

Costo efectivo de una EMISIÓN EN DÓLARES (Cubierta versus No cubierta)¹

EDUARDO COSTA*, GIANCARLO CHANG**
Y CARLOS MANAYAY***

Las empresas que registran descalces cambiarios² se encuentran más vulnerables a movimientos en el tipo de cambio, lo que podría impactar significativamente en los resultados generados por el propio negocio. De este modo, las empresas deben evaluar si es apropiado cubrir su exposición cambiaria y evitar realizar apuestas especialmente en escenarios de elevada volatilidad cambiaria.

* Subgerente de Análisis del Sistema Financiero y del Mercado de Capitales del BCRP.

** Supervisor de Análisis del Mercado de Capitales y Regulación Financiera del BCRP.

*** Especialista de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP.

¹ Por emisión cubierta se entiende que dicho financiamiento no se encuentra expuesto a variaciones del tipo de cambio.

² Descalce cambiario es la diferencia entre los niveles de activos y pasivos en dólares de una entidad.

En el primer semestre de 2013, las empresas supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores registraron significativas pérdidas por diferencia de cambio o pérdidas cambiarias contables³ producto de la subida del tipo de cambio (más del 10% como porcentaje de sus utilidades operativas), debido a que registraban mayores niveles de pasivos que de activos en dólares. Por ello, es necesario analizar el costo de cubrir estos descalces cambiarios, los que principalmente han ocurrido debido a que las empresas han venido realizando emisiones en dólares en los mercados internacionales o han incrementado su nivel de dolarización de créditos con el sistema financiero.

ANÁLISIS DEL COSTO DE CUBRIR UN DESCALCE CAMBIARIO

Primero se calcula el costo financiero efectivo (en términos de nuevos soles) de una emisión realizada en dólares y que no fue cubierta; es decir, el costo de que una empresa deba estar comprando dólares cada vez que tenga que cancelar las obligaciones producto de dicha emisión. A manera de ejemplo⁴, se asume que la emisión fue por un monto de US\$ 300 millones a una tasa de 4,5% anual (con cupones semestrales y emitido a la par) y a un plazo de 10 años.

Asimismo, se considera que se emite anual-

mente un bono con estas características con la finalidad de evaluar el costo financiero efectivo de las emisiones realizadas entre diciembre de 2007 y junio de 2013. El vencimiento de la obligación va a depender del año en que se emitió; así, para una emisión realizada en 2007, el vencimiento será en 2017; mientras que para una realizada en 2013, será en el año 2023.

En el Gráfico 1, se observa la dinámica de cómo serían los flujos de caja de una emisión en dólares y su costo financiero en dólares. La empresa cuando emite un bono recibe al inicio el valor Nominal del bono (VN, que es el monto de la deuda) y se compromete a pagar intereses semestrales (cupones) así como devolver el VN al vencimiento (en el año 10). El valor de tasa interna de retorno (TIR) de esta operación, que mide el rendimiento o costo efectivo de la emisión (en este caso en dólares), será de 4,5%, tasa a la que fue inicialmente emitida la obligación.

Sin embargo, el costo financiero sería distinto si consideramos que una empresa tiene que comprar los dólares cada vez que debe pagar sus cupones semestralmente, así como el VN al final del vencimiento. Ello ocurrirá para empresas cuyos ingresos se generan en Nuevos Soles pero emitieron en dólares, sin realizar cobertura alguna.

De esta manera, en el Gráfico 2, sobre la base del importe en Nuevos Soles recibidos por la emisión

