

# ¿Cobertura o apuesta?

**Las empresas de América Latina emplearon nuevas técnicas para protegerse de las fluctuaciones cambiarias. Algunas las usaron para apostar, y terminaron perdiendo en grande**

*Herman Kamil, Bennett W. Sutton y Chris Walker*

**E**NDEUDARSE en moneda extranjera puede ser un arma de doble filo para las empresas en mercados emergentes. A menudo los pasivos en moneda extranjera permiten obtener financiamiento a menor costo y plazos más largos que los contraídos en moneda local, pero también pueden exponer los balances a las oscilaciones del tipo de cambio. A fines de la última década y comienzos de la actual, la fuerte depreciación de las monedas en varios países de América Latina elevó el valor de las obligaciones en moneda extranjera de las empresas en relación con sus activos e ingresos, comprometiendo en muchos casos la capacidad de repago de sus deudas. Esto, a su vez, exacerbó los problemas del sistema bancario de muchos de esos países.

En la última década, las empresas han enfrentado mayores fluctuaciones diarias del tipo de cambio, a medida que muchos países han flexibilizado más su régimen cambiario. Los tipos de cambio más flexibles han permitido un mejor ajuste ante los shocks externos y una mayor independencia de la política monetaria. Además, han sido un incentivo para que las empresas administraran mejor su riesgo cambiario porque ya no podían depender de que el banco central mantuviera los movimientos de la moneda dentro de una banda preanunciada.

En un estudio reciente (Fondo Monetario Internacional, 2008) se analizó la vulnerabilidad del sector empresarial de América Latina a las variaciones del tipo de cambio entre 1994 y 2007. Se observó que las empresas redujeron fuertemente la exposición de sus balances financieros a una fuerte devaluación de la moneda. Las empresas disminuyeron la proporción de deuda contraída en moneda extranjera, y al mismo tiempo recurrieron más a las coberturas cambiarias “naturales” (ingresos por exportaciones y activos en dólares) para compensar el riesgo en dólares resultante de sus pasivos. Pero después de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, se puso en evidencia un nuevo factor de vulnerabilidad. Algunas empresas, especialmente las más grandes y sofisticadas, habían utilizado contratos de derivados financieros para apostar a los movimientos del tipo de cambio, y terminaron sufriendo grandes pérdidas cuando las monedas locales cayeron estrepitosamente. Ello no solo generó problemas financieros para las empresas, sino también serias dificultades en los mercados de divisas.

## **Balances más sólidos**

Para analizar la vulnerabilidad del sector empresarial, se utilizó una nueva base de datos a nivel microeconómico que combina información de los balances financieros con datos del mercado accionario para 1.200 empresas (financieras y no financieras) que cotizan en los mercados bursátiles en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. En ese estudio se describió la evolución de la posición neta en moneda extranjera de las empresas durante un lapso relativamente largo (1992–2007). Asimismo, se analizó la sensibilidad del precio de las acciones de las empresas a las variaciones del tipo de cambio en dos subperíodos, 1995–98 y 2004–07. Finalmente, se realizaron pruebas para determinar si la respuesta del valor de mercado de las empresas a las fluctuaciones cambiarias había variado a través del tiempo.

Se observó que en esta última década las empresas que cotizan en bolsa en América Latina han disminuido, en general, su vulnerabilidad al riesgo cambiario reduciendo sustancialmente el descalce de monedas en *sus balances*. Lo hicieron recurriendo menos a la deuda en moneda extranjera y calzando más sistemáticamente los pasivos con activos en moneda extranjera o con los flujos esperados de ingresos en dólares, con lo cual, en promedio, quedaron sustancialmente más protegidas frente al riesgo cambiario. También se observó que en una proporción significativa de empresas, el impacto de las variaciones del tipo de cambio en el precio de las acciones había disminuido considerablemente desde mediados de 2000. Estos resultados sugieren que las empresas son ahora más conscientes del riesgo cambiario, y en consecuencia adaptaron la estructura de sus balances y prácticas de gestión de riesgos a los potenciales desafíos de una mayor flexibilidad cambiaria.

## **La especulación de las empresas resultó ser desastrosa**

Pero algunas grandes empresas de Brasil y México se embarcaron en operaciones especulativas con derivados en moneda extranjera que las dejó expuestas a los movimientos del tipo de cambio. En lugar de usar esos instrumentos financieros para *cubrir*, o *aislar*, la exposición de sus balances frente a tales movimientos, algunos exportadores y otras empresas no financieras de esos dos países tomaron grandes posiciones especulativas en derivados para aprovechar la apreciación de la moneda local y los diferenciales positivos entre las tasas de interés locales y las tasas en dólares de

Estados Unidos, en general más bajas. Cuando el real brasileño y el peso mexicano se depreciaron fuertemente entre septiembre y noviembre de 2008, esas empresas sufrieron grandes pérdidas (véase el cuadro). Los bancos centrales intervinieron con fuerza en los mercados de divisas para contener el efecto de esas pérdidas y responder a la consiguiente demanda extraordinaria de dólares. Operaciones similares con derivados se registraron, con consecuencias también negativas, en varios mercados emergentes, como la República de Corea, Polonia e India (véase “Las consecuencias de jugar con fuego” en esta edición).

