateko. Sariaren prezioa 0,03 euro da.

Merkatuko informazioa honako hau da:

- Spot kanbio-tasa: 0,75 €/$

- Sei hilabeterako euroaren interes-tasa: % 2,109

- Sei hilabeterako dolarraren interes-tasa: % 3,62125

- Estatu Batuetan maileguarekin lor dezakeen interes-tasa: % 4,5

- Eurogunean inbertituta lor dezakeen interes-tasa: % 2,04

Ebazpena:

❶ AUKERA: ezer ez egin, eta sei hilabete barru dolarrak eurotara bihurtu.

Ezer egingo ez balu, sei hilabete barru 3 milioi dolar jasoko lituzke, eta eurotara bihurtuko ditu, une horretan indarrean dagoen eskurako kanbio-tasan. Kanbio-tasa horren arabera, euro gehiago edo gutxiago jasoko ditu. Taula honetan, kanbio-tasaren mailaren arabera kobratuko lukeen zenbatekoa ikus dezakegu.

$/€	0,6	0,65	0,7	0,75	,8	0,85	0,9
Ezer egin barik	1.800.000	1.950.000	2.100.000	2.250.000	2.400.000	2.550.000	2.700.000

❷ AUKERA: 6 hilabeterako *forward* bat kontratatu.

Ematen zaizkigun datuekin, eperako kanbio-tasa edo *forward* tasa kalkula genezake:

$$\frac{1}{C_{t-1}}(1+r^d)-(1+r^f)\frac{1}{{}_{t-1}P_t}=0$$

${}_{t-1}P_t=C_{t-1}{}^{*}(1+r^f)/(1+r^d) \rightarrow {}_{t-1}P_t=0{,}75*(1+0{,}02109*6/12)/(1+0{,}0362125*6/12)=0{,}7444$ €/$

Kasu horretan, *forward* kontratuarekin egiten duena zera da: bere burua behartu sei hilabete barru salmentagatik jasoko duen dolar bakoitza 0,7444 euroan saltzera. Hala, sei hilabete barru, honako zenbateko hau jasoko luke:

3.000.000$*0,7444 €/$ = 2.233.200 €

Jakina, zenbateko hori ez dago sei hilabete barru egongo den eskurako kanbio-tasaren menpe.

❸ AUKERA: Estatu Batuetan sei hilabeteko eperako mailegua eskatu, eta epemugan 3.000.000 dolar itzuli ahal izateko zenbatekoa eskatu. Eskatutako zenbatekoa eurotan bihurtuko luke une honetan, spot kanbio-tasan, eta sei hilabetera inbertitu.

Estatu Batuetan eskatuko lukeen maileguaren zenbatekoak, printzipalak eta interesen batuketak 3.000.000 $ emateko bestekoa izan behar dute. Kontuan hartuta % 4,5koa izango litzatekeela interes-tasa, zenbateko hau eskatu beharko luke:

$$3.000.000\$/1,045^{0,5} = 2.934.6.95,93\$$$

Hirugarren aukera hartu beharko lukeela erabakiz gero, zera hartu behar da kontuan: zenbateko hori eurotara pasatuko luke 0,75 €/$-eko eskurako kanbio-tasan; hortaz, 2.201.021,95 €. Azken zenbateko hori sei hilabeteko epean inbertituko luke eurogunean, % 2,04ko errentagarritasuna lortuta, eta, azkenean, 2.223.359 € lortuko luke, kanbio-tasen bilakaera edonolakoa izanda ere. Maileguaren epemugan, printzipalari eta interesei aurre egiteko salmentaren fakturagatik jasoko lituzkeen 3.000.000 dolarrak erabiliko lituzke.

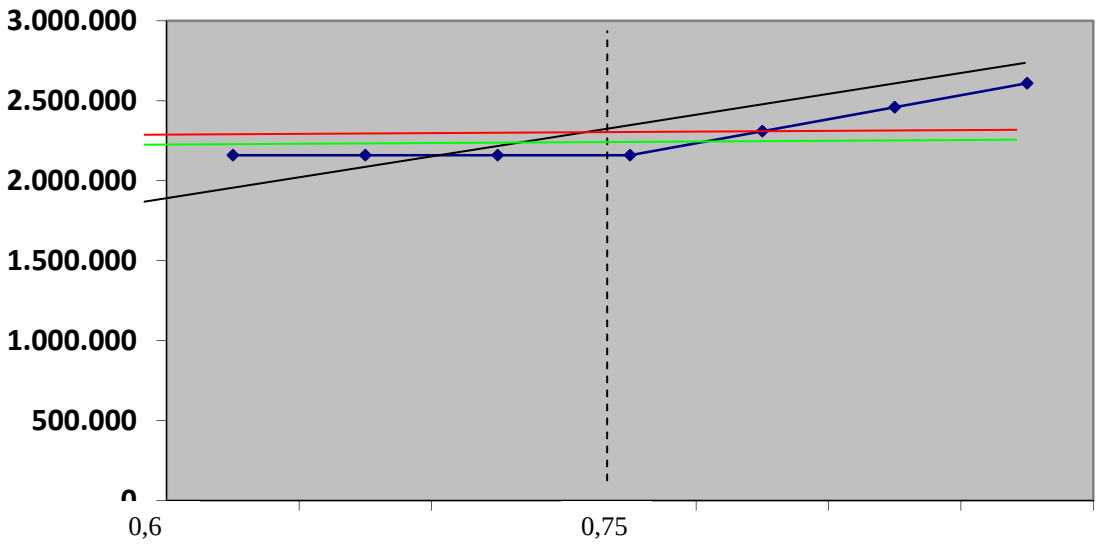
❹ AUKERA: salmenta-opzioa (PUT) eskuratzea dolarrak 0,75 euroan saldu ahal izateko. Primaren prezioa 0,03 euro da.

3.000.000 dolar saltzeko eskubidea bermatu nahi denez, primaren kostua 90.000 eurokoa izango da. Aukera horretatik lor daitekeen etekina ekintza hauen balio handiena alderatzetik etorriko da:

- Opzioa gauzatu. 3.000.000 dolar aldatu eurotara, 0,75 €/$ prezioan, eta zenbateko horri primaren zenbatekoa kendu.

- Opzioa ez gauzatu. 3.000.000 dolar aldatu eurotara, une horretako kanbio-tasan, eta zenbateko horri primaren zenbatekoa kendu. Beheko taulan, aukera horri dagozkion zenbatekoak ageri dira:

$/€	0,6	0,65	0,7	0,75	,8	0,85	0,9
PUT	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.310.000	2.460.000	2.610.000



-1. aukera
-2. aukera
-3. aukera
-4. aukera

Grafikoan ikus dezakegunez, aukerarik onena opzioa erabiltzea da, hau da, 4. aukera; izan ere, dolarraren balioa galtzeko arriskutik babesten gaitu, eta, haren balioa handitzearekin, ordea, irabaziak eduki genitzake. Hortaz, finantza-arduradunak 3.000.000 dolar 2.250.000 euroren truke saltzeko salmenta-opzioa eskuratuko luke, 90.000 euroko prima ordainduta.

BIBLIOGRAFIA

Costa Ran, L. eta Font Vilalta, M. (1995). *Divisas y riesgos de cambio: Manual Práctico*. ESIC editorial eta Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX), Madril.

Eiteman, D.K.; Stonehill, A.I.; Moffett, MH. (2011). *Las finanzas en las empresas multinacionales.* Pearson, Mexiko.

Kontabilitate Plan Orokorra 2008. 11. balioespen-araua.

López Lubián, F.J. eta Garvía Estévez, P. (2006). *Finanzas en Mercados Internacionales.* McGraw-Hill, Madril.

Martín Marín, J.L. eta Téllez Valle, C. (2006). *Finanzas Internacionales.* Thompson, Madril.

Martínez Solano, P. (1999). "Metodologia para la medicion de la exposicion economica al riesgo de cambio: una revision", Información Comercial Española, Revista de Economía, 780. zk., 63-79.

Rahnema, A. (2005). "Gestión estratégica del riesgo de tipos de cambio", *Estrategia Fnanciera*, 216. zk., 30-39.

Rodríguez Castellanos, A; Ayala Calvo, J.C.; Soldevilla García, E. (2002): *Gestión Financiera Internacional.* Repografia zerbitzua, Ekonomia eta Enpresa Zientzien Fakultatea. Euskal Herriko Unibertsitatea.

