

Riesgo cambiario en las EMPRESAS

GIANCARLO CHANG*

La volatilidad del tipo de cambio hace necesario monitorear el impacto de los descalces cambiarios en los resultados de las empresas.

* Supervisor de Línea de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera del BCRP.
giancarlo.chang@bcrp.gob.pe

El grado de dolarización financiera de la economía peruana es elevado, el más alto de los países de la región¹; por ello, la actual volatilidad cambiaria genera incertidumbre en las operaciones que realizan las empresas y las familias.

El riesgo cambiario de la empresa se produce por el descalce entre sus activos y pasivos en dólares. Por ejemplo, cuando una empresa posee menos activos que pasivos en dólares (posición corta en dólares)², una subida del tipo de cambio (depreciación del Nuevo Sol) afecta a la empresa, al generarse una pérdida en términos de Nuevos Soles. Ocurre lo inverso ante una disminución del tipo de cambio (apreciación del Nuevo Sol), situación que prevaleció en nuestra economía hasta fines de 2012.

En Perú, poco se suele comentar sobre el riesgo cambiario de las empresas, particularmente si éstas son grandes o corporativas, debido al elevado nivel de experiencia y sofisticación de sus gerencias financieras (que se encargan de administrar este tipo de riesgo); y que, inclusive, podrían generar ingresos adicionales ante fluctuaciones del tipo de cambio³.

Sin embargo, esto último podría incentivar a que las empresas, ante escenarios de expectativas de tipo de cambio a la baja, apuesten por dicha tendencia, pudiendo menguar los resultados generados por las operaciones propias de cada empresa ante reversiones o movimientos adversos del tipo de cambio.

Siguiendo a Papaioannou (2006)⁴, en general, existen tres fuentes de riesgos causados por el descalce cambiario de las empresas:

- Riesgo transaccional (de corto plazo), ocurre por las operaciones en dólares que las empresas realizan usualmente al exportar, importar o al repatriar dividendos de subsidiarias que operan en otros países, donde el riesgo cambiario se presentan al momento de la transacción.

Por ejemplo, una empresa agroexportadora cuyos costos son en nuevos soles y cuyas ventas al exterior cuentan con un plazo de cancelación de una semana posterior a la entrega del producto, estará expuesta a este tipo de riesgo: el valor de su facturación al cambiarlo a moneda local puede fluctuar significativamente en dicho plazo. Lo mismo ocurre cuando una empresa debe pagar una cuota inicial al banco al tomar un crédito (por ejemplo, para la compra de un inmueble).

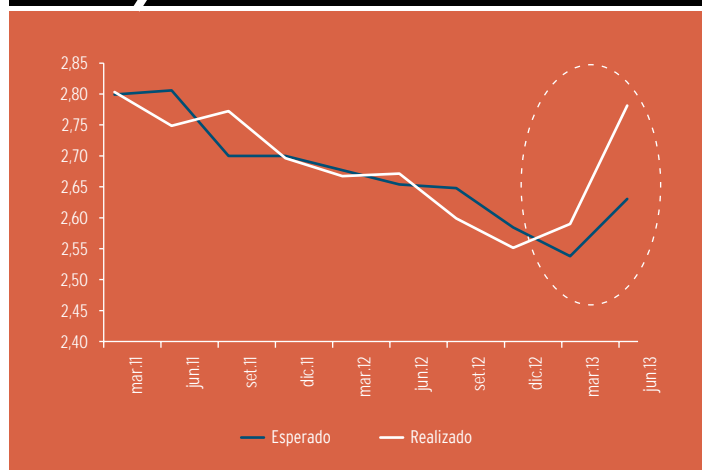
- Riesgo económico (de largo plazo), se refiere a las variaciones del tipo de cambio que afectan los ingresos y costos de las empresas en el largo plazo.

Por ejemplo, si una empresa importa insumos para producir un producto y el dólar se aprecia 4% y luego se mantiene estable, los costos de los insumos se incrementarán también en similar porcentaje, afectando los flujos de la empresa a largo plazo. Asimismo, manteniendo el supuesto de que el dólar se apreció, las cuotas que debe pagar la empresa por el servicio de la deuda de un crédito que financió la adquisición de un activo fijo la afectarán por varios años.

