

Entre 1976 y 1994, la peseta y el yen han sido, en promedio, las monedas más caras

# El coste efectivo de la financiación en divisas

La creciente integración de los mercados financieros y de bienes y servicios hace que la toma de decisiones empresariales se realice en un marco más amplio. Desde el punto de vista de la financiación de la empresa, esto se refleja en la disponibilidad de financiación en mercados y monedas distintos de los propios.

La financiación en divisas comporta una incertidumbre en cuanto a su coste. Dicho coste, antes de impuestos, tiene dos componentes: el tipo de interés y la variación de la cotización de la divisa. Al coste total se le denomina coste efectivo.

Mientras que el tipo de interés puede ser conocido con anticipación (con la excepción de las variaciones futuras en el caso del tipo de interés variable), la variación de la cotización, y, por lo tanto, el coste efectivo, serán una incógnita.

El punto de referencia del coste de la financiación en divisas es lo que cuesta la peseta, el tipo de interés interno. Al comparar el coste efectivo de la financiación en divisas con los tipos de interés en pesetas de los últimos dieciocho años, se observa que estos últimos han sido más altos que el coste de la mayoría de las monedas importantes.

### La peseta

Entre junio de 1976 y marzo de 1994, la peseta ha sido, en promedio, más cara que el resto de las monedas con excepción del yen. Los costes se pueden clasificar en tres grupos: las monedas más baratas (dólar, franco francés y marco) alrededor de 13,5 por ciento; dos monedas intermedias (libra esterlina, casi 14,5 por ciento, y peseta, cerca del quince por ciento), la moneda más cara: el yen, con el 16,5 por ciento. En consecuencia, desde el punto de vista del coste -y en promedio- ha sido preferible endeudarse en cualquier otra divisa antes que haberlo hecho en pesetas o yenes. Pero como el periodo es bastante amplio, interesará saber cuál ha sido el coste en periodos más cortos. En plazos intermedios ha habido de todo, aunque, como es de esperar, la variabilidad del coste de las divisas ha sido mayor que la de la peseta. Entre 1976 y 1994, el coste trimestral anualizado de la peseta ha estado entre 7,75 por ciento y 27,5 por ciento,

**COSTE EFECTIVO DE LA FINANCIACIÓN EN DIVISAS (junio de 1976-marzo de 1994) (porcentajes anualizados)**

Moneda	Meda aritmética	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Peseta	14,92	3,53	7,75	27,50
Dólar	13,47	25,68	-35,08	93,13
Franco francés	13,56	18,07	-14,84	99,21
Libra esterlina	14,49	20,24	-31,46	103,94
Marco alemán	13,45	18,51	-16,23	98,33
Yen	16,50	26,12	-35,98	115,18

El cuadro muestra los costes de la financiación en pesetas y en cinco de las divisas más importantes. El coste de las divisas está expresado como coste efectivo para un prestatario español y se ha medido a partir del tipo de interés del interbancario a tres meses, sumándose la variación del tipo de cambio.

mientras que para las divisas ha ido de un mínimo de -35,98 por ciento hasta un máximo de 115,18 por ciento. El mínimo y máximo de las divisas coinciden en el yen, pero las otras divisas también han tenido una banda muy amplia. La variabilidad en el coste representa el riesgo que se asume en la financiación.

El cálculo de la desviación estándar del coste, que es la dispersión del mismo alrededor de la media, es un intento de resumir ese riesgo (que en el cuadro se ha dado como una banda entre el mínimo y el máximo) en un solo número. El análisis de la desviación estándar también permite clasificar las monedas en tres grupos, de menor a mayor variabilidad: la peseta (entre el tres por ciento y el cuatro por ciento); las monedas europeas de variabilidad intermedia, como el franco y el marco, que están en el Sistema Monetario Europeo

desde su creación (18-18,5 por ciento), y la libra, que entró en el SME más tarde y luego ha salido (20 por ciento); y las más variables, dólar y yen, con desviaciones de alrededor del veintiséis por ciento. El hecho de que la peseta sea más cara y menos variable -menos arriesgada- refleja al mismo tiempo la compensación entre riesgo y rentabilidad, en este caso coste para el prestatario, tan extendido en finanzas.

