

Gestión de riesgos cambiarios e instrumentos de cobertura

Lomban, Néstor

Rial, Norberto

Ramé, Roberto Daniel

I. Introducción

La globalización de la economía nos enfrenta a un nuevo escenario en el que casi todas las empresas se encuentran expuestas en forma directa o indirecta al riesgo cambiario.

Este escenario constituido por la reducción de barreras aduaneras, la creación de uniones aduaneras y mercados comunes, el crecimiento del comercio exterior, el financiamiento y las inversiones internacionales, convierten las transacciones cross-border en una realidad cotidiana.

El cambio hacia una economía más integrada e interdependiente propone a las empresas con negocios internacionales o sujetas a la competencia internacional nuevos desafíos desde el punto de vista financiero.

Toda empresa que importe o exporte productos desde o hacia otro país, posea inversiones en otro país o en moneda extranjera, sea subsidiaria de una empresa extranjera o posea deudas denominadas en moneda extranjera se encuentra expuesta en forma directa a riesgos cambiarios. En estos casos, los cambios en los valores relativos entre monedas generan riesgos y oportunidades que deben ser adecuadamente reconocidos y gestionados.

Incluso aquellas empresas que no realicen ninguna de estas operaciones pueden encontrarse afectadas en forma indirecta al riesgo cambiario en el caso que sus clientes, proveedores o competidores si lo hiciesen.

El propósito de este trabajo es analizar de qué forma las empresas se encuentran expuestas a este riesgo, cómo medirlo y gestionarlo y cuáles son las alternativas disponibles de cobertura en el mercado argentino. Para una mejor comprensión definiremos cobertura como el medio que se tiene para reducir el riesgo en alguna variable a la que la empresa esté expuesta; cuando se dice "cobertura cambiaria" es cuando la necesidad de cubrirse es por el riesgo a las variaciones de las diferentes monedas que intervienen en las operaciones futuras.

II. Tipo de cambio

Para poder comprender la relación existente entre las distintas monedas y cómo estas afectan a una empresa comenzaremos presentando los conceptos de ley de un solo precio, paridad de poder de compra absoluta, el tipo de cambio real y paridad de poder de compra relativa.

Estos conceptos nos serán de utilidad para entender el significado del tipos de cambio, la relación entre tipo de cambio e inflación, los diversos indicadores existentes y cómo éstos inciden en la formación de los precios de los bienes y en la competitividad de los países y empresas.

a) Ley de un solo precio

Según esta ley, para el caso de bienes transables (1) en mercados de competencia perfecta (producto homogéneo, mercado transparente, sin barreras de entrada y salida y sin costos de transacción —sin fletes que distorsionen precios o gastos adicionales como por ejemplo derechos de importación o exportación-) el arbitraje de los agentes económicos determinará que un mismo bien tenga el mismo precio en diferentes países medido en una moneda única.

Esto es así, ya que si el precio de un mismo bien fuese diferente en distintos países, un agente económico podría generar ganancias comprando este bien en el país con menor precio de venta para luego venderlo en el país con mayor precio de venta. De presentarse esta situación, la reiteración de estas transacciones generaría que los precios en ambos países se igualasen. La reiteración se daría no sólo porque un operador haría más operaciones sino que además muchos estarían dispuestos a hacer lo mismo.

Esta ley se expresa en la siguiente fórmula:

$$P_t = S_t \times P_t^*$$

Donde:

P_t = Precio de un bien determinado en moneda local

S_t = Tipo de cambio spot (2)

P_t^* = Precio de un bien determinado en moneda extranjera

La aplicación de la ley de un solo precio se limita a los mercados de competencia perfecta como en el caso de los commodities; no obstante es de muy baja aplicación para otros productos debido a imperfecciones de mercado.

b) Paridad de poder de compra absoluta (absolute purchasing power parity)

Al igual que en la ley de un solo precio, esta teoría se aplica para el caso de bienes transables en mercados de competencia perfecta, pero amplía su análisis a canastas de consumo compuestas por varios bienes.

Los bienes transables son todos aquellos bienes que se consumen dentro de la economía que los produce y se pueden exportar e importar libremente, por los bajos costos de transporte y aranceles.

Si la paridad de poder de compra absoluta se cumple, entonces el resultado de la división de una misma canasta de consumo medida en monedas de dos países nos debería dar como resultado el tipo de cambio nominal entre la moneda de esos dos países a ese momento.

$$S_t = \frac{P_t}{P_t^*}$$

S_t = Tipo de cambio nominal

Pt = Precio de la canasta de consumo en moneda local

Pt * = Precio de la canasta de consumo en moneda extranjera

La paridad de poder de compra absoluta es una medida estática que nos muestra el tipo de cambio que igualaría el poder de compra de dos países dados. Si el resultado de esta fórmula fuese igual al tipo de cambio spot podríamos afirmar que la paridad de poder de compra absoluta se cumple y como tal no hay ventajas competitivas derivadas del tipo de cambio. No obstante, el hecho de que las canastas de consumo de los distintos países incluyen bienes distintos, crea una restricción de índole práctico que imposibilita su uso.

c) Tipo de cambio real

El tipo de cambio real es un indicador que nos permite relacionar el tipo de cambio nominal (St) con las tasas de inflación entre dos países a fin de analizar las posiciones competitivas entre éstos.

Se calcula ajustando el tipo de cambio nominal por los precios relativos entre los dos países.

$$R_t = S_t \times \frac{P^*_t}{P_t}$$

Rt = Tipo de cambio real

St = Tipo de cambio nominal

Pt = Precio de la canasta de consumo en moneda local

Pt * = Precio de la canasta de consumo en moneda extranjera

Por aplicación de este concepto podemos afirmar lo siguiente:

* Si $R_t = 1$, la paridad de poder de compra absoluta se cumple, por lo que no existirán ventajas competitivas derivadas del tipo de cambio.

* Si $R_t > 1$, los precios extranjeros medidos en moneda local serán superiores a los precios locales, beneficiando competitivamente a las empresas locales.

* Si $R_t < 1$, los precios extranjeros medidos en moneda local serán inferiores a los precios locales, perjudicando competitivamente a las empresas locales

d) Paridad de poder de compra relativa (relative purchasing power parity)

La paridad de poder de compra relativa es una versión dinámica de la paridad de poder de compra absoluta, la cual define que el tipo de cambio entre dos monedas fluctúa en función de la variación relativa de las tasas de inflación entre ambos países.

$$S_{t,T} = \frac{1 + I_{t,T}}{1 + I^*_{t,T}} - 1$$

$S_{t,T}$ = porcentaje de variación en el tipo de cambio entre el momento t y T

$I_{t,T}$ = tasa de inflación doméstica entre el momento t y T

$I^*_{t,T}$ = tasa de inflación extranjera entre el momento t y T

Esta teoría afirma que el tipo de cambio entre dos monedas debe variar para compensar el diferencial entre las tasas de inflación de ambos países. Si esto es así, el tipo de cambio nominal cambiaría compensando los distintos niveles de inflación y evitando que se generen ventajas competitivas (basadas en el tipo de cambio) entre ambos países. No obstante, existe evidencia empírica que muestra que esta teoría no se cumple en el corto y mediano plazo pero sí en el largo plazo (3). Esta situación tiene efectos en las posiciones competitivas entre países y consecuentemente en las empresas ubicadas en éstos.

e) Conclusiones

En base a los conceptos introducidos en los puntos anteriores podemos afirmar lo siguiente:

* El precio de los bienes transables que se comercializan en mercados de competencia perfecta (comodities) se fijan en forma internacional, por lo que para obtener el precio local solamente bastará multiplicar el precio internacional por el tipo de cambio nominal, con más el agregado de los costos de transacción que pudiesen existir. (Ejemplo: para los comodities de origen agrícola en Argentina, habrá que sumarle las retenciones a las exportaciones)

* No es posible extender este criterio a todos los bienes que componen la canasta de consumo de dos países, por las restricciones mencionadas en la paridad de poder de compra absoluta.

