

## Finanzas para la gestión de riesgo cambiario : Decisiones de la vida empresarial

Durante las sesiones de clase, mis alumnos y yo revisamos los distintos Estados de Ganancias y Pérdidas (o Estados de Resultados Integrales) de empresas de distintos rubros empresariales. A partir de ello, les pido revisar con detenimiento la cuenta “diferencia de cambio”, ¿por qué?, pues debido al factor volatilidad que trae el resultado neto, el cual sirve a su vez para la determinación de algunos ratios financieros relevantes del curso. Les digo: “esto merece un análisis exhaustivo y de mercado, pero antes entendamos qué hace la empresa y cuáles son sus riesgos”.

El resultado por diferencia de cambio de una entidad para un periodo determinado depende de la moneda funcional que se utilice para la elaboración de los Estados Financieros y de la existencia de una re-expresión de los activos y pasivos en moneda diferente a la elegida como “funcional” para la elaboración de los Estados Financieros. La moneda funcional a la que me refiero es la definida por la Norma Internacional de Contabilidad 21 (NIC 21) como la moneda del entorno económico principal en el que opera la entidad<sup>1</sup>.

Una vez determinada la moneda funcional, está condicionada la re-expresión de aquellos pasivos y activos ajenos a esa moneda, registrando el resultado en la cuenta “diferencia de cambio”. Mi objetivo, más allá de seguir o no con el criterio de las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, “NIIF” o IFRS por sus siglas en inglés), es entender la necesidad de las empresas para realizar coberturas a una exposición de riesgo cambiario que se materializa en los Estados Financieros, insumo principal en varios cursos de la rama financiera de la Facultad.

---

<sup>1</sup> Ver NIC 21 para encontrar la definición completa.

El descalce entre el total de activos registrados en moneda extranjera menos el total de los pasivos en moneda extranjera nos genera una *exposición cambiaria*. Decimos, entonces que tenemos una exposición o simplemente una “posición” en el Estado de Situación Financiera o simplemente “en el Balance”.

Esta posición puede ser “activa” “larga” o “positiva” si:

- los activos en moneda extranjera son mayores.

Esta posición puede ser “pasiva”, “corta” o “negativa” si:

- los pasivos en moneda extranjera son mayores que los activos en moneda extranjera.

Este descalce puede ser natural debido a las operaciones de la entidad. No tiene que ser visto como algo necesariamente negativo, sino es la evidencia de que la entidad está expuesta a un riesgo cambiario.

### La decisión de cobertura con instrumentos financieros derivados

Esta decisión requiere de un proceso de análisis por parte de cada compañía con el objetivo de reducir o eliminar un riesgo financiero, en este caso nos estamos refiriendo al riesgo cambiario (el originado por tener activos y pasivos en moneda extranjera y estar expuestos a las fluctuaciones de un tipo de cambio que no depende de nosotros). La gestión de este riesgo reduce la volatilidad de las ganancias para garantizar un flujo de caja, menos volátil, además de ser una estrategia para mejorar el retorno sobre el patrimonio (ROE) de las compañías, por ejemplo estabilizando las utilidades que constituyen el numerador de este ratio de rentabilidad.

Para ilustrar cómo se origina el riesgo cambiario, veremos los escenarios posibles de

descalce en las posiciones en moneda extranjera que podría experimentar el Estado de Situación Financiera (en adelante "Balance") a una fecha determinada. Es importante recordar que la cobertura debe tener el efecto opuesto del riesgo identificado en el Balance para que pueda mitigar el riesgo que queremos combatir. Así, si la entidad cuenta con una posición activa (o larga, o positiva) puede entrar en un contrato *forward* venta para enajenar dicha moneda extranjera a futuro con un tipo de cambio previamente determinado, y si cuenta con una posición pasiva (o corta, o negativa) puede comprar la moneda extranjera a futuro para pagar sus deudas en dicha moneda a un tipo de cambio previamente determinado.

Veremos algunas aplicaciones prácticas del riesgo cambiario:

Escenario 1: activos en moneda extranjera > Pasivos en moneda extranjera

Gráfico 1

Posición de Balance Activa

Activo	Pasivo y Patrimonio
S/.	S/.
USD(*)	
	USD

(\*) Si bien se encuentra en moneda extranjera, se registra en moneda funcional. En los ejemplos, la moneda funcional son los soles. En el gráfico 1 se ha mantenido el signo de moneda extranjera (dólares) con fines didácticos.

