

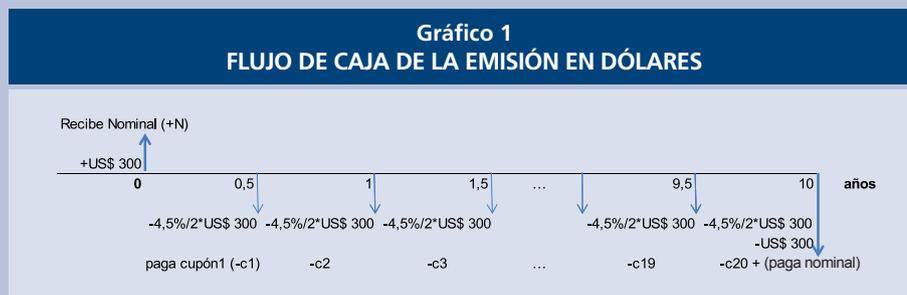
Recuadro 4
COSTO EFECTIVO DE UNA EMISIÓN EN DÓLARES (CON Y SIN COBERTURA CAMBIARIA)

El impacto cambiario sobre el balance de las empresas emisoras que se deriva de las emisiones de obligaciones en moneda extranjera depende del mercado al cual atienden: inocuo para las que se dedican a la exportación e importante para las que atienden al mercado doméstico y, por tanto, generan ingresos en moneda nacional, pues se exponen a un riesgo cambiario que puede afectar su capacidad de pago. Así, para estas últimas, una decisión relevante al emitir sus obligaciones debería ser la mitigación del riesgo cambiario, a través de la realización de operaciones de cobertura cambiaria⁵⁰ entre las alternativas que ofrece el mercado.

Sin embargo y ante la reciente subida del tipo de cambio, diversas empresas han registrado pérdidas cambiarias contables como resultado de la falta de cobertura de los descalces cambiarios incurridos. La ventaja de la cobertura cambiaria es que la capacidad de pago de la empresa no se vería afectada por las variaciones del tipo de cambio. No obstante ello, la decisión de mitigación del riesgo cambiario responde a decisiones propias de las empresas, las cuales deben ser consistentes con sus propias expectativas de la evolución del mercado cambiario.

Para graficar los efectos financieros del descalce cambiario, evaluaremos el costo asociado a la emisión de una obligación en dólares emitida a la par (US\$ 300 millones, a 10 años, pago semestral de un cupón de 4,5% y amortización al final) por parte de una empresa expuesta al riesgo cambiario.

El gráfico 1 muestra el flujo de caja en dólares vinculado a esta emisión. La tasa interna de retorno (TIR) asociada a la emisión es de 4,5%, dado que se emite a la par.



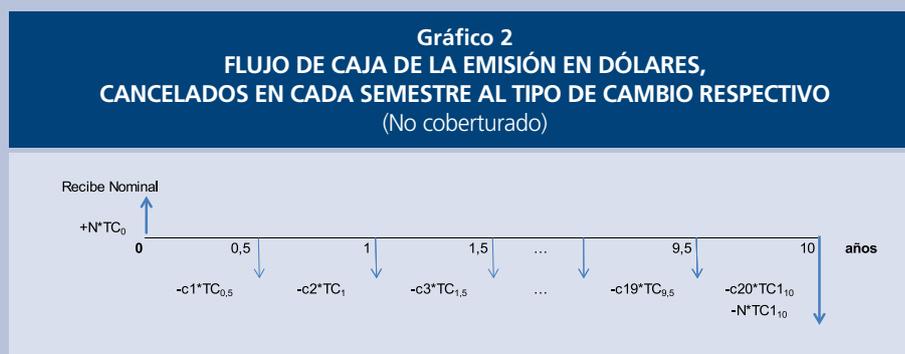
Se asume que la empresa ha venido emitiendo anualmente (desde el año 2007) una obligación similar, siendo la última en junio de 2013. Se asume también que, en cada emisión, la empresa no realiza la operación de cobertura cambiaria, por lo que debe comprar los dólares en cada fecha de pago