- Riesgo de traslación, ocurre al consolidar las operaciones de las subsidiarias en los estados financieros de la matriz. Por ejemplo, si una empresa cuenta con subsidiarias en Chile y Brasil, debe transformar a Nuevos Soles los balances registrados en pesos y reales, respectivamente.

Las perspectivas que tengan las empresas sobre el tipo de cambio son cruciales para manejar estos riesgos. Así, de acuerdo al Gráfico 1, en el último periodo post-electoral (segundo trimestre de 2011), las empresas esperaban un incremento en el tipo de cambio, situación que ocurrió al siguiente trimestre. Por su parte, ya desde finales de 2011, las empresas interiorizaron en mayor medida una tendencia a la baja del tipo de cambio, especialmente a fines de 2012, cuando se observó una mayor aceleración en la caída del tipo de cambio.

GRÁFICO 1 ■ Expectativas de tipo de cambio de las empresas* (Promedio del trimestre)



* PARA LOS MESES DEL PRIMER SEMESTRE, CORRESPONDE A LA EXPECTATIVA DEL TC A FINAL DE AÑO; MIENTRAS QUE, PARA LOS MESES DEL SEGUNDO SEMESTRE, AL FINAL DEL SIGUIENTE AÑO.
FUENTE: BCRP.

1 La dolarización de los créditos en el Perú es de 43% al primer semestre de 2013; superior a los países de la región (alrededor de 16% en Chile, 15% en Brasil y 7% en Colombia).
2 Una empresa que vende en Nuevos Soles en el mercado local, pero que importa insumos del extranjero y/o registra deuda en dólares tendría este tipo de descalce.
3 Aunque no es tema de este artículo, las empresas financieras también están expuestas al riesgo cambiario crediticio producto de las potenciales pérdidas que puedan sufrir las familias que generan ingresos en Nuevos Soles, pero cuya deuda financiera se encuentra en dólares. Así, en el marco de un bajo grado de cultura financiera de las familias, al segundo trimestre de 2013, el 43% de los créditos hipotecarios y el 78% de los vehiculares están en dólares.
4 Papaioannou, Michael (2006). "Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms". International Monetary Fund.

Ante ello, algunas empresas empezaron a reestructurar deudas y obtener financiamiento en dólares de más largo plazo en los mercados internacionales, aprovechando, además, el contexto de niveles mínimos históricos de las tasas de interés. Así, en 2012, las empresas emitieron bonos internacionales en dólares por US\$ 1 810 millones, y en el primer semestre de 2013, lo hicieron por US\$ 3 555 millones. Sin embargo, desde inicios de 2013, se observa un incremento en el tipo de cambio, situación contraria a las perspectivas cambiarias de las empresas, las que incluso esperaban que alguna subida en el tipo de cambio fuera eventual.

Para analizar el impacto que han tenido los movimientos del tipo de cambio sobre los Estados de Resultados de las empresas supervisadas por la Superintendencia de Mercados de Valores (SMV)⁵, se ha revisado más de 90 empresas de diferentes sectores, entre marzo de 2011 y junio de 2013 (ver Cuadro 1).

Para poder analizar el impacto de las diferencias por tipo de cambio, observamos el indicador diferencia de cambio (DC) como porcentaje del valor absoluto de los resultados operativos (|EBIT⁶|), y así evaluar cómo las variaciones del tipo de cambio afectan los resultados que generan las empresas.

Para ello, es necesario distinguir entre empresas con EBIT positivos y negativos para así calcular el efecto en cada caso. Cabe resaltar que, entre marzo de 2011 y diciembre de 2012, el promedio de empresas con EBIT negativo era de 7%; sin embargo, en ambos trimestres de 2013, dicho promedio es de 17%.

Cabe precisar que estas ganancias o pérdidas cambiarias son contables; es decir, no corresponden a entradas o salidas efectivas de flujos de caja de la empresa. Ello únicamente sucedería si las empresas cobraran todos sus activos en dólares y pagaran todos sus pasivos en dólares al cierre de cada trimestre, obteniéndose una entrada o desembolso

efectivos; por el contrario, los activos y pasivos registran diferentes plazos de vencimientos.

