

Gestión corporativa del riesgo cambiario E IMPACTO DEL COVID-19

ALBERTO HUMALA* Y CATYRY RAMOS**

En este artículo se evalúa la asociación de la gestión del riesgo cambiario y los efectos de la pandemia del COVID-19 sobre el desempeño de una muestra de empresas. La pandemia afectó diferenciadamente la marcha económica de estas empresas y generó diversas respuestas en la gestión de su riesgo cambiario. Previo a la crisis sanitaria, las estrategias de cobertura corporativa redujeron significativamente su exposición a las fluctuaciones cambiarias. El crecimiento del negocio y la inversión productiva, con financiamiento de mediano plazo y fortalecimiento patrimonial, favorecieron una mayor resiliencia a choques extremos. Aquellas firmas con indicadores de solvencia y rentabilidad consistentes con gestiones del negocio y del riesgo cambiario con estas características fueron afectadas relativamente menos durante la pandemia.



* Asesor de Investigación de Política Monetaria del BCRP
alberto.humala@bcrp.gob.pe



** Supervisora especializada, Departamento de Análisis de Coyuntura del BCRP
catyry.ramos@bcrp.gob.pe

INTRODUCCIÓN

El surgimiento de la pandemia del COVID-19 afectó a las empresas, en diversos grados, por las restricciones iniciales en sus actividades y por el impacto en la demanda de sus respectivos sectores. La incertidumbre sobre los negocios intensificó, además, los riesgos financieros en las empresas. En particular, la volatilidad cambiaria y tendencia de depreciación durante 2020 generaron diversas respuestas de las empresas para gestionar la exposición de sus balances al riesgo del tipo de cambio y para reducir la vulnerabilidad del negocio.

Para evaluar la asociación de los efectos de la pandemia y la gestión del riesgo cambiario sobre el desempeño económico, se selecciona una muestra de empresas que presentan exposición cambiaria desde antes de 2020. En particular, se compara su gestión del negocio en términos de solvencia y rentabilidad, así como la gestión de sus posiciones de cambio en tres períodos referenciales (2013-2018, 2019 y 2020). Estas empresas se agrupan, según su tamaño del activo total, para diferenciar la sensibilidad de sus ratios económicos y financieros ante la magnitud del choque representado por la pandemia.

VULNERABILIDAD DEL NEGOCIO Y RIESGOS FINANCIEROS

Los riesgos financieros del balance corporativo pueden generar presiones sobre los resultados del negocio y la sostenibilidad del mismo si no son adecuadamente gestionados. En particular, en la parte menos expansiva del ciclo económico, este impacto puede acentuar la vulnerabilidad de la empresa si su rentabilidad y solvencia se deterioran sostenidamente. Ante la eventualidad de un choque extremo, como el de la pandemia del COVID-19, la gestión eficiente de los riesgos financieros puede significar la diferencia entre la recuperación sostenida de la empresa y su vulnerabilidad económica.

Banerjee y Kharroubi (2020) muestran que, para una amplia muestra de empresas europeas, un alto endeudamiento de corto plazo y bajos ingresos respecto al gasto financiero (pagos de tasas de interés) pueden reducir significativamente las expectativas de supervivencia del negocio. Sin embargo, la pronta e intensa respuesta de política económica (monetaria y fiscal) ante la pandemia redujo el impacto económico, general y sectorial. El Banco Central Europeo (2021) señala que, en el corto plazo, la vulnerabilidad del sector corporativo se habría reducido en la medida que se extiende la recuperación económica (a niveles pre-pandemia). En particular, la recuperación de la rentabilidad corporativa habría permitido aliviar los riesgos de solvencia.

Para evaluar la gestión del riesgo cambiario y su incidencia en la marcha del negocio de una muestra de empresas locales, se refieren las tasas de crecimiento (variación del total de activos) y de inversión (variación

de planta y equipos) en tres períodos relevantes. Para el período 2013-2018 se muestran las tasas promedio (trimestrales), a fin de evaluar las tendencias de mediano plazo previas al impacto de la pandemia. El 2019 se presenta individualmente como referencia inmediata anterior al evento sanitario. En el 2020 se manifiestan los principales efectos asociados a la pandemia sobre estos negocios y sobre su gestión del riesgo cambiario.

El período de 2013 a 2018 incorpora episodios de presiones de depreciación con alta volatilidad cambiaria (2013-2015), asociados a la reversión gradual de la política monetaria expansiva de los países desarrollados. Asimismo, incluye períodos con presiones de apreciación moderada (2016-2017) y de depreciación moderada (2018).

La evolución de los indicadores de solvencia y rentabilidad sobre estos escenarios muestra la eficiencia en la gestión del negocio en cada grupo de empresas. Para evaluar la gestión del riesgo cambiario se refiere la evolución de sus posiciones de cambio contable y global. La posición de cambio contable se define como la diferencia entre los activos y pasivos en dólares de la empresa y representa la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera para afrontar las obligaciones en esa moneda. La posición de cambio global incluye, además de la posición contable, la posición neta en derivados (posiciones de compra menos posiciones de venta). La posición global representa la exposición total de la empresa a las fluctuaciones cambiarias. Una posición negativa implica menores utilidades ante una depreciación del sol (apreciación del dólar).

SELECCIÓN DE EMPRESAS Y DATOS

Las empresas seleccionadas pertenecen a diversos sectores manufactureros no primarios (agrícola, acero y hierro, minería no metálica, alimentos y bebidas, eléctricos y siderurgia). También se incluyen empresas de servicios (turismo e inmobiliarias) y del rubro de comercio. Estas empresas orientan sus ventas, fundamentalmente, al mercado local, por lo que generan sus ingresos en soles. Algunas de ellas, sin embargo, generan parte de sus ingresos en dólares por la naturaleza de sus productos (en la industria del acero, por ejemplo).