* El tipo de cambio nominal o spot no nos es suficiente para poder entender las ventajas competitivas entre dos países. Para esto debemos usar el tipo de cambio real o la paridad de poder de compra relativa. Estos indicadores agregan al análisis el impacto de la variación relativa de las tasas de inflación entre dos países.

* La aplicación de la paridad de poder de compra relativa nos demuestra que el tipo de cambio nominal debería variar a fin de compensar el diferencial entre las tasas de inflación de dos países. Si así no lo hiciera, esto incidiría en las posiciones competitivas entre ambos países, con efecto directo en la empresa.

Por otra parte, el cumplimiento de la paridad de poder de compra relativa está influenciado por los sistemas cambiarios y las políticas monetarias adoptadas por los distintos países.

Los sistemas cambiarios pueden ir desde la libre flotación pura (Ejemplos: Estados Unidos, Unión Europea) hasta los sistemas de cambio fijo puro (Ejemplo: Argentina en el período 1991

a 2001) pasando por opciones intermedias como la flotación sucia, en la cual el mercado fija el tipo de cambio nominal, pero el banco central interviene a fin de fijar un valor deseado de cotización (Ejemplo: Argentina en el período abril 1991 al presente). En cuanto a las políticas monetarias aplicadas por cada país, éstas tienen incidencia directa en los niveles de inflación.

Las decisiones que cada país adopte en relación con estos aspectos, tendrá efecto en la determinación del tipo de cambio real, el cual a su vez impactará en la posición competitiva de las empresas. Es por este motivo que es de suma importancia comprender estos factores y monitorear su evolución a través del tiempo.

III. Exposición al tipo de cambio

Definición

Una empresa se encuentra expuesta al riesgo cambiario, en la medida en que su posición financiera —flujos de caja— resulta afectada por las variaciones inesperadas en los tipos de cambio de la moneda extranjera.

A fin de su comprensión y análisis, la literatura clasifica al riesgo cambiario en tres grupos: riesgo de conversión, riesgo de transacción y riesgo económico. A continuación presentamos estas categorías:

a) Riesgo de conversión

Este riesgo afecta a las empresas que poseen subsidiarias en otros países y se origina como resultado de la conversión de los estados contables de una subsidiaria desde la moneda local a la moneda de la casa matriz —moneda de reporte—.

Esto se debe a que cada una de las subsidiarias efectúa sus negocios en la moneda local registrando sus transacciones en esa moneda. Al momento de consolidar los estados contables de las distintas operaciones, la casa matriz debe convertir los estados financieros de las subsidiarias a la moneda de reporte. Cualquier fluctuación en el tipo de cambio de la moneda local con relación a la moneda de reporte, generará en el balance consolidado ganancias o pérdidas de conversión.

Si bien este factor de riesgo no compromete la continuidad de la empresa, sí impacta en el valor de libros de ésta a una fecha dada —ya que las ganancias o pérdidas de conversión pueden reversarse en períodos futuros—. No obstante, como el valor de las empresas es determinado en función de los flujos futuros de fondos y no en base a sus libros; se considera que este riesgo no requiere acciones de la Gerencia para su mitigación.

b) Riesgo de transacción

Este tipo de riesgo —también denominado contractual— se origina al contratar a plazo en moneda extranjera. Los tipos de contrato que pueden originar este riesgo son:

- * Ventas a cobrar en moneda extranjera.
- * Pagos de bienes y servicios en moneda extranjera.
- * Recepción o pago de dividendos de una subsidiaria extranjera.
- * Servicios de préstamos acordados como intereses o capital en moneda extranjera.

Cuando una empresa efectúa alguna de estas transacciones genera un compromiso futuro de

entregar o recibir sumas de dinero en moneda extranjera, por lo que cualquier variación entre el tipo de cambio de la fecha de origen de la transacción y el de la fecha de cancelación generará una ganancia o pérdida cambiaria.

Usando el caso de ventas a cobrar en moneda extranjera, ponemos como ejemplo una empresa radicada en Argentina que vende bienes a una firma radicada en Estados Unidos el 1° de marzo, los cuales serán abonados el 31 de mayo. El precio de los bienes es fijado en USD (dólares norteamericanos) al momento de efectuar la venta (1° de marzo). En esta fecha la empresa de Argentina registrará en sus libros el equivalente en pesos al tipo de cambio spot de esa fecha. Al 31 de mayo, la firma de Estados Unidos transferirá los dólares acordados a la firma de Argentina, y ésta registrará, junto con la cobranza en pesos al tipo de cambio spot de esa fecha, una pérdida o ganancia dependiendo de la fluctuación del tipo de cambio entre la fecha de venta y la de cobro.

Existen diversas formas de eliminar o mitigar este riesgo, las cuales serán presentadas en el punto "Gestión del riesgo cambiario"; no obstante, la forma más directa de hacerlo es mediante el uso de instrumentos de cobertura cambiaria (futuros). A través del uso de estos instrumentos se fija la cotización de la moneda a la fecha de cancelación de la obligación, eliminando el riesgo de transacción. En el punto "Instrumentos de cobertura" presentaremos el funcionamiento de dichos instrumentos.

c) Riesgo económico

Al igual que el riesgo de transacción, este riesgo se origina al contratar en una moneda extranjera, pero a diferencia del anterior éste no apunta al resultado de una transacción en particular, sino al efecto de las variaciones en el tipo de cambio sobre los flujos futuros de fondos de la empresa.

Su determinación requiere de la comprensión del mercado en el cual opera la empresa, de sus fuentes de financiamiento, de cómo obtiene mano de obra, servicios, clientes y de quiénes son sus competidores.

Como vimos en el punto "Tipo de cambio - Paridad de poder de compra relativa", el tipo de cambio entre dos monedas debe variar para compensar el diferencial entre las tasas de inflación de ambos países. Si esto se cumple, entonces no deberían generarse ventajas competitivas entre dos empresas ubicadas en distintos países y por lo tanto no existiría riesgo económico.

No obstante, como también vimos en ese punto, esta teoría no se cumple en el corto o mediano plazo, y los tipos de cambio nominales de los países fluctúan de forma distinta a las inflaciones de éstos generando distorsiones en las posiciones competitivas de las empresas.

Como ejemplo, podemos mencionar la salida del régimen de convertibilidad en Argentina, originando en el año 2002 una fuerte devaluación del peso contra el USD. Esta situación afectó a las empresas del país de forma diversa. Aquellas empresas cuyos negocios se basaban en la importación de productos para su comercialización en el país, no pudieron competir con las firmas que producían en forma local, ya que mientras los costos de los primeros se multiplicaron por 3, las segundas solamente vieron incrementado sus costos un 2,4% (4). Por el contrario, todas aquellas empresas que exportaban sus productos y que tenían costos en moneda nacional, se vieron altamente favorecidas por el tipo de cambio.

Este ejemplo nos ilustra claramente que este riesgo es el más crítico y difícil de gestionar para toda empresa, ya que por un lado afecta la continuidad de su negocio en el tiempo, mientras que por otro lado —al no agotarse en una transacción en particular— no existe posibilidad de mitigarlo mediante el uso de instrumentos de cobertura cambiaria. Debido a esto, consideramos que este riesgo es mucho más significativo que el riesgo de conversión y de transacción.

Sin embargo, estos argumentos no impiden a las empresas efectuar una debida identificación y gestión de este riesgo. Por el contrario, la significatividad del mismo en el éxito de la empresa requiere que éste sea considerado al momento de definir la estrategia de negocios y en la forma en que organizará sus operaciones. En los puntos siguientes se presentará la forma en que se puede gestionar este riesgo.