Frente a esta posición activa en el Balance puede suceder lo siguiente:

Tabla 1

Movimiento del S/. frente al USD	TC S/. x USD	Efecto en Estado de Resultados
Depreciación	Sube	Ganancia
Apreciación	Baja	Pérdida

Escenario 2: Activos en moneda extranjera < Pasivos en moneda extranjera

Gráfico 2

Posición de Balance Pasiva

Activo	Pasivo y Patrimonio
S/.	S/.
	USD
USD	

Frente a esta posición pasiva en el Balance puede suceder lo siguiente:

Tabla 2

Movimiento del S/. frente al USD	TC S/. x USD	Efecto en Estado de Resultados
Depreciación	Sube	Pérdida
Apreciación	Baja	Ganancia

Ahora, realicemos un ejercicio para una compañía que llamaremos "A", incorporando saldos del Estado de Situación Financiera en su moneda original y luego totalizando en soles a un tipo de cambio inicial en el Día 1 de S/. 3 por cada dólar americano.

Día 1- Situación inicial – Balance inicial (a):

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva  
al Tipo de cambio 3.00

Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,700,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,700,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activos</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,800,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	2,000,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,600,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	1,000,000
Patrimonio	1,200,000		1,200,000
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>8,800,000</b>

Posición en  
ME (USD)  
-1,200,000

La compañía A tiene entonces una posición pasiva en moneda extranjera correspondiente a USD 1,200,000 en el Balance.

Ahora bien, ¿cuál sería el impacto en el resultado por diferencia de cambio de la compañía A si ocurriera una depreciación del sol frente al dólar americano, teniendo en cuenta que se mantendría una posición de Balance pasiva? Intuitivamente, de acuerdo con la tabla 2, esperaríamos una pérdida. ¿Cómo llegamos a determinar a cuánto asciende dicha pérdida? En el siguiente cuadro veremos el impacto, el cual demuestra que sería una pérdida efectiva de S/. 240,000

Día 2- Caso Depreciación:

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva

al Tipo de cambio 3.20

Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,800,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,760,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activo</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,960,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	2,120,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,840,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	1,040,000
Patrimonio	1,200,000		
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>9,200,000</b>

EGYP:  
Pérdida por  
x S/.  
240.000

De la misma manera, y de acuerdo con la tabla 2, una apreciación del tipo de cambio genera una ganancia de S/. 240,000 cuando se tiene una posición de balance activa.

Día 2 - Caso Apreciación:

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva

al Tipo de cambio 2.80

Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,600,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,640,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activo</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,640,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	1,880,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,360,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	960,000
Patrimonio	1,200,000		1,200,000
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>8,400,000</b>

EGYP :  
Ganancia  
por x S/.  
240.000

Frente a esta exposición al riesgo cambiario surge la decisión de cobertura con instrumentos financieros derivados, en este caso específico mediante un contrato a plazo de monedas o comúnmente denominado *forward de monedas* con el objetivo de cubrir esta posición en moneda extranjera reflejada en el Estado de Situación Financiera. Es así que nace el término *posición de cambio global*, la cual está constituida por la posición contable en moneda extranjera (posición en moneda extranjera del Balance) más la posición neta en derivados de la entidad y representa así la exposición total de la compañía al riesgo cambiario de su Estado de Situación Financiera.

Resumiendo, se define una posición neta en derivados, específicamente en "forwards" como:

Posición Neta en <i>forwards</i> de monedas neta =	$Forwards \text{ compras(largos)} - Forwards \text{ cortos (corto)}$
--	--

Y agregándole esta, a la posición en moneda extranjera del Balance, obtenemos la Posición de Cambio Global (PCG):

Posición de Cambio Global (PCG) =	Posición en Moneda Extranjera del Balance + Posición Neta en <i>forwards</i> neta.
-----------------------------------	--

A continuación, veremos un ejemplo de cobertura de riesgo cambiario que se esboza en el Estado de Situación Financiera de la misma compañía A del ejemplo anterior, utilizando para ello un *forward de monedas*:

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva

al Tipo de cambio 3.00

Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,700,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,700,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activo</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,800,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	2,000,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,600,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	1,000,000
Patrimonio	1,200,000		1,200,000
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>8,800,000</b>

(1) Posición  
en ME  
(USD)  
-1.200.000

(2) Cía. A toma  
un *forward*  
compra por USD  
1,200,000 a TC

Entonces, la posición de cambio contable es = USD 1,200,000 pasiva. También se suele colocar como -USD 1,200,000, o también como una posición en Moneda Extranjera corta de USD 1,200,000.