Previo al inicio de la pandemia, varias de estas empresas mantenían la dolarización parcial de sus balances, pero habían reducido significativamente su exposición cambiaria. La experiencia de depreciación del período 2013-2015 (alrededor de 30 por ciento) las expuso a pérdidas cambiarias (o reducción de utilidades) importantes. Por ello, progresivamente aumentaron sus activos en dólares, redujeron sus pasivos en esa moneda, utilizaron mayor cobertura con derivados financieros o alguna combinación de estos tres aspectos.¹ El impacto en sus ingresos y costos operativos por la pandemia habría elevado su demanda de dólares en el mercado cambiario (*spot* y de derivados) como forma de proteger su valor de balance.

¹ Humala (2019) analiza el impacto de la depreciación en las utilidades corporativas de ese período y la gestión cambiaria de una muestra de empresas más amplia, pero que incluye a las empresas aquí consideradas.

CUADRO 1 ■ Clasificación empresas según tamaño (2019)

Empresas	Activo total (miles de millones S/)	Sector
Grandes	15,3	Servicios
	8,7	Manufactura: minería no metálica
	3,7	Manufactura: acero y hierro
	3,3	Manufactura: alimentos y bebidas
Medianas	2,2	Comercio
	1,8	Manufactura: acero y hierro
	1,6	Real state
	1,6	Servicios: Turismo
Pequeñas	0,8	Manufactura: agro
	0,4	Manufactura: agro
	0,3	Manufactura: industrial
	0,2	Siderurgia y Metalurgia
	0,1	Manufactura: agro

Las empresas en la muestra han sido agrupadas según el tamaño de sus activos totales al cierre de 2019 (ver Cuadro 1). Empresas pequeñas con activos totales de hasta S/ 1 000 millones (cinco empresas); empresas medianas con activos entre S/ 1 000 y S/ 3 000 millones (cuatro empresas); y empresas grandes con activos superiores a los S/ 3 000 millones (cuatro empresas). Los indicadores utilizados se construyeron con base en la información proporcionada a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en los estados financieros (trimestrales) de las empresas. Adicionalmente, los datos sobre sus posiciones de cambio se obtuvieron de las notas a sus estados financieros.

CRECIMIENTO DEL NEGOCIO E INVERSIÓN

El impacto inicial de la pandemia se manifestó en el segundo trimestre de 2020, con una reducción significativa en las ventas totales de las empresas, de manera general. La mayor reducción se concentró en las empresas de sectores no primarios y en algunas empresas mineras y de hidrocarburos, afectadas por las medidas de confinamiento y cierre de operaciones. Solo aumentaron las ventas en el grupo de empresas asociado a actividades agrícolas, dado que no paralizaron actividades por ser consideradas esenciales. La

menor actividad empresarial significó también una reducción en los márgenes de rentabilidad, en particular, de los sectores más vinculados a la evolución de la demanda interna (construcción, manufactura, comercio y servicios, por ejemplo). El mayor financiamiento disponible como respuesta de política ante el impacto de la pandemia, sin embargo, permitió que no se afectaran los indicadores de solvencia en general, pero sí en algunos sectores específicos (comercio, por ejemplo).

En el período 2013-2018 (ver Cuadro 2), los activos totales de estas empresas crecieron en promedio entre 5,9 y 6,1 por ciento anual (en términos nominales). De manera general, este crecimiento corporativo correspondió a un período de expansión económica moderada. La expansión en el tamaño de los negocios estuvo acompañada, correspondientemente, de mayor inversión (medida como la variación en planta y equipos), pero sin aumentar la exposición al riesgo cambiario. Aunque en 2019 se mantuvo esta tendencia de crecimiento, el ritmo fue menor que el promedio del período hasta 2018, en particular en el grupo de pequeñas empresas (1,7 por ciento). En 2020, la pandemia redujo el crecimiento económico promedio, pero su impacto fue diferente según el tamaño de las empresas. Las

CUADRO 2 ■ Crecimiento del negocio e inversión (Tasas de variación)

Clasificación empresas	Valores	2013-2018		2019		2020	
		Activo total	Planta y equipos	Activo total	Planta y equipos	Activo total	Planta y equipos
Grandes	Máximo	9,0	16,5	12,0	25,3	11,5	15,3
	Mínimo	4,2	1,0	1,3	-20,1	-6,9	-10,0
	Promedio	6,1	8,4	6,1	3,6	-0,4	-1,2
Medianas	Máximo	11,9	4,1	18,1	57,0	6,2	6,8
	Mínimo	-2,3	-9,2	0,2	-6,9	-9,6	-74,0
	Promedio	5,9	-0,6	5,6	16,7	-2,2	-19,8
Pequeñas	Máximo	10,7	17,2	3,8	14,4	8,1	8,0
	Mínimo	-1,2	-0,7	-2,9	-6,5	-1,2	-1,5
	Promedio	5,9	8,6	1,7	0,7	3,9	3,9

empresas grandes y medianas redujeron sus activos totales (0,4 y 2,2 por ciento, respectivamente), mientras que las empresas pequeñas crecieron incluso más que el año previo (3,9 por ciento), pero menos que en el período 2013-2018 (5,9 por ciento).

