

Octubre 2006

Creando valor con coberturas de riesgos

Damián Falcone

Profesor titular de Estructura Económica de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Palermo.

El sostenido proceso de profundización y expansión de las relaciones económicas entre agentes públicos y/o privados en todo el mundo, conocido como globalización financiera, representa un escenario con nuevos desafíos para las empresas que participan en el comercio internacional. El crecimiento económico de Asia, Europa del Este y, en menor medida, América Latina significa que nuevos participantes comienzan a influir en la economía global. El objetivo de este trabajo es enunciar y cuantificar, mediante un caso de estudio, los beneficios de utilizar estrategias apropiadas de cobertura.

Aspectos generales de la cobertura de riesgo

Conforme las empresas incrementan su participación en los mercados internacionales, se incrementan los riesgos a los cuales éstas se encuentran expuestas (Market Risk). Los mismos pueden descomponerse en riesgo de tipo de cambio, de tasa de interés y de precio de los commodities¹. En este contexto de creciente volatilidad en los mercados internacionales, buscar estrategias que tengan como objetivo reducir los riesgos de mercado de las empresas, les deparará a las mismas los siguientes beneficios:

- ◇ Incrementar la estabilidad en el balance, lo que a su vez redundará en una mayor capacidad de enfrentar planes de expansión de largo plazo.
- ◇ Aumentar la competitividad, al permitir mantener los precios y los márgenes de ganancia ante variaciones en el precio de los insumos. Por ejemplo, el incremento del precio de los combustibles impacta directamente en las tarifas de las compañías aéreas que no cuentan con estrategias de cobertura eficientes.
- ◇ Capturar las ventajas de la internacionalización económica, participando de ella activamente pero a su vez con una menor exposición a la volatilidad de los mercados.
- ◇ Incrementar la valuación en el mercado al presentar un perfil de riesgo acotado.
- ◇ Mejora su calificación crediticia, lo que conlleva a disminuir el costo del endeudamiento.

La situación en la Argentina

El crecimiento exportador de la economía argentina a partir del 2002 está muy relacionado a la devaluación de la moneda local. En este sentido, la volatilidad del tipo de cambio impacta directamente en la competitividad de las firmas que participan activamente en el comercio internacional, ya sea como exportadoras o como importadoras de bienes de capital.

¹ Las compañías también enfrentan riesgos de liquidez, de crédito y operacional pero los mismos no forman parte del presente análisis.

La exposición a la suba de la tasa de interés de las firmas locales se relaciona con el mercado de deuda doméstico. La posibilidad de tomar deuda a tasa flotante conlleva necesariamente un riesgo frente a la suba de la tasa de interés en el futuro. Adicionalmente, en el contexto actual, las empresas se encuentran expuestas al riesgo de inflación. En este sentido debe prestarse atención a la capacidad de la misma de incrementar sus precios de acuerdo al IPC o IPM² y, a su vez, a su exposición al aumento de salarios e insumos. Este análisis cobra mayor importancia en economías bajo control de precios en determinados sectores.

Lo expuesto recientemente se enfrenta, en la actualidad, con el pobre desarrollo del mercado de derivados en nuestro país. En el 2005 se negociaron en el mundo 10.000 millones de contratos futuros y opciones, de los cuales Argentina sólo representa un 0.1%. América Latina explicó el 5.9% gracias al peso de Brasil (4.7%)³. De acuerdo a una encuesta del BCRA⁴ casi la mitad de las entidades financieras argentinas no realizaron ninguna operación de derivados en los últimos seis meses. La escasa actividad estuvo centrada en contratos Forwards con el objetivo de lograr coberturas sobre el tipo de cambio. Prácticamente no se observaron operaciones de cobertura de tasa de interés ni de inflación.

Cabe destacar que la participación de las empresas no-financieras en este mercado es muy baja, sólo el 10% de las operaciones concertadas estuvieron dirigidas a dichas firmas. Lograr un mayor desarrollo de este mercado requiere de algunos avances por parte de las autoridades. Por ejemplo, es importante avanzar sobre la incorporación del *netting* para compensar las deudas, lograr que las garantías sean ejecutables para mejorar el riesgo legal y aportar tasas de referencias (benchmark) confiables.

