

Administración del riesgo cambiario en un sistema de flotación

Por Diego Fernández, Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX)

El último año ha demostrado que en la Argentina no sólo estamos sujetos a los riesgos tradicionales de una economía de mercado sino además a los riesgos que en una economía de mercado no deberían existir. Estos últimos, consecuencia natural del cambio en las reglas de juego, suelen además establecer puntos de inflexión en la forma de administrar las empresas, en busca de mantener su rentabilidad o, al menos, asegurar su subsistencia.

Dentro de todas las variables que se han alterado en la economía de nuestro país, el motivo de este artículo es tratar una de las más importantes: el sistema cambiario. En el último año hemos pasado de un régimen de cambio fijo extremo (convertibilidad) a un esquema de flotación donde el riesgo a las variaciones del tipo de cambio vuelve a estar en el centro de la gestión de todo gerente financiero.



Diego Fernández

blemente importante pues hoy no tenemos un escenario como el del '89 donde la devaluación del peso y la suba del dólar era constante. Muy por el contrario hoy nos enfrentamos a un tipo de cambio de alta volatilidad: dólar que sube y dólar que baja.

Podemos visualizar dos tipos de comportamientos básicos:

- 1) Empresa que "piensa" en dólares: tratará de expresar su balance y por consiguiente sus ingresos y

egresos en dólares. Por sus activos en pesos (bienes con valor en pesos y fundamentalmente créditos) tiene un riesgo a la suba del dólar. Si ésta se produce el valor de los activos se reduce. En cambio, tiene riesgo a la baja del dólar por sus pasivos en pesos.

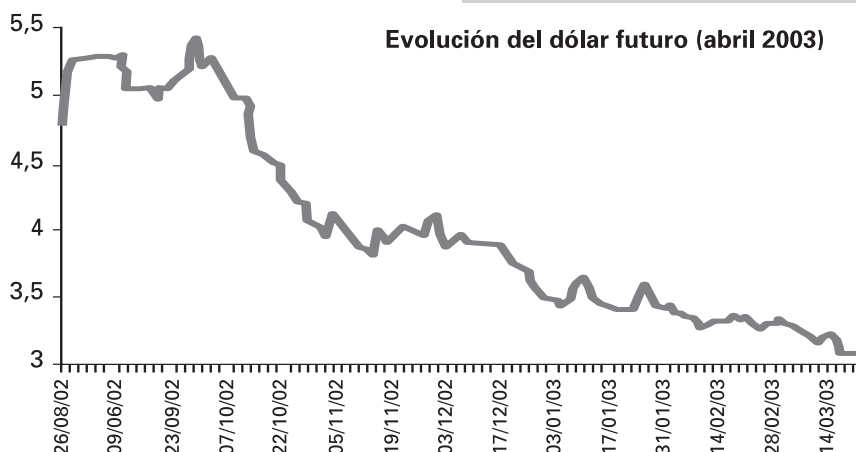
- 2) Empresa que "piensa" en pesos: buscará una rentabilidad en pesos. Generalmente se tratará de empresas nacionales cuyos ingresos y

En la Argentina es natural que empresas que deberían pensar en pesos, producto de la experiencia hiperinflacionaria hayan pasado a utilizar el dólar como unidad de medida.

¿Pensamos en pesos o en dólares?

Éste es el punto de partida. Durante la convertibilidad 1 peso era igual a 1 dólar, y por ello no importaba si la empresa tenía sus metas de rentabilidad fijadas en una moneda u otra, ya que todo era lo mismo.

Hoy es muy distinto. Para empezar a tomar decisiones debemos definir cuál es nuestro patrón, nuestra regla, qué unidad de medida utilizaremos para medir nuestras inversiones y rendimientos¹. Esta definición es do-



egresos no están directamente ligados al dólar por no tener productos exportables o insumos importados o ser baja la participación de éstos en el giro global del negocio.

En nuestro país es natural que empresas que deberían comportarse según el punto 2), producto de su experiencia en momentos hiperinflacionarios, tengan natural predisposición a utilizar el dólar como unidad de medida en sus proyecciones². Sin embargo, este comportamiento es peligroso: puede llevar a la paralización de la actividad comercial pues los objetivos de rentabilidad se vuelven irrealizables, o a altas pérdidas cuando la cotización del dólar baja.

La tarea de un gerente financiero en este nuevo escenario cambiario argentino tiene un primer objetivo que será determinar qué moneda utilizará la empresa para medir su performance. Si esto no se hace, será imposible planificar la gestión financiera, pues se estará especulando a merced de la volatilidad diaria del mercado cambiario.

Si nuestra empresa piensa en pesos...