En el grupo de grandes empresas, los activos totales se contrajeron en promedio 0,4 por ciento en 2020, luego de crecer 6,1 por ciento en 2019 y en el período 2013-2018. Sin embargo, este resultado es heterogéneo al interior del grupo, puesto que se registró un crecimiento máximo de 11,5 por ciento y una caída máxima de 6,9 por ciento.² En el caso de las empresas medianas el impacto del 2020 fue mayor, con una caída promedio del total de activos de 2,2 por ciento (crecimiento de 5,9 por ciento en el período 2013-2018 y de 5,6 por ciento en 2019). En el grupo de empresas pequeñas, se registró un crecimiento del negocio (3,9 por ciento), que fue menor que el promedio del período 2013-2018 (5,9 por ciento) pero superior al del 2019 (1,7 por ciento).

En el período 2013-2018, todas las empresas grandes crecieron en promedio. El aumento promedio de los activos totales fluctuó entre un mínimo de 4,2 por ciento y un máximo de 9 por ciento. Destaca la empresa del sector servicios, cuyos activos totales se expandieron a un ritmo incluso mayor en el 2019 (12 por ciento). Sin embargo, como resultado de la pandemia, esta empresa se contrajo 6,8 por ciento en 2020. A pesar de que sus actividades (asociadas al rubro de telecomunicaciones) continuaron casi sin interrupciones, la recaudación de ingresos por la provisión de sus servicios fue afectada significativamente.

Entre las empresas grandes, el rubro de alimentos y bebidas registró el menor crecimiento en el 2019 (1,3 por ciento) y fue el que experimentó la mayor caída en el 2020 (6,9 por ciento). Esto reflejaría la reducción de ventas asociadas a las restricciones de movilidad implementadas durante la pandemia. En el rubro de ma-

nufactura de acero y hierro, asociado al sector construcción, se registró el mayor crecimiento en el 2020 (11,5 por ciento), debido a una expansión efectiva de la capacidad de producción (inicio de operaciones de nueva planta). Esta evolución continuó el crecimiento moderado del período 2013-2018 (4,2 por ciento) y su aceleración en 2019 (8,6 por ciento).

Los registros de crecimiento del tamaño del negocio están asociados a la inversión realizada por las empresas. Así, en el período 2013-2018, el mayor crecimiento en planta y equipos (como aproximación de la inversión) correspondió también al sector servicios (16,5 por ciento). Esta expansión se habría dado por inversión en infraestructura de telecomunicaciones (soluciones digitales, por ejemplo), para sostener el crecimiento de mediano plazo en el sector. Sin embargo, en el 2020, la empresa del sector servicios registró una tasa negativa (10,0 por ciento) por desinversión y optimización relacionadas a la transferencia de propiedad de activos y línea de negocio.

En 2019 y 2020, el sector manufactura de aceros y hierro fue el de mayor inversión (25,3 y 15,3 por ciento, respectivamente) por la expansión de su capacidad productiva. En tanto que, en estos años, el rubro de manufactura de alimentos y bebidas presentó la menor inversión (-20,1 y -10,0 por ciento, respectivamente) por el cierre de plantas de producción.

GESTIÓN DEL NEGOCIO

Una gestión adecuada del negocio, en cuanto a solvencia y rentabilidad de las empresas, fortalece el proceso de inversión y expansión y reduce su vulnerabilidad ante circunstancias económicas adversas. En particular, los indicadores de solvencia y rentabilidad permiten evaluar la capacidad de pago y generación de beneficios, en un entorno de alta incertidumbre como el generado en la economía global por la pandemia.

CUADRO 3 ■ Gestión del negocio
(Ratios en %)

Clasificación empresas	Valores	2013-2018		2019		2020	
		Solvencia	Rentabilidad	Solvencia	Rentabilidad	Solvencia	Rentabilidad
		Pasivo total/ activo total	ROA	Pasivo total/ activo total	ROA	Pasivo total/ activo total	ROA
Grandes	Máximo	76,6	3,7	66,1	5,1	69,6	3,9
	Mínimo	44,5	1,8	45,3	-5,9	45,8	-5,9
	Promedio	56,1	2,5	55,8	1,8	56,1	0,4
Medianas	Máximo	73,5	9,7	72,7	6,6	75,8	5,6
	Mínimo	24,8	0,4	19,9	1,2	35,5	-7,3
	Promedio	46,4	3,9	49,6	4,5	55,5	0,2
Pequeñas	Máximo	47,6	6,2	68,2	5,9	72,1	10,6
	Mínimo	32,2	1,3	27,3	-1,7	24,0	-3,0
	Promedio	38,0	2,9	42,9	1,7	45,1	1,0

² Para cada empresa, al interior de un grupo, se toma el promedio de las variaciones trimestrales (anualizadas) del respectivo período. Y entre las empresas en cada grupo correspondiente se calculan alternativamente las variaciones máxima, mínima y promedio.

Para los corporativos no financieros en Estados Unidos, Ellul et al. (2020) refieren que el aumento de su deuda en 50 por ciento, entre el 2008 y 2019, planteó dos principales problemas ante el impacto de la pandemia del COVID-19. Primero, las dificultades de acceder a financiamiento para cubrir sus altos gastos financieros ante la disminución significativa en sus ingresos corrientes por las restricciones económicas (al inicio de la pandemia). Y, segundo, luego de restablecer las actividades normales del negocio, el sobreendeudamiento resultante que restringe los planes de inversión o expansión.