WEBGUNE INTERESGARRIAK

http://www.bde.es [Espainiako Bankua]
http://www.bis.org/ [Bank of International Settlements]
http://www.forex.com [Forex Nazioarteko Dibisen Merkatua]
http://www.imf.org/external/spanish/ [Nazioarteko Diru Funtsa]
http://www.economist.com [The Economist]
http://www.morganstanley.com [Morgan Stanley Smith Barney]
http://www.euronext.com [NYSE Euronext]
http://www.cme.com [CME]

ALDIZKARIAK

Cinco días
Estrategia Financiera
Expansión
Financial Times
Gaceta de los Negocios
Revista Española de Financiación y Contabilidad
Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa

KASU BATEN AZTERKETA

CAF KASUA

CAF: enpresaren kudeaketa finantzarioaren bilakaera nazioartekotzearen aurrean

Lertxundi, A. eta Mendizabal, A. [5]
Euskal Herriko Unibertsitatea (UPV/EHU)

2010eko abuztuan, Antonio Garcíak, Beasainen kokaturiko eta 1917an sorturiko Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles S.A. (CAF)-eko Finantzaketa Saileko arduradunak, 2012rako Plan Estrategikoa zeukan aurrean. Plan horren markoan, kudeaketa ekonomiko-finantzarioari zegozkion helburuak jasotzen ziren; haien artean, arriskuen kontrolari zegozkionak. Kanbio-arriskuaren kudeaketan, enpresaren politika zen arriskutik erabat estaltzea; printzipioa "kanbio-tasen aldaketen aurrean esposiziorik ez izatea" zen, kontuan hartuz 1992an CAF Mexikon hazi eta zabaltzeko asmoz ezarri eta 2010ean 25 herrialdetan baino gehiagotan zegoela. Aipatutako Plan Estrategikoaren testuinguruan eta kanbio-arriskuaren kudeaketari zegokionez, Antonio Garcíak CAFen egoera aztertu behar zuen, arazo posibleak edo puntu ahulak hauteman, eta irtenbideak proposatu eta ekintza-plan batean gauzatu. Hau da, Antoniok zera galdetzen zuen: "kanbio-arriskuaren kudeaketaren egungo politikarekin jarraitu behar dugu?".

---

1. Enpresa: *Grupo CAF, S.A.*

Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles (CAF), S.A. burtsan kotizatzen zuen enpresa pribatu bat zen, nazioarte mailan trenbide-sistemetarako ekipo eta osagaien diseinuan, ekoizpenean, mantentzean eta horniketan aritzen zena. Enpresaren produktu-gaman, garraio-sistema osoak (hiritarrak eta azpihiritarrak, trenbide-lerro handiak) eta neurrira egindako pieza eta osagaien hornikuntza eta egokitzapena daude; hori guztia, gainera, enpresak moldakorrak eta malguak izanik eta bezeroen beharretara egokituz. Proiektuak teknologia propioaz garatzen ziren, nazioartekotze-prozesu tinko eta jarraitu batean;

[5] aitziber.lertxundi@ehu.es eta alaitz.mendizabal@ehu.es

muntaketarako eta mantentzerako plantak sortu zituzten atzerrian, eta langileak beste herrialde batzuetara lekualdatzea ekarri zuen horrek.

Gauzak horrela, konpainiak, alde batetik, Espainian ekoizpen-instalazioak zituen, Beasainen, Zaragozan, Madrilen, Irunen, Castejónen, Lleidan eta Linaresen, eta, beste aldetik, nazioarte mailan ezarpen industrialak ere bazituen, Elmiran (Estatu Batuak), Bagnères de Bigorren (Frantzia), Mexiko DFn (Mexiko) eta Sao Paulon (Brasil). Horrez gain, muntaketa- eta mantentze-planten jabe ere bazen, Belfasten (Erresuma Batua), Erroman (Italia), Delhi Berrian (India), Sacramenton (Estatu Batuak), Buenos Airesen (Argentina) eta Santiago de Chilen (Txile), eta munduan barrena 40 mantentze-zentro zituen. Planten aukeraketaren eta antolaketaren diseinuaren helburuak ziren malgutasuna eta bezeroentzako erantzun azkarra lortzea.

Merkatu nazionalean, Red Nacional de Ferrocarriles Españoles (RENFE) eta FEVEren hornitzaile nagusia zen. Hiriko garraio masiboari dagokionez, metro eta tranbiez hornitu zituen Madril, Bartzelona, Bilbo, Palma de Mallorca, Sevilla, Málaga, Vélez-Málaga eta Zaragoza hiriak.

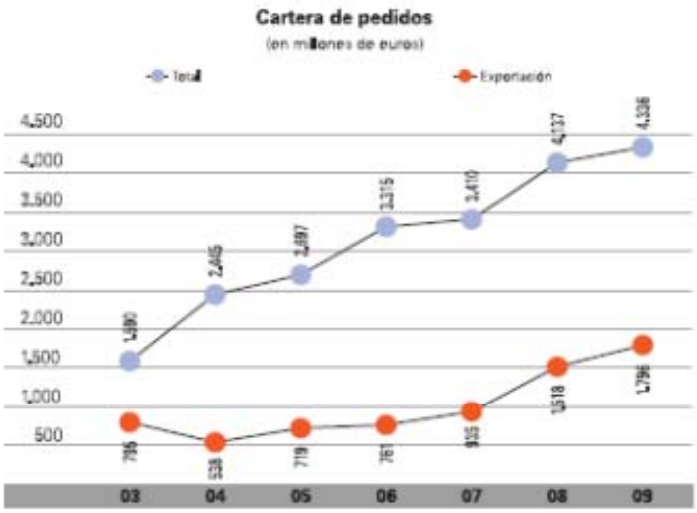
Bidaiarien garraio masiborako trenbide-ibilgailuen nazioarteko merkatuan, konpainiak hainbat kontratu lortu zituen; esate baterako, Europan, besteak beste, hiri-garraiorako kontratuak, Edinburgo (Britainia Handia) eta Belgradoko (Serbia) tranbien ekoizpena, Irlandarako diesel-materialaren eraikuntza, Belfasterako (Erresuma Batua) aldiriko trenak, edo/eta Bruselaserako (Belgika) eta Erromarako (Italia) metro unitateen horniketak. Hazkunde handia izan zuen, halaber, Amerika kontinentean ere. Estatu Batuetako Elmiran zeukan plantan, Pittsburg eta Sacramento hirietarako unitate artikulatuak ekoitzi zituen, eta, horrez gain, Houston-eko metrorako tranbietan lan egin zuen. Mexikoko Tren Suburbano Buenavista-Cuautitlán-en eraikuntza ere lortu zuen, eta proiektuaren kudeaketa osoaren ardura hartu zuen, gainera (obren koordinazioa, gurpildun materialaren entrega, eragiketak, etab.). Taldea Hego Ameriketan barrena aurrera zihoan, proiektu berriak lortu baitzituen; haien artean, Santiago de Chileko metroaren sarerako ibilgailuen ekoizpena, Mexiko Hiriko metrorako unitateen ekoizpena, Medellinerako (Kolonbia) metrorako trenak eta Sao Paulorako (Brasil) aldirikoen eta metrorako gurpildunen ekoizpena. Horretaz gainera, konpainia Txina (Hong Kong), Saudi Arabia eta India eta halako merkatuetan zegoen.

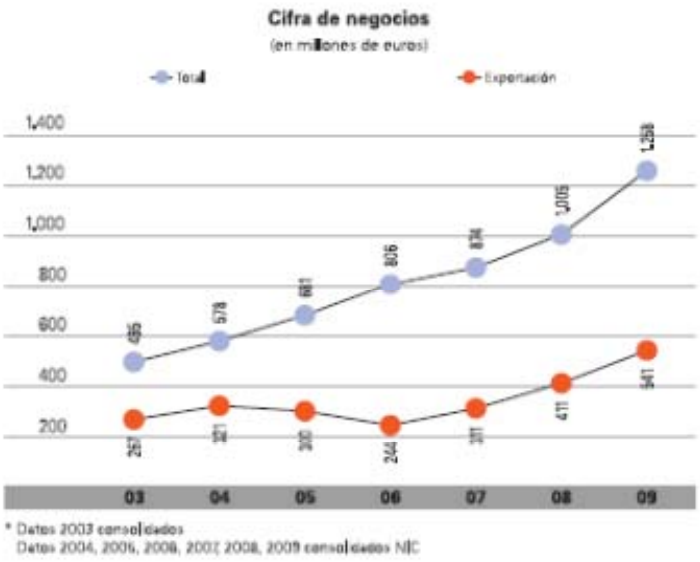
Haren lehiakideei dagokienez, 2010ean, gurpildun materialaren hornitzaile gisa bosgarren postua zuen CAFek, BOMBARDIER (Kanada), ALSTOM (Frantzia), SIEMENS (Kanada) eta KAWASAKI (Japonia) enpresen atzetik. Lau horiek tamaina handiko sektore anitzeko multinazionalak dira; haietako bakoitza CAF baino 20-30 bider handiagoa. Horietaz gainera, sortzen ari diren lehiakide berriak ere aintzat hartzekoak dira, hala nola Txinako, Txekiako, Poloniako eta abarreko ekoizleak.

