

GUIA 1: CONCEPTOS BASICOS DEL MERCADO CAMBIARIO

Estimado lector:

Si usted es exportador esta viviendo en carne propia la acelerada apreciación de nuestra moneda frente al dólar norteamericano. Las consecuencias que este movimiento del mercado cambiario trae consigo son claras: aumentan sus costos, los que mayoritariamente están expresados en moneda nacional y por consiguiente se reduce, o en el peor caso, se elimina su margen de ganancia.

Defenderse de este fenómeno económico es imperativo si usted quiere sobrevivir y prosperar. La pregunta que probablemente se esta haciendo es cómo.

Sabe usted, que existen en el mercado financiero instrumentos que le permiten protegerse de los movimientos adversos del tipo de cambio? O ¿qué puede establecer estrategias internas simples pero efectivas para no verse afectado por el aumento del precio del nuevo sol?

Contestar estas preguntas es uno de los propósitos que tiene las dos guías que a continuación se presentan.

Cada una de las guías aborda temas específicos del quehacer comercial y financiero vinculado al mercado cambiario. Dichos temas se han desarrollado dando respuestas a preguntas seleccionadas por la relevancia que tienen al despejar las dudas más comunes entre los pequeños y medianos exportadores. Lo anterior se complementa con un glosario que explica concisamente el significado de los términos más utilizados.

La estructura secuencial de las preguntas ha sido elaborada, cuidadosamente, para que cubran los temas escogidos, llevando al lector a descubrir las respuestas desde los conceptos básicos hasta los más complejos en un lenguaje simple y fácilmente accesible para todos los que utilicen este material.

Por la forma como han sido elaborados las guías, estas pueden utilizarse en forma secuencial o de acuerdo a las preferencias del usuario, el cual puede enfatizar la lectura del material que lo ayude a complementar sus conocimientos sobre los temas seleccionados.

La presente guía esta enfocada a desarrollar los Conceptos básicos del mercado cambiario.

Gracias

INDICE

- **¿QUE ES EL MERCADO CAMBIARIO?**
- **¿COMO SE DETERMINA EL PRECIO DE LAS DIVISAS?**
- **¿COMO SE APRECIA Y DEPRECIA LA MONEDA LOCAL?**
- **¿CUAL ES EL EFECTO DE LAS VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO EN LA COMPETITIVIDAD DE UNA PYME EXPORTADORA?**
- **¿QUE PAPEL JUEGAN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN EL MERCADO CAMBIARIO?**
- **¿QUE SE ENTIENDE POR GESTIÓN DE RIESGOS Y CUAL ES EL ROL DE LAS COBERTURAS EN ESE PROCESO?**
- **¿CUALES SON LOS OBJETIVOS DE REALIZAR COBERTURAS?**
- **¿CUALES SON LOS MECANISMOS DE COBERTURA EXISTENTES EN EL MERCADO CAMBIARIO ACCESIBLES PARA LAS PYMES?**
- **¿POR QUE ES UTIL LA PLANIFICACIÓN FINANCIERA CUANDO SE UTILIZAN DERIVADOS CAMBIARIOS?**
- **¿QUE MEDIDAS DE CONTROL INTERNO SE DEBEN IMPLANTAR CUANDO SE USAN DERIVADOS?**
- **¿EXISTEN MEDIDAS DE COBERTURA ADICIONALES A LAS QUE BRINDA EL SISTEMA FINANCIERO?**
- **GLOSARIO**
- **NOTAS AL PIE**

- **¿QUE ES EL MERCADO CAMBIARIO?**

Un mercado, en el sentido más amplio posible, es un lugar físico o electrónico en donde se encuentran compradores y vendedores de bienes y servicios.

Un mercado brinda grandes ventajas a los agentes económicos que lo utilizan. Entre las principales, se pueden reseñar:

- *Fija precios:*

Un lugar que reúne a compradores y vendedores ofrece una estimación confiable de la escasez o abundancia del bien o servicio en la economía. Si hay escasez el precio se ajustará hacia arriba; en contraposición, la abundancia disminuirá el precio.

¿SABIA USTED QUE...?

- Las principales ventajas que un mercado brinda son:

Fija precios
Otorga liquidez
Reduce costos de transacción

- El mercado cambiario es el lugar físico o electrónico donde el bien que se transa es la moneda de un país con el cual se mantienen relaciones comerciales.
- El mercado cambiario existe para que los agentes económicos (familias, empresas y gobierno) puedan convertir moneda extranjera a moneda local y viceversa.

En ese sentido, un mercado disminuye lo que en economía se llama la asimetría de información. Esto significa que la información relevante es compartida por todos los actores económicos (empresas, familias y gobierno) lo que hace menos probable que sea utilizada por alguien que al tener mayor información que el resto pueda obtener ganancias extraordinarias (“rentas” en términos económicos) derivadas

del uso de dicha información.

- *Otorga liquidez*

Un mercado no sólo reúne a los demandantes y ofertantes de los bienes y servicios ahí ofrecidos sino también atrae a los **especuladores**¹, los que tratan de obtener ganancias tomando posiciones compradoras o vendedoras de acuerdo a sus estimaciones de la oferta y demanda. Se puede decir, entonces sin temor a equivocarse, que en un mercado siempre habrá un comprador para un vendedor (y viceversa)

- *Reduce **costos de transacción***

Un lugar centralizado implica que los agentes económicos que van allí saben que siempre habrá compradores (o vendedores) para su producto o servicio. Las ventajas que esto conlleva en los denominados **costos de transacción**, que son los costos monetarios o no monetarios en los que uno incurre para “cerrar” la operación², son evidentes. Imaginar los costos que acarrearía tener que buscar a la contraparte de la operación que quiere realizar (un comprador si quiere vender o un vendedor si quiere comprar) sin la existencia de un mercado desafía la imaginación.

Un mercado cambiario, también conocido como **mercado de divisas**, es un lugar físico o electrónico en donde el bien ofertado y demandado es la moneda (**divisa**) de un país con el cual se mantienen relaciones comerciales. Sin duda alguna, la

moneda que más se transa en este mercado a nivel local es el dólar norteamericano, seguido a gran distancia por el **euro**.

Se pueden diferenciar claramente dos tipos de mercados: el formal y el informal. Este último está representado por las personas que se dedican a comprar y vender moneda extranjera en las calles de las principales ciudades del país. El mercado formal, por su parte, está compuesto por las casas de cambio y las operaciones que se realizan en instituciones financieras.

¿Para que existen los mercados cambiarios? La respuesta es simple: existen para que los agentes económicos (familias, empresas y gobierno) puedan convertir la moneda extranjera a moneda local y viceversa. La primera operación se denomina venta de divisas y la segunda, compra de divisas. Los motivos para realizar estas operaciones de venta varían en un amplio espectro: van desde convertir a moneda doméstica (nuevos soles) remesas de parientes que trabajan en el exterior a pasar a nuevos soles los pagos recibidos por operaciones de exportación. De la misma manera, alguien compra divisas para trasladar los soles que posee a la moneda extranjera de su preferencia con el fin de comprar bienes y servicios en el extranjero, ahorrar o viajar al exterior.

A nivel local, las operaciones de compra-venta de moneda extranjera son realizadas por instituciones financieras (bancos) y agentes formales (casas de cambio) e informales (cambistas) por un lado, y familias y gobierno por el otro. Sin embargo, países con sistemas financieros más sofisticados también incorporan al **mercado de capitales** en donde a través de las **Bolsas de Valores** se pueden comprar o vender moneda extranjera a través de contratos estandarizados a los que se denominan **contrato de futuros**.

• ¿COMO SE DETERMINA EL PRECIO DE LAS DIVISAS?

Al precio por el cual una moneda se cambia por otra se le denomina **tipo de cambio**. Un tipo de cambio alto implica que hay que entregar más cantidad de moneda local por unidad de moneda extranjera.

Existen dos clases de tipos de cambio³: el *tipo de cambio nominal* y el *tipo de cambio real*. El primero se define como el precio relativo de dos monedas, expresado en unidades monetarias (el precio del dólar expresado en unidades monetarias locales es un típico ejemplo). El segundo es el precio relativo de dos canastas de consumo y sirve para medir el poder adquisitivo de una moneda en el

¿SABIA USTED QUE...?

- Una divisa es cualquier moneda de un país con el cual el Perú mantiene relaciones comerciales.
- El precio por cual una moneda se cambia por otra se denomina tipo de cambio.
- Existen dos clases de tipo de cambio. El tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real.
- Como en cualquier precio de la economía el tipo de cambio se determina por la interacción de la oferta y la demanda.
- Uno de los principales determinantes del precio de las divisas es el diferencial de tasas de interés.
- El tipo de cambio puede pronosticarse. El análisis fundamental y el análisis técnico son las principales técnicas utilizadas.

extranjero. Además el tipo de cambio se puede medir con relación a otra moneda al cual se le denomina *TC bilateral* o a un conjunto de monedas (*TC multilateral*). Este último es una medida ponderada de los tipos de cambio reales bilaterales con distintos países. La base de la ponderación es la proporción que el comercio con esos países tiene dentro del comercio total del país.

Como cualquier precio en la economía, el tipo de cambio se determina por la interacción de la oferta y la demanda.

Cabe destacar que la demanda por moneda extranjera es una demanda derivada, pues nace de las

necesidades que tienen las empresas, familias y el gobierno para adquirir activos físicos (maquinaria y equipo, insumos, etc.) o financieros (acciones, bonos, etc.) de otros países.

La demanda por divisas, es decir la cantidad de moneda extranjera que planean comprar los agentes económicos locales a lo largo de un período está determinado por tres factores: *el precio de la divisa (tipo de cambio)*, *las tasas de interés locales y extranjeras*, y *la expectativa sobre el tipo de cambio futuro*.