Incrementando el valor de la empresa. La evidencia académica

Numerosos estudios han demostrado que las estrategias de cobertura de tasa de interés, tipo de cambio y del valor de los commodities aumentan la valorización de la empresa en el mercado. Un estudio en Estados Unidos demostró que las empresas que cubrían su exposición al tipo de cambio contaban con una valorización extra del 5% sobre las que no lo hacían⁵.

Adicionalmente, una investigación sobre 386 ADRs con exposición cambiaria identificó un premium entre 9%-20% para las firmas que utilizaban derivados de tipo de cambio⁶.

Citigroup⁷ realizó un estudio de carácter inter-regional e inter-industrial sobre 647 firmas de los mercados emergentes en el cual determinó que existe una relación directa entre la reducción de la volatilidad de los ingresos y de los cashflows, por un lado, y el incremento del

² Índice de Precios Mayoristas e Índice de Precios Minoristas.

³ Instituto del Mercado de Capitales del Merval.

⁴ “Encuesta de productos financieros derivados”, Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. Banco Central de la República Argentina, Noviembre de 2005.

⁵ “The use of foreign currency derivatives and firm market value,” Allayannis and Weston, Review of Financial Studies, 2001.

⁶ “Corporate Governance and the Hedging Premium Around the World,” Allayannis, Lel, and Miller, working paper, University of Virginia, 2004.

⁷ “Creating Value by Hedging Risk in the Emerging Markets”, Stendevad, Allayannis, Kimyagarov, Simonetti, Citigroup, 2006

valor de la empresa, por el otro. Concretamente, un 10% de disminución en las volatilidades mencionadas se corresponde con un aumento de 3% o 4% en la valuación.

Hedging Premium. Impacto en la valuación de una firma con cobertura

Diferencia (%) en el valor de mercado ante una reducción de 10% en la volatilidad de ingresos.

Asia	3.3%
A. Latina	1.7%
Europa Central	5.1%
Mercados Emergentes (en conjunto)	2.9%
Estados Unidos	2.2%

Fuente: Bloomberg y Citigroup.

Por último, de acuerdo a los estudios de Carter, Rogers y Simkins, sobre 26 compañías aéreas norteamericanas, realizar estrategias de cobertura sobre el valor del combustible incrementó la valuación de las mismas entre un 12% y 16%.

Caso de estudio

Con el objetivo de ilustrar de qué manera los riesgos de mercado impactan en la rentabilidad de las empresas y comprender cómo puede reducirse la volatilidad de los mismos mediante las estrategias de cobertura, se presenta un caso de estudio hipotético sobre una empresa agro-exportadora argentina.

Las exportaciones de esta empresa significan el 66% de las ventas. La estructura de costo es predominantemente en moneda local. Dos elementos dentro de la mencionada estructura se encuentran alcanzados por riesgos financieros: el gas oil utilizado por las máquinas y los intereses sobre la deuda a tasas variable. El perfil de la compañía puede describirse mediante la figura 1.

Figura 1. Cuadro de resultados y otros inputs relevantes para la evaluación del riesgo.

	Moneda original	Moneda Local
Ventas en dólares	13,000	40,300
Ventas en euros	10,000	39,000
Ventas en moneda local	40,000	40,000
Total de ventas (A)		119,300
Gastos en moneda local	50,000	50,000
Gastos en gas oil	36,000	36,000
Total de gastos		86,000
Ingresos (B)		33,300
Depreciación		6,000
Intereses sobre deuda en usd		3,033
Impuestos		2,079
Otros gastos		11,112
Ingreso Neto(C)		22,188

Ingreso Neto (margen) (C/A)	19%
-----------------------------	-----

Ingresos antes de impuestos (margen) (B/A)	28%
--	-----

Volatilidad	2sd Vol
Gas Oil	15%
Tasa de interés de pesos	9%
Euro	10%
USD	4%

Figura 2. Estrategias de cobertura y su impacto en resultados.