Etengabeko hazkunde-erritmoak eta nazioarteko zabalkuntzak konpainiaren negozio-bolumena hazi zuten: 25 herrialdetan baino gehiagotan, 45 proiektu zituen eskuartean. 2010eko ekainaren 30ean, 749,3 milioi eurokoa zen hazkundea, 2009ko lehenengo seihilabetekoan baino 126,5 milioi euro gehiago (+ % 20). Europar Batasunetik kanpoko herrialdeekin, honako bilakaera hau izan du negozioaren zenbatekoaren portzentajeak: 2009an, % 28, eta, 2010ean, % 47. Data horretarako, CAFen mozkin garbia, Elkarteen gaineko Zergaren ondoren, 52 milioi eurokoa zen, eta eskaeren zorroa, berriz, 4.308,3 milioi eurokoa, hau da, aurreko ekitaldikoa baino % 4 handiagoa.

.

1. irudia: Eskaeren zorroaren eta negozio-bolumenaren bilakaera





Iturria: Grupo CAF, S.A.

Bukatzeko, CAFen langileen kopurua hazi egin zen; batez ere, sozietate filialetan eta nazioarteko esparruan. Hau da, Taldearen gaitasuna nazioarteko eskakizunetara egokitu zen, eta kualifikazio tekniko altuko pertsonak indartzeko ahaleginak bere horretan zirauen.

1. taula: Grupo CAF, S.A.-ko langileen bilakaera

Plantilla	Fijos	Total	Media anual
31-12-08	4.550	5.108	4.758
31-12-09	5.684	6.489	5.762

Iturria: Grupo CAF, S.A.

2. CAF Taldearen nazioarteko finantza-kudeaketaren estrategia

CAFek herrialde ugaritan lan egiten zuen, eta haietako askotan ezarpenak zituen enpresa multinazional bat zen. Enpresaren kudeaketa ekonomiko-finantzarioa Beasaingo eta Madrilgo egoitzetan garatzen zen, baina finantza-erabakien gunea eta nazioarteko finantzen kudeaketari zegokion arloa Madrilen kokatuta zegoen.

CAF WORLDWIDE
SPAIN
FINLAND
UNITED STATES
MEXICO
BRAZIL
IRELAND
UNITED KINGDOM
ARGENTINA
PORTUGAL
ALGERIA
HOLLAND
HUNGARY
TURKEY
HONG KONG
ITALY
BELGIUM
CHILE
INDIA
SAUDI ARABIA
COLOMBIA
SERBIA
PLANTS AND SUBSIDIARIES
RAIL TECHNOLOGY CENTRES
MAINTENANCE PLANTS
www.caf.net

Taldearen diruzaintza orokorra Madrilen zentralizatuta zegoen, eta, filialen finantza-behar edo -erabilgarritasunen arabera, egoitza nagusiaren eta unitateen arteko kutxa-fluxuak bideratzen ziren. Zehazki, filialek bi kontu mota zituzten: *operating* kontua eta *corporate* kontua. *Operating* kontua itxaron ezin dezaketen ohiko gastuei aurre egiteko gutxieneko saldoa mantentzen zuen kontua zen; esate baterako, elektrizitatea, telefonoa, nominak, zergak, eta abar. Bestalde, *corporate* kontua zenbateko handiagoko gainerako gastuetarako bereizten zen; esate baterako, ibilgetua, ekipamendua, asegurua eta halako gastuetarako, eta gauzatzeko finantza sailaren oniritzia behar zutenak. Ikuspegi horretatik, eta, finantza-arriskuak txikiagotzeko helburuarekin, filialetan gutxieneko saldoak edukitzen ziren, eta diruzaintza CAF E.A.-ren kontuetan (eurotan) zentralizatzeko ohitura zegoen.

Kanbio-tasaren arriskuaren kudeaketari dagokionez, hainbeste herrialdetan lan egiteak euroaz gainera beste dibisa batzuekin ere lan egitera behartzen zuen CAF. Ildo horretan, CAFek atzerriko diruan egindako eragiketa guztiak estaltzeko politika bat betetzen zuen. Antoniok adierazten zuen bezala, “kanbio-tasen inolako aldaketen eraginpean ez egotearen printzipioak zuzentzen gaitu”, zeren eta “CAFek ez du nahi finantza-arrazoiengatik aldaketarik gertatzerik emaitzen kontuan. Horretarako erabiltzen den tresna kanbio-asegurua da”.

Horregatik, era honetan lan egiten zen: eskaintza bat egin behar zenean, proiektuaren alderdi guztiak aztertzen ziren, bai ekonomikoak, eta bai teknikoak. Irteera-eskaintzaren aldez aurreko lanetan, sail guztiek parte hartzen zuten, eta kontratuak biltzen zituen kontu guztiak arretaz aztertzen ziren. Eskaintzaren prozesu horretan, finantza saileko arduradunek (Madril) herrialdearen arriskuarekin, bezeroaren arriskuarekin eta kanbio-arriskuarekin zerikusia zuten kontuak aztertzen zituzten. Askotan, CAFeko bezeroak beste herrialde batzuetako gobernuak zirenez, erlazio estua zegoen herrialdearen arriskuaren eta bezeroaren arriskuaren artean. Behin kostuak, arriskuak eta proiektuaren gainerako ezaugarriak aztertu ondoren hura bideragarria zela pentsatzen bazen, eskaintza egiten zen.

Eskaintzaren dataren eta esleipenaren dataren arteko epea aldakorra izan zitekeen; hilabete batetik hiru urtera bitartekoa izan zitekeen. CAFek esleipen-datara arte espero zuen kontratua gauzatzeko, finantza-arriskuen estaldura egin aurretik, kanbio-arriskua

barne. Esleipenaren momentuan, nazioarte mailan aritzen ziren banku batzuetara jotzen zuen, esleitutako proiektuari zegokion estaldura-kostuari buruzko informazioa eskatzeko. Horretarako, CAFek kobrantzen eta ordainketen daten kronograma ematen zion bankuari, eta bankuak kanbio-tasa batzuk eskaintzen zizkion. Kanbio-tasa horiekin, CAFek "obraren kanbio-tasa" zeritzona kalkulatzen zuen, posizio guztien batez besteko kanbio-tasarekin bat zetorrena. Kanbio-tasa hori aldian-aldian eguneratzen zen, eta salmenta-prezioan gehikuntzak edo murrizketak eragiten ote zituen begiratzen zuten. Ekoizpenagatiko edo beste edozein arrazoirengatiko atzerapenengatik kobrantza-epeak aldatuz gero, finantza sailari jakinarazten zitzaion kontratatutako kanbio-aseguruen *roll-over*-ak[6] egiteko, eta horrek bazuen eragina emaitzen kontuan. *Roll-over* asko gauzatuz gero, estalduraren kostua asko handitu zitekeen, eta eragiketetan sortutako desbideratzeak CAFek hartzen zituen bere gain, bai positiboak, eta bai negatiboak.

Estalduraren hasierako kostua produktuaren salmenta-prezioari eransten zitzaion. Prezio horretan, beraz, kanbio-arriskuaren azterketa eta estalduraren kostua sartzen zituen. Hala, CAF kanbio-arriskuagatiko aldakortasuna ezabatzen saiatzen zen. Antonioren hitzek CAFen sentitzeko era jasotzen dute: "2004 urteari dagokionez, adibidez, urte eta erdian dolarrak izan zuen bilakaera, laurogei eta pasatxotik (euro zentimoak) bat eta hogeita zazpira (euroak) pasatu zen; estaltzen ez baduzu, eszenatoki okerrenean jarriz gero, proiektuaren emaitzetan eragin oso negatiboa du horrek, eta, bestela, oso positiboa. Ezin duzu arrisku hori hartu". Horregatik, kanbio-tasari aurre egiteko, kanbio-aseguruak kontratatzen ziren, arriskua konpondutzat jotzeko, nahiz eta "aukera garestia" iruditzen zitzaien.

[6] *Roll-over* finantzetan erabiltzen den ingelesezko termino bat da, futuroen merkatuekin erlazioa duena eta kontratu bateko posizioak amaitzen den kontratu batetik mugaeguna geroago duen beste kontratu batera atzeratzea dakarrena.

Herrialdearen eta atzerriko diruaren arabera, estalduraren kostua aldatu zitekeen. Esate baterako, kontratua CAF Brasilek dolarretan irabaziz gero, dolarrak aseguratzen ziren. Kobrantza eta ordainketa dibisa berean eragiten duten kontratuetan, logikoki, ez zen estaltzen, estaldura "naturala" zegoela ulertzen baitzen, hau da, taldeak Brasilen proiektua garatzeko kontratu bat errealetan irabazten bazuen, orduan ez zen ezer estaltzen. Bestalde, hornitzaile sendoek beren diruan fakturatzen zioten CAFi. Alegia, Japoniako hornitzaileek yenetan fakturatu ohi zuten, eta estatubatuarrek, berriz, dolarretan. Gainera, herrialdeak berak edo kontratuak ezarritako murrizketak geroz eta gehiago ziren, eta horrek beste dibisa batzuk gehiago erabiltzea eragiten zuen, eta geroz eta herrialde gehiagok eskatzen zuten trenak beren lurraldean egitea. Adibidez, "Estatu Batuetako esleipenetan erabiltzen den materialen % 70ek Estatu Batuetan ekoitzia izan behar du", Antoniok zioenez.

