

■ Por Renmax Sociedad de Bolsa S.A.

Costos y beneficios de las coberturas cambiarias

Mucho se ha discutido en los últimos meses sobre la necesidad de desarrollar un mercado de futuros que permita a los agentes cubrir sus riesgos cambiarios. Desde el 2004 el Banco Central (BCU) esta licitando compra-venta de dólares a futuro a través de la Bolsa Electrónica, en tanto algunos bancos privados ofrecen contratos *forward*¹ para comprar o vender dólares con empresas de plaza.

El objetivo del presente artículo es mostrar como las empresas pueden reducir la variabilidad en sus resultados mediante la utilización de este tipo de instrumentos. Indudablemente que esta reducción en los riesgos viene acompañada de una reducción en la rentabilidad esperada, por lo que es función del gerente financiero ubicar a la empresa en una combinación de riesgo-retorno adecuada para los intereses de los accionistas.

Riesgos cambiarios

La exposición al riesgo cambiario en una empresa es función de la denominación de sus flujos de caja esperados. El artículo tratará sobre cómo transformar la denominación de los flujos de caja esperados para disminuir la exposición a riesgos cambiarios.

En primer lugar necesitamos definir y diferenciar el riesgo de tipo de cambio nominal del riesgo de tipo de cambio real. Luego debemos especificar como una empresa podría realizar coberturas para eliminar o mitigar dichos riesgos.

Un ejemplo de exposición al *riesgo de tipo de cambio nominal* se da cuando realizamos una inversión en un bono en moneda extranjera. Si el tipo de cambio nominal (moneda nacional/ moneda extranjera) disminuye de forma no esperada, el rendimiento medido en unidades de moneda nacional -y por ende el consumo futuro en términos de moneda doméstica- va a ser menor al esperado.

En la realidad, los flujos de fondos esperados en moneda doméstica dependen también de la inflación, por lo que debemos introducir el concepto de *riesgo de tipo de cambio real*. Un ejemplo sencillo de exposición al tipo de cambio real se da en

una empresa exportadora que vende a Estados Unidos. La misma vende en dólares y paga sus costos en pesos, que por simplicidad asumimos se encuentran indexados por IPC². De modo que su exposición depende de la diferente denominación de ingresos y costos, encontrándose expuesta a la evolución de sus costos domésticos medidos en dólares. Esto es así ya que si el tipo de cambio nominal baja y el IPC aumenta, con sus dólares va a poder obtener una menor cantidad de moneda nacional. A su vez, sus costos en moneda nacional van a aumentar. La consecuencia de ambos efectos es un deterioro en el resultado de la empresa.

El riesgo de tipo de cambio nominal puede ser cubierto con contratos *forward* de pesos contra dólares, mientras que para cubrir el riesgo de tipo de cambio real es necesario desarrollar un mercado *forward* de Unidades Indexadas (UI) contra dólares.

Cabe destacar que no es posible cubrirse contra las variaciones esperadas en el tipo de cambio, ya que por definición las mismas ya están descontadas en las cotizaciones contado y las tasas de interés. Por el contrario, las coberturas permiten protegerse frente a *variaciones no esperadas* en el tipo de cambio.

Ejemplo numérico

Para ilustrar los conceptos anteriores, definimos dos empresas sencillas, la primera con la estructura de ingreso-costo de una

¹. En el contrato *Forward* las partes se comprometen a realizar determinada transacción en un momento futuro del tiempo (precio, momento y lugar de despacho) pero no realizan ningún pago hasta el vencimiento de este. Las pérdidas o ganancias de las partes se liquidan en la fecha de entrega del activo del contrato. El contrato a Futuro es similar pero los pérdidas y ganancias se liquidan diariamente; además de esto el contrato se encuentra estandarizado mientras que el *Forward* se realiza a medida de las partes.

De esta manera el contrato a Futuro tiene menor riesgo de crédito que el *Forward*.

². Implícitamente estamos suponiendo que el Índice de costos de la empresa tiene alta correlación con la evolución del IPC.

firma exportadora, la segunda con la estructura de una importadora. Para cada uno de los casos simulamos el comportamiento del margen de ganancia ante variaciones en la cotización del dólar y la inflación en un horizonte de seis meses, y estudiamos como se ven afectados los resultados cuando se introduce la posibilidad de realizar coberturas cambiarias.

