

Tribuna Profesional

Estrategias de cobertura frente a oscilaciones del precio del Fuel-oil Barclays Capital

8

Barclays Capital es la división de banca de inversión del Grupo Barclays, que cuenta con una calificación crediticia a largo plazo de AA- y un balance de 1.200 miles de millones de libras esterlinas (casi 1.600 miles de millones de euros). Barclays Capital ofrece a sus clientes soluciones a sus necesidades de financiación y de gestión de riesgos financieros. En particular, Barclays Capital es una de las entidades líderes tanto a nivel mundial como en España en gestión de riesgos de materias primas, área en el que cuenta con más de 30 años de experiencia y capacidad operativa las 24 horas del día desde las mesas de materias primas de Londres, Nueva York y Singapur. Barclays Capital opera en 29 países, cuenta con aproximadamente 16.200 empleados y tiene el alcance global y la capacidad de distribución necesaria para satisfacer las necesidades de sus clientes en todo el mundo. Asimismo, Barclays Capital es una de las entidades más activas en estructuras financieras para el sector naval español ("tax lease" e implementación del Real Decreto 442/1994), habiendo completado más de 60 operaciones en los últimos 4 años.

Introducción

El precio medio del petróleo en el periodo 1985-2003 fue de 20,17 dólares por barril en su referencia Brent. Desde 2003, año en el que el precio medio fue de 28,5 US\$/barril, se ha multiplicado por casi 5 veces hasta los niveles actuales de 131,6 US\$/barril.

El fortalecimiento del Euro frente al dólar ha permitido que aquellas compañías que tienen la mayoría de sus ingresos en Euros, hayan podido amortiguar sustancialmente esta subida. Con todo, el alza del precio del petróleo en Euros ha sido de un 231% desde el precio medio de 2003 de 25,2 €/barril hasta los 83,4 €/barril actuales, nada despreciable por decirlo de forma suave.

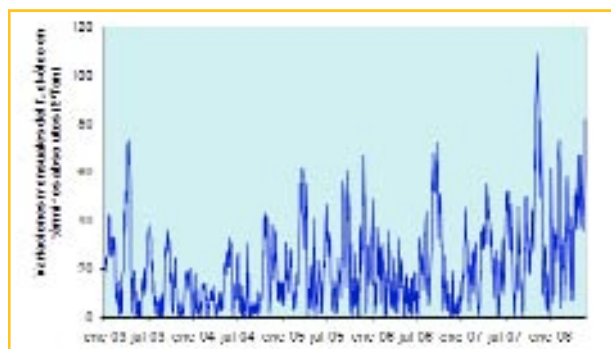
Si bien la correlación entre el petróleo y el fuelóleo/gasóleo que afecta a la cuenta de resultados de las navieras no es perfecta, tomando periodos largos de medición resulta muy alta. Así por ejemplo no es de extrañar que desde enero de 2003 el fuelóleo haya subido un 264% en términos de dólar y un 140% en térmi-



nos de Euro, alcanzando a día 23 de mayo de 2008 los 647,5 US\$/ton en su referencia FO 1% CIF NWE.

Esta subida en los precios de los combustibles no ha sido lineal, sino que ha estado acompañada de una fuerte volatilidad, todo lo cual hace muy difícil la elaboración de presupuestos y previsiones de la cuenta de resultados. Así, la variación media mensual en el precio del fuelóleo (FO 1% CIF NWE) medida en términos absolutos ha sido de 30,2 US\$/ton desde enero 2007 hasta abril 2008. Esto compara con 14,8 US\$/ton en el periodo enero 2003 hasta abril 2004.

Tribuna Profesional cuenta con el patrocinio de:



¿Cómo actuar en este entorno?

La subida de precios descrita es conocida y ha sido experimentada por todas las navieras en las facturas de sus proveedores de combustible, salvo algunos casos de aprovisionamientos en entornos regulatorios distintos al español, con precios regulados.