Por ejemplo, si el tipo de cambio sube 10% (digamos de S/. 2,6 a S/. 2,86 por US\$) y una empresa registra una posición corta en dólares de US\$ 100 millones, va a presentar pérdidas cambiarias contables por US\$ 10 millones, debido a que sus pasivos cuestan más en términos de Nuevos Soles. Si el tipo de cambio se mantiene efectivamente en S/. 2,86 por dólar hasta el vencimiento de estas obligaciones, cada amortización que realice la empresa le costará 10% más en términos de Nuevos Soles. No obstante, si en el siguiente trimestre el tipo de cambio se reduce y vuelve a S/. 2,6 por dólar⁷, manteniéndose en dicho nivel hasta el vencimiento de la deuda, las siguientes amortizaciones costarán lo mismo que venía pagando la empresa previo a la subida del tipo de cambio; obviamente, si el tipo de cambio cae por debajo de S/. 2,6 por dólar, el costo será aún menor.

Así, las ganancias y pérdidas cambiarias se hacen efectivas cada trimestre, panorama muy distinto a lo reflejado por las diferencias cambiarias contables que amplifican significativamente los resultados. Sin embargo, una empresa con posición corta en dólares tienen pérdidas potenciales mayores ante una elevación del tipo de cambio; pérdidas que pueden concretarse en el corto plazo, especialmente si gran parte de sus pasivos están próximos a vencer.

Como se observa en el Gráfico 2, las empresas con EBIT positivos han generado diferencias cambiarias positivas principalmente durante 2012. En el caso de las empresas con EBIT negativos, registraron también diferencias cambiarias positivas que contrarrestaron parcialmente las pérdidas operativas hasta diciembre de 2012. Al parecer, las empresas han estado cortas en dólares aprovechando la tendencia a la baja del tipo de cambio; aunque exponiéndose ampliamente al riesgo cambiario, sin tomar algún tipo de cobertura para administrarlo.

CUADRO 1 Número de empresas evaluadas de la Bolsa de Valores de Lima										
Número de Empresas	mar.11	jun.11	set.11	dic.11	mar.12	jun.12	set.12	dic.12	mar.13	jun.13
- con EBIT positivo	88	86	89	88	79	83	87	89	81	91
- con EBIT negativo	4	7	4	5	12	8	6	5	17	18
Total	92	93	93	93	91	91	93	94	98	109
% de empresas con EBIT negativo	4,3%	7,5%	4,3%	5,4%	13,2%	8,8%	6,5%	5,3%	17,3%	16,5%

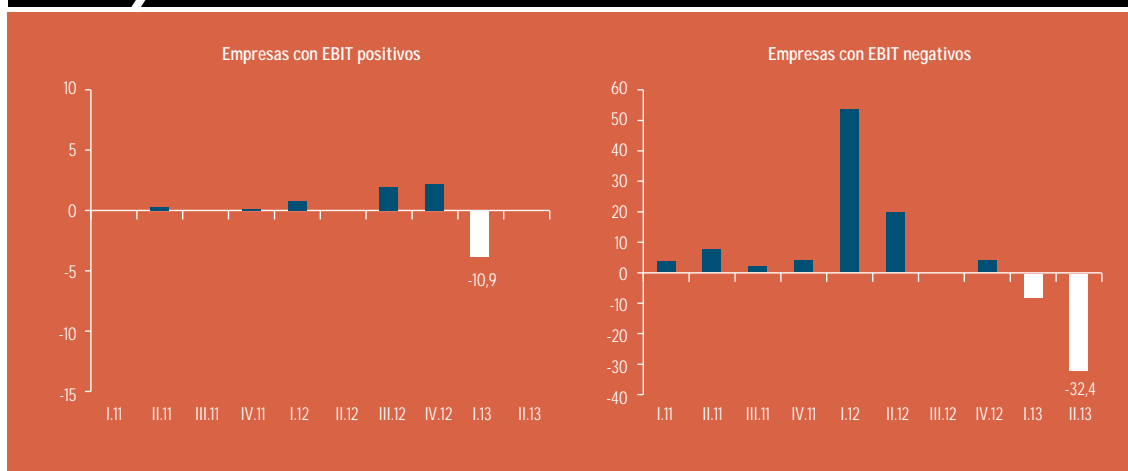
FUENTE: ECONOMÁTICA.