Barua y Buckley (2019) reportan que, después de la crisis financiera global, las empresas no financieras (para una muestra amplia de Estados Unidos) aprovecharon la reducción récord en los costos de financiamiento para incrementar su endeudamiento a través de emisiones de bonos (preferentemente) y de créditos diversos con el sistema financiero. Sin embargo, la calidad de esa deuda (medida como la proporción de los pasivos con grado de inversión) fue significativamente menor que en episodios recesivos previos. Lund et al. (2018) señalan al respecto que, a nivel global, efectivamente las emisiones de deuda corporativa que no cuentan con grado de inversión aumentaron fuertemente desde la crisis financiera global. Sin embargo, una parte significativa de los emisores presentan finanzas corporativas no tan sólidas y que los incumplimientos en el servicio de la deuda habían superado ya su promedio de largo plazo.

Como se observa en el Cuadro 3, en el período 2013-2018, el indicador de solvencia (medido como pasivos totales entre activos totales) fue 56,1 por ciento en promedio para el grupo de empresas grandes. La mayoría de estas firmas redujo progresivamente sus ratios de endeudamiento en el período. Algunas empresas, sin embargo, aumentaron estos ratios debido a sus planes de expansión corporativa, pero lo hicieron con endeudamiento de largo plazo y con fortalecimiento patrimonial. Esta proporción de los pasivos sobre los activos totales disminuyó ligeramente en 2019 (a 55,8 por ciento). Además, en dicho año se redujo también la proporción máxima a 66,1 por ciento, desde 76,6 por ciento en el período 2013-2018. Con la pandemia, en 2020, el indicador de solvencia regresó al promedio que tuvo durante el período 2013-2018 (56,1 por ciento), lo que, sin embargo, refleja un comportamiento mixto en el grupo. Algunas empresas aumentaron su endeudamiento en el año, mientras que otras lo redujeron a pesar del impacto temporal en sus ingresos por la pandemia.

Previo a la pandemia, la rentabilidad del grupo de grandes empresas fue favorable, con un ROA³ promedio de 2,5 por ciento en el período 2013-2018 y de 1,8 por ciento en 2019. En el 2020, este indicador de rentabilidad se redujo a 0,4 por ciento, con un ROA máximo de 3,9 por ciento, inferior al máximo de 5,1 por ciento en 2019, pero superior al máximo de 3,7 por ciento en el período 2013-2018. La rentabilidad



Los riesgos financieros del balance corporativo pueden generar presiones sobre los resultados del negocio y la sostenibilidad del mismo si no son adecuadamente gestionados.



mínima del 2020 (-5,9 por ciento) corresponde al segmento de servicios, que mostraba resultados negativos desde 2017 y que en 2019 también registró un ROA de -5,9 por ciento. Las restricciones en el pago por sus servicios de telecomunicaciones generaron similar resultado en 2020.

Para las empresas medianas, el impacto de la pandemia es mayor tanto en el indicador de solvencia como en la rentabilidad del negocio. En el período 2013-2018, el porcentaje de endeudamiento promedio fue 46,4 por ciento (con un máximo de 73,5 por ciento y un mínimo de 24,8 por ciento). Aunque estuvo reduciéndose en los primeros años de este período, en algunas empresas empezó a aumentar desde el 2018 (por deuda de largo plazo, principalmente). Así, el porcentaje de pasivos sobre activos fue de 49,6 por ciento en 2019. El impacto de la crisis sanitaria elevó este porcentaje a 55,5 por ciento en 2020, con un incremento tanto en el máximo (75,8 por ciento) como en el mínimo (35,5 por ciento). El retorno sobre los activos totales disminuyó a un promedio de solo 0,2 por ciento en 2020 (que incluye pérdidas promedio en algunas empresas), luego de tener promedios de 3,9 por ciento en el período 2013-2018 y 4,5 por ciento en 2019.

Los efectos de la pandemia fueron también significativos sobre el grupo de empresas pequeñas. La proporción de los pasivos sobre los activos totales aumentó de 38 por ciento, en promedio, en el período 2013-2018 a 42,9 por ciento en 2019 y a 45,1 por ciento en 2020. Un aumento de esta proporción no necesariamente implica un deterioro de la solvencia de una empresa, en particular si proviene de niveles

³ Indicador de rentabilidad sobre el total de activos. ROA por sus siglas en inglés (*return on assets*).

CUADRO 4 ■ Gestión del riesgo cambiario (Ratios en %)

Clasificación empresas	Valores	2013-2018		2019		2020	
		Cobertura	Exposición	Cobertura	Exposición	Cobertura	Exposición
		(AME+PND) / PME	(AME+PND-PME) / PAT	(AME+PND) / PME	(AME+PND-PME) / PAT	(AME+PND) / PME	(AME+PND-PME) / PAT
Grandes	Máximo	105,2	0,4	102,7	0,8	102,6	1,1
	Mínimo	8,2	-164,1	33,3	-44,3	29,6	-22,1
	Promedio	57,6	-60,7	74,8	-15,6	77,8	-8,5
Medianas	Máximo	141,8	2,4	275,9	20,8	137,9	11,8
	Mínimo	40,0	-106,5	26,2	-37,8	11,4	-57,8
	Promedio	84,8	-32,4	115,9	-10,8	84,2	-12,5
Pequeñas	Máximo	158,7	1,0	102,5	-1,3	69,6	-1,4
	Mínimo	0,6	-32,8	0,4	-46,2	0,1	-38,7
	Promedio	58,9	-14,3	43,8	-18,5	35,5	-22,7

relativamente bajos o si está asociado a una expansión del negocio que se financia a largo plazo (en la moneda funcional del balance). Sin embargo, 4 de las 5 empresas de este grupo mostraban una tendencia de aumento significativo de sus pasivos en 2019 que se acentuó durante el 2020. Entre las empresas pequeñas, el retorno promedio sobre los activos totales se redujo a 1 por ciento en 2020. Este indicador de rentabilidad fue 2,9 por ciento para el período 2013-2018 y 1,7 por ciento en 2019.