GRÁFICO 1 ■ Flujo de Caja de la emisión de dólares

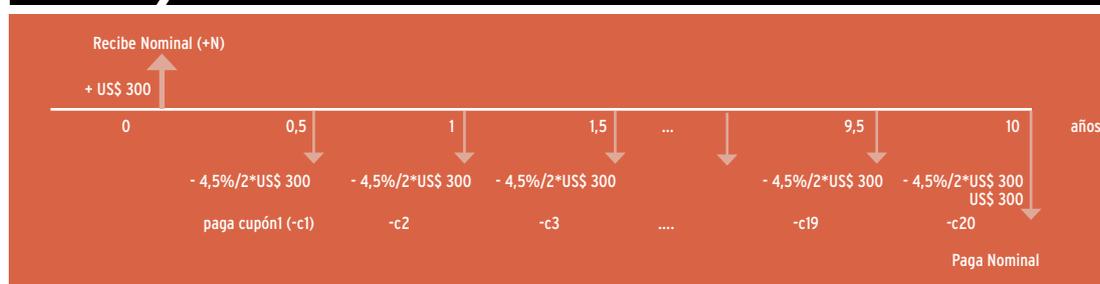
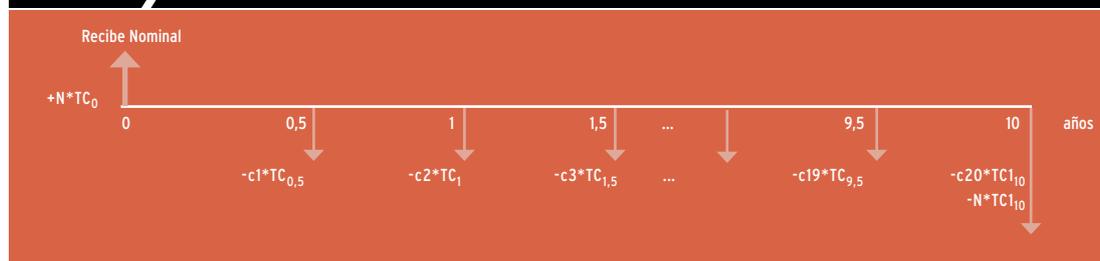


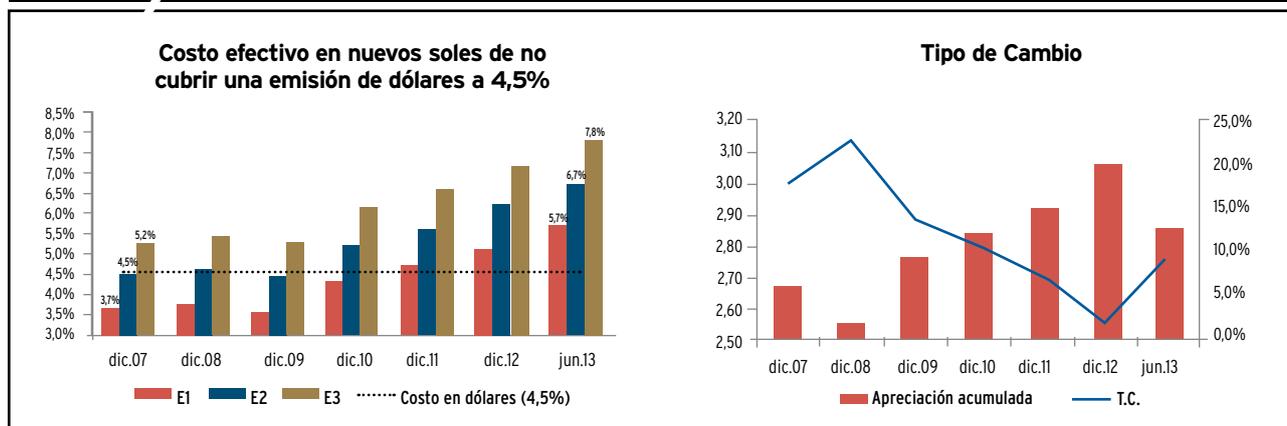
GRÁFICO 2 ■ Flujo de Caja de la emisión de dólares, cancelados en cada semestre al tipo de cambio respectivo (NO CUBIERTO)



³ Si bien las ganancias o pérdidas por diferencia de cambio 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 dicha moneda al cierre de cada periodo), en la medida que estos activos y pasivos se vayan venciendo, las ganancias o pérdidas se irán haciendo efectivas.

⁴ A mediados de 2013, las emisiones con vencimiento a 10 años corresponden a: Fondo Mivivienda (US\$ 500 millones a 3,5%), Cementos Pacasmayo (US\$ 300 millones a 4,5%), Alicorp (US\$ 450 millones a 3,9%), Cálidda (US\$ 320 millones a 4,4%), Milpo (US\$ 350 millones a 4,5%), Corporación Lindley (US\$ 260 millones a 4,6%) y Consorcio Transmantaro (US\$ 450 millones a 4,4%).

GRÁFICO 3 | Evolución del costo efectivo y del Tipo de Cambio



de US\$ 300 millones en el año 0 y a lo que efectivamente le costará a la empresa dicha emisión (considerando los desembolsos que realiza en Nuevos Soles con la finalidad de cancelar la obligación), calculamos el costo efectivo de la emisión no cubierta (TIR en Nuevos Soles).

