

**ASPECTOS A TENER EN CUENTA ANTES DE TOMAR COBERTURAS
CAMBIARIAS**

LEYDI SABRINA HERNÁNDEZ FRANCO

GERMÁN JOSÉ ALANDETE RICARDO

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar por el título de
especialista en finanzas**

VICTOR ESPINOSA FLÓREZ

DIRECTOR

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR

ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS

CARTAGENA DE INDIAS D.T. Y C.

2012

TABLA DE CONTENIDO

Resumen	1
Introducción.....	2
Marco Teórico – Conceptual	3
Concepto de Riesgo.....	3
Mecanismos de Cobertura de Riesgo Financiero	4
Proceso de la administración de riesgo	6
DESARROLLO DEL TEMA.....	7
Precios del Tipo de Cambio	7
Riesgo Cambiario.....	9
Política de Riesgo Cambiario.....	10
Conclusión.....	11
REFERENCIAS.....	12

TABLA DE GRÀFICAS

Gràfica 1 S&P 500 Vs USDCOP.....	8
----------------------------------	---

Resumen

Este artículo es una aproximación de los aspectos que las compañías deben tener en cuenta antes de tomar derivados que disminuyan el impacto del riesgo cambiario sobre sus flujos de caja. Se evidencia que el comportamiento de la tasa de cambio depende de factores externos no controlables, lo que hace que los presupuestos de las empresas estén hechos sobre flujos inciertos y se vean en la necesidad de tomar coberturas cambiarias. En la medida en que las empresas conozcan qué parte de su flujo de caja proyectado está expuesto, podrán desarrollar una estrategia para minimizar el riesgo, en la que se establezca periodicidad y plazo; instrumentos a utilizar; intermediarios financieros más convenientes; puntos de control y revisión; entre otros aspectos que ayuden a tomar coberturas sobre flujos y no sobre negocios u operaciones puntuales. Se concluye que el desarrollo de una estrategia ligada a una política para la administración del riesgo permite tomar coberturas exitosas con mayores plazos, a menores costos.

Abstract

This article is designed to explore the factors that companies should consider before taking derivative contracts as means of protection against the exchange rate risk. It starts by demonstrating that the exchange rate depends on many uncontrollable external factors, which forces companies to set up budgets based on uncertain cash flows, obligating them to take exchange rate hedges. These derivative contracts works to the extent that the companies know what part of their projected cash flow is exposed, so that a strategy may be developed in order to minimize the exchange rate risk. This risk reduction strategy may consist mostly of the frequency and term; instruments to use; ways of checking and control; among other aspects that help taking hedges over flows rather than specific transactions. It is concluded that the development of a strategy

linked to a policy for risk management allows successful hedges for longer periods at lower costs.

Introducción

En períodos donde la moneda local se aprecia frente a la del principal socio comercial, como el actual, los exportadores ven sus ingresos (liquidados a la tasa de cambio) caer. Igual riesgo sufren los importadores cuando la economía experimenta la situación contraria: depreciación de la moneda. No obstante, los analistas esperan que sea el primer escenario el que prevalezca en los próximos años en Latinoamérica, explicado por dos razones principales: la guerra de divisas¹ en la que se encuentran Estados Unidos y China, cuyo objetivo es darle una competitividad ficticia a sus exportaciones; y los flujos de capitales que se espera sigan llegando a la región por concepto de Inversión Extranjera.

Sin embargo, hay situaciones políticas, sociales y económicas que hacen que la aversión al riesgo de los inversionistas aumente, provocando que liquiden sus inversiones en países emergentes para tomar posiciones largas en activos refugio, como los Bonos del Tesoro y el oro. Situación que podría llevar a una depreciación de las monedas latinoamericanas.

Bajo este escenario de incertidumbre, el impacto de la tasa de cambio sobre las empresas es negativo en la medida en que los flujos de efectivo están expuestos a la volatilidad del mercado cambiario, y realizar presupuestos sobre flujos inciertos, puede llevar a los gerentes financieros a tomar decisiones erradas.