Cabe resaltar que, aunque el impacto general de la crisis sanitaria en 2020 sobre las empresas de la muestra (medianas y pequeñas, principalmente) es identificable, su magnitud no es extrema. Los mayores efectos se dieron en el segundo trimestre de ese año, por las restricciones económicas asociadas a la pandemia. Sin embargo, estas empresas (y sus respectivos sectores) fueron recuperando progresivamente sus actividades en los siguientes trimestres. El apoyo en términos de acceso al financiamiento y de su costo (o de facilidades en el repago de préstamos existentes) habría permitido sostener la viabilidad de mediano plazo de estas empresas.

GESTIÓN DEL RIESGO CAMBIARIO

Davis et al. (2008) enfatizan el análisis de escenarios en la gestión de los riesgos financieros ante circunstancias de alta incertidumbre macroeconómica (la crisis financiera global, por ejemplo) para reducir su impacto sobre los indicadores corporativos. Aunque no es factible planificar por múltiples eventos extremos (de baja probabilidad, pero alto impacto), una apropiada gestión corporativa previa puede ser útil ante nuevas circunstancias adversas.

Por ejemplo, en la primera parte del período 2013-2018, las empresas grandes registraron posiciones de cambio muy negativas, que las expuso a riesgos cambiarios significativos. La depreciación de la moneda local entre 2013 y 2015 (alrededor de 30 por ciento) generó pérdidas cambiarias o reducción de utilidades importantes. Sin embargo, en los años siguientes, estas empresas aumentaron sustancialmente sus posicio-

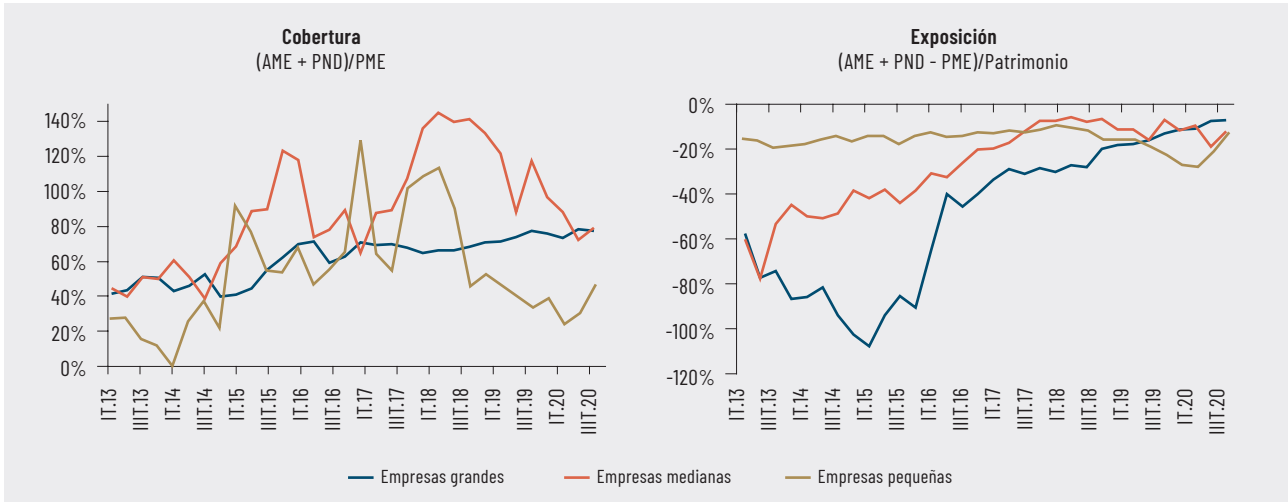
nes de cambio, reduciendo con ello la exposición de sus balances corporativos al riesgo de depreciación de nuestra moneda.

Parte del riesgo cambiario puede provenir de la composición por monedas del capital de trabajo, asociado a la propia naturaleza del negocio. Así, por ejemplo, las operaciones corporativas pueden generar cuentas por pagar en dólares en exceso sobre las cuentas por cobrar en esta moneda. Si estas cuentas pasivas corresponden a rubros que se pagan necesariamente en dólares (insumos importados, por ejemplo), la empresa tendrá que aumentar su efectivo en esta moneda (si es que no percibe ingresos parciales en dólares). Una adecuada gestión de liquidez para financiar el capital de trabajo de la empresa puede reducir el impacto sobre sus utilidades operativas.

Alternativamente, el riesgo cambiario (de depreciación del sol) puede provenir de decisiones financieras vinculadas al desarrollo del negocio, en la forma de pasivos de largo plazo en dólares. En el caso de las empresas más grandes, por ejemplo, esto puede corresponder a emisiones de bonos en dólares en los mercados internacionales, aprovechando las bajas tasas de interés y el apetito por riesgo (de deuda corporativa emergente) de los inversionistas no residentes. Luego del episodio de depreciación entre 2013 y 2015, los corporativos adoptaron diversas medidas para reducir su exposición a las variaciones del tipo de cambio (incluyendo el uso de *swaps* cambiarios) en sus emisiones de este tipo.