Azken urteetan euroa garestitu izanak ardura sortzen zuen, Antonioren hitzek adierazten duten bezala: "Txinarekin eta Kanadarekin ez gara lehiakorrak. (…) merkatzen saiatzen gara, dibisaren aldetik gure aukera galdua dugu eta". Horrenbestez, eskaintza batzuk marjina txikiagoarekin egiten ari ziren, "aurrezteko aukera soilik lau edo bost osagaietan dagoenez eta merkatu honetan kalitatea garrantzitsua denez, maniobrarako marjina txikia da", kexatzen zen Antonio.

Kanbio-arriskuaren finantza-kudeaketari dagozkien kontuez gainera, kontabilitatearen ikuspegitik, CAFek bere filialen kontuak bateratu egiten ditu.

CAFen nazioarteko hazkundeak geroz eta herrialde gehiagorekin lan egitea eragiten zuen, eta horrek nazioarteko finantzen kudeaketaren parametroetan zuzenki eragiten zuen; zehazki, finantza-arriskuen bilakaeran, kanbio-arriskua barne. Antonio Garcíaren ikuspegitik, Plan Estrategikoan jasoko zen ekintza-planaren proposamenari buruz hartu beharreko erabakia zaila zen, eta galdera hau egiten zion bere buruari: "Kanbio-arriskuaren kudeaketari buruzko gure gidalerro orokorrak aldatzea komeni al da?".

- Informazio gehigarria:

HERRIALDEA	INFLAZIOA	$C_{09/12}$	$C_{10/12}$
Espainia	% 2,33		
Kanada	% 2,44	1,5432 CAD/€	1,3440 CAD/€
Txina	% 5,1	9,9416 CNY/€	8,8917 CNY/€

Iturria: 2010eko datuak (http://es.global-rates.com, http://www.abanfin.com/modules.php eta http://www.cnnexpansion.com)

CAF KASUA LANTZEKO GALDERAK

GALDERA OROKORRA

Zein da kanbio-arriskuaren kudeaketaren politika CAFen? Egokiena al da?

KASUA LANTZEKO GALDERAK

1. Nola eragin du CAFen nazioartekotzeak enpresaren kudeaketa finantzarioan?

2. CAFek ba al du kanbio-arriskurik? Kontuan hartuta negozioaren zenbatekoaren bilakaera, zein uste duzu izango dela kanbio-arriskuaren bilakaera?

3. Nola eragiten du kanbio-tasaren aldaketak CAFen lehiakortasun-posizioan, bere lehiakideekiko (batez ere, Kanada eta Txinarekiko)?

4. CAFen nazioarteko kudeaketa finantzarioko politika kontuan hartuz, interesgarria al da hainbat merkatu finantzariotan Interesen Estali Gabeko Parekotasuna betetzen den ala ez behatzea?

IRAKURGAIAK
eta lanketarako galderak

LANKETARAKO GALDERAK

Europaren lasta bota ezinda, eta Txinaren arnasa garondoan

1) Txinako esportazioei buruz ari denean, zer kanbio-tasari buruzko erlazio teorikoekin du zerikusia artikuluan azaltzen den "arazo"ak?
2) Erlazio horren arabera, nola dago Txinako dibisa: merkeegi ala garestiegi?
3) Zer eragin du horrek euroguneko enpresa esportatzaileentzat?
4) Eragina bera izango al da euroguneko enpresa esportatzaile guztientzat?
5) Jasango al dute kanbio-arriskurik ezer esportatzen eta inportatzen ez duten enpresek?
6) Amerikako Estatu Batuekin, merkataritza-harremanak ez ezik erlazio finantzarioa ere badu Txinak. Zer eragin dezake horrek dibisaren balioaren bilakaeran?

Suitza, dena egiteko gertu

1) Ikusi ditugun kanbio-tasei buruzko erlazio teorikoetatik, zeinekin du zerikusia Suitzan horrenbesteko kezka sortzen duen arazoak?
2) Franko suitzarraren kanbio-tasa % 25 handitu izanak zer eragin du dibisaren balioan euroarekiko? Zein da beraren adierazpide matematikoa?
3) Franko suitzarraren kanbio-tasak igoera izan du, eta haren balioa asko handitu da. Kasu horretan, nola dator adierazita kanbio-tasa: era zuzenean ala zeharka?
4) Swatch erloju-markako finantza-arduraduna bazina, zer bide bilatuko zenuke lehiakortasun mailari eutsi ahal izateko?

Ados dibisa gerra eragozteko

1) Zer esan nahi du "dibisa-gerrak" ? Noiz da enpresentzat onuragarria, eta noiz kaltegarria?
2) Oro har, zer eragin du dibisen debaluazioak enpresen lehiakortasunean?
3) Eta, kasu horretan, yenaren balio-galerak nola eragingo die Japoniako enpresei? Eta Europakoei?
4) Agintari batzuek diotenez, euroa indartsuegia izatea susperraldia trabatzen ari da. Zergatik?

España se la juega con el euro fuerte

1) Espainiar estatuko enpresen esportazioen zatirik handiena eurogunera bideratzen da. Hortaz, enpresa hauek kanbio-arriskurik jasaten al dute? Nolakoa?
2) Aurreko galderarekin erantzundakoaren arabera, zer nolako esposizioa dute Espainiako estatuko enpresek: translazio-esposizioa, eragiketakoa ala ekonomikoa?
3) Euroaren balioa % 3garestitzeak espainiarrei alemaniarrei baino gehiago eragiten diela esaten du artikuluan. Nola azalduko zenuke hori?
4) Kanbio-tasen gorabeherekiko kostu eta sarreren sentikortasun-analisian oinarrituz, nola azalduko zenuke Espainiako enpresen egoera?
5) Orekako kanbio-tasak 1,21 $/€ izan beharko lukeela dio artikuluan. Zee faktore hartu dira kontuan hori zehazteko?
6) Orekako kanbio-tasa hori nola dator adierazita estatubatuar baten ikuspegitik: zuzen ala zeharka?

Beneficios como moneda de cambio

1) Dibisaren balioaren bilakaera nolabait inbertsioaren errentagarritasun-iturritzat erabiltzea aipatzen da artikuluan. Zer motatako estrategia finantzarioa da hori: arbitrajea, estaldura ala espekulazioa?
2) Estrategia mota horri esker, merkatuan finkatzen den kanbio-tasaren egokitasuna nolakoa iruditzen zaizu: ona ala txarra? Zergatik?
3) Zer erlazio teorikorekin (bat edo gehiago) azalduko zenituzke artikuluan ematen diren azalpenak?
4) Eurotan “estalitako” fondoetan inbertitzea azpimarratzen da artikuluan. Zer esan nahi du horrek? Izango al du inbertitzaileak kasu horretan kanbio-arriskurik?
5) Fondoetako inbertitzaileek zer posizio mota dute eurotan: motza ala luzea? Zergatik?
6) “Idatzi gabeko arau” batez hitz egiten du: soldata edo errenta jasotzen den dibisa berean inbertitu eta zorpetu behar dela. Nola azalduko zenuke arau hori?

La devaluación del bolívar tendrá un impacto “limitado” en Telefónica

1) Zein da bolivarraren debaluazioaren adierazpen matematikoa? Kanbio-tasa euroarekiko hazi edo txikitu egin da?
2) Zer eragin du horrek Telefónica enpresan? Eta, Telefónicak bezala Venezuelan inbertsioak dituzten beste enpresetan, eragina berdina al da?
3) Zer-nolako esposizioa du Telefónicak bolivarretan? Zein dira esposizio horren osagaiak?

4) Zergatik esaten dute analistek debaluazioarekin galtzen dena berehala berreskuratzen dela inflazioarekin? Nola ulertzen da hori Espainiako enpresaren ikuspegitik?

Europaren lasta bota ezinda, eta Txinaren arnasa garondoan

Egitura • 2012ko urriaren 28a

(Aurreko orrialdetik dator)

gutxiago. Hau da, osasun babesa dutenen kopuruak %83,7tik %84,3ra egin du gora. Erreforma sinatzean, ordea, osasun babesik bako 30 milioi herritarrek babesa jasoko dutela agindu zuen Obamak. Erreforma ez da oraindik erabat indarrean sartu; hala ere, bete beharreko helburua urrun dago gaur-gaurkoz.

Langileen %40k ez dute kobratzen ez opor egunengatik ez gaixoaldiengatik ere

Osasun babesaren arloan ere, nabarmenak dira arrazen arteko ezberdintasunak: zurien artean, %14,9 dira babes bakoak; beltzen artean, %19,5 dira, eta hispanoen artean, berriz, %30,1.

Lan eskubide eskasak

Klase ertainaren bizimoduari gogor eragiten dion beste faktore garrantzitsuenetako bat lan baldintza eskasena da. AEBetako langileen %40 inguruk, 55 milioi lagunek, ez dute sosik kobratzen oporrak hartzen dituztenean edo gaixotasunengatik lanera joaterik ez daukatenean. Etxe Zuriko BLS Lan Estatistika Bulegoak joan den abuztuan argitaratuta-ko txostenaren arabera, oporretarako eta gaixoaldietarako baimenen politikak itun indibidualetan oinarritzen dira herrialdeko konpainia gehienetan, eta, batez ere, osasun ona eta ikasketak dituzten langileei egiten diete mesede.