Sin embargo, no afecta por igual a la cuenta de resultados, esto es, al beneficio operativo de todas las navieras:

- Algunas compañías, particularmente aquellas que cubren rutas regulares de pasajeros, son capaces de repercutir parte de las subidas mediante un BAF (Bunker Adjustment Factor), si bien esta repercusión nunca es perfecta.
- Aquellas compañías que trabajan “bajo pedido” y fijan precios en cada contrato no tienen más que repercutir, en los términos del mismo, el precio estimado para su duración. Esto está sometido, en todo caso, al riesgo de subidas durante la vida del mismo, en especial si son contratos de larga duración.
- Para otras muchas compañías, la gran mayoría, su capacidad de trasladar subidas de precios es limitada.

Ante este panorama no son ni una ni dos las compañías navieras españolas que ya utilizan instrumentos financieros para protegerse de las idas y venidas del precio del combustible.

¿Qué son los derivados financieros sobre combustible?

Son instrumentos iguales a los utilizados de forma mucho más habitual para protegerse de las subidas en los tipos de interés o de las variaciones en los tipos de cambio entre divisas.

Aunque la cultura de cubrir los tipos de interés está implantada en la mayoría de las organizaciones, existe un mayor desconocimiento y, en ocasiones, una mayor aversión a la posibilidad de usar derivados financieros para cubrirse de subidas en los precios de los combustibles. Esto no deja de ser chocante teniendo en cuenta que:

- El funcionamiento de unos y otros es igual.
- Las coberturas sobre el petróleo y sus productos derivados han existido y se llevan utilizando desde hace décadas.
- El peso del combustible en la cuenta de resultados de una naviera es normalmente mucho más relevante que el de sus gastos financieros.
- La volatilidad del precio del combustible desde enero 2003 es sustancialmente mayor que la del

Euribor (tres veces mayor en el caso del fuel-óleo FO1% CIF NWE, 7,6% frente a 2,7%).

Las razones detrás del escaso uso de estos instrumentos financieros de cobertura son variadas, entre otras: (i) desconocimiento, (ii) escasa involucración de los dueños de las compañías en una decisión (la de cubrir el precio del combustible) de gran importancia estratégica, (iii) creencia que si la subida de precios es un mal que afecta a todos por igual, se terminará dando una solución sectorial, por lo que mejor seguir la corriente, etc.

En esta Tribuna Profesional, amablemente cedida por ANAVE, trataremos de hacer frente a la primera entre estas razones.

Lo que es importante destacar es que no existe ninguna cobertura financiera buena en sí misma, si no es adaptada al modelo de negocio concreto de cada compañía: (i) su forma de fijar precios de venta, (ii) su capacidad de repercutir subidas del combustible y su obligación de trasladar bajadas, (iii) sus presupuestos aprobados, (iv) sus perspectivas sobre la evolución del precio del petróleo, etc.

Esto es así si estos instrumentos financieros se quieren usar como cobertura contra riesgos y no como instrumento especulativo. En esta Tribuna sólo trataremos del uso de estos derivados financieros como instrumentos de cobertura.

Así, una compañía que tiene una capacidad de trasladar cerca del 100% de las oscilaciones del precio del combustible a sus clientes nunca debería usar derivados financieros sobre el mismo. Si lo hiciera estaría especulando, ya que su propio modelo de negocio incorpora una cobertura natural perfecta.

Este es el caso ideal, pero como casi todo lo ideal, no es habitual. Son raras las compañías que trasladan las subidas de precio, de forma inmediata y/o en su totalidad.

¿Cómo funcionan las coberturas financieras?

Las coberturas tratan de producir el efecto contrario provocado por el hecho que se pretende cubrir: así, ante una subida del precio del fuel-óleo/gasóleo que aumenta la línea de coste por compra de combustible, la cobertura debería producir un ingreso que compense dicha subida de coste. El resultado

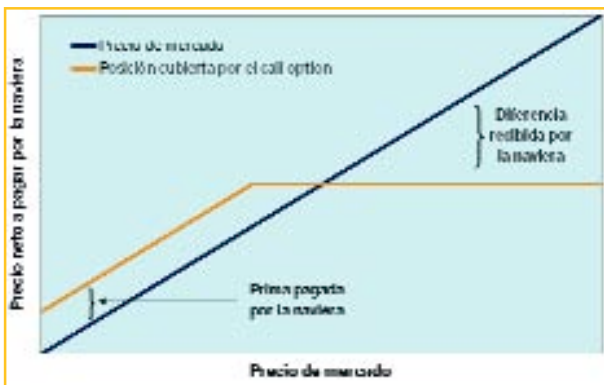


final debería ser una cuenta de resultados inmunizada a la subida en el precio del combustible.