Para neutralizar el efecto de las apreciaciones y depreciaciones de nuestra moneda, el sol, con respecto al dólar americano, el Gerente Financiero de la Compañía A adquiere un *forward* que le permita comprar USD 1,200,000. Al tener la posición pasiva, la empresa A debería entrar en un contrato *forward* para comprar USD



1,200,000 dólares a un tipo de cambio pactado. Por simplicidad, vamos a considerar que tipo de cambio pactado del contrato *forward* es el tipo de cambio del día <sup>1</sup>.

Con ello, finalmente logra que la posición de cambio global sea la siguiente:

$$\text{USD } -1,200,000 \quad + \quad \text{USD } 1,200,000 \quad = \quad 0$$

(Posición de balance)                      (Posición en *forwards*)

Sin embargo, ¿cómo funciona la cobertura al tener este *forward* ante una depreciación del sol? Veamos el efecto de una subida del tipo de cambio a S/. 3.20 por cada dólar americano frente a la posición inicial del Balance de USD -1,200,000 a un tipo de cambio de S/3 por dólar coberturada con una posición de *forwards* de USD1,200,000 frente al resultado que se registró al no tener la cobertura con *forwards* (Ver Día 2- Caso Depreciación).

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva

al Tipo de cambio 3.20			
Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,800,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,760,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activo</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,960,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	2,120,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,840,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	1,040,000
Patrimonio	1,200,000		
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>9,200,000</b>

Resultado  
S/.  
(240.000)

Efecto cobertura del *forward* de monedas:

<sup>2</sup> En la realidad, el tipo de cambio *forward* es enviado por la entidad financiera que actúa como contraparte en el contrato *forward* y depende del tipo de cambio del momento en que se transan las monedas, las tasas de interés de las monedas intervinientes y el plazo del contrato a futuro.

Compra de USD - Forward

Resumen Cobertura del forward compra de USD	Nominal USD	1,200,000		1,200,000
	TC pactado	3	TC mercado	3.2
	PEN	3,600,000		3,840,000
	Ganancia (Resultados)	240,000		

Resultado +  
S/. 240,000

Vemos que si bien existe un pérdida por diferencia de cambio en el Balance, el resultado del instrumento financiero derivado nos origina una ganancia por S/.240,000. La lógica detrás de ello es que estamos comprando dólares americanos más baratos de los que puedo comprar en el mercado hoy. El efecto es cero, pues la pérdida del Balance de S/. 240,000 es compensada por la ganancia en la compra de *forwards*. Sin el instrumento financiero derivado, tendríamos un resultado negativo en el Estado de Ganancias y Pérdidas de S/. 240,000.

Ahora cabe preguntarse cómo es que funciona la cobertura al tener este *forward* ante una apreciación del sol. La respuesta es que tiene el efecto inverso: genera una pérdida en el Balance y una pérdida en el resultado del instrumento financiero derivado.

Estado de Situación Financiera Compañía A  
Con posición pasiva

al Tipo de cambio 2.80

Activos			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Efectivo	200,000	500,000	1,600,000
Cuentas por cobrar	800,000	300,000	1,640,000
Existencias	400,000		400,000
IME	5,000,000		5,000,000
<b>Total Activo</b>	<b>6,400,000</b>	<b>800,000</b>	<b>8,640,000</b>
Pasivos y Patrimonio			
Cuenta	S/.	USD	Total S/.
Cuentas por pagar	200,000	600,000	1,880,000
Oblig. Financiera CP	1,000,000	1,200,000	4,360,000
Oblig. Financiera LP	400,000	200,000	960,000
Patrimonio	1,200,000		
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2,800,000</b>	<b>2,000,000</b>	<b>8,400,000</b>

Resultado  
S/. 240,000

Efecto cobertura del *forward* de monedas:

Compra de USD - *Forward*

Resumen Cobertura del <i>forward</i> compra de USD	Nominal USD	1,200,000		1,200,000
	TC pactado	3	TC mercado	2.80
	PEN	3,600,000		3,360,000
	Pérdida (Resultados)	-240,000		

Resultado:  
S/.  
(240.000)

Entonces, ¿la cobertura me hizo perder?






