

El Riesgo de Tipo de Cambio y la Empresa

LAS modificaciones ocurridas en Uruguay en la política cambiaria, pasando de un sistema de prefijación del tipo de cambio a flotación, producen un ajuste importante tanto a nivel macro como micro económico.

En esta oportunidad, no vamos a efectuar comentarios sobre el problema del tipo de cambio, uno de los temas más importantes y controversiales de las finanzas internacionales; trataremos por el contrario, tomando la política cambiaria como un dato, de establecer algunas consideraciones sobre los efectos que ésta tiene en cuanto al riesgo de cambio para las empresas.

El tema, de por sí tiene connotaciones muy vastas y, esta nota apunta a dar una primera visión esquemática de la evaluación de los efectos del riesgo cambiario a nivel de la firma. Asimismo, aunque algunos aspectos de los comenta-

lisis más preciso y en particular para toma de decisiones no podría faltar.

EXPOSICION NETA A FLUCTUACIONES EN EL TIPO DE CAMBIO

La exposición neta a fluctuaciones en el tipo de cambio, por ejemplo a una devaluación, en una empresa, surge de la comparación de:

- a) exposición bruta, y
- b) cobertura

Dentro de la exposición bruta aparece el capital y las utilidades por distribuir así como la posición sobrevendida de cambios. Se entiende por esta última la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera, siendo sobrevendida la posición cuando los pasivos superan a los activos.

La cobertura puede estar compuesta por la posición sobrecomprada de cambios (activos en moneda extranjera superiores a

CUADRO N° 2 POSICION EN MONEDA EXTRANJERA (en millones de U\$S)	
1. ACTIVO	
Disponibilidades.....	1
Cuentas a cobrar	10
Otros créditos	5
	—
	16
2. PASIVO	
Proveedores	5
Bancos	20
Deudas a l/plazo.....	25
	—
	50
3. POSICION SOBREVENDIDA	
2 - 1	34

en la cual la cotización del dólar americano era de N\$ 10.

Los activos y pasivos se distribuyen entre moneda nacional y moneda extranjera.

En el cuadro N° 2 se presenta la posición en moneda extranjera que resulta en el ejemplo sobrevendida en U\$S 34 millones.

El ejemplo, concluye con el cuadro N° 3 donde se procede a determinar la exposición neta a devaluación, que llega a U\$S 48 millones. Para este ejemplo se ha supuesto que los inventarios y los gastos pagados por anticipado significan una cobertura del 50% de su valor contable y los activos-fijos se consignan por su valor de mercado.

Suponiendo una devaluación del nuevo peso uruguayo del 50%, la pérdida por este concepto sería de U\$S 16 millones. La fórmula pa-

por cada dólar de N\$ 10 a N\$ 15. Los N\$ 480 millones pasan a ser, después de la devaluación U\$S 32 millones. La diferencia entre U\$S 48 millones y U\$S 32 millones, son los U\$S 16 millones que consignamos en la fórmula presentada.

Hasta aquí, los someros comentarios que queríamos efectuar en este primer componente del riesgo del tipo de cambio. Correspondería complementarlo con el segundo aspecto que tiene relación con los flujos de fondos.

COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE FONDOS

Cuando se busca analizar los efectos de variaciones en el tipo de cambio en un período de tiempo, el análisis de exposición debe complementarse con el de los flujos de fondos de la empresa.

Una firma puede tener durante un período de tiempo determinada exposición a devaluación del nuevo peso pero que puede ser descubierta en cuyo caso anotará pérdidas por este concepto o sobrecubierta lo que hará reportable ganancias. A ello deben agregarse, los resultados debidos a modificaciones en el tipo de cambio mostrados por el comportamiento de los ingresos y egresos de la firma.

Un patrón de flujos de fondos que signifique que los pagos en moneda extranjera no alcanzan a ser igualados por los ingresos en la misma o por ingresos que signifiquen cobertura, por ejemplificar aunque sea en una forma simplificada el aspecto, acarreará nuevas pérdidas, pero en este caso por el

rios sean de aplicación a distintos tipos de empresas, el enfoque pone un mayor énfasis en las empresas industriales y comerciales, que en las empresas financieras, caso donde el tema tiene algunas particularidades.