Este concepto es muy sencillo, y suele asimilarse a la contratación de un seguro contra subidas de precios. Esto es así en especial cuando se paga una prima para contratar dicho seguro:

- Si el precio del combustible sube, la compañía con la que se contrata el seguro, Barclays en este caso, pagará a la naviera la diferencia entre el precio de mercado y el nivel de seguro contratado.
- Si el precio del combustible cae, la naviera se beneficiará de dicha caída, aunque habrá pagado una prima (igual que se paga una prima por el seguro del coche aunque luego en la práctica no se tenga un accidente).

El siguiente gráfico muestra cuál sería la posición neta de una naviera que contrata un seguro de este tipo contra subidas del precio del combustible, mediante pago de una prima para su contratación:



Son instrumentos que normalmente se van liquidando de forma mensual o trimestral: al finalizar cada mes se calcula cual ha sido el precio medio de mercado del fuel-óleo y se compara con el nivel de seguro contratado. Si el precio de mercado ha sido superior al nivel del seguro, Barclays pagará a la naviera un importe igual a la diferencia entre ambos valores multiplicada por el número de toneladas cubiertas ese mes concreto. Por eso se dice que son instrumentos que se liquidan por diferencias.

Lógicamente es fundamental definir cuál es ese “precio de mercado” que sirve de referencia para determinar las liquidaciones. En el caso de los combustibles se trata de índices de referencia publicados por la entidad independiente Platts, ejemplos de los cuales son:



- Fuel oil: Fueloil 1% Cargo CIF North West Europe (FO 1% CIF NWE).
- Gasoil: Gasoil 0.1% Cargo CIF North West Europe (GO 0.1% CIF NWE)

Por ello cada operación de cobertura definirá uno de estos índices, u otro similar, como “subyacente” de la operación, es decir como índice de referencia para la misma, de forma que sirva como barra de medición del resultado de la cobertura en cada liquidación.

Lo ideal sería que el precio de compra del combustible que paga la naviera esté explícitamente definido con referencia a uno de estos índices. No obstante, esto no es lo habitual. Normalmente el precio de combustible se define periódicamente en mercado, de acuerdo con negociaciones bilaterales entre la naviera y el proveedor, mediante subastas, etc. En la medida en que el sector de hidrocarburos está liberalizado en España, la realidad es que, con pequeños matices, los precios de compra guardan una correlación cercana al 100% con estos índices. Esto es fácilmente comprobable.

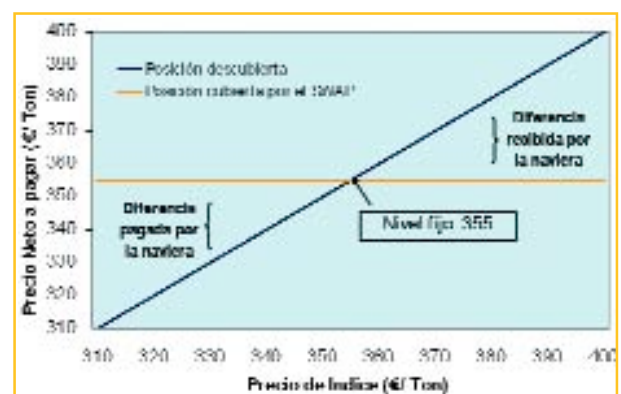
Estructuras prima cero: el Swap

Las estructuras que conllevan el pago de una prima en el momento de la contratación, como el seguro que acabamos de ver, no son lo más habitual en el mercado.

Lo más habitual son las estructuras prima cero, también llamadas coste cero, que son aquellas por las que la naviera no está obligada a pagar una prima por su contratación.

Entre ellas, la más común y sencilla es el Swap, que no es sino la forma financiera de contratar un precio fijo de combustible. Al igual que en el ejemplo visto anteriormente este precio fijo se medirá contra el índice de referencia elegido.