### Financiarse en divisas

Los datos históricos llevarían a decir que una empresa que buscara financiación en divisas debería preferir el franco francés o el marco alemán, puesto que tienen, en promedio, un coste y una variabilidad menores que las otras monedas aquí incluidas.

Todo esto es el pasado. ¿Qué se podría decir del futuro? ¿Cómo debería analizar una empresa la

Indicadores económico financieros						
	Crecimiento económico (PIB)		Balanza cla. corriente (2)		Déficit público (% PIB)	
	Ultimo trimestre (1)	1993	1993	1994 P (3)	1993	1994 P (3)
España	Q4 -0,3	-1,0	-11,28	-9,30	-7,5	-7,0
Alemania	Q4 -0,8	-2,0	-20,18	-14,74	-4,0	-3,5
EE UU	Q4 7,0	2,9	-105,69	-134,70	-3,6	-2,6
Japón	Q4 -0,2	0,1	140,56	136,26	-1,0	-2,0

  

	Tipos de interés		Tipos de cambio		
	Interb. 3 meses	Deuda pub. 10 años	Contado		
	11/4/94	11/4/94	8/4/94	30/12/93	
España	7,87	8,81	Marco/peseta	80,810	82,276
Alemania	5,50	6,25	Dólar/marco	1,711	1,728
EE UU	3,87	7,07	Dólar/peseta	138,306	142,214
Japón	2,25	4,17	Dólar/yen	105,120	111,750

(1) Variación sobre el mismo trimestre del año anterior.  
 (2) En miles de millones de dólares  
 (3) Previsión OCDE  
 Fuente: Citibank, N.A.

decisión de financiación en divisas?

El análisis debe tener en cuenta muchos factores, algunos referidos al entorno, y otros, propios de la empresa. Sin embargo, el punto de partida es la consideración de lo que enseña la teoría con respecto al coste efectivo de las monedas. Habrá notado el lector que excluyen las decisiones de cobertura del riesgo de variación del tipo de cambio, o sea que el coste hace referencia a posiciones no cubiertas (sin "seguro de cambio"). La cobertura de riesgos será tema de otros artículos.

La teoría dice que, si hay libertad de movimiento de capitales y los operadores de los mercados financieros se comportan de una manera racional, las diferencias entre las tasas de interés de las monedas reflejan expectativas de cambio de las cotizaciones. Esta relación se denomina *efecto Fis-*

*her internacional*. Un supuesto implícito es que no existe una prima de riesgo asociada a las monedas consideradas más débiles. Por ejemplo, si el dólar paga un tipo de interés del cuatro por ciento y el marco alemán del nueve por ciento, el mercado está esperando una revaluación del dólar del cinco por ciento, aproximadamente. La medida de la expectativa de devaluación la daría el resultado de la expresión  $[(1+9\%)/(1+4\%)] - 1 = 4,8\%$ .

### Moneda barata y cara

En consecuencia, el coste esperado de la financiación en cualquier moneda -o la rentabilidad de inversiones financieras equivalentes- será el mismo: las monedas que pagan un tipo de interés menor se revalorarán frente a las que pagan más.

*A priori*, no hay monedas baratas ni monedas caras. Todas tienen un coste

esperado igual. Como se ha visto, *a posteriori* esto no siempre es así: los costes efectivos de las divisas difieren entre sí y con respecto a la peseta. Esto abre la puerta a posibles políticas activas de selección de monedas, intentando obtener costes de financiación más bajos.

A pesar de que, en teoría, los costes esperados para todas las monedas son iguales, en realidad, en el largo plazo, suele haber diferencias que en el corto plazo se amplían enormemente. Una política activa de selección de monedas y de oportunidad de financiación podría haber sido beneficiosa en el periodo estudiado. Pero, ¿somos capaces de diseñar una política que consiga resultados favorables consistentemente?

José Luis Suárez y Ahmad Rahnama

