

Financiación de las operaciones de comercio exterior

Operaciones en el mercado de divisas y cobertura del riesgo de cambio. Concepto de divisa, convertibilidad y formación de los cambios. El riesgo de cambio y su cobertura: el seguro de cambio; las opciones sobre divisas; futuros de divisas y autoseguros. Prefinanciación.

Ejercicio 3 · Esquema del tema 14 · Actualizado el 26 de septiembre de 2026

01 INTRODUCCIÓN

02 CONCEPTO DE DIVISA

03 CONVERTIBILIDAD DE LAS DIVISAS

04 FORMACIÓN DE LOS CAMBIOS

05 EL RIESGO DE CAMBIO Y SU COBERTURA

06 PREFINANCIACIÓN

07 CONCLUSIÓN

01 INTRODUCCIÓN

El aplazamiento en los pagos y la venta a crédito son la norma en el comercio internacional, lo que obliga a exportadores e importadores a gestionar la financiación de sus operaciones y los riesgos asociados. Entre ellos ocupa un lugar central el **riesgo de cambio**, porque buena parte de las transacciones se liquida en una moneda distinta a la de, al menos, una de las partes.

El tema cubre el concepto de divisa, su convertibilidad y la formación de los cambios, el riesgo de cambio con sus instrumentos de cobertura y la prefinanciación como alternativa de las entidades financieras para la fase previa a la exportación.

mercado, sino del régimen cambiario y de las restricciones sobre pagos y transferencias.

Dimensión del mercado. Según la encuesta trienal del BIS de abril de 2025:

- Volumen medio diario de unos **9,6 billones de dólares**, un 28 % más que en 2022 y máximo de la serie
- El dólar intervino en el **89,2 %** de las operaciones, seguido del euro (28,9 %), el yen (16,8 %) y la libra (10,2 %), y suman el 200 % porque cada operación implica dos monedas
- El swap de divisas es el instrumento más negociado, con unos 4 billones diarios, y el mayor crecimiento fue el de las operaciones al contado y a plazo, por la mayor demanda de cobertura

02 CONCEPTO DE DIVISA

Divisa. Moneda extranjera en cuanto medio de pago o activo financiero susceptible de ser utilizado en operaciones internacionales. Comprende depósitos bancarios, transferencias y otros instrumentos de pago en moneda extranjera, mientras que los billetes y monedas extranjeros son efectivo físico. Los billetes tienen un tipo menos favorable, por los costes de transporte, custodia, seguro y manipulación y por los riesgos operativos y de falsificación.

Mercado de Divisas. Mercado internacional, descentralizado y mayoritariamente extrabursátil (OTC), en el que la oferta y la demanda de las monedas determinan sus tipos de cambio. En él se negocian operaciones al contado, a plazo y productos derivados sobre divisas. Sus rasgos son:

- Sin sede física única, con la mayor parte de las operaciones cerradas entre entidades financieras
- Continuo, abierto las veinticuatro horas de los días hábiles al enlazar los husos horarios de los grandes centros, y de elevadísima liquidez
- Es donde se forman los tipos de cambio y donde las empresas hallan instrumentos para gestionar el riesgo de cambio

Se distingue entre monedas con elevada convertibilidad y uso internacional, que se intercambian libremente, y monedas sometidas a controles cambiarios o restricciones. La convertibilidad no depende de que una moneda cotice en un

03 CONVERTIBILIDAD DE LAS DIVISAS

Convertibilidad. Posibilidad de intercambiar una moneda por otras y utilizarla para pagos y transferencias internacionales. Depende del régimen cambiario y de las restricciones de las autoridades monetarias. El **artículo VIII del FMI** obliga a evitar restricciones sobre pagos y transferencias por transacciones corrientes, prácticas cambiarias discriminatorias y limitaciones a la conversión de saldos de otros países, pero no impide controlar los movimientos de capital.

Se distingue entre convertibilidad interna, cuando los residentes pueden convertir su moneda en moneda extranjera y viceversa, y externa, cuando se permite principalmente a los no residentes.

Régimen aplicable a España. El euro es moneda de curso legal y su tipo frente a terceras monedas se determina en libre flotación. El BCE no fija un objetivo de tipo de cambio. El **art. 219 del TFUE** reserva al Consejo celebrar acuerdos formales de tipo de cambio o formular orientaciones generales, y el BCE opera en divisas conforme a él.