Dado que no se conoce la trayectoria futura del tipo de cambio (en este ejercicio, a partir de junio de 2013), se especifican tres escenarios para definir su valor:

- **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\$).
- **Escenario 2 (E2):** se asigna aleatoriamente según una distribución del tipo de cambio con información de los últimos 10 años (distribución uniforme⁵ que fluctúa entre S/. 2,54 y S/. 3,5 por US\$, con una media equivalente a S/. 3,02 por US\$).
- **Escenario 3 (E3):** se fija para el período restante el valor máximo del tipo de cambio registrado en la coyuntura de la crisis financiera interna-

cional (S/. 3,2576 por US\$, registrada el 3 de marzo de 2009).

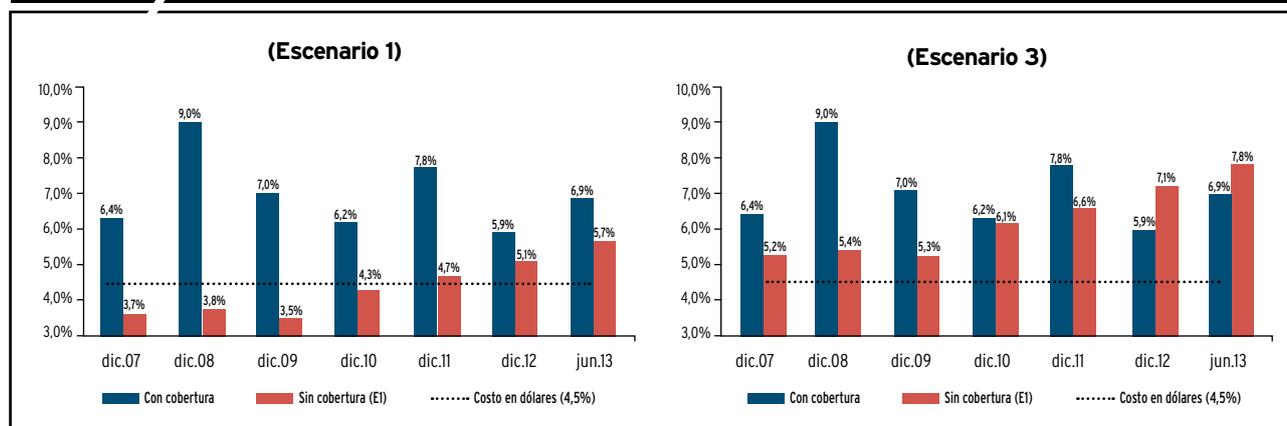
Cabe mencionar que para los valores del tipo de cambio hasta junio de 2013, se utiliza la información histórica de los tipos de cambio registrados hasta esa fecha.

De este modo, en el Gráfico 3 se aprecia que las emisiones realizadas entre diciembre de 2007 y 2009 registran un costo financiero relativamente estable y bajo; inclusive, el costo financiero en Nuevos Soles es menor al costo financiero en dólares.

Ello se debe básicamente a que cuando emitieron, pudieron cambiar el VN que recibieron a un tipo de cambio relativamente alto y, posteriormente, han venido cancelando cupones a tipos de cambio en niveles más bajos. Por ello, no es difícil imaginar los elevados incentivos que tenían las gerencias financieras de las empresas para estar expuestas al tipo de cambio.

Por el contrario, se observa que, a partir de 2010, se ha venido elevando significativamente el costo financiero en cada uno de los escenarios

GRÁFICO 4 | Costo financiero en Nuevos Soles con cobertura versus sin cobertura cambiaria



⁵ Ello se realizó a través de la herramienta llamada *Crystal Ball*, la que facilita, a través de miles de simulaciones, analizar riesgos sobre ciertos modelos. Asimismo, permite identificar la mejor distribución asociada a un conjunto de datos. En este caso particular, la distribución que mejor se ajustó fue la uniforme.

establecidos, en parte porque en los escenarios propuestos el tipo de cambio a futuro es mayor al registrado en las fechas de las respectivas emisiones. Así, a junio de 2013, el costo financiero en Nuevos Soles fluctúa entre 5,7% y 7,8% para los escenarios planteados.

Debido a que las empresas no deberían especular con el tipo de cambio para tratar de conseguir mejores términos financieros, sino concentrarse en su core business; una alternativa para mitigar el riesgo cambiario es adquiriendo un *swap* de monedas (*currency swap*).

Este instrumento financiero obliga a las partes a intercambiar flujos monetarios en una moneda por flujos monetarios en otra moneda, en intervalos constantes de tiempo. De esta manera, las empresas pueden intercambiar la obligación de los cupones y el principal que pagan en dólares por pagos en Nuevos Soles.