50 La acción de cobertura (en inglés, *hedging* o *hedge*) es la operación dirigida a anular o reducir el riesgo de un activo o pasivo financiero. Las operaciones de cobertura consisten en la compra o venta de un activo financiero que se encuentre correlacionado con el elemento sobre el que quiere establecerse la cobertura. En una exposición cambiaria, la operación de cobertura se puede realizar en el mercado *spot*, en el de derivados (futuros, *forwards*, opciones) en moneda extranjera y con la realización de operaciones de intercambio de monedas (*Currency Swaps* o *Cross Currency Swaps*).





Si bien cada emisión tiene el mismo costo financiero en dólares, dicho costo difiere al evaluarlo en nuevos soles. El gráfico 2 muestra el flujo de caja resultante de la misma emisión pero en su equivalente en moneda nacional. Para ello, se multiplica el monto asociado a cada flujo por el tipo de cambio prevaleciente (TCi) en el momento de la recepción de los recursos (emisión) o pago de los cupones o del principal.



Para el análisis, se utilizan los tipos de cambio registrados en cada fecha, hasta junio de 2013. Para el futuro, se especifican 3 escenarios para el tipo de cambio:

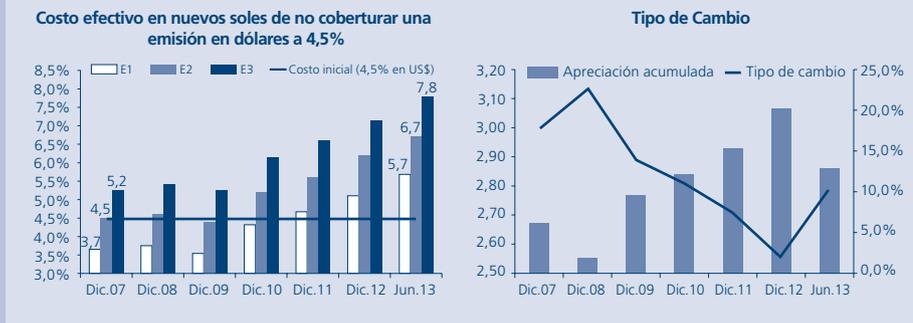
- Escenario 1 (E1): se fija para el período restante el valor del tipo de cambio registrado en junio de 2013 (S/. 2,7849 por US\$ 1).
- Escenario 2 (E2): se asigna aleatoriamente según una distribución del tipo de cambio con información de los últimos 10 años (distribución uniforme⁵¹ que fluctúa entre S/. 2,54 y S/. 3,5 por US\$ 1, con una media equivalente a S/. 3,02 por US\$ 1).
- Escenario 3 (E3): se fija para el período restante el valor máximo del tipo de cambio registrado en la coyuntura de la crisis financiera internacional (S/. 3,2576 por US\$ 1, registrado el 3 de marzo de 2009).

El gráfico 3 muestra que el costo de las emisiones realizadas entre 2007 y 2009 fue relativamente estable y bajo. Se nota también que en los escenarios 1 y 2, el costo financiero en Nuevos Soles es menor que el costo en dólares.

Ello se debe básicamente a que, cuando emitieron, el valor nominal recibido se cambió a un tipo de cambio relativamente alto y los cupones se han venido cancelando a tipos de cambio más bajos. Por ello y ante expectativas de depreciación de la moneda nacional, no era difícil de imaginar los incentivos que tenía la gerencia financiera de esta empresa para decidir estar expuesta al riesgo cambiario.

51 Ello se realizó a través de *Crystal Ball*, que es una herramienta que permite analizar riesgos sobre ciertos modelos realizando miles de simulaciones. Asimismo, permite identificar la mejor distribución asociada a un conjunto de datos; en este caso particular, la que mejor se ajustó fue una distribución uniforme.