«Ekonomikoki garatuen dauden hamabost herrialdeetatik hamalauk oporretarako eta gaixoaldietarako baimena daukate», nabarmendu du John Schmitt Washingtongo CEPR Center for Economic and Policy Research (Ikerketa Ekonomiko eta Politikoko Zentroa) erakundeko ekonomistak. Jakina, AEBak dira salbuespen bakarra. «Bitxiak gara», dio Schmittek. Gogoraraz idu, galnera, Alemanian, esaterako, langile batek 40 eguneko oporrak dituela ordainduak eta horrek ez diola kalterik egiten hango ekonomiari. Aitzitik, Europako Batasuneko ekonomiarik sendoenetakoa du.

Sektore batetik bestera alde nabarmenak daude baimenen inguruan. Finantza sektoreko 8,1 milioi langileek opor eta gaixoaldi ordainduak izateko aukera gehiago izan zituzten iaz eraikuntzako 8,7 langileek baino, *American Time Use Survey*-ren arabera. Ostalaritza eta asialdi sektoreko langileek dituzte baldintza txarrenak: lautik batek baino gutxiagok ditu baimendutako jaiegunak. Gaixotze hutsarekin lana galtzeko arriskuan geratzen dira milioika langile.

ADRIAN BUENO/EFE

Europaren lasta bota ezinda, eta Txinaren arnasa garondoan

Munduko potentzia ekonomikoen indar korrelazioa aldatzen ari da. Txinak hamar urteren barruan ken diezaieke lehen postua AEBei.

J.Fernandez

Etxean ez eze, kanpoan ere arazoak ditu Barack Obama presidenteak: munduko lehen potentziaren postua kolokan dute AEBek. Eurogunearen atzeraldiak eragin zuzena du euren esportazioen beherakadan —bertara joaten dira esportazioen bostenak—, Europako krisia lasta astuna bihurtu zaie hazkunderako, eta traba handia Obamaren berrautaketarako. Gainera, Txinaren arnasa garondoan nabari dute. Orpoz orpo jarraitzen dio Asiako erraldoiak Washingtoni. *The Economist* aldizkariaren ustez, hamar urte barru Txinaren ekonomiak aurre hartuko dio AEBetakoari —dagoeneko aurre hartu dio 21 adierazle ekonomikotik erdietan: industria ekoizpenean, esportazioetan eta inbertsio finkoetan, adibidez—. Aditu batzuek 2018a aipatzen dute, 2016a beste batzuek. «Iritsiko da egun hori, baina oraindik asko falta da», aitortu du USCBC AEB-Txina Merkataritza Ganberak.

Gaur egun mundu osoko ekonomiaren %20,4 hartzen du AEBetakoak, eta %20 EB Europako Batasunak. Zenbaki horietatik urrun dago oraindik Txina (%12,6), baina eurogunearen atzeraldiak eta AEBen ekonomiaren ahultasuna luzatzeak nazioartean pisua irabaztea ekar diezaioke. Aurreikuspenen arabera, eurogunearen hazkundea BPGarekiko %0koa izango da aurten, eta AEBetakoa %1,7 eta %2 artekoa; Txinako ekonomia, ostera, %7,8 hazikoda.

Nolanahi ere, EBren birusak Txinari ere kalte egin diezaioke, AEBetakoari kalte egiten ari den bezala. Batez ere esportazioetan oinarritzen da Asiako potentziaren hazkunde ekonomikoa, eta mundu mailan kontsumoa murrizteak mugatu egin dezake haren hazkundea. Izatez, nabari du jada. Hazkundehandia izan arren, azken bi urtetan txikituz joan da —%10,3koa 2010ean—. Izan ere, EB da Txinaren erosle nagusia.

Elkarulertubeharra

Lehiakideak izan arren, elkar ulertzera kondenatuta daude AEBak eta Txina, bien mesederako. Halaxe aitortu du USCBCk: «AEBek interes handia dute Txinako ekonomiak hazten jarraitu dezan. AEBetako manufakturen, nekazaritzaren eta zerbitzuen esportazioek gora egingo dute Txinako ekonomia garatzen bada eta gero eta txinatar gehiago pasatzen badira klase ertainera».

Hau da, bi herrialdetako ekonomiak «oso interdependenteak» dira, USCBCren ustez. AEBak Txinaren merkatu handien artean bigarrenak dira; bestela esanda, Txina da AEBen hornitzaile nagusia. Era berean, Washingtonek Txinako merkatua zabaltzea nahi du, han konpainia estatubatuarren produktu gehiago saltzeko; baina atzerriko enpresentzat ateak ixtea egozten dio Pekini.

AEBek eta Txinak elkarren beharra daukate ekonomikoki hazten jarraitzeko

Dibisa da beste borroka nagusia. Txinako moneta (yuana edo renminbia) dagokion baino apalago mantentzea leporatzen diote, horrek Txinari esportatzea merkatzen diola eta bere produktuak atzerriko herrialdeentzat erakargarriago bihurtzen dituela salatuz. Yuanak dagokion balioa izango balu, aldiz, Txinarentzat merkeagoa litzateke inportatzea, eta, beraz, igo egingo litzateke txinatarren kontsumoa.

Lehiak lehia, ordea, elkarren beharra da nagusi. «Datozen urte eta hamarkadetan izango dugun arrakasta ekonomikoa elkarrekiko dependentzian oinarrituko da. Konpromiso eta lankidetza gehiago behar ditugu Txinarekin, ez gutxiago», azpimarratu du USCBCk.

Finantza arma?

Hala ere, bada AEBek Txinarekiko duen dependentziarako beste arrazoi garrantzitsu bat: Txina da haren zor publikoaren erosle nagusia, AEBetako Erreserba Federalaren ostean. Pekinek 1,16 bilioi dolar inbertitu ditu Etxe Zuriaren zorrean, zor publiko osoaren %7,5 inguru. Bestalde, Japonia da AEBen zor publikoaren bigarren erosle nagusia, 1.12 bilioi dolarrekin.

«Txinari 1.000 milioi dolarreko mailegua eskatzen diona al da guk nahi dugun Amerika?», galdera egin du kanpainan Mitt Romney errepublikanoak, eta ezetz erantzun dio bere buruari. Kongresuaren eskariz, Pentagonoak azterketa bat egin du Txinak «bat-batean eta neurri esanguratsuan» inbertsioak murriztuz gero AEBetako segurtasun nazionala arriskuan jar dezakeen ala ez jakiteko. Ez dagoela horretarako arriskurik ondorioztatu du Pentagonoak.

Hainbat ekonomistak, ordea, ez dute hain argi ikusten Pekinek ez duela finantza arma gisa erabiliko AEBetako zorra. Etxe Zuriak Taiwanen alde egiten dituen politikak zigortzeko, «finantza armak» erabiltzeko unea iritsi dela idatzi zuten iaz Txinako *Herriaren Kazeta*-ko editorialean.

Suitza, dena egiteko gertu

BERRIA 2011-08-21

http://paperekoa.berria.info/papera_inprimatu.php?htmla=BERRIA&urtea=y2011&hilabetea=m08&eguna=d20110821&orria=p00011001

Suitza, dena egiteko gertu

Franko suitzarra inbertsio segurutzat jotzen delako, euroarekiko truke tasa %25 handitu da, eta Suitzan alarma guztiak piztu dira

Banku zentralak likidezia jaulki du, eta gobernuak 2.000 milioi franko eman ditu galerak berdintzeko asmoz

Gazta, erloju eta bere armadak erabilitako aiztoengatik da ezagun Suitza. Produktuok zehaztasun eta bikaintasun ospea ematen diote. Bere bankuen isilpeko aurrezki kontuei esker ere ezaguna da Suitza. Zergarik ordaindu nahi ez dutenen kapitala erakartzen duenez, paradisutzat jotzen dute askok. Beste zentzu batean ere paradisu da. Gutxiago edo gehiago, krisia jasan dute Europako herrialdeek, baina Suitzari apenas eragin dion kilimarik: %2,2ko hazkundea du, inflazioa %0,5ekoa eta langabeziarik ez —%3koa baino ez—.

Arrakasta ekonomiko hori aski da merkatuetako salerosleen kontzientzia kolektiboa asetzeko. Erortzen ari den erauntsiarekin, merkatuetako inbertitzaileei aterpe gutxi geratzen zaizkie honez gero, eta %100eko segurtasuna ematen duten inbertsioak bilatzerakoan, beti erantzun bera topatzen dute askok: urrea... eta franko suitzarra. Errealitateak inoiz profanatu gabeko merkatuetako arau *sakratu* horietako bat da Suitza: urrearekin batera, franko suitzarrak erostea da egun egin daitekeen inbertsiorik fidagarrienetako bat.