Cabe mencionar que, para nuestro análisis, lo importante sería el costo financiero después de tomar el *swap*⁶ de monedas; de este modo, dicho costo sería el costo en dólares de la emisión (4,5%) más el correspondiente al *swap* de monedas, que va a depender de cuándo se tome la cobertura.

Entre diciembre de 2007 y diciembre de 2011, el costo de la emisión después de tomar la cobertura ha sido mayor al costo efectivo sin cobertura, independientemente de los escenarios planteados (en el Gráfico 4, se muestran los valores para los E1 y E3; los valores del E2 se encuentran entre ambos escenarios). Ello debido a las bajas tasas de interés internacionales y, en algunos casos, a la tendencia a la baja del tipo de cambio, lo que animaba a las empresas a no tomar las coberturas respectivas, especialmente si el costo financiero sin cobertura podía ser inclusive menor al costo de la emisión en dólares.

Por su parte, para emisiones entre diciembre de 2012 y junio de 2013, va a depender de la tra-

yectoria del tipo de cambio en el futuro. De esta forma, estas emisiones deberían ser cubiertas con prontitud para exponer, en menor medida, a las empresas al riesgo cambiario.

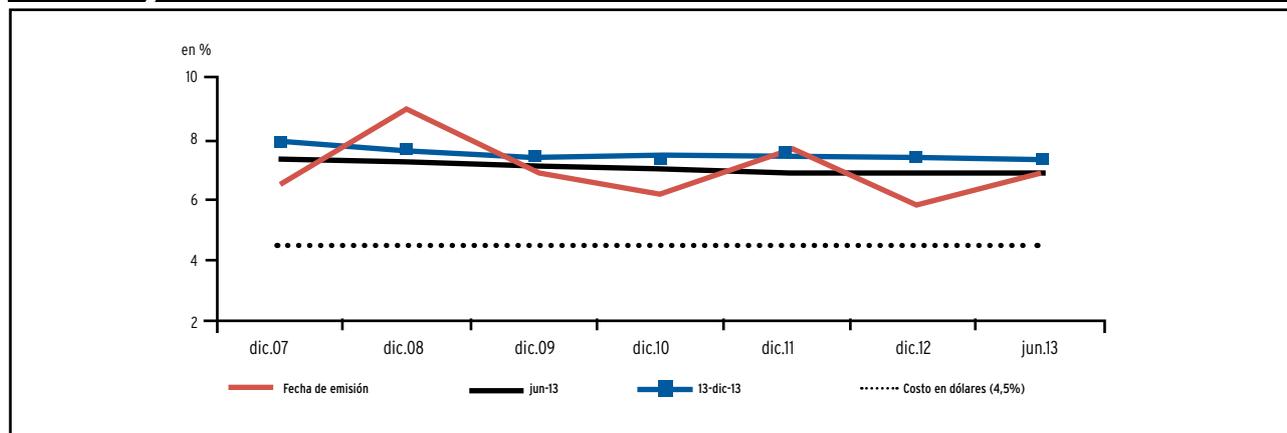
En el Gráfico 5, se compara cuánto hubiera costado la emisión después de realizar la cobertura en el momento de la emisión (2007, 2008, entre otras) versus el costo de tomar la cobertura, ya sea en junio de 2013 (luego de la subida repentina del tipo de cambio) o el 13 de diciembre de 2013 (última información disponible).

Las emisiones cubiertas en la fecha misma de su emisión tuvieron costos financieros entre 5,9% y 9%; destacando con el menor costo las realizadas en diciembre de 2012, cuando el tipo de cambio llegó a su menor nivel; y, con el mayor costo financiero las realizadas en diciembre de 2008, en un contexto de agudización de la crisis internacional.

De haber tomado la empresa la cobertura en junio de 2013, casi todas las emisiones, independientemente del plazo residual de éstas, hubieran registrado un costo similar; aunque relativamente menores para las emisiones realizadas cerca a junio de 2013. Asimismo, al 13 de diciembre de 2013, el costo financiero era mayor en 0,4%, en promedio, respecto a las emisiones cubiertas con fecha junio de 2013.

Finalmente, 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 evitar realizar apuestas sobre estos movimientos cambiarios. Asimismo, si bien la oportunidad o timing es importante para conseguir un costo financiero menor en la cobertura de 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.

GRÁFICO 5 ■ Costo financiero de la emisión en nuevos soles con cobertura cambiaria (según fecha cuando se registró la cobertura)



⁶ Un *swap* es un acuerdo financiero entre dos agentes para intercambiar una serie de flujos monetarios en el futuro mediante un esquema preestablecido.