Como todo bien en la economía, la demanda de divisas esta en función inversa del precio (tipo de cambio). Esto quiere decir que, si el tipo de cambio es alto, entonces la cantidad demandada disminuye y viceversa⁴. Las razones por las que el precio influye en la demanda tienen que ver con dos causas: *el efecto importaciones* y *el efecto del beneficio esperado*. A mayor monto importado hay mayor necesidad de demandar dólares. Si la cantidad de divisas en la economía es constante, un mayor apetito por moneda extranjera presionará hacia arriba el precio de la misma. Por otro lado, si los agentes económicos esperan mayores beneficios por mantener divisas, mayor será la cantidad demandada en el mercado, lo que presionará hacia arriba el precio.

Por otro lado, si la tasa de interés que reciben los agentes económicos por sus activos en el exterior es mayor que la que reciben en el país, entonces mayor será su deseo de comprar activos financieros extranjeros y esto ocasionará que

demanden más moneda extranjera. Aquí lo que verdaderamente importa es el *diferencial de tasas de interés*, es decir la diferencia entre las tasas de interés externas y las locales. A mayor brecha entre dichas tasas, habrá mayor interés en adquirir activos financieros del exterior, lo que presionará hacia arriba la demanda por divisas.

El ejemplo de lo sucedido con el yen durante los últimos 10 años es ilustrativo de las presiones que puede enfrentar una moneda doméstica cuando existe una brecha entre las tasas de interés internas y externas. Los agentes económicos, no sólo japoneses, estuvieron prestándose yenes que luego cambiaban por dólares para adquirir valores (acciones y bonos) en Nueva York y otras plazas que rendían mucho más que el costo de los fondos que les prestaban los bancos japoneses. Cuando este tipo de operaciones se convierte en patrón, no extraña que el valor del yen se haya desplomado frente a las principales monedas.

Por último, hay una relación directa entre la demanda y el tipo de cambio futuro esperado. Si uno espera que el tipo de cambio futuro se incremente, entonces buscará agenciarse de divisas hoy para venderlas cuando el tipo de cambio se eleve y obtener ganancias por la realización de esta operación. En términos coloquiales se puede decir que “compró barato y vendió caro”.

En el caso de la oferta de divisas, es decir la cantidad de moneda extranjera que los agentes económicos planean vender en un período dado, está determinada por los mismos factores que afectan a la demanda: *el precio de la divisa (tipo de cambio)*⁵, *el diferencial de tasas de interés externas e internas y el tipo de cambio esperado*. La manera como estos factores afectan a la oferta es exactamente inversa a sus efectos sobre la demanda.

Adicionalmente, existen algunas otras variables que afectan al mercado de divisas, entre las cuales se pueden mencionar **la balanza comercial** y el correspondiente flujo de dinero que genera, **el déficit y superávit fiscal** y la productividad de la fuerza laboral por citar las más importantes.

Pero ¿puede pronosticarse el tipo de cambio? La respuesta es que se pueden hacer esfuerzos para determinar su comportamiento futuro. El **análisis fundamental** basa sus pronósticos sobre la base de teorías financieras y económicas, en tanto que el **análisis técnico** sustenta sus predicciones en el estudio de series de datos.

El cuadro que a continuación se presenta, muestra las principales variables que deberán tomarse en cuenta si se quiere tener una estimación del comportamiento del *tipo de cambio a largo plazo*:

Tablero de control: Pronóstico del tipo de cambio a largo plazo

| Fundamentos macroeconómicos | Comportamiento | Efecto sobre T/C |
|------------------------------------|-----------------------|--------------------------|
| <i>Balanza de Pagos</i> | <i>Deficitaria</i> | <i>Presión al alza</i> |
| | <i>Superavitaria</i> | <i>Presión a la baja</i> |
| <i>PBI</i> | <i>Crecimiento</i> | <i>Presión a la baja</i> |
| | <i>Disminución</i> | <i>Presión al alza</i> |

| | | |
|----------------------------|------------------------------|--------------------------|
| <i>Gastos del gobierno</i> | <i>Aumento no financiado</i> | <i>Presión al alza</i> |
| <i>Inflación</i> | <i>Creciente</i> | <i>Presión al alza</i> |
| | <i>Constante</i> | <i>Presión a la baja</i> |
| <i>Masa monetaria</i> | <i>Aumento</i> | <i>Presión al alza</i> |

• **¿COMO SE APRECIA Y DEPRECIA LA MONEDA LOCAL?**⁶

La **apreciación** y **depreciación** de la moneda local con respecto a la divisa de referencia representan movimientos tendenciales en el precio de la misma. Así, entonces, una apreciación denota la situación en la que el precio de la moneda extranjera disminuye, en tanto que una depreciación denota la situación inversa, esto es un aumento en el precio de la misma.

Vale la pena incorporar aquí un apunte metodológico. A nivel no especializado, se conoce a la apreciación como **revaluación** y a la depreciación como **devaluación**. Sin embargo, en términos estrictos, apreciación y depreciación denotan que son las fuerzas del mercado (es decir el libre juego de la oferta y la demanda) las que fijan el precio. Por su parte, la revaluación y la devaluación se originan cuando el gobierno interviene en el mercado cambiario.

¿SABIA USTED QUE...?

- El sol puede subir o bajar de precio con respecto a otra moneda. Si sube es que se está apreciando (la otra moneda está bajando de precio), por el contrario si baja, se está depreciando (la otra moneda está subiendo de precio)
- Usualmente se acostumbra decir que una moneda se devalúa o revalúa. En términos estrictos esto ocurre cuando el gobierno interviene en el mercado cambiario. En el Perú el BCR más que cambiar la tendencia del tipo de cambio ha buscado moderar su movimiento.
- Desde 1996 el sol se ha estado revaluando con respecto al dólar americano. La balanza comercial superavitaria, el proceso de desdolarización y el flujo de capitales que entran a la economía son los principales responsables de esta situación. Sin embargo, nuestra moneda se ha depreciado con respecto al euro.

A nivel local, el BCR interviene en el mercado cambiario⁷. Aunque históricamente el BCR no ha cambiado la tendencia del tipo de cambio sí ha buscado moderar su movimiento.

En los últimos 10 años, ha sido evidente la tendencia del fortalecimiento del nuevo sol frente al dólar. El gráfico que a continuación se presenta es claro al respecto. A fines de 1999, el dólar se cotizaba a S/.3.50 por unidad en tanto que a setiembre del 2007 el precio alcanzaba a S/.3.00. La tendencia de apreciación del sol se observa aún más a partir de fines del 2002.

COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO (enero 1997-setiembre 2007)



¿Cuáles son los factores que han influido en el comportamiento de la moneda local frente al dólar? Se pueden mencionar a tres factores como los más importantes: *el superávit comercial, el proceso de desdolarización y la mejora en la balanza externa financiera.*

Se define la **balanza comercial** como la diferencia anual entre las exportaciones y las importaciones del país. En el Perú, este indicador alcanzo los \$8,500 millones en el 2006 y, aunque se prevé una disminución a futuro, seguirá siendo importante por lo menos en los próximos dos años. Esto significa que un considerable flujo de dólares ingresa a la economía. El efecto que tiene este flujo de dólares en el mercado cambiario es simple de entender y sigue el comportamiento de cualquier bien en la economía: a mayor oferta el precio tendera a caer en el tiempo.

El *proceso de desdolarización* se produce cuando los agentes económicos sustituyen sus tenencias en moneda extranjera (en este caso dólares) por moneda nacional (soles). La mejora en la situación económica en el país, particularmente las bajas tasas de **inflación**, originaron este proceso a partir del 2001. La utilización creciente del sol como moneda transaccional ha hecho perder el papel de refugio de valor que el dólar mantenía desde hace muchísimo tiempo en los agentes económicos locales. Por otro lado, la revaluación del sol frente al dólar no ha hecho sino acentuar este proceso. Los efectos de este proceso sobre el precio del dólar son fáciles de entender. Las familias y empresas que antes mantenían la moneda extranjera como refugio de valor (i.e. ahorros) ahora buscan sustituirla por soles, lo que implica que esos stocks de moneda extranjera son ofrecidos en el mercado cambiario. Nuevamente, una mayor oferta de dólares traerá como consecuencia un menor precio.

Por último, *el superavit en la balanza externa financiera*, aunque es más reciente, también tiene una influencia importante en el comportamiento del precio del dólar. Los componentes de la misma son, a grandes rasgos, tres: los flujos de inversión extranjera directa, la entrada de capitales externos hacia el mercado de capitales (compra de acciones y bonos de empresas locales) y las remesas que peruanos en el exterior envían a sus familiares. El creciente flujo que se deriva de la interacción de esos tres factores incide en un incremento importante de la cantidad de moneda extranjera en el mercado cambiario local con los efectos ya discutidos en el precio del dólar.

Llegado este punto, vale la pena observar el comportamiento del dólar frente a otras monedas. El cuadro siguiente muestra que el debilitamiento del dólar no sólo se ha producido frente al sol, sino que este se ha depreciado en forma continua desde por lo menos 3 años frente al euro, la libra, el yuan y el rublo⁸. A nivel latinoamericano, esta tendencia se repite, pues prácticamente el dólar se ha depreciado frente a las monedas de todos los países de la región a excepción del peso argentino. Es importante mencionar que el dólar se ha depreciado menos frente al sol que la mayoría de las monedas de nuestros vecinos.

DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR
(Variación % de moneda respecto del US\$)

| Monedas vs dólar | Acum. Abr. 2007 | Hasta 04.10.2007 | Desde 18.09.2007 |
|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>Euro</i> | -10.9 | -6.6 | -1.1 |
| <i>Yen</i> | 8.9 | -2.0 | 0.6 |
| <i>Libra</i> | -12.5 | -4.0 | -1.3 |

| | | | |
|--------------------|--------------|-------------|-------------|
| Yuan | -9.3 | -3.8 | -0.1 |
| Won | -23.1 | -1.5 | -1.0 |
| Rublo | -14.6 | -5.2 | -1.1 |
| Peso mexicano | -3.2 | 0.4 | -1.2 |
| Peso chileno | -14.9 | -5.4 | -1.9 |
| Peso colombiano | -27.7 | -10.3 | -5.1 |
| Real brasileño | -37.2 | -15.0 | -3.0 |
| Peso argentino | 7.7 | 3.1 | 0.7 |
| Sol peruano | -12.7 | -5.4 | -3.6 |

Fuente: Estudios Económicos-Scotiabank – octubre 2007

El análisis en este punto se ha centrado exclusivamente en el comportamiento del dólar. Sin embargo, ¿qué pasa con el precio del euro? El gráfico que se presenta a continuación muestra el comportamiento del tipo de cambio del dólar y el euro. Se observa claramente la tendencia. Desde el 2003 el dólar se ha depreciado (o lo que es lo mismo, el sol se ha revaluado) y el euro se ha revaluado (el sol se ha depreciado)



Fuente: BCR, Estudios Económicos - Scotiabank

• **¿CUAL ES EL EFECTO DE LAS VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO EN LA COMPETITIVIDAD DE UNA PYME EXPORTADORA?**

Exportar significa intercambiar bienes y servicios de origen local por dinero de origen externo. En un lado, está el exportador (productor local) y, en el otro, el importador (comprador externo)

El flujo de efectivo que se origina en la transacción está denominado en la moneda

¿SABIA USTED QUE...?

- Cuando vende al exterior, usted está exportando y el pago que recibe por parte del comprador (importador) casi nunca está en soles.
- Su mercado ya no es el mercado interno sino el mundo y está obligado a ofrecer bienes y servicios de similar o mayor calidad a un precio menor que el de la competencia. Lo anterior involucra mantener una estructura de costos altamente eficiente.
- Si su estructura de costos está mayoritariamente expresada en moneda local (soles), una apreciación de nuestra moneda impactará negativamente en la rentabilidad de sus operaciones de exportación.
- No debe tratar de compensar movimientos adversos del tipo de cambio incrementando el precio de su producto pues puede perder a su comprador.

del comprador o en una moneda de referencia (históricamente ha sido el dólar para el Perú), casi nunca en la moneda local (el nuevo sol). Una vez efectuado el pago, el exportador tendrá que cambiar el monto recibido en esa moneda a nuevos soles a fin de hacer frente a los pagos que se incurrieron en manufacturar los productos o en prestar los servicios vendidos.

Un entorno de globalización creciente implica que el mercado de las empresas ya no es el mercado local sino el mundo. La competencia por colocar los productos y servicios es, en este contexto, durísima. La

palabra clave es *competitividad*. Este término involucra una serie de aspectos de los que se resaltaré sólo uno. Competitividad significa ofrecer bienes y servicios de similar o mayor calidad a un precio menor que la competencia. Esto último involucra mantener una estructura de costos altamente eficiente.

A continuación se desarrollará un caso práctico muy simple, que permitirá entender mejor el concepto:

Carlos es un pequeño empresario que gracias a su esfuerzo pudo concretar la venta al exterior del producto que manufactura. Las condiciones que obtuvo fueron altamente ventajosas: un precio unitario de \$3.10, pago contra entrega. La primera entrega (50% del pedido) se produciría a los 30 días de recibido el pedido y la segunda a los 60 días. Para simplificar, se supone que los gastos de transporte corren por cuenta del comprador y que no se necesitó financiamiento bancario.

Al cerrar el contrato, el tipo de cambio estaba en S/.3.20 por dólar y Carlos enfrentaba la estructura de costos unitarios siguiente:

| | Costo en S/. | Costo en US\$ |
|-------------------------------|--------------|---------------|
| Materia prima | 4.50 | 1.41 |
| Insumos | 1.00 | 0.31 |
| Mano de obra | 1.00 | 0.31 |
| Gastos indirectos fab. | 2.50 | 0.78 |

| | | |
|-------------|------|------|
| Costo total | 9.00 | 2.81 |
|-------------|------|------|

Obsérvese que la estructura de costos que enfrenta Carlos esta expresada al 100% en soles.

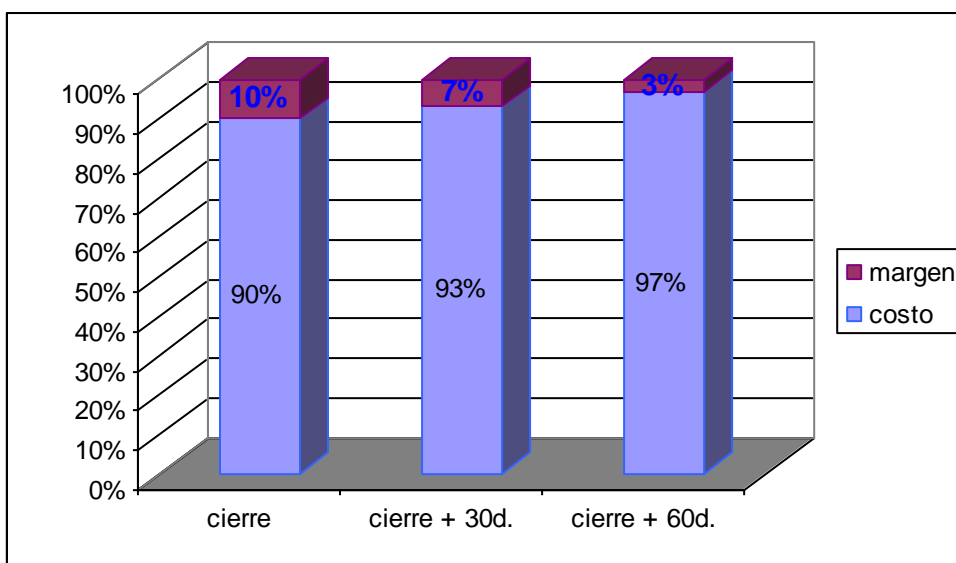
“Bien”, se dijo Carlos, “nada mal para mi primera exportación. Gané poco más del 10% por la operación”.

Sin embargo, al terminar de producir el primer embarque, el tipo de cambio había disminuido a S/3.10 por dólar (o lo que es lo mismo el sol se había revaluado). “Hora de hacer nuevos números” se dijo Carlos. El costo en dólares ahora era de \$2.90 por unidad. El margen de utilidad se había reducido a 7%.

Sesenta días después, al momento de embarcar la segunda parte del pedido, el tipo de cambio estaba situado en S/3.00 por dólar, lo que le dejaba un margen de sólo 3%.

El gráfico que a continuación se presenta permite tener una mejor comprensión del efecto que tuvo la disminución experimentada en el tipo de cambio sobre la estructura de costos y rentabilidad de Carlos.

RENTABILIDAD Y VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO



“No puede ser”, se decía Carlos, “¿cómo ocurrió esto? y lo más importante ¿qué puedo hacer para que no me vuelva a suceder?”

El ejemplo anterior, si bien altamente simplificado, representa una situación que ha sido o será experimentada por las empresas que venden al exterior. Una variación del tipo de cambio hacia abajo o, lo que es lo mismo una apreciación de la moneda local, disminuye drásticamente la rentabilidad de la exportación y puede inclusive tornarla negativa.

La pregunta que queda flotando es por qué Carlos no se cubrió del efecto del tipo de cambio aumentando el precio en dólares cuando negoció el contrato. La respuesta tiene que ver con lo que se mencionó al principio de este apartado. Un entorno globalizado exige precios competitivos. Carlos es libre de incrementar sus precios, pero corre el riesgo de perder el contrato, pues puede haber otro

productor local o extranjero que gane el pedido al presentar una oferta con precios más bajos.

• ¿**QUE PAPEL JUEGAN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN EL MERCADO CAMBIARIO?**

Los bancos son parte fundamental del mercado cambiario. Estas instituciones actúan conjuntamente con los agentes económicos que manejan transacciones comerciales y de inversión, los especuladores, los **brokers** (corredores) de divisas y los **Bancos Centrales**.

Estos últimos recurren al mercado para adquirir o gastar las reservas de moneda extranjera de sus países, así como para influir en el precio en el cual se cotiza su unidad monetaria. Por su parte, los brokers son intermediarios entre los compradores y vendedores, y cobran una comisión por efectuar esta labor.

Los bancos actúan en los dos niveles del mercado de divisas: el interbancario (o mayorista) y el de ventanilla (minorista). Las principales diferencias entre estos niveles es el monto de las transacciones y los agentes involucrados (**contrapartes**). En el primero se negocian montos que superan el millón de dólares y sólo pueden participar, ya sea como compradores o vendedores, las instituciones financieras y no financieras más grandes del país. Por el contrario, montos generalmente menores y que involucran bancos por un lado, y empresas y familias en el otro, son las características principales en el nivel minorista.

A nivel local, los bancos grandes actúan como **creadores de mercados**, por lo que están dispuestos a comprar o vender en cualquier momento aquellas monedas que tienen mayor interés para sus clientes. Los bancos medianos y pequeños, a su vez, mayormente compran y venden para cubrir las transacciones que sus clientes demandan.

¿SABIA USTED QUE...?

- Los bancos son parte fundamental del mercado cambiario actuando conjuntamente con los especuladores, los brokers de divisas y los Bancos Centrales.
- Cuando un banco compra divisas utiliza el **tipo de cambio compra**, en cambio cuando las vende es el **tipo de cambio venta** el utilizado.
- La diferencia entre el tipo de cambio compra y el tipo de cambio venta se denomina **spread** y representa la utilidad del banco en las transacciones que realiza en el mercado cambiario.
- Las operaciones de compra-venta de divisas en una institución financiera están centralizadas en las "**mesas de dinero**" y los responsables de las transacciones son denominados "**traders**". Para hacer operaciones de compra-venta de moneda extranjera no es necesario ser cliente del banco.
- En el mercado cambiario se utilizan hasta cuatro decimales para expresar el tipo de cambio al contado (tipo de cambio spot) y cada centésima de centavo es un **punto**.
- Los bancos pueden hacer operaciones en el mercado al contado (mercado spot) y en el mercado a plazo. En este mercado se realizan los forwards y los swaps.
- Las unidades encargadas de ejecutar la parte operativa de las transacciones son denominadas **back office**.