⁵ Este análisis excluye a las empresas no supervisadas por la SMV. Sin embargo, a raíz de la Ley N° 29720, Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Capitales (publicada el 25 de junio de 2011), estas empresas, de contar con ventas o activos de al menos 3 000 Unidades Impositivas Tributarias, deben presentar a la SMV sus estados financieros auditados. A la fecha, han reportado información a diciembre de 2012.

⁶ Es la cuenta Resultado Operativo, conocida como EBIT por el acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes*. Se considera el valor absoluto del EBIT (|EBIT|) para que el indicador refleje básicamente el signo de la diferencia cambiaria; con ello además evitamos que la interpretación del indicador se modifique al cambiar el signo del EBIT.

⁷ Considerando que la posición corta en dólares es de US\$ 95 millones; es decir, se amortizaron US\$ 5 millones de la deuda, las ganancias cambiarias en dicho trimestre serían de US\$ 9,5 millones.

GRÁFICO 2 ■ Ganancias o pérdidas por tipo de cambio como porcentaje del |EBIT|



FUENTE: ECONOMÁTICA.

De este modo, en el primer semestre de 2013, ante la reversión no esperada del tipo de cambio, tanto las empresas que presentaron EBIT positivos como negativos han registrado diferencias cambiarias negativas. Esta situación puede seguir afectando los márgenes de las empresas en la medida que se incremente la volatilidad cambiaria o se observe una tendencia al alza en el tipo de cambio, a menos que las empresas cubran sus descalces cambiarios.

A nivel de empresas, se construye el Gráfico 3 para evaluar la dispersión del efecto cambiario. Así, luego de ordenar de menor a mayor los valores de los indicadores DC/EBIT registrados por las empresas con EBIT positivos, se seleccionan los valores que se ubican en el primer y noveno deciles⁸.

Se observa que la dispersión es mayor desde el tercer trimestre de 2012. Por su parte, en el primer semestre de 2013, se aprecia que casi el 70% de las empresas registra indicadores negativos; incluso, un 10% de empresas tuvieron pérdidas cambiarias mayores al 33,8% de su EBIT en el primer trimestre y mayores al 127% de su EBIT en el segundo trimestre.

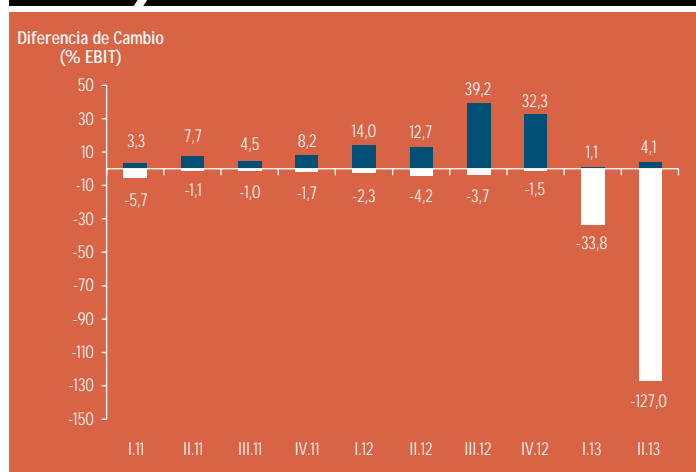
A continuación se analizan algunas características de las 91 empresas que presentaron EBIT positivos en el segundo trimestre de 2013. Los sectores que destacan con mayor nivel de ventas netas (VN) son Minería; Comercio; y, Petróleo y Gas.

A junio de 2013, el margen EBIT (EBIT/VN) de estas empresas ha sido inferior al promedio registrado trimestralmente entre marzo de 2011 y marzo de 2013 (20,9% versus 27,7%). Los sectores cuyo margen se redujo en mayor medida fueron Minería; Agro y Pesca; y, Textil.