- **Art. 63 del TFUE**, prohíbe las restricciones a los movimientos de capitales y a los pagos entre Estados miembros y con terceros países
- **Ley 19/2003**, régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, que consagra la libertad de cobros, pagos y transferencias, sin perjuicio de las obligaciones de declaración y de prevención del blanqueo de capitales

- España ha aceptado el **artículo VIII, secciones 2(a), 3 y 4**, del Convenio del FMI y mantiene plena convertibilidad por transacciones corrientes

04 FORMACIÓN DE LOS CAMBIOS

Los tipos de cambio se determinan por la oferta y la demanda de las monedas, sobre las que influyen los flujos comerciales y financieros, los tipos de interés, las expectativas, la evolución económica, la política monetaria y, en ciertos casos, la intervención de las autoridades. Hay que distinguir el tipo de mercado, que fluctúa, de los tipos de referencia que publican algunas instituciones con fines estadísticos o informativos.

Tipos de referencia del BCE. Se publican cada día para el euro frente a un conjunto de monedas. Se fijan en un procedimiento de concertación hacia las 14:10 CET y se publican hacia las 16:00 CET. Son informativos y no deben confundirse con los tipos comerciales que las entidades aplican a sus clientes, que incorporan las condiciones del mercado, sus costes y su margen.

Cotización en la zona del euro. Los tipos se expresan como unidades de moneda extranjera por euro (por ejemplo, 1,10 dólares por euro), es decir, cotización al incierto desde la moneda extranjera y al cierto desde el euro. Una subida del tipo es una apreciación del euro y una bajada, una depreciación. Las entidades cotizan dos precios:

- Tipo comprador, al que adquieren la divisa al cliente
- Tipo vendedor, al que se la venden
- La diferencia entre ambos, o diferencial (spread), es su margen

05 EL RIESGO DE CAMBIO Y SU COBERTURA

Riesgo de cambio. Aparece cuando una empresa está expuesta a una moneda extranjera cuyo valor puede variar respecto de su moneda de referencia entre el pacto de la operación y el cobro o pago. Puede generar pérdidas y ganancias. Es especialmente relevante con pago aplazado, y depende de la moneda, el importe, el plazo y la posición de la empresa.

Tomando a España como referencia, el riesgo recae sobre quien liquida en una moneda distinta de la suya:

- Exportación facturada en euros, lo soporta el importador extranjero. Si se factura en otra divisa, el exportador español
- Importación facturada en euros, lo soporta el exportador extranjero. Si se factura en otra divisa, el importador español

El sentido del riesgo es opuesto para cada parte. El importador que debe pagar en dólares se beneficia si el dólar se deprecia frente al euro, porque necesita menos euros. El exportador que cobrará en dólares se beneficia si el dólar se aprecia, porque obtiene más euros al convertir. La moneda de facturación es por tanto un elemento de negociación y una posible herramienta de gestión del riesgo.

Características del riesgo de cambio:

- Volatilidad, pues no todas las divisas presentan el mismo grado de riesgo
- Puede dar ganancias o pérdidas, no siempre desemboca en pérdidas
- Puede recaer sobre una sola parte o sobre ambas, por ejemplo en una exportación española a un tercer país

facturada en una divisa distinta del euro y de la moneda de ese país

5.1 Instrumentos de cobertura del riesgo de cambio

El **Seguro de Cambio** es el más conocido y utilizado, especialmente por las PYME, y las **Opciones sobre Divisas** son el preferido por empresas con más experiencia internacional. Junto a ellos están los Futuros de Divisas y los Autoseguros.

5.2 Seguro de cambio

Seguro de Cambio. No es un seguro en sentido jurídico estricto, sino una compraventa de divisas a plazo por la que una entidad financiera y su cliente acuerdan comprar o vender un importe de moneda extranjera a un tipo fijado de antemano y en una fecha futura. En el mercado **spot** la liquidación se produce normalmente dos días hábiles después de la contratación. En el **forward** el intercambio se hace en la fecha futura pactada.

El tipo a plazo se calcula a partir del tipo al contado y de los tipos de interés de las dos monedas, según la **paridad cubierta de tipos de interés**: el diferencial de tipos se incorpora al precio a plazo. Cada entidad añade el plazo, sus costes y sus márgenes, por lo que el forward puede ser superior o inferior al spot.