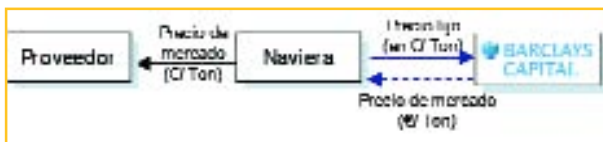
La representación gráfica del Swap es muy sencilla:



Una vez contratado el Swap, se liquida la operación mensualmente comparando el precio de mercado (del índice de referencia) con el nivel de Swap contratado, en este ejemplo 355 €/Ton para el FO 1% CIF NWE:

- Si un mes determinado el precio medio del índice ha sido superior al Swap, Barclays paga a la naviera la diferencia (liquidación positiva para la naviera).
- Si, por el contrario, el precio medio del índice en ese mes se ha situado por debajo del Swap, la naviera paga a Barclays la diferencia (liquidación negativa).

El resultado neto es que la suma de lo que la naviera paga a su proveedor y de lo que recibe o paga a Barclays dan como resultado un precio neto fijo y conocido de antemano. El siguiente esquema, aplicable a cualquier cobertura, trata de ilustrar este hecho:



Como puede observarse, la cobertura no afecta al contrato de compra con el proveedor de combustible. Al liquidarse la operación con Barclays por diferencias, el resultado positivo o negativo de la misma compensará o neutralizará respectivamente el encarecimiento o abaratamiento del precio del combustible.

El Swap es el instrumento más conocido por su sencillez. Su gran desventaja es la rigidez ya que no permite a la naviera beneficiarse de bajadas en el precio de mercado. No obstante, una de las grandes ventajas de las coberturas financieras frente a la posible contratación de un precio fijo con el proveedor es la flexibilidad en su propio diseño: así, puede contratarse por un 50% del consumo previsto, o cualquier otro porcentaje que se desee.

Esta sería una estrategia de cobertura prudente para cualquier empresa que no tenga una visión clara de si el precio del combustible subirá o bajará. Así, cubriendo un 50%, en caso de subidas la compañía estará protegida en la mitad al menos. En caso de bajadas se beneficiará al menos de la mitad de las bajadas. Es una postura mucho más conservadora y lógica, frente a lo que tiende a pensarse, que la postura de tener un 100% del consumo sometido a los vaivenes del mercado, sin cubrir.

El Swap tiene especial sentido utilizarlo en los siguientes casos:

- Si la naviera tiene un presupuesto fijado y aprobado, con unos ingresos predecibles porque son fruto

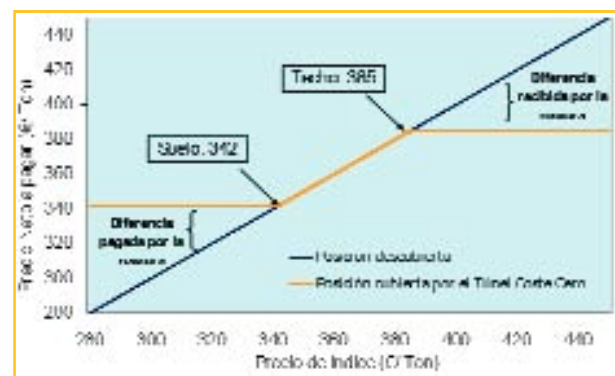
de acuerdos o tarifas no cambiantes, permite asegurar un precio de combustible y por lo tanto un margen.

- Un caso particular de este primer punto es aquellas navieras que firman contratos o fletes puntuales, para periodos cerrados: en este caso la mejor forma de asegurarse un margen en ese contrato es la firma de un Swap por la duración del mismo.
- Si la naviera tiene una clara visión alcista sobre el precio del petróleo, aunque en puridad esta puede ser una postura puramente especulativa si no va acompañada de un análisis cuidadoso de la relación existente entre ingresos (precios de venta) y costes de combustible (precios de compra).

A continuación comentaremos por otras tres estructuras muy sencillas y comunes, también de prima cero, como alternativa al Swap.

Estructuras prima cero: el Túnel

Esta estructura otorga una cierta flexibilidad frente al Swap, protegiendo a la compañía de subidas a partir de un determinado nivel (techo), a cambio de renunciar a beneficiarse de bajadas por debajo de otro nivel (suelo) más bajo.