La exposición en derivados cambiarios a menudo consistía en opciones sobre divisas, que otorgan al inversionista el derecho de comprar o vender una moneda a un precio prefijado durante un determinado período de tiempo. En Brasil y México, algunas empresas entraron en complejas estructuras de opciones, ya sea como una apuesta contra la depreciación de la moneda local, o como una fuente de financiamiento menos costosa pero también más riesgosa que un préstamo bancario en dólares. Muchas de las posiciones resultantes estaban estructuradas de manera tal que las pérdidas se acumulaban más rápidamente después de depreciarse la moneda local más allá de un cierto valor. Aunque esas operaciones eran rentables cuando la moneda local se apreciaba, o incluso si el tipo de cambio no fluctuaba demasiado, las pérdidas aumentaron al depreciarse fuertemente las monedas tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

A cuánto ascendieron esas pérdidas es difícil de determinar, pero en Brasil y México fueron lo suficientemente grandes como para inducir una respuesta significativa de los bancos centrales. La exposición al riesgo cambiario por instrumentos derivados generó sustanciales pérdidas contables y amenazó con amplificar el shock posterior a septiembre en los mercados de divisas. Esto resultó de la mayor demanda de dólares por parte de las empresas para cubrir las garantías adicionales requeridas por sus contrapartes al ajustarse sus posiciones según precios de mercado. Ello llevó al banco central de México a realizar, por primera vez en una década, una importante intervención discrecional sin reglas preanunciadas. En Brasil, el banco central vendió contratos a futuro sobre dólares para ayudar a las empresas afectadas a cubrir o desarmar sus posiciones y reducir la volatilidad del mercado.

La fuerte caída que sufrieron las acciones de aquellas empresas que revelaron sus pérdidas por derivados es evidencia clara que la exposición a derivados cambiarios fue una “sorpresa” para los mercados.

### Consecuencias para las políticas

Una interpretación plausible de los resultados observados es que la tendencia en la mayoría de los países de la región hacia regímenes cambiarios más flexibles durante la última década ha dado a las empresas incentivos suficientes para administrar el riesgo cambiario y resistir mejor los shocks externos. A juzgar

por los episodios recientes de Brasil y México, sin embargo, a medida que los derivados financieros se vuelven más sofisticados y complejos es preciso adaptar el marco regulatorio a la evolución del mercado y reforzar las prácticas de supervisión prudencial.

Los organismos supervisores y el público necesitan información más detallada sobre la exposición de las empresas no financieras a las posiciones en derivados. La crisis mundial reveló deficiencias en la divulgación de datos financieros y en la comprensión de los riesgos subyacentes. Las actividades financieras de las empresas no financieras se extendieron a ámbitos tales como los contratos de derivados *offshore* sujetos a un grado limitado de exigencias de información o de aplicación efectiva de las normas, lo que impide a los reguladores evaluar la concentración de riesgos. Las sorpresas que deparó la exposición de las empresas de Brasil y México a los derivados cambiarios, y la reacción de los mercados de divisas y los bancos centrales, ilustran las posibles consecuencias macroeconómicas de la falta de información suficiente sobre las actividades financieras del sector empresarial.

Los recientes episodios de Brasil y México también revelaron deficiencias en la gestión del riesgo financiero a nivel de las empresas, a lo que se sumó la falta de información adecuada por parte de los proveedores de los instrumentos, es decir, los bancos que debían haber asesorado a los compradores de opciones acerca de los riesgos que asumían. Las autoridades deben tomar conciencia de la distorsión de incentivos que genera un entorno de baja volatilidad, y de la posibilidad de que en tiempos de calma los bancos y sus clientes asuman riesgos excesivos.

Es conveniente que los organismos supervisores de los países donde los mercados *over-the-counter* de derivados son importantes mejoren la transparencia y la divulgación de información de esas operaciones, y que las instituciones financieras que operan en esos mercados declaren esas transacciones con mayor frecuencia y dando información más detallada sobre los instrumentos y sus contrapartes. También convendría alentar la negociación bursátil de los derivados para reducir el riesgo de contraparte y elevar la transparencia. Esas medidas permitirían evaluar mejor cualquier acumulación de riesgos sistémicos provenientes de las transacciones con derivados y también fortalecer la disciplina de mercado al permitir que los inversionistas finales realicen parte de la investigación y evaluación previa actualmente

a cargo de las agencias calificadoras. Las autoridades de México y Brasil ya están avanzando en esa dirección. ■

*Herman Kamil es Economista, Bennett W. Sutton es Oficial Principal de Investigación y Chris Walker es Economista Principal del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.*

#### Referencia:

Fondo Monetario Internacional, 2008, “Vulnerabilidad del sector corporativo: ¿Han reducido las empresas su exposición al riesgo cambiario?”, Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas, capítulo 5 (Washington, octubre).

### Perder la apuesta

Varias empresas importantes de Brasil y México sufrieron grandes pérdidas en el cuarto trimestre de 2008 por haber usado derivados cambiarios exóticos.

Empresa	Pérdida (millones de dólares)	Pérdida (porcentaje de activos totales)
México		
Comerci	2.200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
Brasil		
Sadia	2.400	41
Aracruz Celulose	2.100	42
Grupo Votorantin	1.000	55

Fuentes: México, informes financieros trimestrales de las empresas; Brasil, informes de prensa; Bloomberg LLP y Reuters.