Desde hace varios años el mercado financiero viene ofreciendo una serie de herramientas para hacer controlable el riesgo sobre el tipo de cambio: contratos

¹ Término acuñado por el ministro de hacienda de Brasil, Guido Mantega (Financial Times, septiembre 27 de 2010)

forward, futuros y opciones sobre tasa de cambio. Estos derivados financieros funcionan en la medida en que las empresas sepan qué tan expuestas están ante eventuales variaciones de la tasa de cambio y apliquen políticas que permitan una gestión de cobertura efectiva. El presente documento pretende describir los principales aspectos a tener en cuenta para adelantar una administración efectiva del riesgo cambiario.

Marco Teórico – Conceptual

Concepto de Riesgo

El riesgo por definición es “contingencia o proximidad de un daño”², empero ésta encierra múltiples definiciones dependiendo de la rama de estudio, es así como bajo la óptica financiera, éste se define como la incertidumbre que existe de que un hecho ocurra durante un periodo y bajo ciertas condiciones que se pueden ver reflejadas en pérdidas económicas; el estudio del riesgo no solo se limita a la consecuencia de que ocurra, sino a la manera como se protege, y se prevén las actividades económicas.

El riesgo financiero a su vez tiene la siguiente clasificación (Lara Haro, 2007)³:

- Riesgo de Mercado: Pérdida que puede sufrir un inversionista debido a la diferencia de precios que se registran en el mercado.
- Riesgo de Crédito: Se puede definir como la pérdida potencial producto del incumplimiento de una operación que incluye compromiso de pago.
- Riesgo de Liquidez: Pérdida que sufre una institución al requerir mas recurso para financiar sus activos
- Riesgo Legal: pérdida por incumplimiento de la contraparte y no se pueda exigir por la vía jurídica
- Riesgo Operativo: Fallas en los sistemas, procedimientos, modelos o en las personas que manejan dichos sistemas.

² Definición tomada del diccionario de la Real Academia de la Lengua Española.

³ Lara Haro, Alfonso. *Medición y Control de Riesgos Financieros*, 2007.

- Riesgo de Reputación: Pérdida como consecuencia de no concretar oportunidades o por desprestigio de una institución.

Mecanismos de Cobertura de Riesgo Financiero

Las coberturas son operaciones cuyo objetivo es “cubrir”, eliminar o reducir significativamente el riesgo de tasa de cambio, de interés o de mercado⁴, es la actividad más conocida para minimizar las posibles pérdidas que se pueden presentar durante una operación financiera, ya que permite poder planear con seguridad diversas transacciones.

Existen dos tipos de coberturas para las empresas⁵, las coberturas naturales y las sintéticas. Las primeras son las que nacen sin ningún tipo de planificación y su efecto es reducido; las sintéticas o derivados son un instrumento financiero cuyo valor es una función que se deriva de otras variables que en cierta medida son más importantes y que tiene como referencia un activo subyacente, es decir, los contratos de derivados dependen del valor que tenga el activo.

Los productos derivados más conocidos son los contratos Forwards, Futuros, Swaps y Opciones financieras.

Contratos Forwards

“Un contrato Forward es un acuerdo entre dos partes para comprar - vender un bien denominado subyacente en una fecha futura especificada a un precio previamente

⁴ Cartilla Coberturas Cambiarias 2005, Bancoldex

⁵ Mauricio Jiménez Mejía y Jeffer Zabala Trujillo, “Uso de derivados para el cubrimiento de riesgo Operativo y Crediticio en empresas manufactureras en Colombia”. 2010

acordado”⁶, las partes definen plazo, monto, modalidad y precio al momento de la negociación. El que compra dispone de la divisa teniendo una posición larga y el que vende carece de ésta teniendo así una posición corta.

Los contratos Forward pueden realizarse sobre divisas o tasas de interés.

Futuros

Actúa de la misma manera que un Forward pero se transa en mercados estandarizados (bolsas de valores) en donde se determina plazo, modalidad y precio,

Swaps

Son acuerdos mediante los cuales las partes se comprometen a transferir los flujos financieros de un activo con unas condiciones de tasas y fechas inicialmente pactadas durante un periodo determinado, de igual manera se transfieren los riesgos implícitos en los flujos financieros⁷

Opciones

Este también hace parte del mercado de derivados pero se diferencia de los anteriores porque en éste no se confiere obligación de transferencia sino un derecho de ejercerla, lo que genera la existencia de la prima, el cual se define como el precio de ese derecho.