Cuando una empresa establece sus objetivos en pesos no tiene mayores problemas en un sistema de libre flotación de la moneda. Su riesgo se limitará a operaciones puntuales relacionadas al dólar que pueden ser ex-



Cobertura compradora

Mercado Spot	Mercado de futuros
Necesidad de compra futura Para una importación que pagará en agosto de 2003	Compra: Futuros dólar 08/03 \$3,32/u\$s
En fines de agosto de 2003 Compra: Dólares a \$4,48/u\$s	Vende: Futuros dólar 04/03 \$4,48/u\$s Ganancia de \$1,16/u\$s

Resultado final:

• Precio de compra Spot	\$ 4,48/u\$s
• Ganancia ROFEX	\$-1,16/u\$s
• Precio de compra final	<u>\$ 3,32/u\$s</u>

portaciones, importaciones o cualquier obligación de pago nominada en dicha moneda.

En estas situaciones la mejor herramienta disponible para “convertir” un flujo de fondos futuro de dólares a pesos a un tipo de cambio cierto y sin riesgo de contraparte es la utilización del mercado de futuros.

Los mercados de futuros tienen casi un siglo de existencia en nuestro país pero siempre se habían limitado a la negociación de productos agrícolas. Sin embargo, desde mediados del año pasado ha aparecido el Futuro de Dólar, y su utilización ha crecido mes tras mes, convirtiéndose en un mecanismo seguro y eficiente de tomar cobertura contra la variación del tipo de

cambio.

En el cuadro siguiente se muestra a manera de ejemplo una cobertura compradora. El objetivo de una cobertura es lograr, mediante una operación de futuros (compra a futuro), un flujo de fondos que neutralice movimientos en el tipo de cambio, fijando un valor cierto del dólar con meses de anticipación³. En el ejemplo se muestra tanto un escenario alcista como uno bajista, y se puede observar que el precio final de compra se mantiene invariable.

Si nuestra empresa piensa en dólares...

Distinto caso del anterior se nos presenta si estamos en una empresa que tiene la necesidad de realizar sus proyecciones en dólares.

Es evidente que será muy distinta la situación de:

- *Un agroexportador*: cuyo flujo de ingresos proviene de exportaciones cuyo valor se rige por el tipo de cambio externo, y traslada estos valores a sus compras en el país. En estos casos tanto ventas como compras siguen la fluctuación del dólar, por lo que sólo deben realizar coberturas sobre futuros ingresos o egresos en pesos como por ejemplo: gastos fijos y en personal, cuentas por pagar en pesos, créditos comerciales y saldos impositivos a cobrar o a pagar⁴.
- *Una empresa de servicios*: que realizó inversiones en dólares, tiene

