

LATINOAMÉRICA

Riesgo limitado de los descalces cambiarios en el sector corporativo en América Latina

Juan Manuel Ruiz Pérez / Enestor Dos Santos / Jorge Redondo Caballero

En un escenario de tipos de cambio apreciados y abundante liquidez en el mercado internacional después de la crisis financiera de 2008, los países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, intensificaron las captaciones de recursos en el mercado externo, especialmente por parte del sector corporativo no financiero¹.

El riesgo y, en consecuencia, la preocupación con respecto a un posible descalce cambiario del sector corporativo es mayor en momentos como el actual²³, en el que el debilitamiento del precio de las materias primas y las perspectivas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos aumentan las presiones sobre los tipos de cambio de los países de América Latina. A esto se une que existe mucho menos información disponible sobre la situación patrimonial y la exposición en moneda extranjera para el sector privado no corporativo que, por ejemplo, para el estado o para el sistema financiero.

En todo caso, es preciso remarcar que hay cuatro factores que deben atenuar el impacto de una depreciación cambiaria: (i) la depreciación actual, de modo distinto de la observada en 2008, ha sido patente desde hace algún tiempo, permitiendo que las empresas se preparasen para ella; (ii) los países han podido aprender de lo ocurrido de 2008 y en algunos casos —en particular en México y Brasil donde el sector corporativo sintió con más fuerza el impacto de la crisis de Lehman Brothers por su exposición en moneda extranjera— se han hecho cambios regulatorios para reducir el riesgo de un descalce cambiario importante; (iii) las economías de la región cuentan con significativa liquidez en moneda extranjera a consecuencia de la acumulación de reservas en los últimos años, que podría ser direccionada para el sector privado en caso de necesidad (así como se hizo en algunos casos en el 2008-09 e incluso como ya se está haciendo actualmente en algunos países); y (iv) algunas de las empresas que han emitido obligaciones en moneda extranjera pueden tener una cobertura natural si sus ingresos están relacionados con el tipo de cambio, por ejemplo por ser exportadores o suministradores directos del sector exportador.

¿Cuál es el grado de exposición del sector corporativo no financiero en América Latina a la variación del tipo de cambio? El presente observatorio recoge el resultado de estudios realizados por los bancos centrales de la región que han analizado el grado de descalce monetario de las empresas no financieras, permitiéndonos disponer de una visión general sobre la situación en la región.

Argentina

Tras el traumático derrumbe del régimen de convertibilidad a fines de 2001 e inicio de 2002 y el consecuente aprendizaje sobre el riesgo de un descalce monetario, la deuda externa del sector privado argentino se fue reduciendo paulatinamente hasta el 12,4% del PIB en el segundo trimestre de 2014, desde el 31% del PIB al cierre de 2001. Este valor no sólo es bajo, sino que además: (i) El 50,3% de esa deuda es de empresas pertenecientes a diversos sectores transables (industria, minería y agricultura, entre otros), que tienen buena parte de sus ingresos en divisas, lo que les otorga una cobertura natural; (ii) El 43% de esa deuda externa del sector privado es con empresas del mismo grupo, que muy probablemente se

1: Para más detalles sobre este proceso de aumento de las captaciones externas, véase, por ejemplo, el [Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de 2014](#). BID. "La recuperación global y normalización monetaria".

2: Véase, por ejemplo: [Global Financial Stability Report](#), 2014. Fondo Monetario Internacional.

3: Véase, por ejemplo: Bank for International Settlements, "[Chapter IV - Debt and the financial cycle: domestic and global](#)", 84th BIS Annual Report, 2013/2014.

refinanciarían sin mayores problemas en el caso de un episodio de depreciación cambiaria. Así, sólo una pequeña parte de la deuda externa privada en divisas está sujeta a un riesgo de descalce de monedas relevante. En cuanto a la deuda en dólares dentro del sistema financiero local, ésta también se redujo desde 13,9% al cierre de 2002 hasta 0,7% del PIB en el segundo trimestre de 2014, con la salvedad adicional de que esos créditos en divisas son otorgados a firmas exportadoras (en un cambio de regulación del BCRA tras la crisis de la convertibilidad), con lo cual el riesgo de descalce de monedas es más bajo.

Brasil

Según un estudio divulgado recientemente por el BCB⁴, utilizando datos de acceso al crédito bancario, deuda externa, títulos de crédito y derivados cambiarios, la deuda corporativa total correspondía a 49,2% del PIB en 2014. De este monto, 17,1% del PIB estaba denominada en moneda extranjera, del cual un 6,1% del PIB corresponde a empresas exportadoras (que tienen una protección cambiaria natural, como mencionamos anteriormente), un 3,0% tiene protección cambiaria en los mercados locales, un 5,1% tiene su matriz o parte de sus activos en el exterior y sólo un 2,9% del PIB no tiene ningún tipo de protección cambiaria conocida. El estudio, por tanto, respalda la visión de que el problema de descalce cambiario está limitado en el país. A pesar de que las captaciones hechas por subsidiarias de empresas brasileñas en el exterior no están incluidas en los datos del BCB, la autoridad monetaria argumenta que no se trata de volúmenes significativos. Finalmente, tanto los requerimientos de mayor información sobre la tenencia de derivados cambiarios establecidos después de los problemas ocurridos con la depreciación del tipo de cambio en el 2008, como el programa de venta de swaps cambiarios por parte del Banco Central, iniciado en 2013, entre otras medidas, son factores que atenúan el impacto potencial de la depreciación del tipo de cambio.