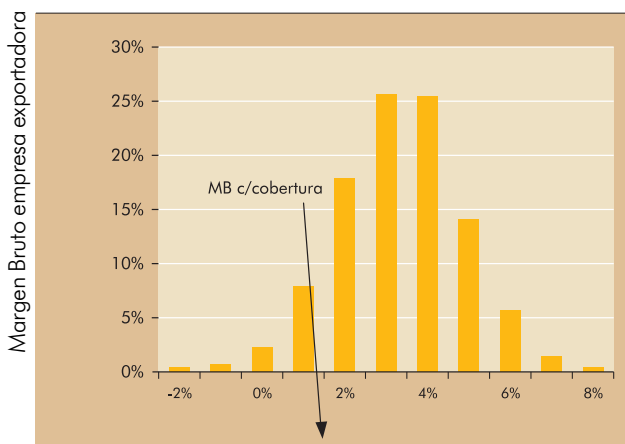
1) Empresa Exportadora

Supusimos que la empresa tiene el 100% de sus ingresos en dólares mientras que sus costos son 80% en UI y 20% en dólares. Su margen de ganancia inicial es de 3,3%, pero el mismo está sujeto a las fluctuaciones de la cotización del dólar e inflación. Para limitar su riesgo, la empresa puede optar por realizar una cobertura pactando un contrato para comprar UI y vender dólares dentro de seis meses a un precio estipulado hoy.

Con los actuales costos de transacciones el empresario se enfrenta a las siguientes alternativas³:

- Sin cobertura: el margen bruto varía entre -2% y 8%, siendo el valor esperado de 2,8%.
- Con cobertura: obtiene un margen bruto de 1,6% con certeza.

Del análisis se desprende que el costo de realizar la cobertura para la empresa es de 1,2%.



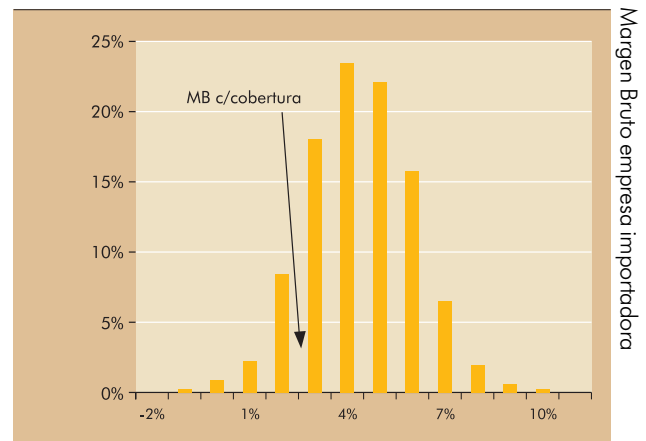
2) Empresa Importadora

En este caso se produce una situación inversa a la anterior. El 100% de los ingresos de la empresa son en UI, sus costos son 10% en UI y 90% en dólares, mientras que su margen de ganancia inicial es de 3,3%. Si la empresa desea protegerlo, puede realizar una cobertura pactando un contrato para vender UI y comprar dólares dentro de seis meses.

En ese caso, el empresario se enfrenta a las siguientes alternativas:

- Sin cobertura: el margen bruto varía entre -2% y 10%.
- Con cobertura: obtiene un margen bruto de 2% con certeza.

Del análisis se desprende que el costo de realizar la cobertura para la empresa es de 1,8%.



Conclusiones

La realidad de nuestro mercado indica que son muy pocas las empresas interesadas en realizar coberturas cambiarias. La consecuencia es que los resultados de las empresas son dependientes no solo de su actividad comercial sino también de las fluctuaciones de variables como el tipo de cambio y la inflación.

La pregunta que cabe formularse es si esta actitud es racional, ya que en caso de serlo, tienen que existir factores objetivamente medibles que estén incidiendo sobre la decisión de no realizar coberturas. Como ilustra nuestro ejemplo, el costo de realizar coberturas es muy elevado, haciendo en muchos casos inviable la concreción de programas de cobertura de la moneda local contra dólar. Menores costos de transacción deberían reflejarse en mayores márgenes esperados, lo que incentivaría la reducción de riesgos. Para ello es necesario fomentar el desarrollo de mercados fluidos y transparentes, donde puedan transar libremente pequeñas y medianas empresas.

³ Se realizó una simulación Monte Carlo para el margen bruto de una empresa, entendiendo por esto, el resultado bruto sobre ventas.

Las variables de la simulación fueron la inflación y devaluación tomadas en un período de 6 meses. Para esto se definió un proceso Random Walk para ambas variables. Los parámetros de dichos procesos, volatilidad y correlación, fueron estimados utilizando datos históricos. Las variaciones esperadas utilizadas fueron 6% para la inflación, consistente con el rango objetivo de inflación para el 2005 fijado por el BCU y 5% para la devaluación. Con esto se construyeron histogramas del Margen Bruto para ambos ejemplos.