Como ya se menciono anteriormente, el tipo de cambio es el precio de una moneda expresada en términos de otra moneda. En el Perú, el tipo de cambio toma como base el nuevo sol. Así, la expresión S/.3.00/US\$ significa que un dólar americano vale S/.3.00.

El precio al cual el banco compra divisas, esto es su cliente entrega divisas y el banco entrega moneda local, se conoce como *tipo de cambio compra* y cuando vende, es decir su cliente entrega moneda local y el banco entrega divisas se utiliza como precio *el tipo de cambio venta*⁹.

Una institución financiera y, por extensión, cualquier operador en el mercado cambiario obtiene rentabilidad por el diferencial o **spread** que obtiene entre los tipos de cambio compra y venta respectivamente. Así, por ejemplo, si el banco compro \$100,000 dólares a un exportador a un precio de S/.2.99 por dólar e inmediatamente los vendió a un importador por S/.3.00 por dólar, el banco hizo una ganancia de S/.0.01 por unidad, lo que equivale a S/.1,000 por la operación completa (compra y venta).

Las operaciones de compra-venta de moneda extranjera en el mercado interbancario están centradas en las **mesas de dinero** de cada banco. Las mesas están conformadas por especialistas en este tipo de transacciones denominados **“traders”**. Cada actividad tiene su propio código de lenguaje (lo que se denomina jerga) y es importante que se conozca. Por ejemplo, en el mercado cambiario, se utilizan hasta cuatro decimales para expresar el tipo de cambio al contado y cada centésima de centavo es un **“punto”**. Por su parte los **“puntos forward”** o son los puntos que se agregan o quitan al tipo de cambio actual (spot) a fin de calcular el precio del forward. Por lo general, al negociar, no se menciona todo el tipo de cambio (i.e. S/. 3.1045 para compra y S/. 3.1048) sino sólo el tercer y cuarto decimal (en el ejemplo, “45 compra” y “48 venta”)¹⁰. Solo se usa el tipo de cambio completo si el mercado se ha presentado muy volátil. Otro término importante son las **“puntas”**. Estas corresponden al tipo de cambio más alto y más bajo ofrecidos y se les puede considerar los límites de negociación. Los traders buscan obtener un tipo de cambio que esté dentro de ese rango pero más pegado a la punta superior si están vendiendo y a la punta inferior si están comprando dólares.

A nivel local los bancos participan en dos tipos de transacciones: venden y compran divisas al contado y a plazo. Al primer tipo de operaciones se les denomina operaciones en el **mercado al contado** (*mercado spot*) y se utilizan los **precios de contado** (también llamados *tipos de cambio spot*). También venden y compran a plazo. A este tipo de operaciones se les denomina **forwards**. El volumen total del mercado de forwards en el Perú en el 2006 fue de US\$38,020 millones (un incremento de casi 100% frente al volumen alcanzado el 2005). Otro producto que ofrecen son los **swaps**, aunque su utilización por parte de las empresas es incipiente. Asimismo, existe la posibilidad de acceder a productos con un mayor grado de sofisticación, entre los cuales podemos encontrar las opciones de compra o venta de moneda extranjera, depósitos con tasas en función al rango de precio de un activo (como el tipo de cambio, por ejemplo), depósitos duales y opciones digitales.¹¹

Usualmente, los bancos segmentan sus operaciones de compra y venta de moneda extranjera. Hay que tener en cuenta que no es necesario ser cliente del banco para poder efectuar una operación en el mercado cambiario. Así, una persona natural o un micro o pequeño empresario serán atendidos en las ventanillas de la agencia a la cual vaya al tipo de cambio fijado para el día. A este tipo de cambio se le denomina **“de pizarra”**. Si el monto a comprar o vender es significativo, entonces se pedirá a la mesa de dinero del banco que oferte un **“tipo de cambio preferencial”**. En caso de que la empresa o la persona deseen comprar o vender un monto mucho mayor, entonces se abre la posibilidad de que trate directamente con la mesa de dinero. Efectuada la transacción, se produce la entrega física del monto pactado, el cual puede ser entregado al cliente en efectivo o abonado en la cuenta que mantiene con el banco o, en caso no sea cliente, en su cuenta en otro banco vía una transferencia BCR¹². En el caso de las instituciones financieras, ellas poseen una cuenta en el mismo BCR y, por lo general, suelen hacer el intercambio de efectivo a través de estas. Los

responsables al interior de la institución financiera de ejecutar la parte operativa de la transacción (abonos, cargos, transferencias, etc.) laboran en el área denominada **Back Office**.

• **¿QUE SE ENTIENDE POR GESTIÓN DE RIESGOS Y CUAL ES EL ROL DE LAS COBERTURAS¹³ EN ESE PROCESO?**

La gestión financiera de cualquier empresa adopta necesariamente decisiones en cuatro aspectos fundamentales:

- Inversiones en diferentes activos financieros y reales;
- Estrategias de crecimiento y tamaño (fusiones, adquisiciones, etc.);
- Decisiones de financiación; y
- *Decisiones de gestión de riesgos*

Cualquier empresa enfrenta cuatro tipos de riesgos, a saber:

- Riesgos del negocio: Definido como la incertidumbre sobre los resultados futuros de la empresa relacionada con las decisiones o el entorno de negocios de la misma.
- Riesgos de mercado: Es la incertidumbre sobre los resultados de la empresa relacionada a la volatilidad en los diferentes mercados (tipos de cambio, tasas de interés, precio de las materias primas, etc.)
- Riesgos de crédito: Derivado de la posible insolvencia de los clientes y deudores de la empresa.
- Riesgos operativos: Es aquel que puede provocar pérdidas como consecuencia de errores humanos, procesos internos inadecuados o defectuosos, fallos en los sistemas o la ocurrencia de acontecimientos externos.

Si bien tradicionalmente las decisiones de gestión de riesgos han sido tomadas en forma rudimentaria, el enfoque adoptado está cambiando por las razones siguientes:

- La mayor **volatilidad** de los mercados financieros y de materias primas.
- La convicción de que una mejor gestión de riesgos reduce la probabilidad de insolvencia y quiebra con los efectos consecuentes en el *costo de capital* y una mayor *creación de valor*.
- El perfeccionamiento de los sistemas de medición y gestión de riesgos que permiten adoptar mejores decisiones de crecimiento e inversión por la mejor comprensión del binomio riesgo-rentabilidad.

En el caso de negocios no financieros, el riesgo de negocio, el riesgo de mercado y el riesgo de crédito son las fuentes principales de incertidumbre que pueden afectar la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros.

¿SABIA USTED QUE...?

- Todas las empresas (incluyendo la suya) enfrenta cuatro tipos de riesgos. A saber: **Riesgo del negocio, riesgo de mercado, riesgo de créditos y riesgo de operación.**
- En la actualidad, la mayor parte de las empresas tiene una parte importante de los componentes de su flujo de caja con alta sensibilidad a las variaciones del tipo de cambio.
- Ese tipo de riesgo de mercado, denominado **riesgo cambiario** se puede gestionar tomando **coberturas**.
- La **cobertura** significa adquirir un instrumento financiero que se mueve en sentido opuesto cuando el tipo de cambio varía, lo que implica, por ejemplo, que un exportador peruano pueda obtener más soles cuando el precio del dólar se reduzca.
- Las coberturas no solo abarcan a los tipos de cambio sino que se extienden a todos los precios que la empresa gestiona (tasas de interés, commodities, etc.)

En la actualidad, la mayor parte de las empresas tiene una parte importante de los componentes de su flujo de caja con alta sensibilidad a las variaciones del tipo de cambio¹⁴.

La teoría financiera reconoce que el valor de una empresa es la sumatoria del valor presente de todos los flujos de efectivo futuros esperados. La palabra *esperado* recalca el hecho que lo único cierto en cualquier actividad humana es la incertidumbre. Si uno de los principales componentes del flujo de caja de la empresa está nominado en moneda extranjera, sea porque coloca gran parte de su producción en el exterior o buena parte de sus materias primas o insumos los adquiere en otros países, entonces es fácil entender que uno de los principales elementos que lo afectan será la *volatilidad* del tipo de cambio. Por lo anterior, si esa empresa decide cubrir su exposición en moneda extranjera, reducirá la dispersión de los flujos de caja futuros en relación a lo esperado, lo que traerá como consecuencia una disminución del riesgo al cual se enfrenta la empresa.