Asimismo, se observa que las empresas incrementaron el grado de dolarización de sus créditos con el sistema financiero entre marzo de 2011 y junio de 2013 (de 63,2% a 70%), destacando con las mayores variaciones los sectores Energía Eléctrica; Minería no metálica; y, Agro y Pesca. A junio de 2013, casi la mitad de las empresas que registran deudas en el sistema financiero alcanzan niveles de dolarización mayores al 80%; aunque, ninguna de estas empresas presenta morosidad.

En junio de 2013, las diferencias por tipo de cambio fueron negativas, contrario a las ganancias en promedio alcanzadas durante el periodo mar11-mar13 (-10,9% versus 1,1%). Por sector, se observa que Siderurgia y Metalurgia, Comercio, Petróleo y

GRÁFICO 3 ■ Primer y Noveno Decil (Caso EBIT Positivos)



FUENTE: ECONOMÁTICA.

⁸ El primer y noveno deciles son los valores ubicados en la posición 10 y 90, considerando que la muestra se divide en cien partes iguales. Se toman estos valores con la finalidad de graficar el rango que comprende el 80% de los datos, evitando así los valores extremos (no se incluye tanto el 10% de los datos inferiores como superiores). Asimismo, este proceso se realiza para cada trimestre de la muestra.

CUADRO 2 ■ Características de las empresas con EBIT positivos según Sector (junio de 2013)

Sector económico	No. de empresas con EBIT positivos	Flujos en miles de S/. (ene13-jun13)			EBIT (% de las VN)		DC (% del EBIT)		Dolarización de créditos con el Sistema Financiero (%)	
		Ventas netas (VN)	EBIT	Diferencia de Cambio (DC)	ene13-jun13	ene11-dic12	ene13-jun13	ene11-dic12	jun.13	mar.11
Minería	14	21 205 136	8 400 485	-46 511	39,6	47,4	-0,6	-0,3	98,2	92,0
Comercio	5	12 890 643	820 902	-547 982	6,4	6,8	-66,8	19,9	4,7	33,1
Petróleo y Gas	2	8 446 429	355 042	-208 468	4,2	4,7	-58,7	10,8	24,1	100,0
Alimentos y Bebidas	8	7 490 857	1 192 926	-230 437	15,9	17,7	-19,3	3,1	34,6	29,1
Telecomunicación	2	6 802 903	1 260 315	-9 335	18,5	19,0	-0,7	-0,1	1,9	5,2
Energía Eléctrica	11	4 197 400	1 090 606	-27 183	26,0	26,2	-2,5	0,3	81,4	70,7
Siderurgia y Metalurgia	5	2 195 015	83 742	-141 702	3,8	5,0	-169,2	22,4	99,4	99,4
Otros	21	1 983 224	436 134	-96 922	22,0	17,1	-22,2	5,1	80,3	73,6
Minerales no Metálica	4	1 640 639	443 760	-174 270	27,0	20,4	-39,3	0,1	72,8	52,9
Agro y Pesca	7	521 125	91 836	-44 037	17,6	36,0	-48,0	3,1	79,5	43,0
Electroelectrónica	2	472 198	44 618	-2 412	9,4	7,9	-5,4	3,1	42,4	96,5
Química	2	428 569	57 448	-17 061	13,4	9,3	-29,7	18,5	94,6	95,4
Maquinaria Industrial	3	302 207	51 252	-727	17,0	15,3	-1,4	0,4	97,3	93,9
Textil	3	254 288	15 715	-8 299	6,2	11,7	-52,8	2,8	100,0	99,9
Construcción	1	43 975	21 361	-3 722	48,6	48,2	-17,4	2,8	45,6	n.a.
Papel y Celulosa	1	9 090	2 370	-191	26,1	25,2	-8,1	3,7	100,0	n.a.
Total	91	68 883 698	14 368 512	-1 559 259	20,9	27,7	-10,9	1,1	70,0	63,2
Total ajustado *	60	35 037 621	3 173 346	-1 301 961	9,1	10,3	-41,0	7,0	62,9	69,1

* SE EXCLUYEN LOS SECTORES QUE POR SUS ACTIVIDADES SUELEN OPERAR BÁSICAMENTE EN DÓLARES, TALES COMO: MINERÍA, ENERGÍA ELÉCTRICA, MINERÍA NO METÁLICA Y TELECOMUNICACIONES. FUENTE: ECONOMÁTICA.