Ejemplo: pago dentro de un año de 1 millón de dólares, con spot de 1,10 y tipos a un año del 2,50 % (euro) y del 3,75 % (dólar). El forward es $1,10 \times (1,0375 / 1,025) = 1,1134$. Al contado costaría unos 909.091 euros, y con el seguro la empresa fija hoy unos 898.140 euros. Esto no significa que el banco prevea una apreciación del euro. La moneda con tipo de interés más alto, el dólar, cotiza a plazo con descuento, porque si no habría arbitraje sin riesgo. El forward es un precio de equilibrio y no una previsión del tipo futuro.

Referencias de tipos de interés: para el euro, el **Euríbor** y el **€STR** (coste de financiación mayorista no garantizada a un día), y para el dólar, el **SOFR** y sus referencias a plazo como el Term SOFR.

Características principales:

- Fija el tipo por anticipado y elimina la incertidumbre sobre el importe en euros
- No hay prima separada, el coste queda incorporado en el tipo a plazo
- Puede cubrir el importe total o una parte de la operación
- Es un compromiso firme para ambas partes y el cliente no puede renunciar para aprovechar un tipo más favorable

Al vencimiento pueden darse tres situaciones:

- Operación ejecutada según lo previsto, entrega o recepción de la divisa al tipo pactado sin liquidación adicional
- Incumplimiento, si el cliente no dispone de la divisa o los euros necesarios, la entidad realiza en el mercado al contado la operación contraria y liquida con el cliente la diferencia de cambio, favorable o desfavorable
- Cancelación anticipada por mutuo acuerdo, con una operación de signo contrario por el mismo importe y vencimiento, liquidando la diferencia entre ambos tipos

Si la operación solo se retrasa, se recurre a la **prórroga**: se liquida la diferencia al vencimiento original y se contrata un nuevo seguro hasta la nueva fecha. Existe además el seguro **abierto o con ventana de ejecución**, que permite disponer de la divisa en cualquier fecha de un periodo pactado a cambio de un tipo algo menos favorable.

5.3 Opciones sobre divisas

Opción sobre divisas. Otorga al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una cantidad de divisa a un tipo previamente fijado (**precio de ejercicio**) en una fecha o periodo. A cambio paga una **prima**, que depende del precio de ejercicio, el tipo de cambio, la volatilidad, el plazo y los tipos de interés.

- Call, derecho a comprar la divisa. Put, derecho a venderla
- Europeas, ejercitables solo en el vencimiento. Americanas, en cualquier momento hasta él
- El vendedor asume la obligación de comprar o vender si el comprador ejerce, a cambio de cobrar la prima

En una cobertura simple la empresa suele ser compradora: el exportador que cobrará en dólares compra una put sobre el dólar y el importador que debe pagar en dólares, una call. La opción protege frente a la evolución desfavorable del tipo y permite beneficiarse de la favorable, porque puede no ejercerse. La contrapartida es la prima. Frente al Seguro de Cambio, compromiso firme y bilateral, la opción es un derecho unilateral del comprador. Diferencias prácticas:

- Coste, el seguro no exige desembolso inicial separado y la opción exige una prima explícita e irrecuperable, se ejerza o no
- Evolución favorable, el titular del seguro liquida al tipo pactado aunque el mercado sea mejor, y el de la opción puede no ejercer y acudir al mercado, con coste limitado a la prima
- Perfil de riesgo, el seguro elimina la incertidumbre y la opción mantiene abierta la posibilidad de un resultado mejor a cambio de un coste cierto

Collar o túnel. Estructura combinada en la que un exportador compra una put, que le garantiza un tipo mínimo, y vende una call, que fija un tipo máximo. La prima cobrada financia total o parcialmente la de la comprada. El resultado queda acotado entre ambos tipos, con coste reducido o nulo, pero sin beneficiarse por encima del límite superior.

5.4 Futuros de Divisas

Futuros de Divisas. Contratos estandarizados, negociados en mercados organizados, de compra o venta de una cantidad de divisa a un precio fijado y en una fecha futura. A diferencia del forward, que es bilateral con una entidad, importe, vencimiento y condiciones están normalizados y una cámara de compensación actúa como contraparte central, lo que reduce significativamente el riesgo de contraparte.