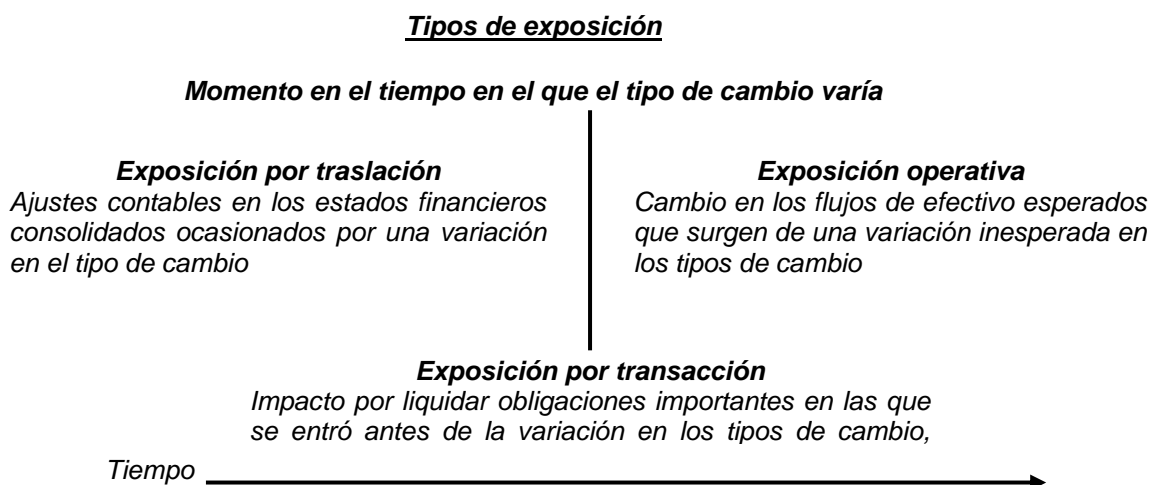
Es por lo anterior que cada vez un mayor número de empresas trata de gestionar su exposición al **riesgo cambiario** tomando **coberturas**.

Sin embargo, las coberturas alcanzan no sólo a los tipos de cambio, sino que se extienden a todos los precios que la empresa gestiona: tipo de cambio (precio de la divisa), tasa de interés (precio del dinero), precio de los commodities (metales, petróleo, productos agrícolas), etc.

Una *cobertura* es un concepto fácil de entender. Para el caso del tipo de cambio se puede poner como ejemplo a un exportador peruano que le vende a China en dólares y espera su pago en 3 meses. Si el precio del dólar en términos del nuevo sol se reduce, el exportador peruano obtendrá menos soles de los que esperaba. La cobertura permite que las empresas reduzcan o (en el mejor de los casos) eliminen este riesgo mediante la adquisición de un instrumento financiero que se mueve en sentido opuesto cuando los tipos de cambios varían. Para el exportador peruano este le permite obtener más soles cuando el dólar se deprecie. Hay que tener en cuenta que cubrirse protege de pérdida al dueño del activo existente, pero dependiendo de la operación de cobertura que se tome también se puede eliminar cualquier ganancia que resulte de las variaciones del tipo de cambio sobre el valor del flujo de caja expuesto.

• **¿CUALES SON LOS OBJETIVOS DE REALIZAR COBERTURAS¹⁵?**

La variación del tipo de cambio tiene varios efectos al interior de la empresa. El gráfico adjunto las presenta esquemáticamente:



En lo que sigue, el análisis se centrará en la **exposición por transacción**, puesto que esta mide los cambios en el valor de los ingresos y egresos en los que se incurren antes de que el tipo de cambio varíe pero que deben cobrarse o pagarse después de que el tipo de cambio haya experimentado movimientos.

La exposición por transacción surge cuando:

¿SABIA USTED QUE...?

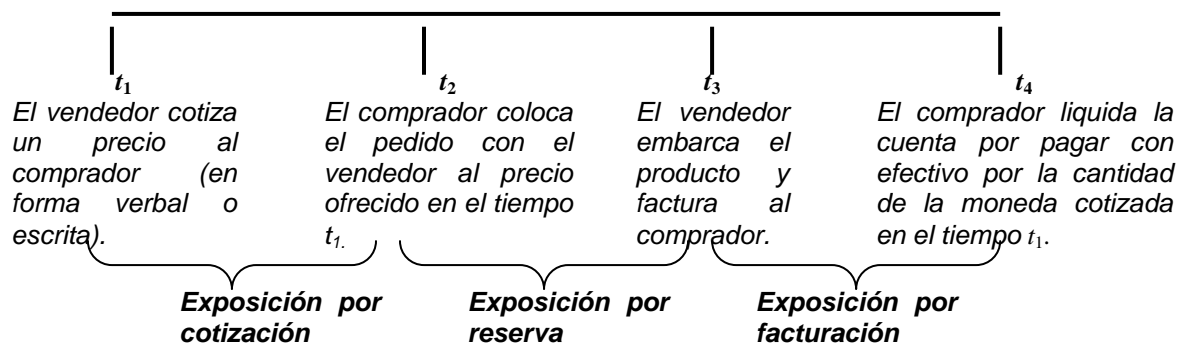
- La variación del tipo de cambio expone a las empresas en tres frentes: **Exposición por traslación, exposición operativa y exposición por transacción.**
- Cuando vende o compra al crédito bienes y servicios cuyos precios están establecidos en otras monedas su empresa enfrenta una **exposición por transacción.**
- Los **derivados** son productos financieros que son utilizados por las empresas para reducir su exposición al riesgo. Los derivados son contratos que generan obligaciones de entregar o exigir en una fecha futura un bien o activo financiero en tanto que la contraparte deberá pagar un precio previamente determinado.
- Las **coberturas** funcionan como un seguro, utilizándose sólo si el riesgo cubierto ocurre; pero otorgan la seguridad que, pase lo que pase, se recibirá realmente el flujo de caja previsto.

- Se compra o vende a crédito bienes o servicios cuyos precios están establecidos en moneda extranjera.
- Se pide u otorga préstamos y el pago se debe hacer en moneda extranjera.
- Ser una de las partes de un contrato cambiario a plazo que no se ha liquidado.
- Adquirir activos o incurrir en obligaciones en moneda extranjera.

El caso que más se observa entre las empresas es el que surge cuando una empresa mantiene cuentas por cobrar o pagar en moneda extranjera. El gráfico que se muestra a continuación muestra

las diferentes fases que tiene este tipo de exposición.

Exposición por transacción: etapas



Cuando una empresa se cubre, esto es reduce su exposición al riesgo, utiliza lo que en finanzas se denominan **Derivados**. Estos son acuerdos futuros o a plazo cuya rentabilidad y valor se derivan o dependen de algún activo, al cual se le conoce como *activo subyacente*¹⁶.

En esa línea, un derivado es un contrato destinado a cubrir los posibles riesgos que aparecen en cualquier operación financiera. Dichos contratos generan obligaciones de una de las partes de hacer entrega o exigir en una fecha futura un bien o un activo financiero (acciones, dinero, etc.), en tanto que la contraparte deberá pagar un precio en la forma o modo previamente determinado.

Es ampliamente conocido que *cubrirse* reduce el riesgo al que se enfrenta la empresa. Sin embargo, las empresas locales, en su gran mayoría, no utilizan estos mecanismos que, si bien no son muchos, sí existen y son ofrecidos por el mercado a través de operaciones denominadas **Over The Counter (OTC)**.

Es importante reseñar las conclusiones que se extraen de un estudio realizado en el 2005¹⁷. En dicha investigación se encuestó a los gerentes de finanzas de las empresas clasificadas como top 1,000 en el mercado local. Los objetivos principales eran determinar el uso de derivados financieros en las empresas encuestadas y de allí identificar los motivos por los cuales las empresas usaban o no usaban estos instrumentos. La principal conclusión a la que se llega en ese estudio es que si bien la mayoría de gerentes encuestados reconocía que el riesgo de tipo de cambio y de tasas de interés afectan de manera importante a sus empresas muy pocas emplean derivados para cubrir esos riesgos. Del total de encuestados 6% informaron utilizarlos permanentemente, 11% frecuentemente y el 49% afirmó tajantemente que no los utiliza¹⁸. Las razones que se esgrimen para justificar este comportamiento destacan la política financiera de la empresa (44%) y la exploración del uso (44%).

Otra razón que puede explicar el comportamiento observado es que el precio que tienen que pagar por la utilización de este tipo de instrumentos lo consideran un costo y no una inversión. Una operación de cobertura debe ser considerada por la empresa como una póliza de seguro. Si se les propusiera que no tomen seguros para sus activos, muchos empresarios aducirían que es imposible estar sin una póliza que cubra cualquier contingencia que pudiera ocurrir (incendio, sismos, robos y un largo etcétera) y, ante la pregunta ¿qué pasa con el costo de la póliza si no sucede nada de eso?, se encogerían de hombros y citarían el viejo dicho “más vale tener un seguro y no necesitarlo que necesitarlo y no tenerlo”. En el otro

extremo, si se les propone que tomen, por ejemplo, un forward, se negarían aduciendo que eso es un costo. *Esto es una equivocación, las coberturas reducen el riesgo y, por ende, funcionan como un seguro. Se utilizan sólo si el evento cubierto ocurre, pero otorgan la seguridad que, pase lo que pase, se recibirá realmente el flujo de caja previsto.*

Hay que tener en cuenta que ya es suficiente que la empresa gestione los riesgos propios del negocio. Si una empresa, por ejemplo, produce zapatos con cuero importado y tiene deudas en dólares y adicionalmente exporta a EE.UU, su preocupación debe estar centrada en manejar la cadena de valor de la empresa y no distraerse en gestionar, adicionalmente, los riesgos del tipo de cambio (y eventualmente de la tasa de interés). Si se conoce que existen en el mercado agentes económicos (léase instituciones financieras) que están ávidos a tomar estos riesgos previo pago, ¿por qué no aprovecharlos?

• **¿CUALES SON LOS MECANISMOS DE COBERTURA EXISTENTES EN EL MERCADO CAMBIARIO ACCESIBLES PARA LAS PYMES?**

Las operaciones que pueden efectuarse en el mercado cambiario son tres principalmente, a saber: transacciones “al contado”, transacciones “forwards” y, en menor medida, “swaps”. No obstante, el mercado peruano tiene a disposición una gama más amplia de productos de cobertura, aunque con poca utilización por su reciente introducción.¹⁹

Una transacción al contado requiere la entrega inmediata (o casi inmediata) de la moneda extranjera comprada o vendida.

Un forward implica la entrega de la moneda extranjera en una fecha futura. Los forwards son contratos privados entre dos partes; una de las partes se obliga a comprar o vender el activo transado a un precio establecido en la fecha de contrato.