IV. Medición del riesgo cambiario

Como dijimos anteriormente, una empresa se encuentra expuesta al riesgo cambiario en la medida en que su posición financiera resulta afectada por las variaciones inesperadas en los tipos de cambio de la moneda extranjera.

Como primer paso para identificar el grado de exposición de una firma, debemos entender qué sensibilidad tiene su situación financiera —medido en moneda local— a las variaciones en el tipo de cambio. Para este propósito, debemos identificar los riesgos cambiarios de la empresa y clasificarlos en riesgo de conversión, de transacción y económico.

Una vez identificados y clasificados, procederemos a confeccionar reportes para la medición del riesgo transaccional y económico que nos permitirán entender el grado de exposición de la empresa a estos riesgos.

Con relación a los riesgos cambiarios identificados como de conversión, no confeccionaremos ningún reporte, ya que como mencionamos en el punto "Exposición al tipo de cambio" este riesgo no requiere acciones de la Gerencia para su mitigación.

A continuación presentamos los reportes de medición de riesgo transaccional y económico.

a) Reporte Medición de riesgo transaccional

	Meses / Trimestres / Años (detallado en columnas separadas)
+ Ingresos (por tipo de moneda)	
Cuentas a cobrar ME	
Contratos de Ventas a largo plazo ME	
Depósitos o inversiones en ME	
Total Ingresos (por tipo de moneda)	
- Egresos (por tipo de moneda)	
Cuentas a pagar ME	
Contratos de compra a largo plazo en ME	
Prestamos en ME	
Total egresos (por tipo de moneda)	
Exposición neta (por tipo de moneda)	
Cobertura con futuros (por tipo de moneda)	
+ Compra de dólares a futuro	
- Venta de dólares a futuro	
Cobertura neta con futuros (por tipo de moneda)	
Saldo expuesto final (por tipo de moneda)	

Fuente: elaboración propia en base a los modelos presentados en Currency exposure and risk management — Statement of International Management Accounting practices (to replace current IMA 3) IFAC Feb, 1996 e International Financial Markets and the Firm. Piet Sercu and Raman Upal — South Western College Publishing 1995.

Para confeccionar este reporte primero debemos segregar los ingresos y los egresos en moneda extranjera por tipo de moneda y agruparlos por sus fechas de vencimiento. Los criterios de agrupación de plazos de vencimiento pueden ser mensuales, trimestrales, anuales, etc. y dependerán de los contratos o transacciones que posea la compañía. En todo caso es importante remarcar que no se deben agrupar ingresos y egresos correspondientes a fechas muy distantes, ya que de esta forma se pueden ocultar problemas de descalces entre fechas que no serán detectados y gestionados adecuadamente.

Como resultado del paso anterior, obtendremos la exposición de la empresa neta por cada tipo de moneda, la cual se compensará con las coberturas cambiarias que la empresa posea contratadas para obtener finalmente el saldo expuesto.

Sobre este saldo expuesto procederemos a efectuar análisis de sensibilidad mediante la aplicación de diversos escenarios de variaciones cambiarias para cada uno de los períodos.

Como resultado de este análisis, evaluaremos el impacto en la posición financiera de la

empresa de las variaciones probables en el tipo de cambio, desde la fecha de elaboración del reporte a la fecha de vencimiento de cada obligación.

Por último y con relación a los escenarios de variaciones cambiarias, consideramos adecuado trabajar con tres alternativas (pesimista, optimista e intermedia) basados en las diversas proyecciones a las cuales la empresa tenga acceso (informes económicos, reportes de entidades financieras, diarios y publicaciones económicas, etc.). Una alternativa de proyección puede ser consultar los tipos de cambio futuros (Rofex), no obstante es importante remarcar que estos tipos de cambio no representan un consenso de mercado acerca del valor futuro de la moneda, sino decisiones de compra y venta de los agentes económicos en base a las tasas de interés implícitas en estos contratos.

Para una mejor comprensión del tema, desarrollaremos a continuación el siguiente caso práctico.

Caso práctico Expuesta S.A.

La empresa Expuesta S.A. se dedica a la fabricación y comercialización de tuercas y tornillos. La empresa vende sus productos tanto en el mercado local como en el mercado exterior. Sus ventas locales son efectuadas en pesos, mientras que sus ventas al exterior son efectuadas en dólares en cuenta corriente con términos de pago de 90 días fecha factura.

Por otra parte, para la fabricación de sus productos compra materia prima a proveedores del exterior en dólares. Las condiciones de pago con sus proveedores del exterior son en cuenta corriente a 180 días fecha factura.

Además de esto, posee contratos de compra y de venta a largo plazo.

La empresa cierra su ejercicio comercial el 31 de julio de cada año. Además de los estados contables de cierre de ejercicio, la empresa prepara balances trimestrales proyectados de gestión. El día 19 de agosto de XXX1, la empresa presenta al directorio los estados contables al 31 de julio de XXX1 y el siguiente estado de resultados proyectado por el trimestre agosto a septiembre XXX1:

	Miles de \$
Ventas	13.068
Costo de Ventas	-8.316
Margen Bruto	4.752
Gastos de Administración y Comercialización	-3.920
Resultados antes de impuesto a las ganancias	832
Impuesto a las ganancias	-291
Resultado del periodo	541

Al cierre de ejercicio, la empresa poseía los siguientes compromisos:

a) Cuentas a cobrar en ME:

Vencimiento 20/08/XXX1: USD 1.200.000

Vencimiento 15/09/XXX1: USD 1.500.000

Vencimiento 17/10/XXX1: USD 1.800.000

b) Contratos de venta a largo plazo en dólares con vencimiento 15/10/XXX1: USD 1.500.000

c) Plazo Fijo en dólares con vencimiento 28/09/XXX1: USD 1.000.000

d) Cuentas a pagar en ME:

Vencimiento 24/08/XXX1: USD 1.600.000

Vencimiento 20/09/XXX1: USD 1.856.000

Vencimiento 30/10/XXX1: USD 2.200.000

e) Contratos de compra a largo plazo en dólares con vencimiento 15/09/XXX1: USD 2.500.000

f) Préstamo en dólares con Vencimiento 13/10/XXX1: USD 2.000.000

g) Contratos de compra de dólares a futuro según el siguiente detalle:

08/XXX1: USD 100.000

09/XXX1: USD 500.000

10/XXX1: USD 500.000

Por otra parte, la cotización del dólar al 31/07/XXX1 es de \$ 3,96 por 1 USD.

En cuanto al las cotizaciones del dólar futuro en el mercado Rofex al 19/08/XXX1 por los meses de agosto a octubre son las siguientes:

\$ por 1 USD

Agosto	3,95
Septiembre	3,98
Octubre	4,02

En base a sus proyecciones económicas la empresa considera que en un escenario optimista la cotización del dólar seguiría la trayectoria del Rofex, mientras que en un escenario pesimista la cotización del dólar se incrementaría en un 10% por encima del Rofex. En cuanto a las

probabilidades de ocurrencia de estos dos escenarios, la empresa considera que existe un 40% de probabilidades de ocurrencia del escenario optimista y un 10% de ocurrencia del pesimista.

En base a estos datos la empresa prepara el siguiente reporte de medición de riesgo transaccional.