Gráfico 3



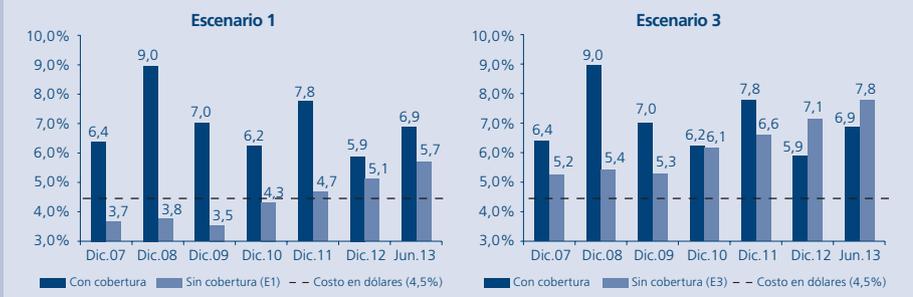
En cambio, el costo financiero de las emisiones efectuadas a partir de 2010 se muestra creciente para cada escenario, por efectos del aumento del tipo de cambio ocurrido en el año 2013. Así, para la emisión efectuada en junio de 2013, el costo financiero en nuevos soles fluctuaría entre 5,7% y 7,8%.

Ahora bien, ¿cómo cambiarían los resultados si esta empresa hubiera decidido realizar una operación de cobertura cambiaria al momento de la emisión? Se asume que la empresa mitiga el riesgo cambiario a través de la adquisición de un *swap* de monedas (*currency swap* o *cross currency swap*), con lo cual intercambia la obligación de los cupones y el valor nominal que se pagan en dólares por pagos en nuevos soles.

El costo financiero de la obligación será el costo en dólares asociado a la emisión (4,5%) más el correspondiente al *swap* de monedas, que va a depender de cuándo se tome la cobertura. El gráfico 4 muestra el costo financiero de la emisión para los casos con y sin cobertura cambiaria, para los dos escenarios extremos del tipo de cambio.

Para el escenario 1, el costo financiero de la emisión con cobertura resulta mayor en todos los períodos. En el escenario 3, desde diciembre de 2012, ocurre el resultado opuesto. Ello debido a las bajas tasas de interés internacionales y a la evolución a la baja del tipo de cambio hasta el 2012, la cual se habría revertido en este año.

Gráfico 4
COSTO FINANCIERO EN NUEVOS SOLES CON COBERTURA
VERSUS SIN COBERTURA CAMBIARIA





Es preciso señalar que la exposición cambiaria de las empresas a partir de 2011 es mayor, por lo que estas emisiones deberían tomar coberturas con prontitud. Del mismo modo, las emisiones anteriores a 2011 se encuentran expuestas a potenciales pérdidas cambiarias en el futuro, las que no podrían compensarse con las ganancias que generaron en el pasado, debido a que probablemente dichos recursos ya fueron gastados o invertidos.

Si bien determinar el momento oportuno para tomar la cobertura es importante para minimizar el costo de cobertura en las emisiones, es recomendable que la cobertura se tome lo antes posible pues el riesgo cambiario puede incrementarse inesperadamente como ocurrió en el primer semestre de 2013. Asimismo, en un escenario de estrés como el de la agudización de la crisis internacional, el costo financiero después de realizar la cobertura cambiaria se podría elevar significativamente en línea con el mayor nivel del tipo de cambio (por ejemplo, en diciembre de 2008, dicho costo alcanzó el 9%).

Las empresas expuestas al riesgo cambiario deben evaluar la conveniencia de cubrir su exposición cambiaria, considerando el impacto persistente que tienen los movimientos cambiarios sobre sus resultados operativos, y evitar la realización de apuestas sobre estos movimientos cambiarios. Así, es pertinente que las empresas se concentren en su actividad principal (o *core business*) con la finalidad de volverse más eficientes, especialmente porque muchas de las empresas que registran exposición cambiaria compiten a nivel global.