Chile

En Chile, un estudio del banco central⁵ pone de manifiesto la solidez de las empresas chilenas ante una posible depreciación. Según los datos proporcionados, el descalce cambiario –medido como los pasivos en dólares menos los activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales (promedio ponderado por activos) ha disminuido de un 1,8 a un 0,8 desde 2009 hasta 2013. Asimismo, la proporción de activos de las empresas con un porcentaje de descalce superior al 10%, medida como porcentaje de los activos totales, se ha reducido en un 60% en el periodo 2008-2013. Si bien las empresas han ido aumentando las emisiones de bonos externos en detrimento de los bonos locales desde mediados de 2013, éstos han ido acompañados generalmente por coberturas cambiarias. Así pues, para el caso de Chile el riesgo de descalce cambiario resulta limitado.

Colombia

En el caso de Colombia, un estudio publicado recientemente por el Banco de la República⁶ apunta que el descalce cambiario ha ido en aumento para el periodo 2005-2012. El 28% de las obligaciones extranjeras, en promedio en dicho periodo, tenía coberturas cambiarias, aunque este valor puede estar subestimado ya que no se dispone de información de coberturas realizadas por las empresas colombianas con contrapartes del extranjero. Por otra parte, el 84% de la deuda en moneda extranjera se encuentra en empresas con capital extranjero, por lo que podrían verse menos afectadas por las variaciones en el tipo de cambio. Asimismo, cabe destacar que la información usada en este estudio no presenta el universo de empresas con obligaciones en moneda extranjera y, principalmente, los datos proporcionados corresponden al promedio del periodo 2005-2012 y no necesariamente representan la realidad actual.

4: Recuadro "Evolución del endeudamiento de las empresas no-financieras después de la crisis internacional de 2008", del [Informe de Estabilidad Financiera del BCB, de septiembre de 2014](#).

5: Recuadro III.1 "Descalce cambiario del sector corporativo no financiero" del [Informe de Estabilidad Financiera del BCC, Segundo Semestre 2014](#).

6: Angel, S., Niño J., Montes "Descalces cambiarios de las firmas no financieras en Colombia". [Borradores de Economía 805-2014](#).

México

El Banco de México cuenta con un estudio⁷ realizado con información de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que publican trimestralmente sus estados financieros. Estas empresas han emitido cerca del 88% del monto total de bonos colocados en el extranjero. Representa, por tanto, una parte muy significativa del universo relevante en este caso. El estudio concluye que, a nivel agregado, las pérdidas serían limitadas ante una depreciación cambiaria del 30%, pues equivaldrían a poco más del 15% del capital contable o sólo cerca del 5% teniendo en cuenta las coberturas que poseen las empresas. El impacto relativamente reducido de dicha depreciación tiene que ver con la significativa disminución de la exposición con opciones de tipo de cambio desde 2008. Además, las emisiones se han colocado a largo plazo y a tasa fija, por lo que las empresas no parecen haber incurrido en grandes riesgos de refinanciamiento y de tasa de interés. Resaltan, asimismo, los cambios regulatorios adoptados en los últimos años respecto al mercado de derivados, tanto a nivel nacional como internacional, que han ayudado a limitar los riesgos.

Perú

En el caso peruano, un estudio⁸ del BCRP para las empresas no financieras analiza un grupo de 84 empresas (cotizadas en la bolsa de valores de Lima) entre marzo de 2011 y diciembre de 2013. Para medir el riesgo de descalce utilizan como *proxy* las ganancias o pérdidas generadas por las fluctuaciones del tipo de cambio. Los resultados muestran que estas empresas han presentado pérdidas significativas y crecientes en 2013, por un mayor endeudamiento en dólares, que trajo consigo elevadas pérdidas cambiarias. Finalmente, con respecto a los avances en el entorno regulatorio, a fines de 2012, la superintendencia de banca y seguros (SBS) estableció mayores requisitos de capital por exposición a riesgo crediticio cambiario y *loan-to-values* referenciales más exigentes (más bajos) para créditos hipotecarios en dólares. Además, en 2013 el BCRP estableció un encaje adicional para las entidades financieras que excedan un límite fijado para la expansión de los créditos vehiculares e hipotecarios en dólares. Cabe agregar que a inicios de 2015, el BCRP endureció la medida anterior al establecer un requisito de encaje adicional que se aplicará a aquellas entidades financieras que no cumplan con reducir el saldo de sus créditos en dólares (excluyendo los de comercio exterior) en un 5% a junio y en un 10% hacia diciembre de este año.

Conclusión

La información sobre el grado de exposición al tipo de cambio del sector corporativo no financiero es muy escasa en América Latina, así como en el resto de economías emergentes. Sin embargo, en base a estudios limitados por parte de los bancos centrales de la región se desprendería que los respectivos sectores corporativos están en la mayoría de los casos preparados para afrontar los costes de una fuerte depreciación del cambio ya que el aumento de los pasivos externos en los últimos años estuvo, en general, acompañado por un aumento de los activos externos y de coberturas cambiarias.

Sin embargo, hemos de tener en cuenta que la escasez de información, especialmente en algunos países, como Perú y Colombia, impide una conclusión más categórica y más generalizable. En este sentido, consideramos que los bancos centrales y organismos supervisores deberían continuar los esfuerzos para recabar y divulgar datos que posibiliten ampliar el análisis, lo que permitiría reducir la incertidumbre sobre los riesgos asociados a una depreciación de las divisas en la región.

7: Reporte sobre el Sistema Financiero. Banco de México. Octubre 2014. Pp: 52-56.

8: Recuadro 2 "Riesgo cambiario en empresas no financieras", Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por el BCRP. Mayo 2014.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.