Administración de riesgo

Además de las herramientas que ofrece el mercado para que los administradores que actúan en función de los accionistas de la empresa tengan el incentivo a cubrirse o no del riesgo; Según el autor Eduardo Rodríguez Taborda⁸, el administrador debe cumplir con las siguientes características

⁶ Medición y control del riesgo financiero, Alfonso Lara Haro, 2007

⁷ Mauricio Jiménez Mejía, Jeffer Zabala Trujillo, Trabajo de grado “Uso de derivados para el cubrimiento de riesgo Operativo y Crediticio en empresas manufactureras en Colombia”.2010

⁸ Administración del Riesgo, Eduardo Rodríguez Taborda, 2002.

- Manejo de técnicas de Evaluación
- Organización de sistemas de prevención y seguridad de las personas, bienes y elementos de la compañía
- Entendimiento de la legislación concernientes al riesgo y sus consecuencias
- Manejo de coberturas de riesgo
- Conocimiento de Administración de Empresas.
- Conocimiento estadístico para convertir todas estas herramientas en realidad.

El objetivo de la administración del riesgo es medir y controlar el riesgo mediante la instrumentación de técnicas, herramientas, políticas e implementación de procesos que ayudan a determinar el capital a cubrir, a garantizar rendimientos sobre el capital de los accionistas e identificar alternativas para reasignar el capital y mejorar los intereses.⁹

Proceso de la administración de riesgo

IDENTIFICACIÓN DEL RIESGO Determinar cuáles son las exposiciones más importantes al riesgo en la unidad de análisis (familia, empresa o entidad).

EVALUACIÓN DEL RIESGO Es la cuantificación de los costos asociados a riesgos que ya han sido identificados.

SELECCIÓN DE MÉTODOS DE LA ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO Depende de la postura que se quiera tomar: evitación del riesgo (no exponerse a un riesgo determinado); prevención y control de pérdidas (medidas tendientes a disminuir la probabilidad o gravedad de pérdida); retención del riesgo (absorber el riesgo y cubrir las pérdidas con los propios recursos) y finalmente, la transferencia del riesgo (que consiste en trasladar el riesgo a otros, ya sea vendiendo el activo riesgoso o comprando una póliza de seguros).

IMPLEMENTACIÓN Poner en práctica la decisión tomada.

REPASO Las decisiones se deben de evaluar y revisar periódicamente.¹⁰

⁹ www.gestiopolis.com/canales2/finanzas/1/admonriesgo.htm, Juan Pablo Zorrilla Salgador

¹⁰ www.gerencie.com/Administración-de-los-riesgos-financieros.html

DESARROLLO DEL TEMA

Precios del Tipo de Cambio

En economías Latinoamericanas como Perú, Chile, México y Colombia, en donde hay pocas restricciones a los flujos transfronterizos de capital y la tasa de cambio es flotante, es complejo predecir el comportamiento de los precios de las divisas en el mediano y largo plazo. La libre interacción de oferta y demanda es el determinante del precio del tipo de cambio en estos mercados.

Recientemente han ocurrido una serie de acontecimientos económicos que han hecho que en Colombia la oferta de dólares supere su demanda: las principales calificadoras de riesgo le dieron grado de inversión (BBB-) al país, calificación mínima requerida para que varios fondos extranjeros inviertan en países emergentes; la Junta Directiva del Banco de la República ha empezado a elevar su tipo de interés de referencia¹¹, mientras que la Reserva Federal de los Estados Unidos ha decidido mantenerlo en niveles cercanos a cero hasta 2014¹², lo que fomenta el *carry trade*; y el gobierno Colombiano se ha propuesto atraer más inversión extranjera directa¹³.

Estos hechos se dan por políticas propias del Estado Colombiano, pero por otra parte hay acontecimientos exógenos al país que también mueven el tipo de cambio; por ejemplo, cuando el Secretario del Tesoro estadounidense dejó “caer” Lehman Brothers el 14 de septiembre de 2008¹⁴, la aversión de los inversionistas aumentó

¹¹ La tasa repo aumentó progresivamente de 3.00% a 5.25% desde enero de 2011 a febrero 2012.