¿SABIA USTED QUE...?

- En el mercado cambiario peruano pueden efectuarse principalmente tres tipos de operaciones: “transacciones al contado”, “forwards” y “swaps”.
- Una empresa puede cubrir su exposición al tipo de cambio tomando forwards o swaps.
- Un forward implica la entrega de moneda extranjera en una fecha futura. Una de las partes se obliga a comprar o vender moneda extranjera a un precio establecido previamente.
- Un swap es un contrato que tiene como objetivo intercambiar en fechas predeterminadas cantidades ciertas de una moneda por otra (dólares por soles por ejemplo).

Por último, el **swap**²⁰ es una transacción basada en un contrato privado entre dos partes que tiene como objetivo intercambiar en fechas predeterminadas, cantidades ciertas de una moneda por otra

Una PYME exportadora podría cubrir en el mercado local su exposición en moneda extranjera tomando *forwards* o pidiendo un préstamo en la moneda en que recibirá el pago de la venta efectuada²¹. A este último tipo de operación también se le conoce como cobertura en el mercado de dinero.

Un caso práctico ayudará a entender las modalidades de cobertura que se le abren al exportador PYME.

Carlos, nuestro exportador que vio evaporarse su rentabilidad en su primera operación de exportación por culpa de las variaciones del tipo de cambio, ha cerrado una operación de venta de 1 millón de polos a \$0.10 centavos de dólar americano por unidad a un importador chino. Actualmente, el tipo de cambio esta a S/.3.05/US\$. Como Carlos no tiene otros clientes en el extranjero y, además, tiene fresco en su mente el resultado de su primera incursión en actividades de exportación, esta venta tiene un interés especial para él. La rentabilidad de esta operación es de apenas el 2%, lo que implica que el tipo de cambio sólo puede bajar hasta S/.2.9900 /US\$. Si se reduce más, implicaría una pérdida en la transacción.

La venta se hace en octubre con el pago fijado para dentro de tres meses, esto es en enero del próximo año. Carlos está alarmado pues ha leído y escuchado a expertos económicos vaticinar que el dólar seguirá bajando. Aunque no hay consenso al respecto, la cifra que más se repite es la S/.3.00/US\$. Carlos no quiere repetir la experiencia anterior y sabe que tiene que hacer algo al respecto, pero no tiene claro qué.

En realidad a Carlos se le abren tres alternativas.

En primer lugar, puede optar por no cubrirse. Con ello, estaría tomando un riesgo de recibir, si las predicciones acerca del tipo de cambio son ciertas, US\$100,000 que, convertidos a moneda nacional, le significaría S/.10,000 soles menos de lo que esperaba recibir cuando cerró la operación en el mes de octubre. Pero también está tomando el riesgo de una mayor pérdida si el tipo de cambio se reduce por encima de los niveles previstos por los expertos.

La segunda alternativa que se le presenta es tomar una cobertura en el mercado a plazo también conocido como tomar un *forward*. Esto funciona así²²: Carlos se dirige a su banco, pacta con el mismo vender dentro de 90 días un monto de \$100,000 a S/.2.9950 por dólar americano, que es el tipo de cambio a 90 días que el banco ha fijado. En tres meses, recibirá US\$100,000 de su comprador chino, entregará esa suma al banco contra su venta a plazo y recibirá S/.299,500. Esta suma cierta es S/.500 menos que la esperada incierta por S/.300,000. Sin embargo, *hay que tomar en cuenta que lo que ha hecho Carlos es convertir un flujo de caja incierto a un flujo de caja cierto al fijar el tipo de cambio de su transacción en S/.2.9950/\$.*

El cuadro que sigue ilustra de manera esquemática este contrato:

| Octubre | Enero |
|------------------------------------|------------------------|
| <i>Carlos se compromete a:</i> | <i>Carlos ejecuta:</i> |
| 1. Vender US\$100,000 a S/.2.9950 | Entrega US\$100,000 |
| 2. Recibir S/.299,500 | Acepta S/.299,500 |
| <i>Banco se compromete a:</i> | <i>Banco ejecuta:</i> |
| 1. Comprar US\$100,000 a S/.2.9950 | Acepta US\$100,000 |
| 2. Pagar S/.299,500 | Entrega S/.299,500 |

Por último, la tercera alternativa que puede ser utilizada es pedir *ahora* un pagaré a 90 días por US\$97,645.41 al 10% TEA. Esto implica que dentro de 3 meses se tendrá que pagar al banco US\$100,000 (US\$97,645.41 del principal más US\$2,354.59 de intereses) cuando reciba el pago de su cliente²³. Carlos cambiará el préstamo recibido por soles al tipo de cambio vigente en este momento (S/.3.05/\$) recibiendo *hoy* S/.297,818.50, suma que puede depositarla en una cuenta en soles para que le genere intereses o usando el efectivo para invertir en su negocio. Al respecto, si opta por invertir los soles recibidos en su negocio en vez de depositarlo en una cuenta bancaria, estaría incurriendo en un mayor riesgo, dado, por definición, un depósito bancario es más seguro que la inversión en un negocio. En realidad lo que ha hecho el exportador local es crear un pasivo (el préstamo) en la misma moneda que el activo (la cuenta por cobrar). Esta cobertura en el mercado de dinero funciona como protección al igualar activos y pasivos de acuerdo con la moneda de origen.

• **¿POR QUE ES UTIL LA PLANIFICACIÓN FINANCIERA CUANDO SE UTILIZAN DERIVADOS CAMBIARIOS?**

En principio, un acuerdo de instrumentos financieros derivados genera obligaciones y derechos de la empresa hacia el intermediario financiero y viceversa, lo que implica que esta debe tomar medidas que aseguren el cumplimiento de los mismos. La planificación financiera permitirá²⁴:

¿SABIA USTED QUE...?

- La adquisición de derivados genera obligaciones y derechos de la empresa hacia el intermediario financiero y viceversa.
- Efectuar actividades de **planificación financiera**, permitirá que la empresa identifique y cuente con los recursos que necesita para cumplir con las obligaciones derivadas de efectuar este tipo de operaciones.

- Identificar los recursos que necesita la empresa.
- identificar anticipadamente las consecuencias de las alternativas disponibles.
- Contar con una meta o guía que oriente las decisiones en el corto plazo.
- Medir el desempeño

En base a lo anterior, puede concluirse que las decisiones que toma una empresa se clasifican en decisiones de inversión, liquidez, endeudamiento, dividendos y control. Con relación a la administración de riesgos con instrumentos financieros derivados, se puede establecer que las decisiones referidas a la liquidez y endeudamiento son las más relevantes, debido a que se parte del supuesto que una empresa que usa instrumentos financieros derivados lo usa con fines de cobertura, únicamente.

Por un lado, el uso de instrumentos financieros derivados para la realización de coberturas implica una relación de crédito entre las partes, que se explica por los compromisos asumidos por ambas partes. Por ejemplo, en un contrato de *forward*, las partes se comprometen a intercambiar a una fecha y tipo de cambio determinados un flujo de efectivo, generándose, para la empresa un activo, que es el flujo que recibirá, y un pasivo, que es el flujo que entregará. Así, dicho pasivo representa una obligación contractual, como lo es un préstamo bancario o cualquier otro tipo de deuda. Aunque dicha deuda no se reflejará en el balance, es importante reconocer que en la operación hay un apalancamiento implícito, que se acentúa con el no requerimiento inmediato del efectivo comprometido.

Por otro lado, el establecimiento de obligaciones (y derechos) por parte de la empresa implica un esfuerzo en la planificación de la liquidez de la empresa. En un contrato *swap*, por ejemplo, se genera el compromiso de intercambiar periódicamente flujos de efectivo, por lo que la empresa obtendrá un pasivo (flujo que se compromete a otorgar) y un activo (flujo que tiene derecho a recibir) para cada periodo. Dicho pasivo generado podría compararse, nuevamente, con una deuda bancaria, la cual establece, la mayoría de casos, el pago de cuotas periódicas. De esta manera, al igual que una empresa prevé sus necesidades de efectivo para la realización del pago de dichos compromisos, en un contrato de instrumentos financieros derivados la empresa deberá prever sus necesidades de efectivo en los plazos y fechas en los que se ha comprometido a realizar el o los intercambios de flujos. Para ello, la empresa deberá revisar antes de la firma del contrato sus cronogramas de cobranzas o evaluar si puede recurrir a fuentes de fondos que le generen el menor costo posible²⁵.

• **¿QUE MEDIDAS DE CONTROL INTERNO SE DEBEN IMPLANTAR CUANDO SE USAN DERIVADOS?**

Las empresas que recurren al uso de *Derivados* deben hacerlo con la consigna de que buscan asegurar un flujo de caja, al margen de los resultados que estos puedan ocasionar. Una empresa que recurre al uso de estos instrumentos para mejorar sus utilidades, con la generación de ganancias que estos pueden ocasionar, está desfigurando su verdadero giro de negocio y, en consecuencia, dando un uso al capital del accionista que no es aquel por el cual este está dispuesto a arriesgar. Para reducir la posibilidad de problemas generados por el mal entendimiento de estos instrumentos, es necesario implementar las siguientes medidas:

¿SABIA USTED QUE...?

- Se deben utilizar **Derivados** solo para asegurar un flujo de caja y no para mejorar las utilidades de la empresa.
- Especular, esto es utilizar derivados para mejorar las utilidades de la firma, desfigura el giro del negocio, utilizando el capital de los accionistas en actividades por las cuales ellos no están dispuestos a arriesgar.
- A fin de reducir la posibilidad de problemas derivados por el mal uso de estos instrumentos es necesario implementar medidas de control interno.