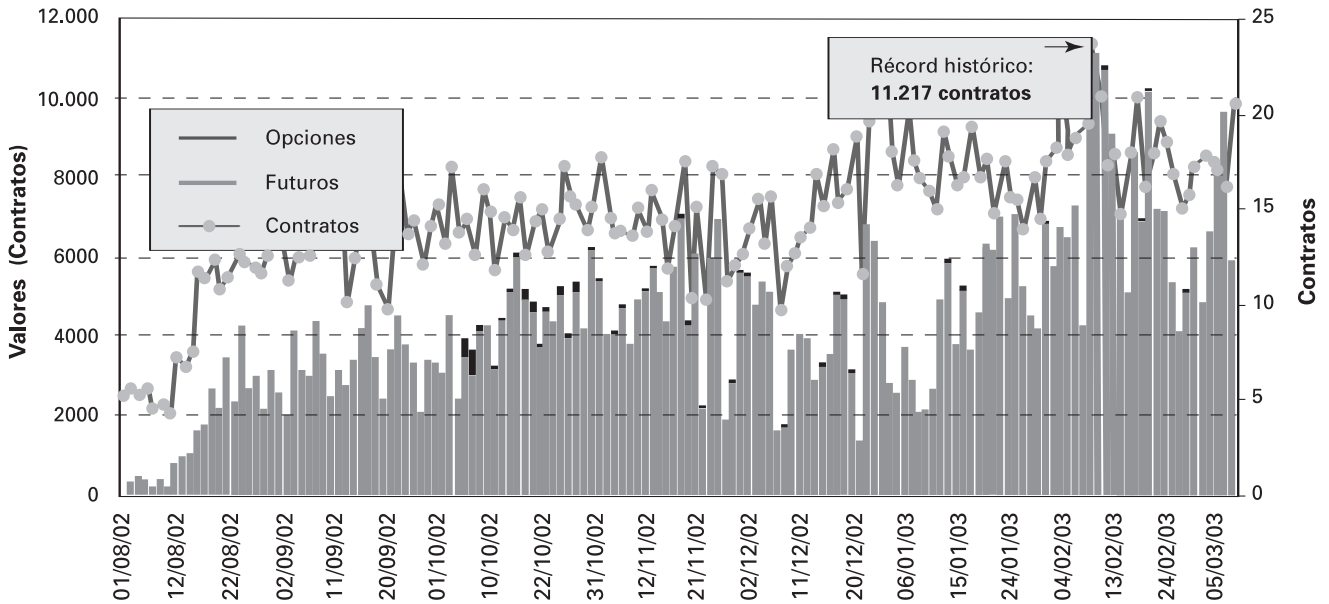


Cobertura compradora

Mercado Spot	Mercado de futuros
Necesidad de compra futura Para una importación que pagará en agosto de 2003	Compra: Futuros dólar 08/03 \$3,32/u\$s
En fines de agosto de 2003 Compra: Dólares a \$2,90/u\$s	Vende: Futuros dólar 04/03 \$2,90/u\$s Ganancia de \$0,42/u\$s

Resultado final:

• Precio de compra Spot	\$ 2,90/u\$s
• Ganancia ROFEX	\$ 0,42/u\$s
• Precio de compra final	<u>\$ 3,32/u\$s</u>



deudas en el extranjero y cuenta con un flujo de ingresos totalmente en pesos y sujeto a condicionamientos políticos del gobierno de turno. En estas empresas las coberturas puntuales pueden ser complicadas por ser múltiples sus compromisos en una y otra moneda. En cambio será mejor determinar la “exposición global” de la firma y realizar una cobertura única por el riesgo cambiario total que enfrenta

la empresa.

Para determinar la “exposición global” de una empresa a las variaciones del tipo de cambio, se deberán tomar todos los activos e ingresos futuros en pesos y se restarán los pasivos y egresos futuros pesos. El resultado será lo que queda expuesto a riesgo cambiario, siendo aconsejable tomar cobertura en el mercado de futuros que elimine dicho riesgo.

El crecimiento de los volúmenes del mercado de futuros local, augura buena perspectiva para dichas coberturas ya que actualmente se están negociando unos u\$s 150 millones por mes.

Conclusión

El actual sistema cambiario genera incertidumbre acerca de la evolución futura del valor del peso (¡o del dólar!).

Sin embargo, una empresa de capitales locales, con ventas y producción en nuestro país, puede perfectamente seguir proyectando en pesos sus negocios. Bastará con tomar coberturas puntuales cuando un cobro o pago fu-

turo en dólares lo hagan necesario.

Por el contrario, empresas que “dolarizan” sus ingresos, gastos y rendimientos, deberán tomar importantes coberturas con futuros para eliminar el riesgo cambiario que jaquea sus proyecciones.

Felizmente, el mercado de futuros del dólar está creciendo fuertemente día a día, convirtiéndose en una herramienta útil de administración financiera para cada vez más usuarios de nuestro país. El riesgo a la variación del tipo de cambio finalmente puede ser controlado. ■

Diego Fernández es contador público egresado de la Universidad Nacional de Rosario. Es profesor del Centro de Capacitación de la Bolsa de Comercio de Rosario; profesor del Programa de Futuros y Opciones de la UADE y profesor y coordinador de la cátedra de Finanzas de la UCEI. Actualmente, es gerente de Operaciones del Mercado a Término de Rosario S. A. (ROFEX).

El objetivo de una cobertura es lograr, mediante una operación de futuros, un flujo de fondos que neutralice movimientos en el tipo de cambio, fijando un valor cierto del dólar con meses de anticipación.

1 Estamos simplificando la situación, ya que también podríamos fijar nuestro patrón en euros o simplemente en soja o trigo, como han hecho la mayoría de los productores agropecuarios argentinos en el último año. Cuando hay inestabilidad monetaria este mecanismo (calcular los ingresos, gastos y utilidades en toneladas de soja) facilita notablemente las proyecciones financieras y evita la complejidad de utilizar una moneda que ha perdido (o al menos el empresario percibe que ha perdido) la propiedad de resguardar valor y servir de unidad de medida para los intercambios comerciales.

2 Basta viajar a Brasil o a Chile para notar que el pequeño y mediano empresario de aquellos países no sigue el dólar día a día (o minuto a minuto) como sucede en la Argentina.

3 El ejemplo se realizó con cotizaciones de ROFEX del día 20 de marzo de 2003, donde el dólar futuro a agosto cotizaba a \$ 3,32.

4 En el caso de los agroexportadores, los créditos por reintegros de IVA suelen ser tan elevados e imprevisibles sus fechas de cobro que permanentemente tienen exposición a la suba del dólar por dichos saldos.