Así, las liquidaciones mensuales se llevarían a cabo de acuerdo con la siguiente lógica:

- Si un mes determinado el precio medio del índice de referencia ha sido superior al nivel del techo, Barclays pagará a la compañía la diferencia entre el precio del mes y el techo.
- Si, por el contrario, el precio de mercado es inferior al nivel del suelo, la compañía pagará a Barclays la diferencia entre el suelo y el precio medio de mercado de ese mes.
- Aquellos meses en los que el precio medio del índice de referen-



cia se sitúa entre el suelo y el techo, no se producirán liquidaciones positivas ni negativas, o lo que es lo mismo, la naviera estará comprando a mercado como siempre.

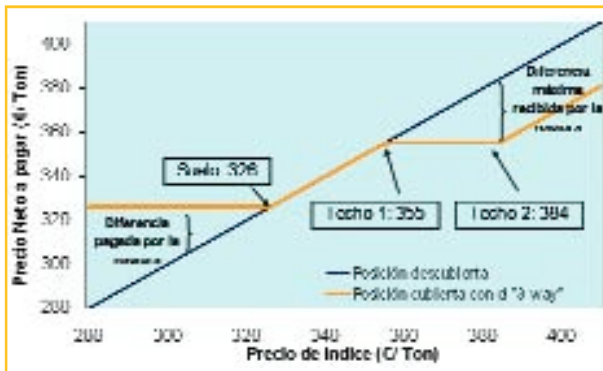
Como puede observarse, es una estructura que, en comparativa con el Swap, ofrece una protección peor en caso de subidas (el nivel del techo es superior al nivel del Swap), pero como ventaja permite beneficiarse de bajadas en el precio de mercado hasta el nivel del suelo (que es siempre inferior al nivel del Swap).

Por todo ello, el Túnel Coste Cero se usa en casos similares al Swap, siempre que el techo permita a la compañía cumplir sus presupuestos con unos márgenes razonables. Además permite beneficiarse de cierto recorrido de bajada.

Dada la volatilidad existente y creciente en el precio del petróleo y de los combustibles, esta flexibilidad es muy valorada por muchas compañías consumidoras de combustible.

Estructuras prima cero: el 3-Way o Gaviota

Esta estructura se suele llamar Gaviota por la forma gráfica con la que se representa la posición de cobertura del que la contrata:



Como puede observarse, presenta las siguientes características:

- Un nivel de protección (techo) más bajo y atractivo que el Túnel: 355 €/Ton en el ejemplo.
- Un suelo más bajo y atractivo que el Túnel: 326 €/Ton en el ejemplo.



– Ello es posible porque la protección ante subidas no es ilimitada (sí lo es en el caso del Swap, del Túnel o del seguro con pago de prima), sino que viene limitada por un segundo

nivel de mercado (“Techo 2” = 384 €/Ton) a partir del cual el beneficio que recibe la Naviera de Barclays queda limitado.

- En el ejemplo, la protección más alta sería de 29 €/Ton, que sería lo que recibiría la naviera de Barclays como máximo.

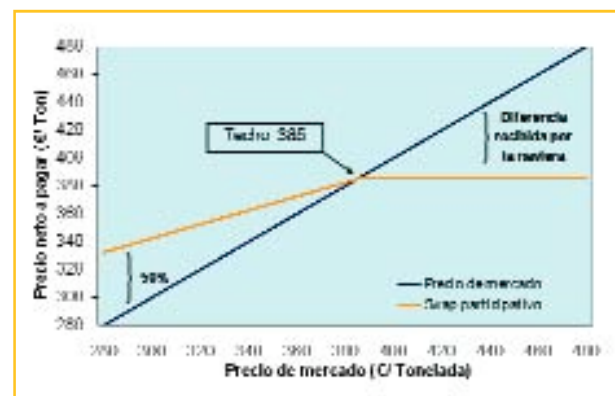
Esta estructura es muy utilizada por un gran número de compañías de distintos sectores para cubrir los precios de compra de diferentes productos, no sólo energéticos, por las siguientes razones:

- En el entorno de actual volatilidad de precios, permita beneficiarse de bajadas en los precios de mercado hasta un suelo más bajo.
- Si bien la protección que proporciona no es infinita, normalmente tampoco es necesaria, ya que lo habitual es que las compañías tengan una cierta capacidad de trasladar a sus clientes, mediante ajustes a la alza en los precios, las subidas del combustible, al menos en parte. Por ello es un buen complemento a esa capacidad propia de las compañías, un ejemplo de la cual es el BAF mencionado en la primera página de esta Tribuna.
- También una clara razón psicológica: las liquidaciones negativas producidas por bajadas en el precio de mercado no son plato de gusto para nadie, por lo que alejar su probabilidad (bajando el suelo lo máximo) es, en sí mismo, un objetivo de muchos directores de compras o directores financieros al contratar las coberturas.

Estructuras prima cero: Swap Participativo

Esta estructura compagina una protección algo peor que un Swap normal, con una participación parcial en las bajadas en el precio de mercado.

Así, de acuerdo con el siguiente gráfico, la protección estaría definida en un nivel de 385 €/Ton, superior (peor) al Swap (355 €/Ton en nuestro ejemplo), pero en caso de bajada la naviera se beneficiaría de un 50% de la misma:



En contraste con la Gaviota, el Swap Participativo sí proporciona una protección absoluta o infinita, aunque desde un nivel sustancialmente más alto y permite aprovecharse de bajadas, aunque sólo de un porcentaje de las mismas.

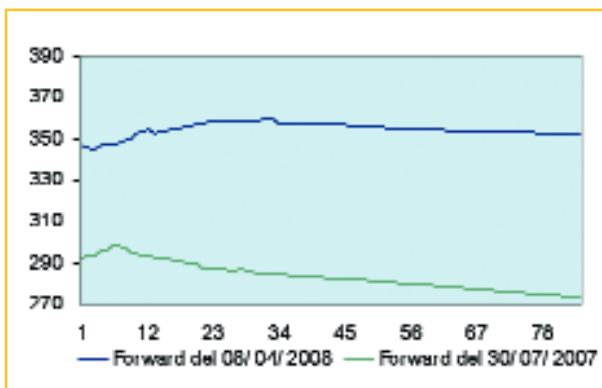
¿Cómo se definen los niveles de cobertura?

El principal factor, aunque no el único, que determina los niveles de cobertura que se pueden contratar en cada momento, es la curva forward o curva de futuros del índice de referencia, ya sea de fuel-óleo o gas-óleo.

Esta curva muestra los precios a los que los operadores del mercado compran y venden combustible a futuro, ya sea en operaciones físicas o financieras.

No es por lo tanto una curva de predicciones de Barclays ni de ningún experto concreto. Es una curva de mercado, y como tal incorpora las expectativas de los agentes de mercado.

La curva forward puede mostrar una pendiente positiva, negativa o plana.



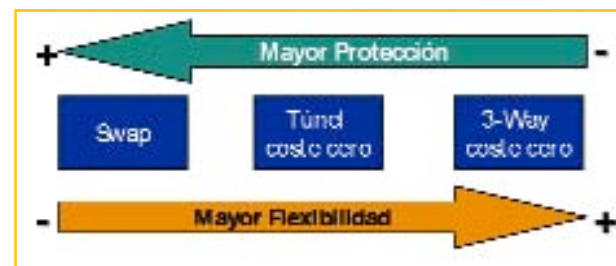
Así este gráfico muestra la curva de futuros del FO 1% CIF NWE dos momentos distintos y con dos formas distintas:

- La curva color verde, correspondiente al 30 de julio de 2007 muestra una pendiente negativa, conocida en el argot de mercado como backwardation. Esto se traduce en la práctica en que si una compañía contrata un Swap en este momento es de esperar que el nivel del mismo sea inferior al precio de contado.
- La curva color azul, más reciente a fecha 8 de abril de 2008, muestra una pendiente positiva, conocida en el argot de mercado como contango. Esto se traduce en la práctica en que si una compañía contrata un Swap en este momento es de esperar que el nivel del mismo sea superior al precio de contado.