- *Comunicar a la dirección de la empresa y a accionistas la alternativa evaluada:* Esto es importante en la medida que crea conciencia en los dueños del negocio acerca del riesgo al que se está expuesto y la posibilidad de mitigarlo.
- *No usar los instrumentos financieros derivados como una apuesta a la generación de ganancias:* La empresa debe tener bien definido que el uso de instrumentos derivados debe ceñirse exclusivamente a una operación de cobertura de riesgos. Como se mencionó antes, si estos instrumentos son usados para la generación de utilidades, la empresa estaría reemplazando su giro de negocio por una actividad especulativa
- *Asegurar el entendimiento del contrato que se está firmando:* La empresa debe conocer todos los aspectos que le obligan en el contrato de derivados, aspectos que se encuentran tanto en el plano económico (por ejemplo, las tasas o tipos de cambio que acepta) como en el no económico (la puesta de garantías, penalidades, entre otras). Es decir, entender sus obligaciones y derechos, sus costos y beneficios.
- *Dar y solicitar la información necesaria:* Antes y después de firmar un contrato de instrumentos derivados, la empresa está en el derecho y obligación de estar informada de lo que este implica.
- *Procesos y responsabilidades bien definidas:* Es necesario definir quienes y cómo se encargarán de llevar el proceso de cumplimiento del contrato de instrumentos derivados.
- *Correcta cuantificación de los riesgos:* Es necesario tener en consideración el impacto que una empresa no se cubra. Si es que las posibilidades de pérdida son mayores a las que la empresa está dispuesta aceptar, entonces se está frente a una situación que justifica su uso.
- *Hacer seguimiento a la operación:* Es importante que la empresa haga un seguimiento a los requerimientos que la operación plantea, como son, por ejemplo las acciones necesarias para prevenir la falta de liquidez.
- *Hacer seguimiento a resultados:* Esto tiene principal importancia puesto que el uso de derivados podría generar ganancias o pérdidas, las cuales tienen implicancias en las obligaciones o derechos de la empresa frente a SUNAT.

• **¿EXISTEN MEDIDAS DE COBERTURA ADICIONALES A LAS QUE BRINDA EL SISTEMA FINANCIERO?**

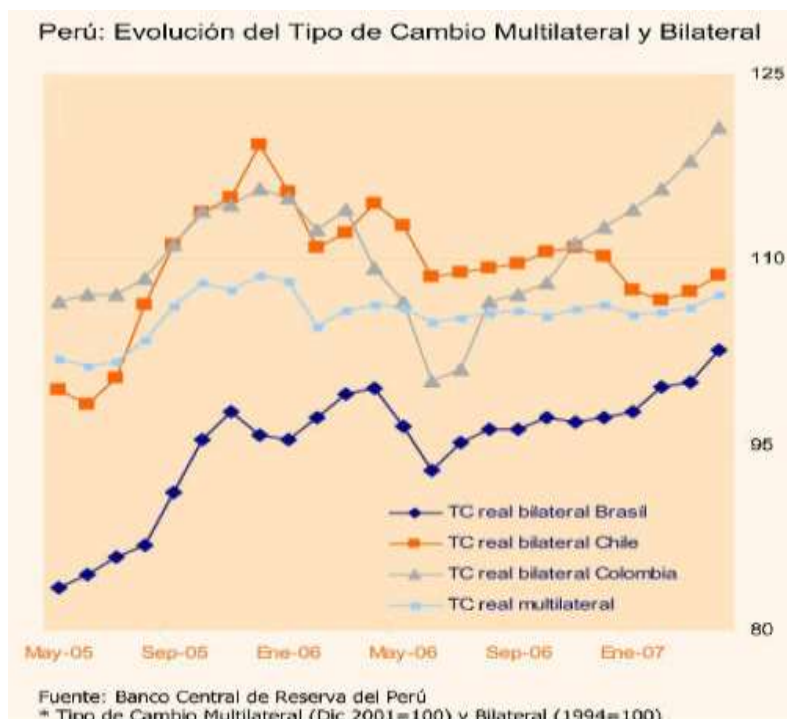
Aparte de los mecanismos de cobertura que el sistema financiero ofrece a las PYMES exportadoras, también existen otras maneras que pueden permitirles protegerse de cualquier fluctuación del tipo de cambio.

¿SABIA USTED QUE...?

- Su empresa puede utilizar otros mecanismos de cobertura aparte de los que ofrece el sistema financiero.
- Por ejemplo usted puede:
 - Diversificar los mercados de destino de sus exportaciones.
 - Compartir riesgos con su comprador.
 - Contratar deuda en la moneda en la que se realizará el pago de la transacción.
 - Negociar un adelanto del pago vía un descuento por pronto pago.

Para empezar, una PYME puede diversificar sus mercados de destino. En vez de sólo exportar a EE.UU., puede ampliar su mercado vendiendo sus productos a Europa y recibir los pagos correspondientes en *euros*²⁶. En línea con lo anterior, también puede negociar para que los pagos sean efectuados en monedas que no sean el dólar.

Si se observa el gráfico siguiente se puede concluir rápidamente que aunque el nuevo sol se ha revaluado frente al dólar, esto no ha sido el patrón del comportamiento frente a otras monedas. Así por ejemplo el nuevo sol se ha devaluado frente al peso colombiano y real brasileño de manera acelerada en el período mayo 2005-enero 2007. Es entonces pertinente preguntar por qué no emprender acciones tendientes a penetrar agresivamente en esos mercados. Por último, también vale la pena resaltar que el *tipo de cambio multilateral* ha presentado una tendencia ligeramente devaluatoria del sol frente a las monedas de los principales socios comerciales del Perú.



Opcionalmente, si la PYME y su cliente están interesados en una relación fructífera y duradera, pueden considerar el manejar las fluctuaciones del tipo de cambio compartiendo los riesgos. *Compartir los riesgos* es suscribir un acuerdo de

cooperación para compartir la carga del manejo del riesgo cambiario. Por ejemplo, si un exportador PYME vendiese todos los años productos a un cliente americano, podrían acordar que este pagaría dólares al tipo de cambio vigente, siempre y cuando este estuviera en un rango previamente determinado. Pero, si el precio del dólar cae fuera de ese rango en la fecha de pago, el exportador y su cliente compartirán la diferencia por igual.

También la empresa puede manejar su exposición al riesgo cambiario si es que su exposición se deriva de programas de embarque continuos en el tiempo mediante la adquisición de deuda denominada en la moneda en que se realizará el pago. De tal manera, recibiría hoy moneda extranjera que podría cambiarla a moneda doméstica al tipo de cambio spot y con eso hacer frente a sus obligaciones en moneda local. El pago de esa deuda contraída estaría asegurado con los pagos que el importador haría en las fechas previamente acordadas.

Y por último, aunque no es muy común, la PYME podría negociar con su cliente el adelanto del pago. Pero ¿por qué el importador querría pagar por adelantado sus cuentas por pagar? No se debe olvidar que el crédito fue una de las razones principales por las cuales el cliente de la PYME le compró. La única manera de que el importador estaría dispuesto a adelantar el pago sería si la empresa local le ofreciera un descuento por pronto pago. Sin embargo, se debe tener cuidado en calcular el descuento, pues este puede anular el beneficio de cobrar por anticipado en la moneda que se esta depreciando.

- **GLOSARIO**

| | |
|--------------------------------------|--|
| <u>Apreciación</u> - | Subida en el valor de una divisa debido a las fuerzas del mercado. |
| <u>Análisis fundamental</u> - | Análisis de los datos económicos y políticos con el fin de determinar movimientos futuros en el mercado financiero. |
| <u>Análisis Técnico</u> - | La estrategia de pronosticar precios mediante el análisis de indicadores económicos, tales como tendencias y promedios de precios en el pasado, volúmenes, interés abierto, etc. |
| <u>Back Office</u> - | Los departamentos y procesos relacionados con la liquidación de operaciones financieras. |
| <u>Balanza comercial</u> - | Valor de las exportaciones de un país menos el valor de sus importaciones. |
| <u>Banco Central</u> - | Institución gubernamental o cuasi gubernamental que maneja la política monetaria de un país. Por ejemplo, el banco central de los Estados Unidos es la Reserva Federal (Federal Reserve) y el banco central alemán es el Bundesbank. |
| <u>Big Figure</u> - | Expresión utilizada por el agente (trader) que hace referencia a los primeros dígitos del tipo de cambio. Estos dígitos no cambian con frecuencia en las fluctuaciones normales del mercado y, por ende, son eliminados de las cotizaciones de los agentes, especialmente durante períodos de gran actividad en el mercado. Por ejemplo, el tipo de cambio USD/Y podría ser 107.30/107.35, pero los agentes no mencionarán los primeros tres dígitos, es decir, ellos dirán "30/35". |
| <u>Broker</u> - (Corredor) - | Una persona o empresa que actúa como intermediario entre compradores y vendedores y percibe un arancel o comisión. Por otro lado, un "dealer" (agente) compromete su capital y toma una posición, esperando obtener una diferencia (ganancia) al cerrar la posición en una transacción posterior con otra parte. |
| <u>Cobertura</u> - (Hedge)- | Una posición o combinación de posiciones que reduce el riesgo de la posición principal. |
| <u>Comisión</u> - | Cargos por operación cobrados por el banco. |
| <u>Confirmación</u> - | Un documento intercambiado por las partes de una transacción, que confirma los términos de dicha transacción. |
| <u>Contraparte</u> - | Una de las partes intervinientes en una transacción financiera. |

Contrato de futuros - Obligación de intercambiar un bien o título a un precio determinado en una fecha futura. La principal diferencia entre un Futuro y un Forward es que los Futuros generalmente se negocian en la bolsa (lo que se denomina ETC - Contrato negociable en la bolsa), mientras que los forwards son considerados contratos OTC (mercado extrabursátil). Un OTC es todo contrato NO negociado en una bolsa.

Costo de transacción - El costo de comprar o vender un bien o servicio.