	Cifras en miles de USD		
	ago-XI	sep-XI	oct-XI
+ Ingresos			
Cuentas a cobrar ME	1.200	1.500	1.800
Contratos de Ventas a largo plazo ME	-	-	1.500
Depósitos o inversiones en ME	-	1.000	-
Total Ingresos	1.200	2.500	3.300
- Egresos			
Cuentas a pagar ME	1.600	1.856	2.200
Contratos de compra a largo plazo en ME	-	2.500	-
Prestamos en ME	-	-	2.000
Total egresos	1.600	4.356	4.200
Exposición neta	(400)	(1.856)	(900)
Cobertura con futuros			
+ Compra de dólares a futuro	100	500	500
- Venta de dólares a futuro	-	-	-
Cobertura neta con futuros	100	500	500
Saldo expuesto final	(300)	(1.356)	(400)

Por otra parte, prepara los siguientes escenarios de cotización del dólar para el período de agosto a octubre:

Mes	Escenarios		
	Pesimista 10% s/Rofex	Intermedio Promedio	Optimista Rofex
Agosto	4,35	4,15	3,95
Septiembre	4,38	4,18	3,98
Octubre	4,42	4,22	4,02

Sobre la base del reporte de exposición y los escenarios de cotización del dólar, la empresa procede a efectuar el análisis de sensibilidad:

Primero calcula la variación esperada del tipo de cambio con relación al del cierre para cada escenario:

Variación del tipo de cambio con relación al cierre (en \$)			
	ago	sep	oct
Tipo de cambio de cierre	3,96	3,96	3,96
Escenario pesimista	0,39	0,42	0,46
Escenario intermedio	0,19	0,22	0,26
Escenario optimista	-0,01	0,02	0,06

Luego cuantifica el impacto de esta variación sobre los saldos expuestos de cada mes y acumulados:

Impacto sobre el saldo expuesto (en miles de \$)				
	ago	sep	oct	Total
Saldo expuesto final USD	-USD 300	-USD 1.356	-USD 400	
Escenario pesimista	-116	-567	-183	-865
Escenario intermedio	-56	-297	-103	-456
Escenario optimista	3	-27	-22	-47

Posteriormente aplica el resultado de este impacto sobre el resultado proyectado para el trimestre agosto a octubre a fin de cuantificar la incidencia de este sobre el resultado antes de impuesto:

Impacto sobre los resultados proyectados del trimestre ago a oct XXXI (en miles de \$)				
	Rdo. proyectado antes de impuestos	Impacto sobre saldo expuesto	Rdo. proyectado después de impacto	Impacto sobre Rdo. proyectado
Escenario pesimista	832	-865	-34	104%
Escenario intermedio	832	-456	376	55%
Escenario optimista	832	-47	785	6%

De esta forma observamos que en un escenario pesimista, el impacto de la devaluación del dólar sobre los saldos expuestos, consumirían toda la ganancia proyectada convirtiendo el resultado antes de impuesto en una pérdida de \$ 34.000. Por otra parte, en el caso de un escenario optimista, el impacto sobre resultados resultaría no significativo.

Una vez finalizado el análisis de sensibilidad, la empresa calcula el resultado esperado tomando en cuenta el resultado proyectado después del impacto y los porcentajes de

probabilidad asignados a cada escenario:

Resultado esperado antes de impuesto (en miles de \$)			
	Rdo. proyectado después de impacto	Probabilidad	Resultado Ponderado
Escenario pesimista	-34	10%	-3
Escenario intermedio	376	50%	188
Escenario optimista	785	40%	314
Resultado esperado antes de impuestos			498

De esta forma se obtiene un resultado esperado de \$498.000, el cual comparado con el resultado proyectado por la empresa para el trimestre de \$832.000 implicaría una pérdida de \$334.000 o del 40%. En base a esto, la empresa toma la decisión de aumentar la cobertura cambiaria a fin de minimizar esta pérdida esperada.

b) Reporte Medición de riesgo económico

En este caso la identificación del grado de exposición requiere de una adecuada comprensión del mercado en el cual opera la empresa y sus competidores y en la moneda en la que éstos obtienen capital, mano de obra, materiales, servicios y clientes.

Una vez hecho esto, se debe proceder a proyectar distintos escenarios de evolución del tipo de cambio (ver lo mencionado al respecto en "Reporte Medición de riesgo transaccional") y analizar de qué forma cada uno de estos escenarios afectarían los ingresos y/o egresos proyectados de la compañía.

Impacto de los siguientes potenciales eventos en el cash flow proyectado al tipo de cambio esperado si el tipo de cambio se modifica:	Meses / Trimestres / Años (detallado en columnas separadas) Incremento en los ingresos y reducción de los egresos (+) Reducción de los ingresos e incremento de los egresos (-)
Cambio en los precios de los ingresos significativos 1. precios en moneda local 2. precios en ME	
Impacto indirecto debido a la exposición cambiaria en la cadena de suministro de nuestros proveedores directos e indirectos	
Impacto en los contratos de largo plazo con estructuras de precio actuales	
Impacto en las cotizaciones precontractuales y listas de precio en ME	
Cambios en la demanda de los consumidores debido a cambios de precios inducidos por el tipo de cambio	

Impacto de los siguientes potenciales eventos en el cash flow proyectado al tipo de cambio esperado si el tipo de cambio se modifica:	Meses / Trimestres / Años (detallado en columnas separadas) Incremento en los ingresos y reducción de los egresos (+) Reducción de los ingresos e incremento de los egresos (-)
Cambio en los márgenes de precios de venta en moneda extranjera	
Perdida o ganancia de market share de competidores con diferente exposición al tipo de cambio en ventas y costos	
Cambio total en el cash flow por periodo	

Fuente: British Corporate Currency Exposure and Foreign Exchange Risk Management, D.J.Edelshain, PhD Thesis, London Business School.

Para esto, es necesario identificar los integrantes de la cadena de valor de la empresa y el impacto que cada uno de estos escenarios generaría en cada eslabón de dicha cadena. Este análisis se puede efectuar bajo la forma del siguiente cuestionario, el cual se debe ampliar en base al conocimiento del negocio de la empresa:

- * ¿Quiénes son sus clientes y en qué moneda realizan sus transacciones?
- * ¿Quiénes son los clientes de sus clientes y en qué moneda realizan sus transacciones?
- * ¿Quiénes son sus proveedores directos y en qué moneda realizan sus transacciones?
- * ¿Quiénes son sus proveedores indirectos y en qué moneda realizan sus transacciones?
- * ¿En qué moneda se obtiene financiamiento?
- * ¿Quiénes son sus competidores y de dónde obtienen materia prima, productos, servicios y financiamiento?

El propósito de formular estas preguntas es estimar el impacto que cada uno de estos eslabones pueden generar en los ingresos y/o egresos de la empresa.

Para poder realizar estas estimaciones es necesario involucrar a los diversos sectores de la empresa, ya que demanda del conocimiento específico de cada área.

No obstante, el objetivo final no se alcanza con la cuantificación de los impactos, sino en presentar a la gerencia el probable efecto que una variación en el tipo de cambio tendría en el negocio de la empresa.

Como dijimos anteriormente, la significatividad de este riesgo demanda que el mismo sea considerado por la empresa en su conjunto al momento de definir la estrategia de negocios y en la forma en que se organizaran sus operaciones.

V. Gestión del riesgo cambiario

Una vez efectuado la identificación y medición de los riesgos cambiarios, el paso siguiente es la gestión de los mismos.

Si bien las estrategias posibles a adoptar para la gestión de estos riesgos son ilimitadas y variarán dependiendo de cada circunstancia, a efectos de sistematizar su aplicación

proponemos la agrupación en cuatro grandes categorías:

- * **Evitar:** El propósito de esta estrategia es eliminar la fuente de riesgo.
- * **Reducir:** Se busca mitigar el riesgo. Una de las opciones más comunes es mediante la diversificación.
- * **Transferir:** Consiste en compartir o transferir el riesgo a un tercero. También se incluye en esta categoría el uso de seguros.
- * **Aceptar:** En este caso, se debe presupuestar los probables efectos del riesgo y monitorearlos.