Alabaina, arrakasta hori madarikazio bat bihur daiteke Suitzarentzat. Frankoak erosteko eskaintza handitu egin da nabarmen, eta haren truke tasak igoera handia izan du. Azken urte eta erdian, franko suitzarra %25 garestitu da euroarekiko.

Franko suitzarraren prezioa artifiziala da. Ekonomia sendoa izanagatik ez du bere errealitate ekonomikoa islatzen, merkatuen aurreikuspen bat baizik. Goldman Sachs Wall Streeteko inbertsio bankuak egindako azterketa baten arabera, egungo trukeak baino %70 gutxiago balio beharko luke frankoak.

Suitzako enpresak ohituta daude franko garesti bat izatera, eta tradizionalki bere diruaren gainbalioari produktibitatea handituta eta ekoizpen prozesuan eraginkortasun neurriak ezarrita erantzun diote. Horri esker, ekaineko azken datuek hasiera batean ez dute arazorik adierazten: iazko epe bereko datuekin alderatuta, esportazioek %3 egin zuten gora.

Dena den, behin neurri horien marjina amaituta, ezinbestean frankoaren gainbalioa ekonomiari eragiten hasi zaio, eta otsailetik ekainera esportazioen erritmoa jaisten hasi da. Alarmak, ordea, udan piztu dira, frankoak azken asteetan egin duelako bereziki gora. Emmental gazta suitzarraren ekoizleek, adibidez, berriki onartu dute aurten esportazio bidez %17 gutxiago

fakturatu dutela. Turismoko arduradunek, berriz, suitzarrei eskatu diete aurten herrialdean bertan egoteko oporretan.

Swatch erloju marka ezaguneko presidente Nick Harny, berriz, urte hasieratik ari da BNS Suitzako Banku Nazionalari eskatzen frankoa debaluatzeko. Debaluazioak «espekulatzaileak» geraraziko lituzkeela arrazoitzen du.

Duela bi aste, BNS banku zentralak azkenik merkatuetan esku hartu eta likidezia jaulki zuen diru merkatuetan. Hori ez zen aski izan, eta, aurreko astean, frankoaren truke tasak inoizko truke handiena erdietsi zuen euroarekiko eta dolarrarekiko. Ezinbestean, BNSk berriro esku hartu eta erregai gehiago bota du diru merkatuetan: 120.000 milioi frankotik 200.000 milioi frankora igo du likidezia. Era berean, frankoa euroari *lotzeko* gertu azaldu da.

Suitzako Gobernuak, berriz, 2.000 milioi franko emango ditu industrian eta turismoan eragindako kalteak konpontzeko. BNSren eta gobernuaren esku hartzeak erakusten du Suitza dena egiteko gertu dela frankoaren trukea desorekatu ez dadin.

Interes tasa negatiboak

Neurriok izan dute eraginik. Batetik, apal bada ere, frankoak behera egin du. Bestetik, Londresko bankuen arteko merkatuan ezohiko zerbait gertatu da. Iragan astetik, Euriborraren pareko Libor indizeak —epe zehatzetara bankuek elkarri mailegatzen dioten diruaren interes tasa adierazten du—, franko suitzarrean egindako oso motzerako maileguetan, interes tasa negatiboak erdietsi ditu: hau da, dirua mailegatzen duen bankuak ez du dirurik jasoko; alderantziz, hark ordaindu beharko du dirua.

Horrek hoztuko al du inbertitzaileen adorea ala franko suitzarrak erostea hain da pribilegiozkoa non nahiago baita txanpon horretan mailegatzeagatik dirua ordaintzea? Hasiera batean irudi du adorea hoztu dela eta frankoak beherantz egin duela, baina ikusteko dago epe ertainera nahikoa ote den. Azken finean, aberatsa izanagatik, Suitzaren moduko herrialde txiki batek geraraz al ditzake merkatuak? Ekonomikoki gauzak gaizki egitea jada ez baita aski merkatuen biktima izateko. Ikasle *finek* ere jasan dezakete merkatuen presioa.

Ados dibisa gerra eragozteko

BERRIA 2013-02-17

http://paperekoa.berria.info/harian/2013-02-17/019/001/ados_dibisa_gerra_eragozteko.htm

Ados dibisa gerra eragozteko

Lehian abantaila lortzeko euren diruaren balioa ez dutela nahita debaluatuko agindu dute G20 taldeko gobernuek Moskun.

Japonian yenak izan duen balio galerari buruzko aipamenik ez dago agirian

Munduko ekonomia boteretsuenek dibisa gerra bat eragozteko konpromisoa iragarri dute, G20 taldeko gobernuek Moskun egin duten goi bileran. Finantza ministroek eta banku zentraletako buruzagiek agindu dute ez dutela diruaren debaluaziorik erabiliko lehian abantaila lortzeko. Agiri bateratuaren konpromisoa ere dibisen truketik haratago doa: «Aurre egingo diogu edozein motatako protekzionismoari, eta merkatuek irekita jarraituko dute».

Japonian gertatzen ari denari buruzko kezkak baldintzatu du Moskuko goi bilera. Azken hilabeteotan yenak bere balioaren %15 galdu du. Horrek erakargarriago bihurtu ditu Japoniaren esportazioak, beste herrialdeetako produktuekin alderatuta. Yen ahulak produktuak merkeago saltzeko aukera ematen die. Balio galtze horren atzetik estrategia antolatu bat egon ote zitekeen susmoak azkar zabaldu dira.

Yenak erabat librea du trukea. Horrek esan nahi du edonork erosi eta saldu ahal duela, eta bere balioa merkatuan ezartzen da. Orain arte, behintzat, Shinzo Abe lehen ministroaren gobernuak ez du merkatuan esku hartze aktiborik egin. Ordea, herrialdea deflaziotik atera eta ekonomia suspertzeko asmoz iragarritako dibisa politika berriaren zeharkako ondorioa izango litzateke balio galtzea.

Azalpen hori ontzat hartu dute G20ko herrialdeek. Goi bilerako agiriak ez du Japonia propio aipatu ere egiten. Gauza bera gertatu zen joan den astean G7 bildu ondoren atera zituen ondorioetan. Auzia mahaietan egon dela argi uzten du debaluazioari akordioetan egiten zaion aipamen zorrotzak, edonola ere.

G20koek dibisa gerra baten mamua urrundu nahi izan dute, Japoniari errieta egin gabe. Azken batean, diruaren balioak ekonomia baten etorkizunarekin lotura zuzena du: balioa handiegia bada, lehiakortasuna galduko dute esportazioek, eta txikiegia bada, inportazioak gehiegi garestituko dira eta inflazioa biderkatuko da. Zer da dibisa gerra bat? Nor bere dirua merkatuan izango lukeen balioaren azpitik egotea helburu duen estrategia, nahita egindakoa. Bere burua kaltetua ikusten duten beste herrialdeek ere debaluatzeko tentazioa izan dezakete ondoren, krisiaren zama bestearen bizkarrean jartzeko.

Dibisa gerra baten adibiderik argiena joan den mendeko 30eko hamarkadan dago, diruaren balioa urreari lotzen zion sistemak porrot egin zuenean. Ordudanik ez da halako mugimendu handirik egon, baina dibisa garrantzitsu batean gorabehera deigarriak gertatzen diren aldiro, urduri jartzen dira finantza-merkatuak.

Japoniaren kasuan, kezka batez ere AEBetako eta Europako gobernuetan hedatu da. Adierazgarria da euroaren egoera. Nahiz eta kontinenteko ekonomia berriro ere atzeraldian sartuta egon eta herrialde ugari krisi sakon bat jasan, euroaren balioak gora egin du azken hilabeteotan, eta ia %6 igo da azken hilabeteotan. Euro indartsuegi bat izatea susperraldia trabatzen ari dela salatu dute agintari batzuek, horien artean Francois Hollande Frantziako presidentea. Horretan ere ez dago adostasun erabatekorik. Europako Banku Zentraleko presidenteak, Mario Draghik, adierazi du ekonomiaren hobekuntzari zor zaiola igoera. Dena den, truke tasak ikuskatuko dituztela agindu du Draghik, uzkur diren gobernuak lasaitzeko.

Ahuleziarekin kezkatuta

Dibisen aferatik aparte, G20 taldearen agiriak berritasun gutxi aurkeztu ditu. Oraindik ere ekonomiak «arrisku esanguratsuak» dituela eta hazkunde globala ahulegia dela onartu dute herrialdeek. G20 taldea 2008. urteko finantza krisiari erantzuteko ardura hartu zuen. Horretan biltzen dira munduko ekonomiaren %90 ordezkatzen duten gobernuak.

Hasiera batean, ekonomia atzeraldi batetik depresio batera jauztea eragozteko indartu zen G20. Haatik, 2010. urterako lehentasunak aldatu ziren, eta urte horretan defizita kontrolpean jartzea eta zorpetzea jaisteko konpromisoa izan ziren Torontoko (Kanada) goi bileraren emaitza nagusiak. Bilera horretan 2013. urterako defizitak erdira jaisteko ituna erdietsi zuten herrialdeek, baina krisiaren okertzeak helburu hori zalantzan jarri du, eta Moskuko agiriak oso azaletik aipatzen du gaia, zehaztasunik gabe.