LA EXPOSICION AL RIESGO DE CAMBIO

La exposición de una empresa a la evolución del tipo de cambio, está definida por el patrón de comportamiento dentro de la misma de:

- exposición neta a fluctuaciones en el tipo de cambio, y
- de los flujos de fondos.

Desarrollaremos seguidamente cada uno de estos temas, no incluyendo, a efectos de centrar la cuestión en los aspectos más sustantivos, consideraciones tales como, el tratamiento fiscal de los efectos cambiarios, que en un aná-

los pasivos en moneda extranjera), así como por los inventarios, los activos fijos y ciertos gastos pagados por anticipado.

Cabe señalar que la cobertura de ítems como inventarios y activos fijos por ejemplo, puede y, de hecho lo es en muchas oportunidades no ser una cobertura total. La reciente experiencia argentina de significativas y sucesivas devaluaciones del peso argentino han puesto de manifiesto que muchos bienes no han acompañado en sus precios el ritmo de la devaluación. Esto fue muy notorio en los activos fijos.

A los efectos de este tema consideramos oportuno presentar un ejemplo que permita visualizar con mayor claridad los desarrollos.

En el cuadro N° 1 se expone un estado de situación de una hipotética firma a una fecha determinada,

ra determinar el monto de la pérdida por devaluación en una posición neta expuesta es:

$$P = \frac{PNE \times d}{1 + d}$$

donde:

P = pérdida por devaluación

PNE = posición neta expuesta

d = devaluación del peso en tanto por uno.

En el ejemplo que estamos desarrollando es:

$$\frac{48 \times 0,5}{1,5} = 16$$

A menudo vemos aplicar, erróneamente, para calcular el monto de la devaluación el porcentaje sobre el monto expuesto, en cuyo caso la pérdida que se adjudica es U\$S 24 millones, cuando en realidad fueron U\$S 16 millones.

La comprobación es simple. Si la posición original de U\$S 48 millones comprendía a N\$ 480 millones, con una devaluación del 50% del nuevo peso, se pasaría

comportamiento de los flujos de fondos.

Como una proposición de tipo general en este tema podríamos concluir que para que la empresa no tenga exposición descubierta a fluctuaciones en el tipo de cambio (devaluación o revaluación de la moneda nacional) deberá buscar que el citado comportamiento de ingresos y pagos balancee con la exposición neta futura.

Como hemos señalado, el tema del riesgo de cambio y la empresa es muy amplio. Estos comentarios buscaron introducir el tópico tratando la exposición de la empresa a este riesgo. Una futura nota la dedicaremos al funcionamiento de los mercados en moneda extranjera y las alternativas que se le presentan a las empresas, en esos mercados y fuera de ellos, para cubrir esos riesgos.

Ricardo Pascale

CUADRO N° 1
ESTADO DE SITUACION
(en millones de N\$)

	M/N	M/E	TOTAL
ACTIVO			
Disponibilidades	50	10	80
Inversiones c/p	150	—	150
Cuentas a cobrar	250	100	350
Otros créditos	150	50	200
Inventarios	400	—	400
Gtos. pgdos. por antic.	40	—	40
Mâq. y equipos	500	—	500
	1.540	160	1.700
PASIVO			
Proveedores	150	50	200
Bancos	100	200	300
Otros créditos	150	—	150
Deuda l/ plazo	100	250	350
Capital	250	—	250
Utilidad s/ distribución	450	—	450
	1.200	500	1.700

CUADRO N° 3
EXPOSICION NETA A DEVALUACION
(en millones de U\$S)

1. Exposición	
Posición sobre vendida	34
Capital y utilidades s/ distribución	70
	104
2. Cobertura	
Inventarios (50%)	20
Gtos. pagados por anticipado (50%)	2
Maquinarias y equipos	34
	56
3. Exposición neta expuesta	48