En cuanto a la selección de la estrategia más adecuada, esto se debe realizar teniendo presente el grado de exposición de la empresa a las variaciones en el tipo de cambio y el grado de probabilidad de ocurrencia del escenario pesimista (Ver punto Medición del riesgo cambiario). A fin de guiar la selección proponemos a continuación la siguiente matriz de decisión:

		Probabilidad ocurrencia escenario pesimista	
		Bajo	Alto
Grados de exposición	Alto	<p><i>Riesgo Medio</i></p> <p>Transferir</p>	<p><i>Riesgo Alto</i></p> <p>Evitar o Reducir</p>
	Bajo	<p><i>Riesgo Bajo</i></p> <p>Aceptar</p>	<p><i>Riesgo Moderado</i></p> <p>Aceptar</p>

Además de estos factores, el enfoque que cada empresa otorgue a la gestión del riesgo cambiario dependerá también de la actitud de la gerencia frente al riesgo.

Más allá de la decisión adoptada en torno a las estrategias de cobertura, consideramos necesario la implementación de un sistema de medición y monitoreo de estos riesgos —como los presentados en el punto "Medición del riesgo cambiario"— que permitan su incorporación al tablero de comando de la empresa. Por último, cabe también mencionar que nunca se debe perder de vista la relación costo beneficio de las estrategias de cobertura con respecto a los riesgos a cubrir. Es decir que si el sistema para cubrir a la empresa de posibles riesgos cambiarios es más caro que el propio riesgo, es mejor no tener ningún sistema de control.

Técnicas de cobertura

Una vez determinada la estrategia a dar al manejo de estos riesgos, estaremos en condiciones de aplicar técnicas de cobertura. Para este fin, presentamos a continuación una selección de

éstas:

TRANSFERIR	EVITAR O REDUCIR
<ul style="list-style-type: none"> • Leading and lagging: Es el mecanismo por el cual una empresa acelera o demora los pagos o cobranzas en anticipación de los movimientos en los tipos de cambio. También es útil para compensar cobranzas o pagos en monedas extranjeras con vencimiento original en distintos periodos. • Pricing policy: Esta técnica sirve para cubrir el riesgo de transacción y consiste en incorporar a las transacciones cláusulas de ajuste que tengan en cuenta las variaciones en el tipo de cambio. De esta forma el riesgo es transferido al tercero. La limitación que tiene esta técnica es la necesidad de aceptación por parte del tercero afectado (cliente o proveedor), lo cual dependerá del poder de negociación de la empresa. • Headging: Esta técnica consiste en la contratación de coberturas cambiarias como los contratos de futuros. Este punto será desarrollado en profundidad en "Instrumentos de cobertura". 	<ul style="list-style-type: none"> • Substitución: Esta técnica es útil para cubrir el riesgo económico y consiste en cambiar la fuente de aprovisionamiento de materiales y/o los mercados en los que se opera. • Matching: Esta técnica es la forma clásica de cubrir el riesgo de transacción y consiste en tomar deuda en la misma moneda en la que se realizan las ventas. Por ejemplo si una empresa en Argentina exporta en USD es conveniente que se endeude en USD, de esta forma se netean las monedas reduciendo el grado de exposición. • Asset/liability management: Esta técnica consiste en efectuar depósitos y préstamos en una moneda en particular para hacer un <i>matching</i> con los pagos o cobranzas en esa misma moneda.

Estas técnicas corresponden a las más difundidas en el mercado, no obstante dependiendo del negocio de la compañía se debe analizar la existencia de alguna otra opción que permita evitar, transferir o mitigar el riesgo.

VI. Instrumentos de cobertura

a) Forwards

"Es un contrato en el cual las dos partes intervinientes se obligan a intercambiar en un momento futuro determinado bien a cambio de dinero a un precio preestablecido"⁽⁵⁾. La parte que entrega el bien está vendiendo un forward y la parte que recibe el bien está comprando un forward.

Esta operación se realiza entre partes (over the counter) sin la intervención de un mercado que los regule y tipifique la transacción. El bien a intercambiar puede ser una determinada cantidad de dólares, euros, acciones, bonos, cereales, etc. (en nuestro caso nos vamos a ocupar de las operaciones entre dólares y pesos).

Normalmente una de las partes es una entidad financiera. Dicha entidad puede mantener una posición abierta (no es lo común porque queda muy expuesta a los vaivenes del mercado) o realizar la operación inversa con otro cliente lo que significa cerrar la posición y evitar el riesgo ganando el spread entre las dos transacciones (en resumen lo que hacen es juntar las dos puntas de una misma operación).

Una característica importante de estos contratos, además de su flexibilidad, es que en el momento de su firma no se requiere ningún movimiento de fondos entre las partes, los pagos se

realizarán a la fecha de cierre del contrato, en el caso de forwards de monedas lo que se hace es compensar los valores y se paga/cobra la diferencia, de allí la denominación non-deliverable forward - NDF.

Según lo refiere Lorenzo A. Preve, los elementos del contrato de forward son:

- * El bien que se va a intercambiar: dólares, euros, etc.
- * El precio forward del bien: es el precio pactado a la fecha de expiración del contrato.
- * El precio spot del bien: es el precio actual del bien.
- * La fecha de cierre del contrato: es la fecha pactada para intercambiar los bienes.

A la fecha de cierre del contrato la comparación del valor futuro pactado para liquidar la operación, se realiza contra el dólar de referencia del BCRA. Este valor es un tipo de cambio de referencia mayorista establecido por el BCRA que se emplea en operaciones pactadas entre particulares o empresas en las que se necesite un valor testigo. "Mediante la Comunicación "A" 3500, la entidad solicita tres veces por día cotizaciones del dólar a través del sistema Siopel Forex. Los pedidos se hacen entre las 10 y las 10:59; entre las 12 y las 12:59 y entre las 14 y las 14:59. El BCRA selecciona aleatoriamente dentro de cada uno de dichos períodos un intervalo de quince minutos para solicitar las cotizaciones de compra y de venta en al menos cuatro entidades, las cuales tienen carácter de obligatorias e irreversibles. El monto es el mismo para cada uno de los pedidos. El BCRA informa luego el tipo de cambio surgido del promedio aritmético de los tres tipos de cambio de equilibrio, cerrando el resultado a cuatro decimales"[\(6\)](#).

Cabe mencionar que los bancos suelen afectar parte de la línea de crédito del cliente para cubrirse del hipotético caso de que la otra parte no cumpla con la obligación contraída al vencimiento del contrato.