La cobertura del riesgo de depreciación puede medirse como la proporción de la suma de los activos en dólares (AME) y la posición neta en derivados (PND) sobre los pasivos en dólares (PME). Como se observa en el Cuadro 4 y en el Gráfico 1, para las empresas grandes, esta cobertura fue de 57,6 por ciento en promedio en el período 2013-2018. Aumentó a 74,8 por ciento en 2019 y a 77,8 por ciento en 2020, lo que muestra una clara estrategia de cobertura de sus pasivos en dólares. Para las empresas medianas, la cobertura en el período 2013-2018 fue de 84,8 por ciento en promedio.

GRÁFICO 1 ■ Cobertura y exposición al riesgo cambiario



En 2019, los activos en dólares (incluyendo la posición en derivados) superaron el total de pasivos en dólares (115,9 por ciento), lo que evidencia una sobrecobertura. Sin embargo, para estas empresas, la cobertura del riesgo cambiario se redujo a 84,2 por ciento en el 2020. Las empresas pequeñas, por su parte, redujeron su cobertura promedio de 58,9 por ciento en el período 2013-2018 a 43,8 por ciento en 2019. Durante el 2020, este porcentaje se redujo aún más, a 35,5 por ciento.

La exposición al riesgo cambiario puede medirse como la posición de cambio global (AME + PND - PME) sobre el patrimonio (PAT). En el caso de las empresas grandes, la evolución de su estrategia de cobertura es consistente con la marcada reducción de su exposición patrimonial al riesgo cambiario en los últimos años (inclusive durante la pandemia). En promedio, su exposición a las fluctuaciones cambiarias se redujo de 60,7 por ciento en el período 2013-2018 a 15,6 por ciento en el 2019 y, aún más, a 8,5 por ciento durante la pandemia.

En las empresas medianas, la exposición cambiaria también se redujo progresivamente, de 32,4 por ciento en el período 2013-2018 a 10,8 por ciento en 2019, pero aumentó moderadamente en 2020 (12,5 por ciento). Las empresas pequeñas han mostrado una evolución contraria, aumentando su exposición patrimonial al riesgo cambiario, de 14,3 por ciento en el período 2013-2018, a 18,5 por ciento en 2019 y a

22,7 por ciento en 2020. Entre todas las empresas, este grupo pasó de tener la menor exposición al riesgo cambiario en el período 2013-2018 a la mayor en 2020.

El uso de derivados en las estrategias de cobertura cambiaria es intenso en el grupo de las empresas grandes. El ratio de cobertura de este grupo es significativamente menor si no se considera sus posiciones en derivados (ver Cuadro 5). En 2020, por ejemplo, el ratio disminuye a 44,8 por ciento si solo se consideran sus activos en dólares para cubrir sus pasivos en esa moneda (77,8 por ciento si se incluyen los derivados). Correspondientemente, en ese año, su exposición cambiaria patrimonial aumenta a 32,8 por ciento (de 8,5 por ciento) si no se considera la cobertura con derivados. En el grupo de empresas medianas, el uso de derivados es también importante en la definición de estrategias de cobertura (aunque solo una de las empresas los usa intensivamente). En el grupo de las empresas pequeñas, sin embargo, la gestión del riesgo cambiario se realiza principalmente con operaciones al contado. Sus ratios de cobertura y exposición cambiaria no se modifican sustancialmente si no se incluyen los derivados (solo una empresa en este grupo los usa regularmente).

La composición por monedas del activo y pasivo totales denota las características operativas de las empresas, así como sus políticas de endeudamiento y sus

CUADRO 5 ■ Gestión de riesgo cambiario - empresas grandes

Definición	Ratio de cobertura (%)			Ratio exposición cambiaria (%)		
	2013-2018	2019	2020	2013-2018	2019	2020
Con derivados	57,6	74,8	77,8	-60,7	-15,6	-8,5
Sin derivados	36,6	48,8	44,8	-81,7	-38,8	-32,8

GRÁFICO 2 ■ Activos y pasivos en MN y ME (millones S/)
Empresas grandes (promedio)

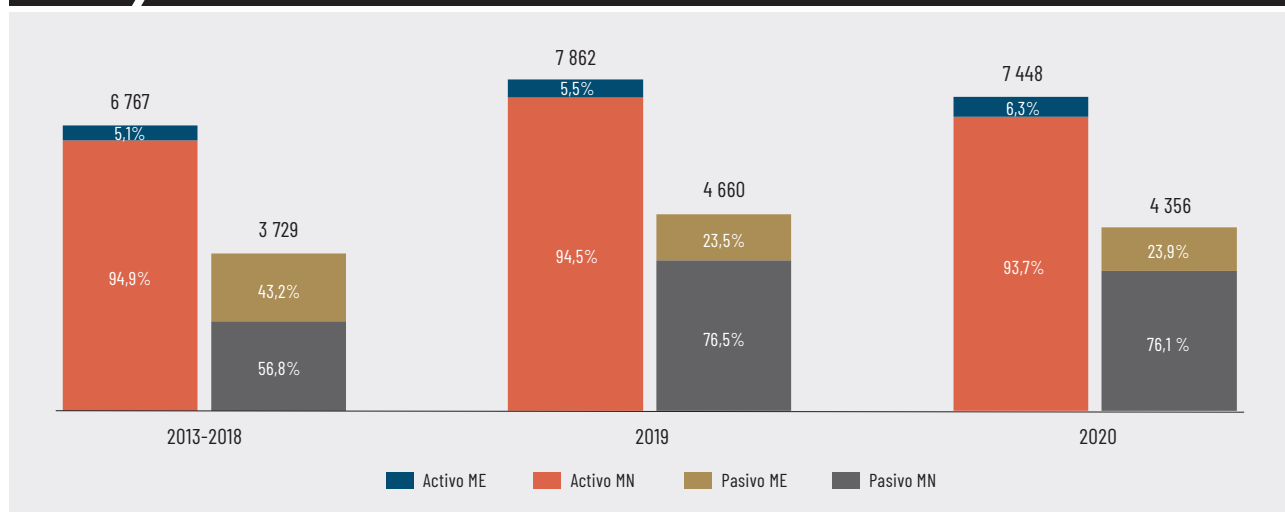


GRÁFICO 3 ■ Activos y pasivos en MN y ME (millones S/)
Empresas medianas (promedio)