¹² En enero de 2012 Ben Bernanke anuncia que la FED mantendrá tasas bajas hasta 2014

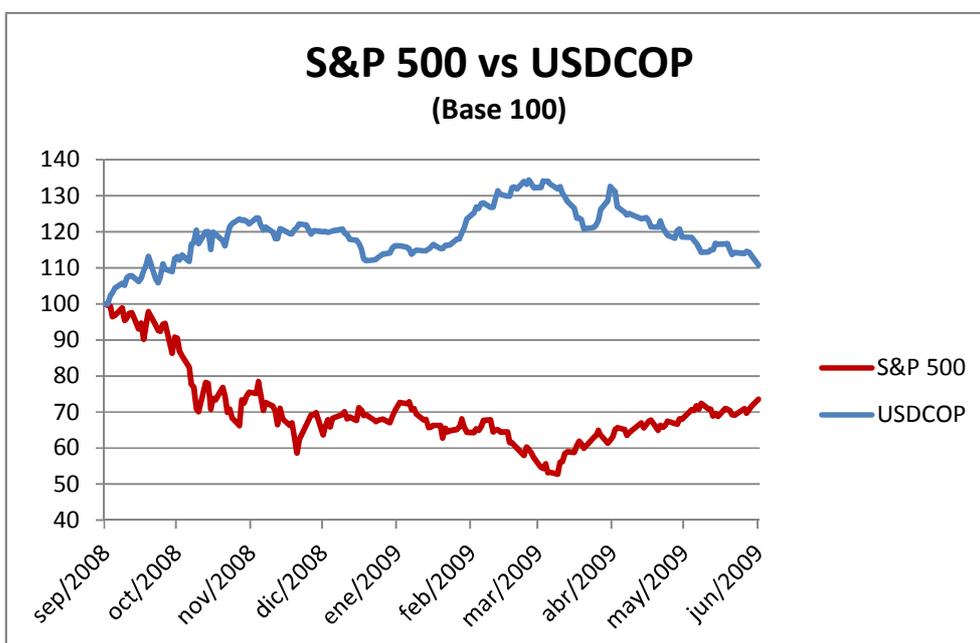
¹³ El gobierno del Presidente Santos (2010 – 2014) se propuso alcanzar una IED de US\$13.200, meta que fue alcanzada en 2011.

¹⁴ Paul Krugman en su columna “Edge of the Abyss” del 02 de octubre de 2008 publicada por el New York Times, describe los hechos que aumentaron la aversión al riesgo de los inversionistas tras la caída de Lehman Brothers.

considerablemente haciendo que liquidaran sus posiciones en activos riesgosos, lo que llevó a la TRM hasta los \$2,596.37 en febrero de 2009.

La siguiente gráfica confirma cómo durante este período de tiempo el USDCOP se movía con una correlación inversa al índice accionario S&P 500.

Gráfica 1 S&P 500 Vs USDCOP



FUENTE: Cálculos de los autores con datos de Bloomberg.

De todo lo anterior se puede concluir que los precios que toma la tasa de cambio dependen de diversos factores externos no controlables. No obstante, las empresas deben seguir de cerca los eventos económicos nacionales e internacionales y determinar cómo afectan el tipo de cambio en el corto y mediano plazo.

Riesgo Cambiario

Cuando los flujos de caja de las firmas están expuestos a variaciones del tipo de cambio, éstas asumen un riesgo que está asociado a la incertidumbre de que la tasa suba o baje, sin importar cuál movimiento (alza o baja) sea más beneficioso para éstas.

Teniendo esto en cuenta, las empresas pueden decidir tomar coberturas cambiarias a través de derivados financieros con el fin de disminuir el impacto de las variaciones de la tasa de cambio en la ejecución de sus presupuestos. Con el fin de tener una gestión efectiva de este tipo de riesgo, hay una serie de aspectos financieros y organizacionales que las empresas deben desarrollar e implementar.

Para empezar, las decisiones que la administración tome sobre coberturas deben estar soportadas en una política interna de administración del riesgo cambiario, que puede hacer parte a su vez de un proceso dentro de la cadena de valor (gestión de riesgos).

Para esto es de suma importancia conocer el valor de los flujos a cubrir: en la medida en que se conozcan los flujos futuros expuestos, se puede estructurar la política de riesgo cambiario, y aprovechar economías de escala para minimizar los costos asociados a los derivados financieros. Caso contrario ocurre si se negocian contratos de cobertura de forma independiente para cada operación¹⁵ sin una planeación adecuada.