b) Futuros

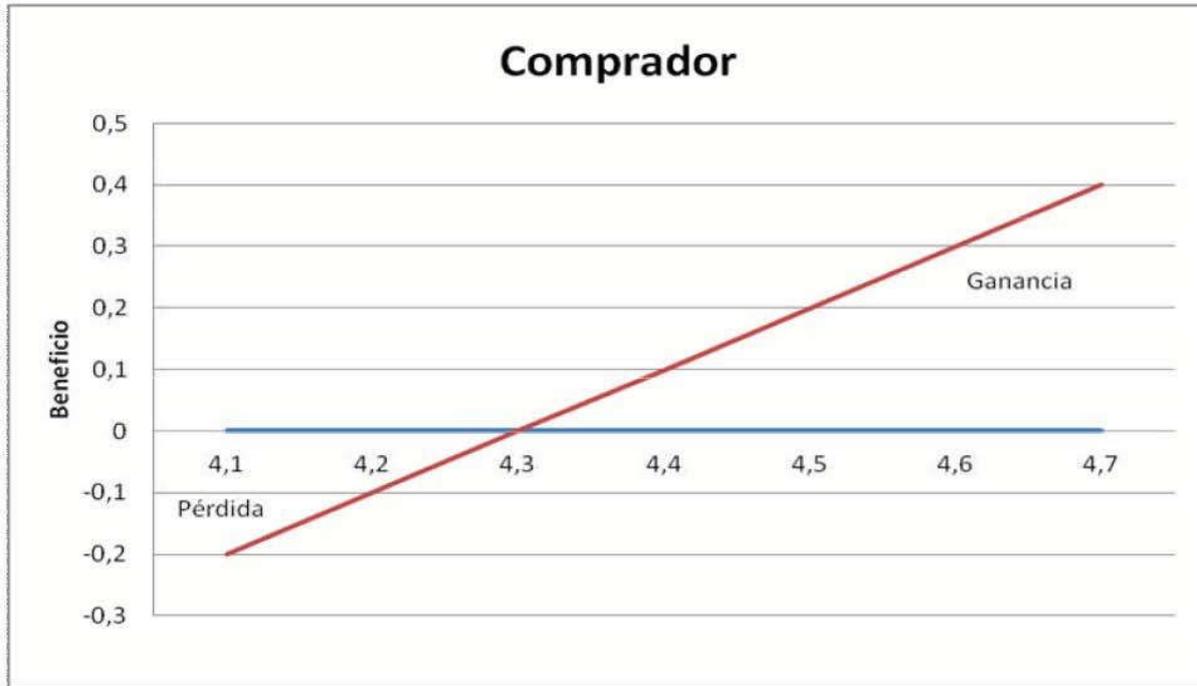
"Es un contrato muy similar al forward pero con la diferencia que cotiza en un mercado regularizado y tipificado"[\(7\)](#). Las partes compran y venden en este mercado (no entre sí) por lo cual las cantidades, precios y fechas ya están establecidas.

En cuanto al riesgo crediticio en este caso lo asume el mercado, para lo cual hay que abrir una cuenta y se les asigna una línea de crédito, muy similar a las que otorgan los bancos, pero a diferencia de estas últimas, en el caso de los futuros se va monitoreando regularmente las operaciones y se debe ir depositando en la cuenta los fondos necesarios (o garantías) para cubrir la operación en caso de que se cerrara en ese día.

Ejemplo: Se pacta un forward/futuro a \$ 4,3 Beneficio = Precio spot al vencimiento — Precio pactado

Situación del comprador

Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Beneficio	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4



Situación del vendedor

Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Beneficio	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4



c) Swaps

"Es un contrato por el cual dos partes se obligan mutuamente a intercambiar una sucesión de flujos de fondos en el futuro"[\(8\)](#). A igual que los forwards/futuros se pueden hacer over the counter (a través de una institución financiera) o directamente con el mercado. En síntesis, no es más que una sucesión de contratos de forwards/futuros. Normalmente se suelen hacer swaps de monedas o de tasas de interés.

d) Opciones

"Es un contrato entre dos partes, en el que la parte compradora adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un determinado activo a un cierto precio a una fecha futura preestablecida. La parte vendedora se obliga a vender o comprar el activo al comprador de la opción, al precio y la fecha estipulada en el contrato. Quien compra una opción paga una prima a quien le vende, y por el pago de esa prima adquiere el derecho a elegir si desea ejercer el derecho estipulado en el contrato"[\(9\)](#).

Según lo refiere Lorenzo A. Preve los elementos de las opciones son:

- * El activo subyacente: es el bien a intercambiar.
- * El strike price o precio de ejercicio: es el precio pactado.
- * La cotización spot: es el precio actual del bien.
- * La cotización al cierre: es el precio al momento del cierre (spot de ese momento).
- * La fecha del ejercicio: es la fecha pactada para intercambiar los bienes si se ejerce.
- * El precio de la opción o prima: es el monto que se paga por el derecho a ejercer.

Existen opciones de compra y de venta, que a su vez las podemos comprar o vender:

Compra de una opción de compra (call): es cuando se compra el derecho, pero no la obligación, de comprar un bien en el futuro a un precio determinado. Para ello se paga una prima.

Ejemplo: Se pacta una opción a \$ 4,3 prima \$ 0,1 Beneficio = — Prima + (Precio spot al vto. — Precio pactado)

Beneficio teórico: es aquel que se obtendría si siempre se ejerce la opción contratada.

Beneficio real: es aquel que se obtendrá en la fecha de vencimiento de la opción pactada, teniendo en cuenta si se ejerce o no la opción.

Situación del comprador de call

Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Prima	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beneficio teórico	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
Beneficio real	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3



Venta de una opción de compra (call): es la contrapartida de la anterior. El vendedor se obliga, no puede elegir ejercerla o no, a vender un bien determinado a un precio y fecha preestablecidos si el comprador ejerce la opción.

Situación del vendedor de call

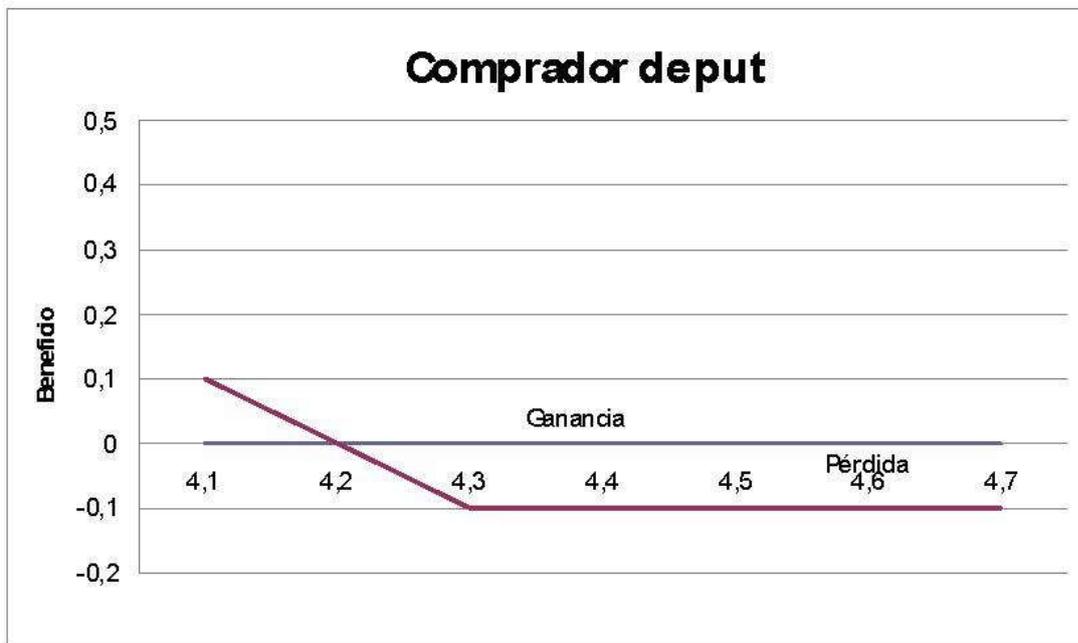
Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Prima	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beneficio teórico	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Beneficio real	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,3



Compra de una opción de venta (put): es cuando se compra el derecho, pero no la obligación, de vender un bien en el futuro a un precio determinado. Para ello se paga una prima.