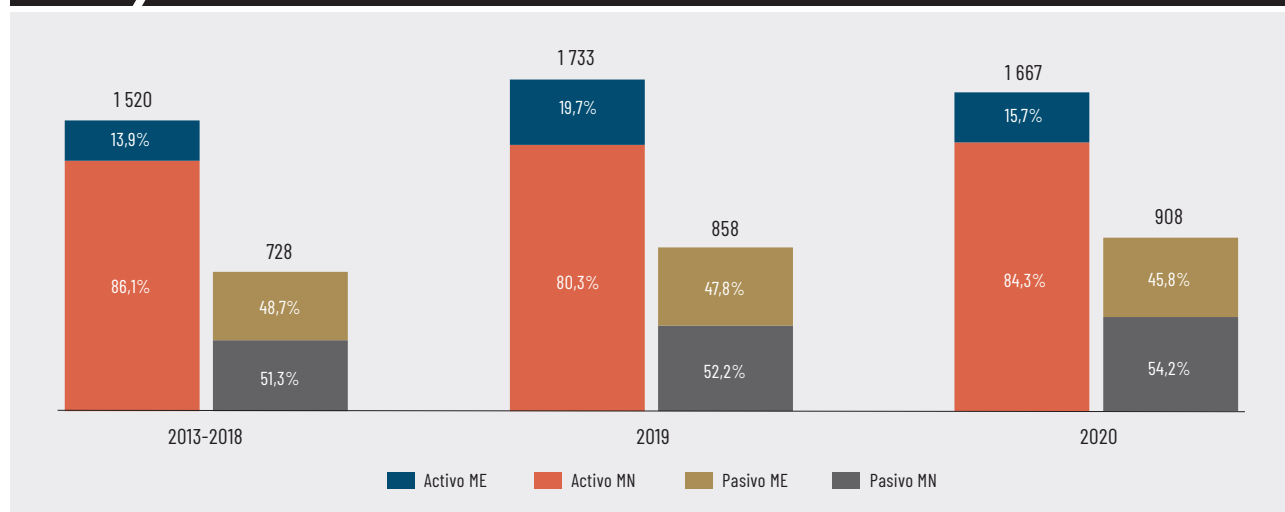
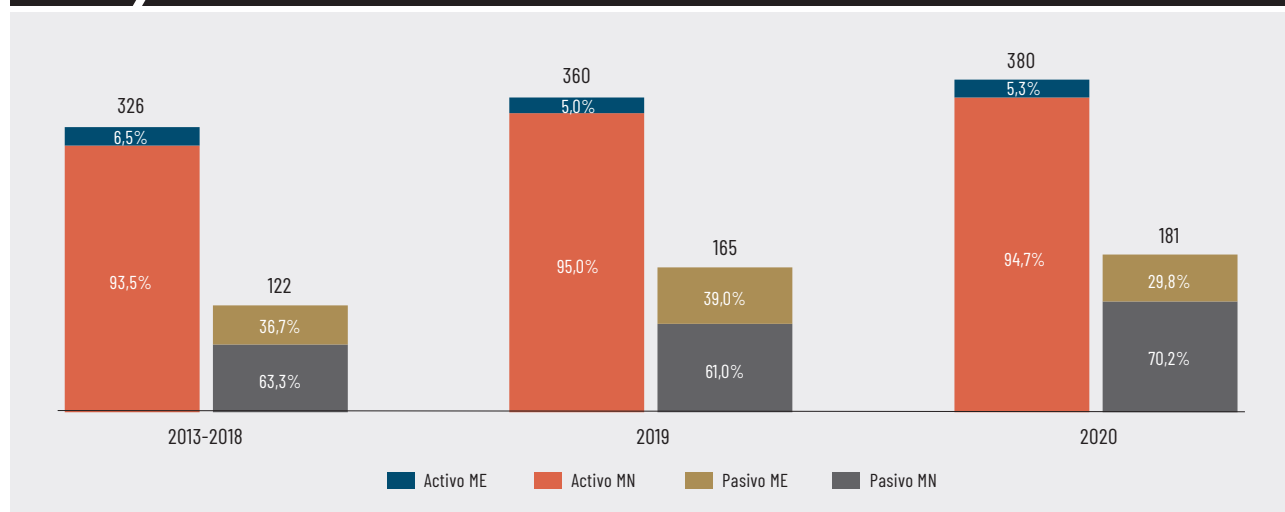


GRÁFICO 4 ■ Activos y pasivos en MN y ME (millones S/)
Empresas pequeñas (promedio)



estrategias de cobertura del riesgo cambiario que representan. En el caso de las empresas grandes (Gráfico 2), la proporción promedio que representan sus pasivos en dólares sobre los pasivos totales se fue reduciendo sostenidamente en la última parte del período 2013-2018. Es así como la menor proporción promedio se alcanzó en 2019, con 23,5 por ciento, frente al 43,2 por ciento del período 2013-2018. Durante el 2020, aunque los activos y pasivos totales se redujeron en promedio, la proporción de deuda en dólares sobre el pasivo total solo aumentó marginalmente (23,9 por ciento). La proporción de los activos en dólares sobre los activos totales aumentó, ligera pero sostenidamente, desde 5,1 por ciento en el período 2013-2018, a 5,5 por ciento en 2019 y a 6,3 por ciento en 2020.