El valor de estos flujos se obtiene mediante la proyección de la proporción del flujo de caja que está expuesto, al que llamaremos Flujo de Exposición Neta (FEN) calculado como la diferencia entre la proyección de los ingresos y egresos en moneda extranjera (ME).

¹⁵ El Banco de la República en su reporte Estabilidad Financiera 2011 llega a la conclusión de que el principal objetivo de las compañías que utilizan instrumentos derivados es cubrir compromisos contractuales.

Flujo de exposición neta (FEN) = Ingresos proyectados en ME – Egresos proyectados en ME

El escenario ideal para las compañías con operaciones en ME es que el FEN sea cero, lo que se conoce como cobertura natural. Sería el caso de un exportador que contrae una deuda en ME por el mismo valor y plazo de una cuenta por cobrar esperada.

Teniendo en cuenta lo anterior, las empresas exportadoras deberían apalancarse con préstamos en la misma denominación de sus facturas, y así disminuir su FEN. Es de suma importancia que este tipo de compañías tengan cuentas en el extranjero en donde puedan recibir y girar divisas sin necesidad de monetizarlas.

Política de Riesgo Cambiario

La implementación de una política para la administración del riesgo debe tener un objetivo claro: cubrir flujos de caja futuros contra la apreciación ó depreciación de la moneda local; y una estrategia a implementar para ejecutar operaciones de cobertura. Dentro de la estrategia se deben tener en cuenta todos los siguientes puntos:

- **Porcentaje del FEN proyectado a cubrir:** Demarcar la parte del flujo a cubrir como un porcentaje del mismo.
- **Horizonte de la cobertura:** Establecer la periodicidad con que se ejecutarán las coberturas, y el plazo de los contratos.

- **Instrumentos de cobertura:** Definir los productos más adecuados para llevar a cabo las coberturas. Ej.: futuros sobre TRM, forwards, opciones asiáticas, o estructuras compuestas por diferentes derivados.
- **Intermediarios autorizados:** Seleccionar la calificación crediticia mínima requerida que deben tener los intermediarios con que se ejecuten las coberturas.
- **Controles:** Especificar si se requiere de una auditoría independiente que evalúe la gestión que conlleva la ejecución de la política de coberturas.
- **Reportes:** Establecer la periodicidad con que se presentarán los informes sobre los resultados del ejercicio de las coberturas.
- **Excepciones:** Detallar todas las excepciones que se puedan dar en la ejecución de la política.

Conclusión

El mercado cambiario es muy volátil y depende de variables exógenas que no son controlables por los gobiernos con tipo de cambio flotante. Es importante que las empresas expuestas al riesgo cambiario tomen coberturas para que la tasa de cambio no afecte negativamente sus resultados financieros. No obstante, el éxito de éstas depende en gran parte de la implementación de una política para la administración de este tipo de riesgo, que incluya una estrategia a seguir desarrollada a partir de la proyección de los flujos de caja expuestos.

En la medida en que la estrategia establezca la periodicidad y plazos de ejecución de coberturas sobre flujos proyectados, y no sobre transacciones puntuales, se mejoran los costos financieros asociados a éstas por economías de escala.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO DE LA REPÚBLICA. Reporte de Estabilidad Financiera, Septiembre de 2011.

LARA HARO, Alfonso. *Medición y Control de Riesgos Financieros*, 2007.

BANCOLDEX. *Cartilla Coberturas Cambiarias*, 2005.

JIMÉNEZ MEJÍA, Mauricio y ZABALA TRUJILLO, Jeffer. *Uso de Derivados para el Cubrimiento de riesgo Operativo y Crediticio en empresas manufactureras en Colombia*, 2010.

Páginas Web Consultadas

Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República del 24 de Febrero de 2012

http://www.banrep.gov.co/documentos/juntadirectiva/2012/minutas/2012_02_24.pdf

Comunicado de la Reserva Federal de Estados Unidos en enero de 2012

http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12849.htm

New York Times

<http://www.nytimes.com/2008/10/03/opinion/03krugman.html>

<http://www.gerencie.com/Administración-de-los-riesgos-financieros.html>

<http://www.gestiopolis.com/canales2/finanzas/1/admonriesgo.htm>