Situación del comprador de put

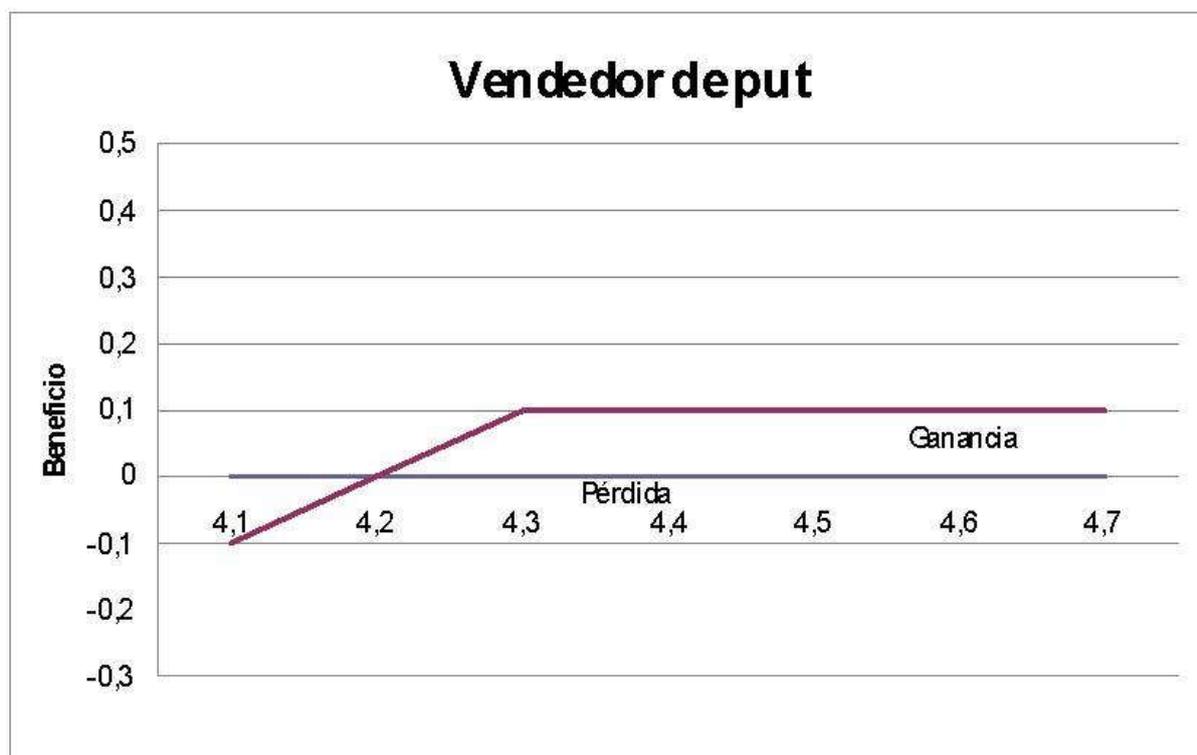
Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Prima	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beneficio teórico	0,1	0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
Beneficio real	0,1	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1



Venta de una opción de venta (put): es la contrapartida de la anterior. El vendedor se obliga, no puede elegir ejercerla o no, a comprar un bien determinado a un precio y fecha preestablecidos si el comprador ejerce la opción.

Situación del vendedor de put

Precio spot al vto.	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
Precio pactado	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Prima	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Beneficio teórico	-0,1	0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Beneficio real	-0,1	0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1



Como resumen de los distintos instrumentos podemos ver en el siguiente cuadro en forma comparativa las principales diferencias, ventajas y desventajas de los forwards, futuros y opciones (no se incluyen los swaps porque en definitiva éstos terminan siendo varios forwards/futuros con distintos plazos):

Comparación entre forwards, futuros y opciones financieras			
	Forwards	Futuros	Opciones
Contrato	Obliga al comprador y al vendedor.	Obliga al comprador y al vendedor.	Obliga al vendedor.
Tamaño del contrato	Determinado por las partes.	Estandarizado.	Estandarizado.
Fecha de vencimiento	Determinada por las partes.	Estandarizada.	Estandarizada. Opción europea: Fecha de ejercicio coincide con fecha de vencimiento. Opción americana: fecha de ejercicio cualquiera hasta la fecha de vencimiento.
Método de transacción	Contratación directa entre las partes.	Abierta en el mercado.	Abierta en el mercado.
Institución garante	Las partes.	Cámara de compensación.	Cámara de compensación.
Ganancias/Pérdidas	No acotadas.	No acotadas.	Acotadas.

Comparación entre forwards, futuros y opciones financieras			
	Forwards	Futuros	Opciones
Aportación inicial y garantías complementarias	Según acuerdos entre las partes.	Margen inicial aportado por las partes contratantes. Garantías complementarias en función de la evolución de los precios de mercado	Margen inicial sólo vendedor. Garantías complementarias en función de la evolución de los precios de mercado

VII. Descripción del mercado local

En Argentina existen diversos mercados en los que se operan contratos de futuros. Estos contratos cubren una amplia gama de activos que van desde commodities de origen agropecuario hasta los activos financieros como ser acciones, tipos de cambio y tasas de interés.

Dentro de estos mercados los más importantes son el Mercado a Término de Buenos Aires (MATba), el Mercado Abierto Electrónico S.A. (M.A.E.), el Mercado a Término de Rosario S.A. (ROFEX) y el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL a través del INDOL).

En cuanto a los contratos transados en éstos se encuentran las operaciones a término en monedas extranjeras, las operaciones a término de tasas de interés, los swaps de índices de tasas de interés, las opciones de compra y venta de títulos y acciones y los contratos de compra y venta de granos a futuro.

A los fines de este trabajo, en este punto nos concentraremos exclusivamente en los contratos de operaciones a término en monedas extranjeras operadas en los mercados MAE y Rofex.

a) Operaciones OTC (over the counter) entre bancos y empresas (M.A.E.)

Se denominan operaciones OTC (siglas en inglés del término over the counter) aquellas transacciones que realizan los agentes financieros desde diferentes ubicaciones y no en un mismo recinto físico. El ejemplo más claro es el Mercado Extrabursátil (MAE) en el cual, mediante un programa por internet (SIOPEL), los agentes (broker dealers) ingresan sus requerimientos de activo financiero a comercializar y a qué precio los quieren hacer. Cuando el sistema detecta una coincidencia se cierra la operación (alguien que compra y alguien que vende el mismo bien al mismo plazo).

"El M.A.E. es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera más importante de la Argentina. El mismo está basado en una plataforma electrónica modular a partir de soportes informáticos específicos, donde se transan títulos de renta fija tanto públicos como privados, divisas, operaciones de pases, y se concretan operaciones de futuros con monedas y tasa de interés. Complementariamente, este soporte tecnológico es utilizado en las licitaciones de letras y bonos del Banco Central de la República Argentina y en la colocación primaria de títulos del Estado Nacional.

El inicio de las actividades del MAE se produjo en el año 1989, es decir que cuenta con más de 20 años de experiencia en el campo de las transacciones financieras electrónicas.

En la actualidad M.A.E. es una entidad autorregulada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores, bajo el marco legal de la Resolución General N° 9934 del 26 de febrero de 1993, que puso en marcha los atributos de la autorregulación a partir de marzo de ese año.

Entre otros, forman parte del MAE los bancos privados de capital nacional, bancos extranjeros, bancos nacionales, bancos provinciales, bancos municipales, bancos cooperativos, compañías financieras, casas de cambio y agentes puros"[\(10\)](#).

b) Operaciones en el Rofex

"El Rofex nace en el año 1909 como respuesta a la necesidad generada por la creciente demanda del mercado de poder lograr contratos que pudieran equilibrar las fluctuaciones de precios generadas principalmente por los desfases temporarios entre las concentraciones tanto de oferta como de demanda.