- Garantía inicial y valoración y liquidación diarias de pérdidas y ganancias
- Sirven para cobertura y también para inversión o especulación
- La estandarización facilita la negociación, pero puede no ajustarse al importe o vencimiento de la operación comercial

5.5 Autoseguros

No son un instrumento financiero de cobertura en sentido estricto, sino medidas con las que la empresa reduce o traslada su exposición:

- Facturación en euros, que traslada el riesgo a la contraparte extranjera
- Cláusulas de revisión de precios cuando el tipo varía más allá de límites contractuales
- Reparto del riesgo cambiario entre las partes

- Cuentas en divisas, que evitan una conversión posterior
- Compensación de cobros y pagos en la misma divisa, de modo que solo queda expuesto el saldo neto
- Adelanto o retraso de cobros y pagos, con posibles costes financieros y riesgos adicionales
- Financiación en la misma divisa del cobro, que crea una cobertura natural

06

PREFINANCIACIÓN

Prefinanciación de exportaciones. Financiación que proporcionan las entidades financieras para cubrir la liquidez del exportador en la fase previa al cobro, sobre todo durante la fabricación, adquisición o preparación de las mercancías. Se distingue de la **postfinanciación**, que financia el periodo entre la expedición y el cobro cuando se ha concedido aplazamiento al comprador extranjero.

La **divisa de la financiación** es relevante para el riesgo de cambio. Si se obtiene en la moneda en que se cobrará, el préstamo es una cobertura natural, porque se amortiza con las divisas cobradas sin convertir fondos. El tipo se referencia a los índices de esa moneda, como el SOFR para el dólar o el SONIA para la libra, que sustituyeron al extinto LIBOR, y al euríbor en euros.

Formas de estructurarla:

- Financiación específica para un pedido o línea de financiación si la actividad exportadora es recurrente
- Préstamo, con cantidad fija amortizable, o póliza de crédito, con disposición hasta un límite e intereses solo por lo utilizado
- Crédito documentario con **cláusula roja**, que autoriza al banco avisador o confirmador a anticipar al exportador, antes del embarque, parte del importe, de modo que el importador financia de hecho la preparación del pedido
- Puede limitarse al periodo anterior al embarque o prolongarse durante el pago aplazado

El **principal riesgo** es que el comprador anule o modifique el pedido antes de la expedición, pues el exportador no tendrá el cobro con que devolver la financiación. La entidad valora la firmeza del pedido y el medio de pago y suele exigir garantías adicionales, como un aval o un seguro de crédito. **CESCE**, agencia de crédito a la exportación por cuenta del Estado, ofrece esta cobertura en sus pólizas de crédito suministrador.

En el ámbito público, la **Línea ICO Exportadores** financia el anticipo de facturas de exportación y la prefinanciación de los costes de producción, hasta **12,5 M€** por cliente y año. La prefinanciación con fondos ICO debe cancelarse antes de anticipar las facturas de esos mismos bienes, para no financiar dos veces la operación.

07

CONCLUSIÓN

La financiación y la gestión de los riesgos son esenciales en el comercio exterior. El riesgo de cambio se gestiona con Seguro de Cambio, Opciones, Futuros o autoseguros, y las exportaciones se financian con prefinanciación y postfinanciación. La elección depende de la operación, el plazo, la moneda, la situación financiera de la empresa y su capacidad para asumir riesgos. Estos mecanismos privados se complementan con los instrumentos públicos de apoyo a la internacionalización analizados en otros temas.

Tipos de referencia. El LIBOR ha desaparecido. Lo sustituyen tipos basados en operaciones más próximas al mercado: SOFR (EEUU), SONIA (Reino Unido), TONA (Japón), €STR (zona del euro) y SARON (Suiza).

Novedad regulatoria. El **Reglamento (UE) 2023/1114** (MiCA) regula por primera vez en la UE las fichas referenciadas a activos y las fichas de dinero electrónico (monedas estables),

que aspiran a usarse como medio de pago internacional. Sus disposiciones sobre estas fichas se aplican desde el 30 de junio de 2024 y el resto desde el 30 de diciembre de 2024. En España el periodo transitorio para los proveedores de servicios de criptoactivos terminó el 1 de julio de 2026, y desde entonces solo operan los autorizados por la CNMV o con pasaporte europeo.