Errusiak izango du aurten G20 taldeko lehendakaritza. Urteko ekitaldi guztietatik, garrantzitsuena irailaren 5ean izango da, gobernuburuek San Petersburgon egingo duten goi bilera.

España se la juega con el euro fuerte

»economía global.

España se la juega con el euro fuerte

El impacto cambiario sobre el comercio intracomunitario es mayor de lo estimado

ALICIA GONZÁLEZ

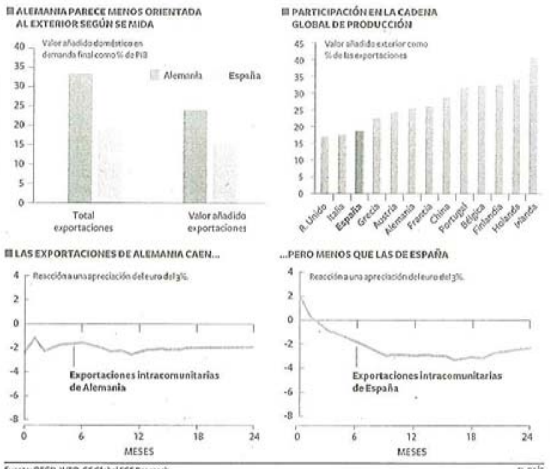
A finales de enero, el presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, arremetía con dureza contra el nuevo Gobierno de Japón. Weidmann acusaba a las autoridades niponas de amenazar la independencia de su banco central y, con ello, del riesgo de desatar una guerra de divisas al propiciar un yen más debilitado. La acusación de Weidmann era relativamente fácil de entender por el impacto que una moneda común fuerte tendría sobre la economía alemana, tercer exportador mundial. Pero a la vista de los datos que arroja el comercio exterior español, quizás el gobernador del Banco de España, Luis Linde, debería haberse sumado a la protesta.

Aunque las exportaciones españolas tienen como principal destino otros países del euro —un 63% del total en 2012— y, por tanto, no se ven afectadas directamente por el tipo de cambio, sí lo son de forma indirecta. Buena parte de los productos que España vende a Alemania o a Francia son bienes intermedios que sirven para fabricar muchos de los productos que estos países exportan fuera de la zona euro, como coches, maquinaria pesada o productos químicos. De ahí su exposición indirecta a los vaivenes del euro y su dependencia de la demanda global.

De hecho, un informe de Goldman Sachs, elaborado por su equipo de economistas europeos, revela que de una apreciación del euro del 3% afectaría más negativamente a las exportaciones intracomunitarias españolas que a las alemanas [ver gráfico adjunto] aunque en su conjunto Alemania sería la economía del euro más afecta en términos de caída de PIB y del total de las exportaciones ante una fuerte apreciación de la divisa europea.

El informe insiste en que las nuevas cadenas globales de producción han transformado los modelos tradicionales del comercio internacional y han afectado tanto al comercio de la eurozona con el resto del mundo como a los intercambios comerciales entre los propios socios de la zona euro. "El crecimiento mundial y el tipo de cambio son factores determinantes para la demanda de fuera de la eurozona", sostiene el equipo de economistas liderado por Huw Pill. "Dentro de la región, Alemania está más expuesta directamente a la demanda exterior que otras economías periféricas, como España", apuntan. Pese a ello, el informe sostiene que "la periferia se beneficia mucho más de la demanda externa de lo que sugieren los vínculos de comercio bilateral con el resto de las economías mundiales".

El sector exterior de Alemania y España frente a frente



Fuente: OECD, WTO, GS Global ECS Research. EL PAÍS

Los automóviles alemanes, como los de Volkswagen en Wolfsburgo, tienen un alto componente importado. / FABIAN BIMMER (REUTERS)

Uno de los problemas que evidencian los datos del informe es la deficiente medición de los intercambios comerciales, que tradicionalmente se miden por los envíos que salen y entran de un país. Tanto la Organización Mundial del Comercio (OMC) como el Fondo Monetario Internacional (FMI) han defendido en distintas ocasiones la necesidad de revisar las estadísticas comerciales para reflejar más fielmente la realidad del sector. Con escaso éxito por el momento.

No son pocos los economistas que defienden que lo que importa para medir la verdadera contribución del comercio al PIB es el "valor añadido" del intercambio comercial propiamente dicho, es decir, el que resta de eliminar la parte de las importaciones de las exportaciones brutas. Así medido, según los cálculos de Goldman Sachs, el elevado componente de importaciones en las exportaciones de Alemania provoca que la aportación al PIB del sector exterior pase del 33% en términos brutos al 24%, si lo medimos en términos de valor añadido. En el caso de España, la diferencia es mucho más reducida, del 19% frente al 15% [ver gráfico adjunto], dado el menor componente importado de sus ventas al exterior.

> Una apreciación del 3% afecta más a las ventas españolas que a las alemanas

Tras el colapso del comercio mundial que se produjo entre 2008 y 2009, el peso de las ventas a países fuera de la zona euro ha ido en aumento. Si cuando arrancó la moneda única, en 1999, las exportaciones dentro de la eurozona y fuera de ella estaban más o menos equilibradas, en términos brutos, hoy en día las ventas extracomunitarias son un 50% mayores que las que se producen dentro de la Unión. De ahí que el tipo de cambio del euro cada vez cobra mayor importancia para los exportadores europeos. No en vano, el sector exterior se ha convertido en el motor del crecimiento europeo, dadas las políticas de austeridad que se están aplicando de forma sincronizada en la región.

No es de extrañar, pues, que en una conferencia con clientes celebrada esta semana en Madrid Huw Pill advirtiera que para "la eurozona el mayor riesgo potencial procede del tipo de cambio" y que la región debía estar atenta a las presiones derivadas de la conocida como guerra de divisas. Y en esa batalla, parece que el euro tiene todas las de perder.

Según un informe de Jean-Luc Proutat, analista de BNP Paribas, la fortaleza del euro frente al dólar se debe a que la economía estadounidense tiene una mayor tendencia a generar inflación que la zona euro. "Si el precio de la producción de Estados Unidos aumenta más deprisa que la de la eurozona, la demanda europea de productos y servicios estadounidenses —en última instancia, una fuente importante de demanda de dólares frente a euros— tenderá a dar prioridad a los productos locales frente a los estadounidenses", sostiene Proutat. "Una mayor oferta de dólares y una menor demanda de divisas estadounidenses lleva a una caída del billete verde y a una apreciación del euro". Es decir, que existen factores estructurales que apoyan la debilidad del dólar frente a la moneda única. Pese a todo, el economista francés calcula que el nivel de equilibrio del tipo de cambio se situaría en 1,21 dólares por cada euro, "lo que supone que la divisa europea está actualmente sobrevaluada". El pasado viernes el euro cotizaba a 1,3 dólares.

A esos niveles, y si la carrera por una devaluación de las distintas divisas se agudiza, las alarmas han sonado entre los exportadores europeos y todas las miradas se han dirigido hacia el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi. En la reunión del consejo de gobierno del banco del pasado mes de febrero, Draghi admitió el impacto del tipo de cambio sobre el crecimiento de la región. "Queremos ver si la apreciación actual [del euro] es sostenida y si ello altera nuestro análisis sobre los riesgos a la estabilidad de precios", apuntó. Solo con esa muestra de preocupación, Draghi logró frenar la escalada de la divisa pero apenas por unos días. Aunque Draghi recalcó que "el tipo de cambio no es un objetivo de la política monetaria", quizás la debilidad económica de la eurozona le obligue a cambiar de opinión y a adoptar otro sesgo para preservar el único sector que puede liderar la recuperación en Europa. ■

Beneficios como moneta de cambio

EL PAÍS, DOMINGO 17 DE FEBRERO DE 2013

fondos de inversión

Beneficios como moneda de cambio

La pelea que sostienen varios países por mantener su divisa depreciada puede aprovecharse para obtener ganancias a través de fondos de inversión especializados

M. Á. GARCÍA VEGA

Hace tiempo que las principales divisas del mundo (euro, dólar, yuan, libra, franco suizo) libran una guerra. Es una lucha incruenta, pero que busca una recompensa muy valiosa: la competitividad. Hasta ahora, la Unión Europea había operado en este tema desde la retaguardia. Sin embargo, la pegajosa recesión que sufrimos le ha hecho dar un paso al frente. Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo (BCE), escenificaba en una reciente rueda de prensa este giro estratégico al explicar que no estaba contento con los niveles en los que cotizaba el euro. Era la primera intervención clara en defensa del tipo de cambio de nuestra divisa que se le recuerda. Sus palabras provocaron que la moneda europea se depreciara ese día un 1,7% (pasó de 1,3560 a 1,3384 unidades frente al dólar). Justo lo que muchos aseguran que necesita el euro. No en vano, François Hollande, presidente de Francia, lleva tiempo reclamando al BCE que "gestione el tipo de cambio".