Este mercado que inicialmente se dedicaba a operar con productos basados en la comercialización de commodities, cuenta hoy con una cartilla de productos financieros. En 1998 lanzó un sistema de operaciones que se desempeña en su totalidad electrónicamente. Los agentes operan directamente con la empresa a través de la extranet, lo que hace que el proceso sea más dinámico y efectivo. Desde el comienzo, el objetivo fue generar un sistema de renovación constante actualizando e incrementando los beneficios y productos. Contando actualmente con sistemas de alta tecnología e incorporando contratos financieros de divisas, bonos y tasas de interés. Rofex es el único mercado de futuros de Sudamérica que registra, compensa, liquida y garantiza sus contratos a través de una cámara compensadora de futuros y opciones. Argentina Clearing House es la primera y única cámara compensadora de futuros y opciones de Argentina, autorizada a funcionar por la Comisión Nacional de Valores en el año 2002. Este sistema, no permite a los intermediarios la compensación interna de las posiciones de sus clientes (neteo), eliminando una vasta fuente de riesgos potenciales a los mismos y protegiendo mejor la plata de los comitentes"[\(11\)](#).

c) Regulaciones del BCRA

Las operaciones de cobertura están reguladas en la Comunicación "A" 4805 del BCRA que reordenó las normas cambiarias al respecto.

En nuestro caso nos vamos a referir a las partes más significativas referidas al sector no financiero.

Podemos dividir las operaciones en dos grupos:

1. Operaciones realizadas y liquidadas en el país por compensación en moneda doméstica (bajo la ley Argentina). No están sujetas al previo cumplimiento de requisitos desde el punto de vista de la normativa cambiaria. En ningún caso estas operaciones deben implicar transferencias de divisas al exterior.

2. Operaciones realizadas con el exterior. No tienen que cumplir con los requisitos previos de conformidad del BCRA (Comunicación "A" 3602 — Informe y validación de operaciones de pagos al exterior) en los siguientes casos:

* Por obligaciones con el exterior (informadas y validadas por la Comunicación "A" 3602 del BCRA). La cobertura no puede superar el monto del pasivo con el exterior.

* Por saldos a pagar de embarques pendientes de importaciones de bienes cuando se hayan realizado anticipos al proveedor del exterior o estén amparados por cartas de crédito abiertas en bancos locales.

* Por exportaciones sobre embarques realizados pendientes de cobro.

* Por contratos de cobertura de tasa de interés por obligaciones con el exterior (informadas y validadas por la Comunicación "A" 3602 del BCRA). La cobertura no puede superar el monto de la deuda con el exterior.

* Por contratos de cobertura de precios de commodities propios de operaciones de comercio exterior.

El resto de las operaciones de futuros, forwards, opciones u otros derivados con el exterior deberán cumplir con los requisitos previos de información y validación del BCRA, tanto para su concertación como para su cancelación.

En todos los casos, cuando haya saldo a favor del cliente local, deberá ingresar y liquidar las divisas en el mercado único y libre de cambios dentro de los 5 días hábiles siguientes al cierre de la operación pero no tendrá la obligación de constituir el depósito no remunerado que hace referencia la Comunicación "A" 4359 del BCRA sobre ingresos de divisas al país.

VIII. Conclusiones

Los conceptos desarrollados en el presente trabajo, nos permiten comprender que casi todas las empresas se encuentran expuestas —directa o indirectamente— al riesgo cambiario.

A su vez, comprendimos que los tipos de cambios nominales sólo nos sirven para entender los precios de los bienes transables que se comercializan en mercados de competencia perfecta (comodities), y que su análisis aislado no nos es suficiente para entender las ventajas competitivas entre dos países. Para este propósito, consideramos que el tipo de cambio real es el indicador más apropiado, ya que el mismo refleja el tipo de cambio nominal por el diferencial de inflaciones entre los países bajo análisis.

En cuanto a los contextos macroeconómicos, entendemos que las decisiones que cada país adopte en relación con su sistema cambiario y su política monetaria, tendrá efecto en la determinación del tipo de cambio real, el cual a su vez impactará en la posición competitiva de las empresas. Por este motivo es de suma importancia comprender estos factores y monitorear su evolución a través del tiempo.

Adicionalmente, y más allá de decisiones que cada país adopte en relación con su sistema cambiario, no es posible predecir el comportamiento futuro del tipo de cambio, por lo que es necesario entender en qué medida los flujos de caja futuros de la empresa pueden resultar afectadas por las variaciones inesperadas en éste. En tal sentido, existen metodologías que permiten analizar el grado de exposición de la empresa al tipo de cambio, como así también existen diversas estrategias de cobertura que nos permiten reducir esta exposición.

En línea con esto, y sin perjuicio de la decisión adoptada en torno a las estrategias de cobertura, es necesaria la implementación de un sistema de medición y monitoreo de estos riesgos que permitan su incorporación al tablero de comando de la empresa.

Para este propósito, existen disponibles en el mercado argentino diversos instrumentos de

cobertura, siendo los mas difundidos los futuros y forwards. Estos instrumentos nos permiten reducir la exposición al tipo de cambio, fijando el precio de éste de manera anticipada. No obstante, es importante recordar que toda estrategia de cobertura implica un costo, por lo cual antes de su implementación corresponde la realización de un análisis de costo-beneficio.

Si bien consideramos que estos conceptos y herramientas son de gran utilidad, no pretenden constituirse en una receta para la gestión del riesgo cambiario, ya que las particularidades de cada mercado, negocio y empresa demandan un análisis pormenorizado y el ineludible uso de juicio profesional. No obstante, entendemos que una gestión del riesgo cambiario en la empresa puede considerarse exitosa, en la medida en que ésta nos permitirá reducir la volatilidad esperada de sus flujos futuros de fondos.

BIBLIOGRAFIA

1. International Business: Competing in the Global Marketplace, 4th Edition. Charles W.L.Hill - Mc. Graw Hill 2003.

2. Statement on International Management Accounting Practices 3: Currency Exposure and Risk Management- IFAC February 1996.

3. Gestión de riesgo: Un enfoque estratégico. Lorenzo A. Preve — Temas Grupo Editorial SRL 2009.

4. International Financial Markets and the Firm. Piet Sercu and Raman Upal - South Western College Publishing 1995.

5. The Nature and Causes of Foreign Currency Exposure. John J. Pringle and Robert. A. Connolly — Journal of Applied Corporate Finance.

6. Currency exposure and risk management - Statement of International Management Accounting practices (to replace current IMA 3) IFAC Feb, 1996.

7. Applying COSO's Enterprise Risk Management — Integrated Framework - IIA The Institute of Internal Auditors.

8. www.pianobursatil.com.ar

9. www.mae.com.ar

10. www.rofex.com.ar

11. www.inversorglobal.com.ar

(1) Son aquellos bienes que por su naturaleza pueden ser comercializados tanto en forma doméstica como en mercados internacionales. Éstos incluyen tanto a las manufacturas industriales como a los commodities. Se diferencian de los bienes no transables, en que estos últimos solamente son comercializados en el mercado doméstico (servicios).

(2) Es el tipo de cambio de Mercado para las operaciones de compra/venta de moneda extranjera de contado. Representa el precio que un comprador (vendedor) está dispuesto a pagar (recibir) para adquirir (vender) una unidad de moneda extranjera.

(3) Abuaf and P.Jorion - Purchasing power parity in the Long Run "Journal of Finance" March 1990. R. Meese "Currency Fluctuation in the Post Bretton Woods Era". Journal of Economic Perspectives. 1990.

(4) Índice de precios internos al por mayor (IPIM) Dic 2001 vs Dic 2002.

(5) Gestión de riesgo: Un enfoque estratégico. Lorenzo A. Preve - Temas Grupo Editorial SRL 2009.

(6) www.pianobursatil.com.ar

(7) Gestión de riesgo: Un enfoque estratégico. Lorenzo A. Preve - Temas Grupo Editorial SRL 2009.

(8) Gestión de riesgo: Un enfoque estratégico. Lorenzo A. Preve - Temas Grupo Editorial SRL 2009.

(9) www.mae.com.ar

(10) www.rofex.com.ar

(11) www.inversorglobal.com.ar