En las empresas medianas (Gráfico 3), la proporción de los pasivos en dólares sobre los pasivos totales también se redujo en los últimos dos años, aunque moderadamente. El porcentaje bajó a 47,8 por ciento en 2019 y a 45,8 por ciento en 2020, desde un 48,7 por ciento del período 2013-2018. Aunque el total de pasivos promedio aumentó en estos años, la participación de los pasivos en dólares disminuyó. Por su parte, los activos en dólares habían aumentado su participación a 19,7 por ciento de los activos totales en el 2019, con respecto al 13,9 por ciento en el período 2013-2018. En el 2020, sin embargo, redujeron su participación a 15,7 por ciento.

En el segmento de empresas pequeñas (Gráfico 4), los pasivos en dólares habían mostrado en promedio una tendencia creciente como porcentaje de los pasivos totales. Así, alcanzaron a representar el 39 por ciento en 2019, desde 36,7 por ciento en el período 2013-2018. En el 2020, sin embargo, esta proporción se redujo a 29,8 por ciento. Por otro lado, los activos en dólares aumentaron su participación solo marginalmente a 5,3 por ciento de los activos totales en promedio en 2020, desde un 5 por ciento en el 2019. En el período 2013-2018, habían representado en promedio hasta 6,5 por ciento del total de activos.

CONCLUSIONES

Durante el 2020, la pandemia del COVID-19 impactó al sector corporativo por la interrupción de sus actividades económicas, debido a las restricciones iniciales de confinamiento. El ritmo de crecimiento que venían mostrando las empresas en los períodos previos se transformó en una disminución de sus activos totales,

durante la pandemia, de las empresas grandes (con excepción del sector de acero) y medianas. Sin embargo, las empresas pequeñas mostraron un crecimiento promedio incluso superior al año previo a la pandemia. La inversión en activos fijos es consistente con esta evolución en los negocios. Así, las empresas con mayores ritmos de inversión previos a la pandemia mostraron mejores resultados en términos de crecimiento del negocio. En particular, aquellas que pudieron sostener inversión positiva durante el 2020 mantuvieron también tasas de crecimiento positivas (las empresas pequeñas, por ejemplo).

El impacto en el 2020 sobre la solvencia y la rentabilidad de las empresas, si bien es significativo e identificable, no es extremo. En todos los grupos aumentó la proporción promedio de los pasivos sobre los activos totales de las empresas. Este incremento fue solo marginal en el caso de las empresas grandes. Por otra parte, la caída en los ingresos regulares de las empresas (de diversos sectores económicos) afectó la rentabilidad de los negocios. Aunque algunos lograron mantener retornos positivos, por la reactivación paulatina de sus negocios hacia el segundo semestre del 2020, los resultados fueron claramente inferiores a los años previos.

Previo a la pandemia, la gestión del riesgo cambiario mostraba una clara reducción de la exposición corporativa a las fluctuaciones del tipo de cambio. En particular, de parte de las empresas grandes y medianas, cuyos retornos se habían visto afectados en el período de depreciación intensa del sol (2013-2015). Sus estrategias de cobertura permitieron que, al inicio de la pandemia, su exposición fuera relativamente moderada e incluso la redujeran aún más (aumentando activos en dólares o reduciendo los pasivos en esta moneda). Sin embargo, en el caso de las empresas pequeñas su exposición promedio al riesgo cambiario aumentó en los dos últimos años.

Los indicadores analizados, en los tres segmentos de empresas, reflejan en promedio una alta resiliencia ante choques externos (como el impacto de la pandemia actual). Estrategias de crecimiento que combinen inversión productiva con planes de financiamiento de mediano plazo (que incluyan fortalecimiento patrimonial) favorecen un desarrollo ordenado de los negocios. Aquellas empresas con indicadores de solvencia y rentabilidad consistentes con esas estrategias y con una gestión eficiente del riesgo cambiario han sido afectadas relativamente menos por la pandemia.

REFERENCIAS:

- Banerjee, R. & Kharroubi, E. (2020). *The financial vulnerabilities driving firms to the exit*. BIS Quarterly Review.
- Banco Central Europeo (noviembre de 2021). *Financial Stability Review*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202111-8b0aebc817.en.html>
- Barua, A. & Buckley, P. (2019). *Rising corporate debt. Should we worry?* Deloitte Insights.
- Davis, N., Görner, S. & Greenberg, E. (2008). *Shaping strategy in a highly uncertain macro-economic environment*. McKinsey Working Paper on Risk 8. McKinsey&Company.
- Ellul, A., Erel, I. & Rajan, U. (2020). *The COVID-19 pandemic crisis and corporate finance*. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 421-429. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa016>
- Humala, A. (2019). *Corporate earnings sensitivity to FX volatility and currency exposure: evidence from Peru*. Documento de Trabajo 2019-021. Banco Central de Reserva del Perú.
- Lund, S., Woetzel, J., Windhagen, E., Dobbs, R. & Goldshtein, D. (2018). *Rising corporate debt. Peril or promise?* Discussion Paper. McKinsey Global Institute.