	Ingreso Neto Esperado (INE)	INE 2 como % INE	Ingresos antes de impuestos (margen)	Ingreso Neto (margen)
Ingreso Neto Esperado (INE)	22,188	-	28%	19%
Ingreso Neto Esperado (INE 2)	10,912	49%	20%	10%

Estrategias de coberturas

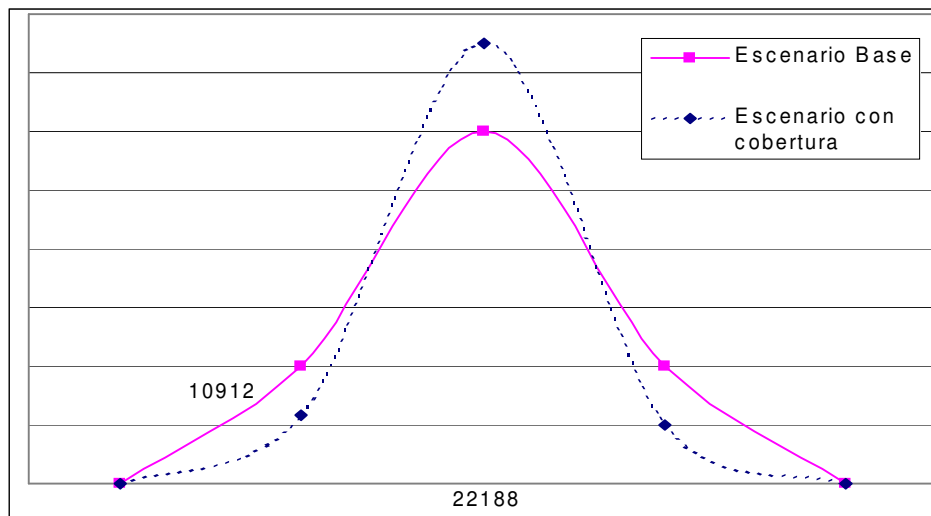
Cobertura sobre las exportaciones dólares (1)	56%	22%	13%
Cobertura sobre las exportaciones euro (2)	67%	22%	13%
Cobertura sobre el precio del gas oil (3)	74%	24%	14%
Cobertura sobre la tasa de interés (4)	51%	20%	10%

INE
INE 2

Ingreso Neto Esperado
Ingreso Neto Esperado con cambios adversos en las variables de acuerdo a las volatilidades definidas. (95% de confiabilidad en un año)

- (1) Realizado mediante forwards de tipo de cambio
- (2) Realizado mediante forwards del precio del gas oil
- (3) Realizado mediante swaps de tasa de interés.

Figura 3. Distribución estadística del los Ingresos Netos.



La figura 2 muestra el impacto de las distintas estrategias de cobertura en un horizonte temporal de un año⁸. Dadas las condiciones descritas en este hipotético ejemplo, la estrategia de

⁸ El presente ejercicio muestra movimientos no correlacionados de las variables (tipos de cambio, tasas de interés y precio de los commodities). Podría perfeccionarse utilizando una simulación Monte Carlo para analizar las volatilidades y las correlaciones de los factores relevantes; los fines explicativos e introductorios de este trabajo no necesariamente ameritan dicho análisis.

cobertura sobre los commodities (gas oil, cobertura 3) parece ser de relevante importancia pues es la que incrementa los ingresos antes de impuestos y los ingresos netos en mayor medida.

Al definir dichas estrategias debe analizarse la posibilidad de crear coberturas naturales (natural hedge) entre tipos de cambio y tasas de interés. Por ejemplo, una empresa con deuda a tasa flotante en pesos y con ingresos en dólares tiene una cobertura natural. Si el tipo de cambio (peso/dólar) aumenta, seguramente también lo harán las tasas de interés, con lo cual el mayor costo de intereses de deuda se neutralizará con un mayor valor de sus ventas una vez convertidas a moneda local.