Creador de mercado - Un agente que regularmente suministra cotizaciones de compra y venta y esta dispuesto a compra y vender a los precios estipulados.

Déficit - Un saldo negativo en la balanza comercial o de pagos. En las cuentas del gobierno se denomina *Déficit Fiscal*.

Delivery - Transacción en el mercado de divisas donde ambas partes entregan y reciben en efecto las divisas negociadas.

Depreciación - Caída en el valor de una divisa debido a las fuerzas del mercado.

Derivado - Contrato cuyo valor depende de las variaciones de precios de otro activo relacionado o subyacente, futuro o instrumento físico. La Opción es el derivado más común.

Devaluación - El ajuste deliberado hacia abajo en el valor de una divisa, generalmente provocado por un anuncio oficial.

Divisa - Toda clase de dinero emitido por un gobierno o banco central y utilizado como medio de pago legal y base del comercio.

EURO - (Euro) - Moneda de la European Monetary Union (EMU) que sustituye al ECU (cesta de monedas europeas)

Fecha de transacción - Fecha en que ocurre la operación.

Fecha de liquidación - Fecha en que las partes de una operación financiera acuerdan liquidar sus respectivas obligaciones, es decir realizar los pagos correspondientes. En el caso de operaciones de contado de divisas, la fecha de liquidación es con frecuencia dentro de los dos días hábiles siguientes. *También conocida como fecha de vencimiento.*

Federal Reserve (Fed) - Banco Central de los Estados Unidos.

Forward - (**Contrato de Forward**) – Tipo de cambio prefijado en un contrato para compra venta de divisas en una fecha futura acordada,

en función del diferencial en las tasas de interés entre las dos divisas en cuestión.

- Gestión de riesgo** - Empleo de análisis financieros y técnicas de operación para reducir y/o controlar la exposición a varios tipos de riesgos.
- Inflación** - Situación económica en la cual hay aumento en los precios de los bienes de la economía, reduciendo el poder adquisitivo.
- Margen de variación** - Fondos que el corredor debe solicitar a sus clientes a fin de depositar el margen correspondiente. El término generalmente hace referencia a fondos adicionales que deben ser depositados a raíz de movimientos de precios adversos.
- Mercado de Divisas** – (Foreign Exchange - (Forex, FX) - La compra simultánea de una divisa y la venta de otra.
- Opción** - Operación en la que el poseedor de esta tiene el derecho más no la obligación de comprar o vender el activo a un precio determinado. Una opción de compra (Call option) le otorga al poseedor el derecho de comprar, en tanto que una opción de venta (Put option) le permite tener el derecho de vender.
- Over the Counter (OTC)** - Se utiliza para describir cualquier operación que no se lleva a cabo a través de una bolsa de valores.
- Precio de compra y de venta** - Cuando se cotiza el precio de compra y venta para una transacción forex.
- Precio de contado**-(Spot Price) - El precio actual del mercado. Las liquidaciones de las transacciones de contado con frecuencia se llevan a cabo dentro de los dos días hábiles.
- Prima** - En los mercados Forex, describe el monto por el cual el precio del forward o futuro excede el precio actual del mercado.
- Posición** - La tenencia total obtenida de cierta divisa.
- Puntos** - Dígitos que se agregan o restan del cuarto dígito decimal, es decir 0.0001. *También llamados pips.*
- Puntos forward** - Los puntos agregados o quitados del tipo de cambio actual a fin de calcular el precio del forward.
- Revaluación** - Aumento en el tipo de cambio de una divisa como resultado de una intervención del banco central. *Lo contrario a Devaluación.*

| | |
|--------------------------------------|---|
| <u>Riesgo</u> - | Exposición a cierto cambio, generalmente utilizado con connotación negativa de cambio adverso. |
| <u>Riesgo cambiario</u> - | El riesgo de incurrir en pérdidas que resulten de un cambio adverso en los tipos de cambio. |
| <u>Riesgo país</u> - | Riesgo asociado a una transacción entre países, incluyendo, sin estar limitado a, condiciones legales y políticas. |
| <u>Riesgo político</u> - | Exposición a cambios en política de gobierno que afectan de manera adversa los intereses del inversionista. |
| <u>Spread</u> - (Margen) - | Diferencia entre el precio de compra y de venta. |
| <u>Swap</u> - (Intercambio) - | Un intercambio de divisas es la venta y compra simultánea de la misma cantidad de una divisa en particular a un tipo de cambio forward. |
| <u>Tasas interbancarias</u> - | Tipos de cambio extranjero que los bancos cotizan a otros bancos. |
| <u>Tipo de cambio</u> - | El precio de una moneda en términos de otra, generalmente utilizado con fines de negociación. |
| <u>Vencimiento</u> - | Fecha de liquidación o vencimiento de un instrumento financiero. |
| <u>Volatilidad</u> - | Medida estadística del movimiento de precios de un mercado a lo largo del tiempo. |

• NOTAS AL PIE

- ¹ El término “especulador” tiene una connotación negativa para muchas personas. Sin embargo, en el sentido que se utiliza en esta guía, un especulador es un agente económico que actúa en el mercado con el fin de obtener ganancias derivadas de las fluctuaciones del tipo de cambio y cuya utilidad principal es dotar de liquidez al mercado cambiario.
- ² El costo de las llamadas telefónicas, el gasto en movilidad, etc. son costos típicamente monetarios. Sin embargo, existe un componente de los costos que permanece oculto, el **costo de oportunidad** se refiere al tiempo utilizado en buscar un comprador (o vendedor) cuando podría haberse empleado de manera más productiva para la empresa.
- ³ Este párrafo está basado en el documento **“Boletín económico a noviembre 2007”** elaborado por el IPE y distribuido por ING.
- ⁴ Los economistas concluyen que la curva de demanda tiene pendiente negativa.
- ⁵ En el caso de la oferta, el factor que influye en el tipo de cambio, un determinante de la oferta, es el efecto exportaciones.
- ⁶ Esta sección está basada en su mayor parte en el estudio **“Revisión de las Proyecciones de tipo de cambio 2007-2008”** publicado por el Scotiabank el 5 de octubre del 2007.
- ⁷ El mercado fija mayormente el precio de la divisa, interviniendo el gobierno sólo cuando el precio sale de unas bandas de referencia previamente fijadas.
- ⁸ Las últimas medidas tomadas por la **FED** para paliar los efectos de la crisis originada por las hipotecas subprime han estado dirigidas a reducir la tasa de interés de referencia. No es difícil predecir que esto reforzará la tendencia devaluatoria del dólar (y de revaluación del sol) pues como ya se mencionó uno de los principales determinantes de la oferta y demanda de la moneda extranjera es el diferencial de las tasas de interés. Estas últimas acciones de la FED conjuntamente con las medidas tomadas por el BCR incrementando la tasa de referencia local, han reforzado la preferencia por el nuevo sol.
- ⁹ Es fácil confundirse, pero la mejor manera de entender esta terminología es teniendo presente que lo que manda es la transacción desde el punto de vista del banco. En ese sentido, **tipo de cambio compra** denota la intención del banco de **comprar dólares**, en tanto que **tipo de cambio venta** implica la intención de **vender dólares** de parte de este.
- ¹⁰ A los tres primeros dígitos de las dos cotizaciones, cuando estas son iguales, se les denomina **BIG FIGURE**.
- ¹¹ Los productos mencionados serán abordados de manera general más adelante, al final de la sección Swaps.
- ¹² Se denomina así a las operaciones entre bancos que tienen como medio de transmisión las cuentas que estos mantienen en el BCR.
- ¹³ Lo que sigue está tomado de la presentación **“LA GESTION GLOBAL DE RIESGOS”** preparada por el prof. Prosper Lamothe F. Catedrático de Economía Financiera UAM.
- ¹⁴ Al respecto, ver el caso práctico desarrollado en el apartado **EL EFECTO DE LAS VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO EN LA COMPETITIVIDAD DE UNA PYME EXPORTADORA**
- ¹⁵ El contenido de esta sección está basado en los conceptos desarrollados en el libro **“Las finanzas en empresas multinacionales”** de Eiteman, D. Prentice Hall, 8° Ed.

- ¹⁶ Los derivados también pueden usarse para especular. Una empresa especula cuando cambia, o incluso, aumenta la exposición al riesgo de la firma. Sin embargo, hay que recordar que la mayoría de experiencias amargas con la utilización de derivados ha ocurrido por actividades de especulación más que como instrumentos de cobertura.
- ¹⁷ **“El uso de derivados por las empresas no financieras en el Perú”** efectuado por Martín, Miguel y Rojas, Wolfan.
- ¹⁸ Si esta es la situación en grandes empresas que cuentan con recursos para tener un equipo técnico que lleve a cabo una adecuada gestión de riesgos, es fácil imaginar la situación en el caso de las medianas y pequeñas empresas.
- ¹⁹ Entre estos productos cuales podemos encontrar las opciones de compra o venta de moneda extranjera y combinaciones de estas, “Range Accrual”, depósitos duales y opciones digitales
- ²⁰ Los swaps serán tratados en detalle en la Guía N° 2.
- ²¹ En mercados cambiarios más sofisticados podría tomar swaps o adquirir opciones. Al respecto, ver el glosario.
- ²² En realidad se han omitido algunos detalles en la mecánica de la operación. La guía N° 2 presentará un desarrollo más detallado al respecto.
- ²³ Cuando los fondos para pagar el préstamo se generan en las operaciones de la empresa, la cobertura en el mercado de dinero se dice que esta cubierta.
- ²⁴ Ver en **“Dirección Financiera”** (2001), de Diez de Castro y López Pascual
- ²⁵ Hacer un calce con los flujos de cobranzas o recurrir a financiamiento de proveedores son dos alternativas usadas.
- ²⁶ Esto implica esfuerzos de marketing adicionales.