La curva forward no es el único factor relevante a la hora de fijar los niveles de una cobertura. Otros factores tienen que ver con la teoría de opciones de futuros y sus modelos de valoración, pero es un terreno que excede el objetivo de esta Tribuna.

¿Qué estrategia de cobertura seguir?

Como se ha tratado de explicar anteriormente las distintas estructuras de coberturas no son mejores o peores en sí mismas. Su conveniencia depende más de la problemática concreta de cada compañía, pues presentan distintos perfiles de protección y de participación en las bajadas en el precio de mercado o flexibilidad.



Por ello, de cara a determinar una estrategia concreta es fundamental conocer la exposición al riesgo concreta de cada compañía, respondiendo preguntas tales como:

- ¿Cómo se define el precio de compra de combustible?
- ¿Cómo se fijan los precios de venta?
- ¿Tiene la compañía libertad para fijar precios en función de los precios del combustible?
- ¿Está obligada a bajar precios si el precio del combustible cae?

El resultado de este estudio, unido a las expectativas sobre la evolución del petróleo, ayudarán a definir una estrategia de cobertura para lo que habrá que concretar aspectos como:

- Volumen de combustible que se quiere cubrir.
- Plazo que se quiere cubrir (desde meses a varios años).
- O combinaciones de plazo y volumen: podría cubrirse un porcentaje de consumo mayor a plazos cortos y un porcentaje decreciente a plazos más largos.
- Estructura o combinación de estructuras elegida.



– Divisa de la cobertura: Euros o Dólares por tonelada.

¿Qué hubiera pasado si se hubiese aplicado una política de Swaps anuales desde 2006?

A modo ilustrativo, hemos simulado el resultado de lo que podría haber sido la siguiente estrategia: contratar un Swap el 1 de enero de los años 2006 y 2007, tomando como referencia el FO 3,5% CIF MED como ejemplo. Hemos asumido en el ejemplo que se cubren 12.000 toneladas anuales (1.000 al mes)

Cobertura fijando el precio en Dólares (tipo de cambio sin cubrir)



Las liquidaciones estimadas para esta cobertura habrían sido positivas tanto en 2006 como en 2007, si bien la liquidación neta del año 2007 hubiese sido considerablemente más elevada que la de 2006 debido a que el precio del fuel-óleo creció establemente durante prácticamente todo el año, y lo hizo por encima del nivel marcado por el Swap.

Liquidaciones estimadas para 12.000 toneladas anuales		
	Liquidación Neta (\$)	Número de meses con liquidación negativa
2006	90.102	5
2007	1.155.305	1



Cobertura fijando el precio en Euros

En el caso de cobertura fijada en euros, las liquidaciones estimadas habrían sido positivas en 2007 y ligeramente negativas en 2006.



Liquidaciones estimadas para 12.000 toneladas anuales		
	Liquidación Neta (€)	Número de meses con liquidación negativa
2006	(26.076)	5
2007	764.487	1

Conclusión y Resumen

Como ha podido observarse, no siempre las liquidaciones de una cobertura son positivas, pero esto es lógico: es muy difícil batir al mercado, ese no es el objetivo de contratar estos instrumentos. El objetivo debe ser gestionar de forma más profesional y proactiva los riesgos del negocio, acercarse lo más posible a los planes aprobados, respetar los presupuestos, etc.

La escalada reciente de los precios del petróleo ha provocado que se preste más atención a este tipo de herramientas de gestión de riesgo. Sin embargo, son instrumentos que no deberían usarse de forma puntual en situaciones críticas como la que vivimos hoy en el mercado del petróleo. De la misma forma en que la mayoría de los gestores han asumido que la cobertura de los tipos de interés o los tipos de cambio son herramientas básicas y normales en su gestión financiera, los directores de compra y financieros no deben olvidarse del peso que tiene el coste de combustible en su cuenta de resultados y no deben asumir que la mejor gestión es la pasividad ante los vaivenes del mercado.

Cada vez son más las compañías que se convencen de esto y establecen una política activa de cobertura de los riesgos de materias primas.

Es fundamental para ello entender antes el perfil concreto de riesgo de cada uno, la dinámica de precios de venta y precios de compra, esto es, de márgenes, para que la estrategia de cobertura elegida sirva para lo que se concibió: cubrir riesgos y no especular.