Gas, Textil, y Agro y Pesca fueron los sectores con mayores pérdidas cambiarias como porcentaje del EBIT, en parte, magnificadas por el menor margen EBIT que estos sectores registraron en junio de 2013 versus los obtenidos en promedio durante el periodo mar11-mar13, especialmente los sectores Textil, y Agro y Pesca. En el segundo trimestre de 2013, también se observa considerables diferencias de cambio negativas en Minería No Metálica, Química, Alimentos y Bebidas, y Construcción.

Por su parte, los sectores Minería, Telecomunicación, Energía Eléctrica y Minería no metálica fueron los que presentaron variaciones poco significativas por diferencias de cambio. Esto se debe a que estos sectores no suelen tener descalces cambiarios, en la

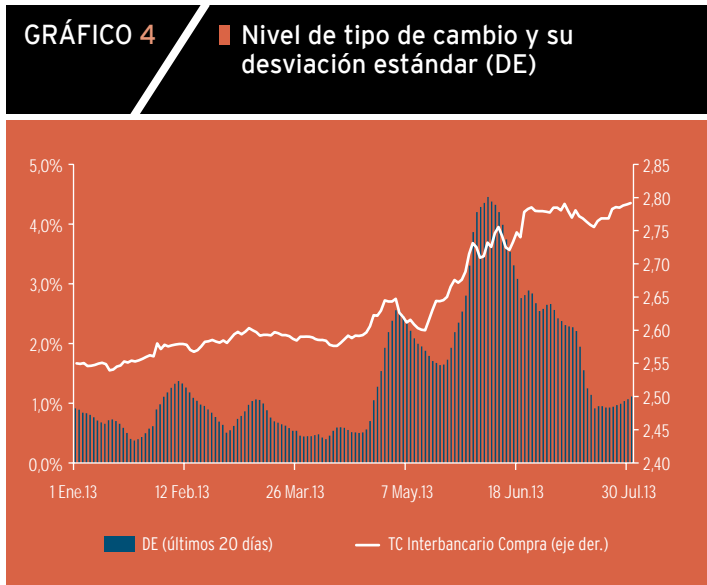
medida que manejan tanto sus activos como sus pasivos en dólares. Ello influye principalmente en el resultado promedio de las 91 empresas, debido a que estos sectores concentran cerca del 80% del EBIT total.

De este modo, si aisláramos el efecto de estos sectores en el promedio, se observaría que, en junio de 2013, la pérdida cambiaria para el resto de empresas sería en promedio 41% del EBIT, cifra significativamente diferente al 7,0% de las ganancias cambiarias obtenidas entre marzo de 2011 y marzo de 2013.

En resumen, las pérdidas registradas en el primer semestre de 2013 fueron significativas para ciertos sectores. Lo mismo puede apreciarse a nivel de empresas, especialmente en el segundo trimestre. Si bien la volatilidad cambiaria se ha reducido desde finales de junio, se ha seguido observando un mayor nivel de tipo de cambio; por lo que, de permanecer dicha tendencia, se prevé resultados también desfavorables en los próximos trimestres.

En ese sentido, es necesario seguir monitoreando el riesgo cambiario en las empresas ante el importante impacto del tipo de cambio en los resultados a nivel de empresas individuales y por sector, especialmente ante un posible panorama de mayor volatilidad de tipo de cambio y una percepción de que los estados financieros de las empresas pueden registrar utilidades menores que las esperadas en los próximos trimestres, ante la desaceleración de la actividad económica.

Por su parte, las empresas deben evaluar la conveniencia de cubrir su exposición cambiaria, considerando el impacto persistente que tienen los movimientos cambiarios sobre sus resultados operativos y evitando apostar sobre estos movimientos.



FUENTE: BCRP.