La preocupación es notoria. Una moneda europea muy apreciada, en un escenario de austeridad extrema como el actual, puede ahogar al Viejo Continente precisamente desde donde mayor oxígeno le llega: las exportaciones. "El cruce del euro frente al yen acumula una depreciación de más del 35% desde julio pasado. Mientras que, en comparación con el dólar, la divisa europea ha ganado un 13%", recuerda Beatriz Catalán, gestora de inversiones de Ibercaja Gestión. "El euro debería estar por debajo del 1,25 en su cambio con el billete verde", avanza Sebastián Larraza, experto de Ahorro Corporación. Incluso hay quien, como Ángel Fresnillo, gestor de renta variable de Mutuactivos, no ve que pueda superar el 1,40 o 1,45. "No creemos que tenga más potencial", apostilla. Pero los mercados, por ahora, van en la dirección contraria.

Desde hace meses, las autoridades de Estados Unidos, China o Japón han puesto sobre la mesa una política monetaria (más o menos evidente) que busca mantener un cambio bajo. ¿El objetivo? Ganar, como hemos visto, competitividad. En la práctica, el "efecto es similar al de una devaluación", analiza Sebastián Larraza. Con esta estrategia "se mejoran las exportaciones, baja la deuda externa y crece el PIB del país", desgrana Ana Guzmán, subdirectora del máster de Gestión de Carteras del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB).

¿Qué Gobierno no quiere esos beneficios para sus cuentas? Resulta evidente que el gran riesgo de esta política —sustentada por el "océano de liquidez" que algunos bancos centrales (sobre todo la Reserva Federal y Japón) ponen en manos del mercado, en palabras de Daniel Álvarez, analista de XTB— es la inflación. "Algo que minaría la capacidad adquisitiva de los ciudadanos", advierte David Álvarez.

La divisa debería entenderse como una forma de diversificar y reducir riesgo, dice un experto. /GETTY

Mientras esta amenaza inflacionaria se concreta —los analistas de la gestora Fidelity alertan de que "es el gran riesgo para la economía mundial"— o desaparece, "Estados Unidos y Japón disfrutan de una renta variable artificialmente sólida" sostenida en una máquina que no para de generar billetes, apostilla el economista de XTB. Tanto es así que el banco central japonés ha anunciado un objetivo de inflación del 2% (antes 1%), así como la expansión del balance en 2014 hasta los 10 billones de yenes (2,1% del PIB). Por si fuera poco, podría "aumentar de forma significativa su compra de activos los próximos años", prevé Olivier Guinguné, estratega jefe de Pictet AM.

Para los ojos y el bolsillo de un inversor, este es un escenario complejo, pero del que puede sacar partido. Ahora bien, hacen falta conocimientos y saber que hablamos de una inversión de riesgo que requiere de un asesoramiento profesional. Y aquí las interpretaciones son diversas. Desde quien recomienda apostar este primer semestre por divisas que aún no han comenzado una estrategia de devaluación, por ejemplo el euro; a quien como Juan Luis Luengo, responsable de fondos de inversión de Citibank España, advierte de que "la divisa debería entenderse como una forma de diversificar y reducir riesgo, y no bajo el prisma de un elemento especulativo cuyo objetivo es lograr una elevada rentabilidad a corto plazo".

Estrategias diferentes, miradas distintas. Sin embargo, casi todos los analistas reconocen los fondos de inversión como el mejor instrumento para tratar de maridar estos riesgos y esas oportunidades. El camino, en un primer momento, es doble; después se bifurca. Quienes saben aconsejan optar por un fondo tradicional "que esté denominado en aquella moneda que uno piense que saldrá fortalecida [por ejemplo, renta variable japonesa o estadounidense]", explica David Cano, socio de Analistas Financieros Internacionales (AFI). Otra opción es decidirse por uno de gestión alternativa y retorno absoluto. En esta clase, el gestor trata de sacarle partido a la volatilidad (arbitraje) de los tipos de cambio allí donde se produzca. Da igual el país y la divisa. Por si se lo preguntan, se puede invertir en ellos a partir de 3.000 euros.

Esta es la fotografía panorámica, el detalle nos lleva a las recomendaciones particulares. "Nuestro consejo es invertir en fondos internacionales cubiertos por euros para evitar que su rentabilidad se vea perjudicada por la evolución de la moneda en la que se invierte", describe Natalia Aguirre, jefa de análisis de Renta 4.

> En crisis, un euro muy apreciado puede ahogar las exportaciones

> Una regla no escrita aconseja invertir en la divisa en que se cobra el salario

Esta reflexión responde a una regla no escrita que aconseja invertir y endeudarse en la misma divisa en la que uno recibe su salario o rentas.

Pero acercándonos un poco más, Sebastián Larraza recomienda el Franklin Templeton Global Bond. Un producto bien conocido (trabaja con divisas emergentes) dentro de este mundo, capitaneado por Michael Hasenstab, uno de los gestores mejor considerados de la industria. Junto a este instrumento, en la familia de retorno absoluto, cita a Gam Emerging Markets Rates.

Así fuera, está claro, existen posibilidades. "Los fondos en divisas pueden tener sentido para el inversor de la zona euro que quiera introducir una fuente adicional de rentabilidad", comentan en la gestora Pictet AM. Eso sí, asumiendo su parte alícuota de riesgo. Con estas advertencias en mente, estos expertos ponen encima de la mesa fondos monetarios en divisas (Pictet Short Term Money Market y Pictet Sovereign Short Term Money Market) o bien instrumentos donde la moneda se gestione por separado, como una fuente de beneficios extra (Pictet Emerging Local Currency Debt). Inversiones con riesgo para sacar partido a una guerra cuyas bajas siempre llevan la efigie de una conocida moneda. ■

Apunte

El euro, calculan los expertos, debería estar por debajo de 1,25 unidades frente al dólar.

Las divisas son una inversión de altos beneficios y elevados riesgos. Recurra al asesoramiento de un profesional.

Los fondos de retorno absoluto invierten allí donde se espera que surjan los beneficios.

Invierta y endéudese en la misma moneda en la que obtenga sus ingresos.

Franklin Templeton Global Bonds o Pictet Sovereign Short Term Money Market son algunos de los productos que invierten en divisas

La devaluación del bolívar tendrá un impacto "limitado" en Telefónica

EXPANSIÓN 2013-02-11

http://www.expansion.com/2013/02/11/mercados/1360584526.html

La devaluación del bolívar tendrá un impacto "limitado" en Telefónica

Los analistas consideran que el impacto de la devaluación del 33% del bolívar venezolano, que entrará en vigor el próximo miércoles, tendrá un impacto limitado en las acciones de Telefónica, al estar descontada esta decisión por lo mercados.

El Gobierno venezolano decidió el pasado viernes 8 de febrero devaluar su moneda desde los 4,3 bolívares por dólar a los 6,3 bolívares por dólar, lo que supone una devaluación casi del 32%.

En concreto, BBVA señala en su informe que, aunque no se trata de una "buena" noticia para la acción, el riesgo político en la región está totalmente reflejado en la valoración de la compañía, y añade que la diversificación geográfica de Telefónica es una garantía.

"Esta devaluación no debería afectar significativamente a las estimaciones para 2013, ya que lo que se pierde en la devaluación de la moneda rápidamente se recuperará a través de la inflación", han señalado por su parte analistas de Fidentis.

Para Cheuvreux, aunque es una noticia negativa para las empresas españolas con exposición en este país, no se trata de "ninguna sorpresa", ya que es la quinta vez que Venezuela devalúa su moneda desde 2003, la última en enero de 2010.

El banco recuerda que un 5% de los ingresos totales de la compañía y un 6,5% de su Ebitda proceden de esta región. En concreto, los ingresos de Telefónica Venezuela en los primeros nueve meses del año ascendieron a 2.305 millones de euros, mientras que el beneficio operativo antes de amortizaciones (Oibda) se situó en 1.021 millones de euros hasta septiembre.

Además, Telefónica reclama la repatriación de más de 5.800 millones bolívares (unos 1.020 millones de euros), que con la devaluación anunciada descenderían a unos 690 millones de euros.

Por su parte, Renta 4 se refiere en su análisis a la información publicada este lunes por 'El Confidencial', que señala citando a fuentes cercanas al consejo de administración de Telefónica que la compañía habría cancelado la OPV de su negocio en Latinoamérica al considerar que las valoraciones que barajan los bancos de inversión son inferiores a las de sus propias estimaciones.

Fuentes de Telefónica consultadas a este respecto no han querido comentar dicha información, remitiéndose a las declaraciones de los directivos de la compañía en las conferencias con analistas.

En este sentido, Renta 4 recuerda que el director financiero de Telefónica, Angel Vila, afirmó en la presentación de resultados del tercer trimestre que Telefónica no malvendería su filial de Latinoamérica.

"Reiteramos que en nuestra opinión la venta de esta división no es imprescindible, ya que según nuestros cálculos con las ventas de activos realizadas, eliminación de dividendo y capacidad de generación de caja Telefónica llegaría a unos múltiplos de deuda conservadores", ha añadido Renta 4.