No. La idea de la cobertura de este riesgo de cambio es reducir la volatilidad de los resultados financieros, y lo hemos logrado. Ahora podemos enfocarnos en seguir haciendo mejores nuestros negocios, centrándonos en nuestra idea de negocio, cuyos resultados no deberían depender de los movimientos del tipo de cambio.

Si bien este es un ejemplo didáctico donde se ignora el impacto de las tasas de interés de las monedas en la determinación del tipo de cambio *forward*, lo que se quiere enfatizar es el uso de estos instrumentos financieros como mecanismos de protección a los Estados Financieros para que estos no sean volátiles. Dicha volatilidad se puede evidenciar en el rubro de "diferencia de cambio" en la mayoría de casos. Por ejemplo, si una empresa se dedica a vender hamburguesas, el resultado del ejercicio debe reflejar su desempeño económico en cuanto al giro de su negocio y al efecto de su gestión de inversiones y financiamiento, mas no brindar un resultado volátil por estar expuesta a un riesgo de mercado que genera ruido a su desempeño económico y financiero. Esta no es una realidad lejana a nosotros; la podemos validar en empresas que conocemos en nuestro medio. A continuación, veremos una muestra de empresas que se han visto afectadas por los resultados por diferencia de cambio, ya sea positiva o negativamente (en este punto podremos identificar es el ruido del que hablamos en los resultados del ejercicio).

### Gráfico 3

Ganancia o Pérdida contable por tipo de cambio en empresas del sector comercio

(como porcentaje en valor absoluto (%) de la utilidad operativa o EBIT )

Empresa	2011	2012	2013	2014	Ene-Jun 2015
 MAESTRO	2.7	21.5	-9.05	-5.6	-25.5
 saga falabella.	3.1	4.1	-5.7	0.3	-3.1
 TOTTUS	3.1	4.1	-9.4	-7.6	-16.4
 Supermercados Peruanos SA	18.6	41.1	-436.5	-218.2	-29,293.1
 InRetail PERU CORP	16.8	35.2	-198.1	-100.9	-373.9
<b>Total</b>	<b>5.5</b>	<b>12.8</b>	<b>-79.5</b>	<b>-57.2</b>	<b>-120.2</b>

Fuente: BVL, BCRP  
Elaboración IEDEP

Debido a estos temas, el manejo de las posiciones de tipos de cambio es un punto en la agenda mensual de la gestión de la cada compañía, independientemente del rubro, a la hora de revisar los resultados financieros. Las experiencias son numerosas; ¿qué experiencia tienen ustedes?

Daniela del Pilar Rodríguez Díaz

Docente Contratada a Tiempo Parcial por Asignatura

Departamento Académico de Ciencias de la Gestión

## Bibliografía

CANTA, Michel y otros

2006 "Límites a las posiciones de cambio como mecanismo de mitigación del riesgo cambiario" Documentos de trabajo Nro. 5 Lima: Superintendencia de Banca, Seguros y AFPS.

Consulta: 12 de octubre 2015

[http://www.sbs.gob.pe/RepositorioAPS/0/0/jer/EDIPUB\\_VOLUMEN4/119-136.pdf](http://www.sbs.gob.pe/RepositorioAPS/0/0/jer/EDIPUB_VOLUMEN4/119-136.pdf)

## INTERNARIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB)

2012 *Norma Internacional de Contabilidad 21 Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio de la Moneda Extranjera*, Londres.

## INTERNARIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB)

2011 *Glosario de Términos*, Londres.

HULL, John C.

2009 *Introducción a los mercados de futuros y acciones*. Sexta edición, México. pp. 9, 37,45,48

## BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA (BBVA)

2007 *Mercado de Derivados en el Perú*. Consulta: 31 de octubre 2015

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Informes-Especiales/Cobertura-Cambiaría-BBVA-3.pdf>

PEÑARRANDA CASTAÑEDA, César

2015 "Incremento del tipo de cambio afectaría mayormente a pequeñas empresa y hogares". En: *Cámara de Comercio de Lima*. Lima, pp 6-8