

ESCUELA DE NEGOCIOS



**EL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO
Y SU GESTIÓN EN RENAULT ARGENTINA**

CURSO: MBA 2019/2020

ALUMNO: MARCELO MARTINEZ MIRANDA

TUTOR: HERNAN MANFREDI

Buenos Aires, Argentina
JUNIO 2021

1. AGRADECIMIENTO

A mis padres, Hugo y Stella, por su apoyo constante para mi crecimiento personal y profesional.

A mi amigo Fernando Miguel Cavalié, quien me ha impulsado a realizar este MBA y acompañado en el camino.

A los profesores de la Universidad Torcuato Di Tella, por su fuerte vocación y dedicación hacia sus alumnos, y más que nunca en contexto de pandemia.

A mis compañeros del Grupo 4 del MBA Vespertino “A” 2019-2020, por el esfuerzo puesto en los trabajos grupales que debimos presentar.

A mis colegas de Renault Argentina, de quienes aprendo día tras día y me han inspirado para escribir este Trabajo Final, y en especial a los señores Hugo Arballo y Fabien Toulemonde quienes me han regalado parte de su tiempo para poder completar este trabajo.

2. RESUMEN

Resulta de vital importancia para el éxito de cualquier negocio realizado en Argentina tener en cuenta las particularidades e historia del mercado local y tomar las decisiones necesarias para entender en qué medida el negocio está expuesto a la pérdida (o ganancia) de valor como consecuencia de fluctuaciones en el tipo de cambio y accionar frente a este riesgo a través de acciones concretas.

En el Marco Teórico de este Trabajo Final se presenta el contexto macroeconómico en el cual se desarrollarán los conceptos objeto de estudio, con énfasis en la industria automotriz argentina. Se exhibe detalladamente en qué consiste la exposición al riesgo de tipo de cambio, se presenta una metodología que permite medir el grado de exposición al riesgo de cambio en una empresa, se analiza cuál es el impacto de una mala gestión del riesgo de cambio en el valor de una firma y se explican cuáles son los instrumentos que las empresas y particulares tienen disponibles en el mercado para mitigar este riesgo.

En el Marco Empírico, se analiza el caso de la empresa Renault Argentina, mediante entrevistas con funcionarios de la Tesorería de Renault en Argentina y la Tesorería Central en Paris, Francia, y mediante el estudio de la aplicación de dos instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio en la empresa. El análisis de este caso real permite confirmar la importancia de la correcta administración del riesgo y se evidencia la utilización de los instrumentos para mitigar el riesgo de cambio expuestos en el Marco Teórico. A su vez, en las conclusiones de este Trabajo Final se presentan las oportunidades de mejora detectadas en la estrategia de cobertura de Renault Argentina ante el riesgo de tipo de cambio.

En conclusión, este Trabajo Final confirma la gran importancia que tiene una correcta gestión del riesgo de tipo de cambio en cualquier empresa, y particularmente en aquellas empresas que por la naturaleza de su negocio se encuentran expuestas en mayor medida a este riesgo. A su vez, la historia

económica argentina agrega todavía mayor énfasis a la necesidad de aplicar estrategias de cobertura del riesgo de cambio para cualquier firma o particular en el país, dada la larga serie de crisis y devaluaciones que han ocurrido en los últimos tiempos.

Palabras clave

Tipo de cambio – Riesgo – Devaluación – Cobertura – Industria automotriz – Derivados financieros.

3. INDICE

1.	AGRADECIMIENTO	2
2.	RESUMEN.....	3
3.	INDICE	5
4.	INTRODUCCIÓN.....	7
4.1.	Descripción del Problema.....	7
4.2.	Objetivo general	13
4.3.	Objetivos secundarios	13
4.4.	Preguntas del Trabajo Final	14
4.5.	Tipo de estudio.....	14
4.6.	Descripción del Marco Teórico	15
4.7.	Descripción del Marco Empírico.....	15
5.	MARCO TEÓRICO.....	17
5.1.	CONTEXTO MACROECONÓMICO E INDUSTRIA AUTOMOTRIZ ARGENTINA.....	17
5.1.1.	Macroeconomía argentina 2010-2021	17
5.1.2.	Industria automotriz argentina	22
5.2.	EL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LA EMPRESA.....	24
5.2.1.	Riesgo de cambio: concepto y ejemplos	24
5.2.2.	Medición de la magnitud del riesgo de cambio en la firma	28
5.2.3.	Impacto del riesgo de cambio en el valor de la firma.....	31
5.3.	INSTRUMENTOS DE COBERTURA DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO	32
5.3.1.	Forwards.....	32
5.3.2.	Futuros	36
5.3.3.	Préstamos del tipo <i>Dollar-Linked</i>	37
5.3.4.	Adquisición de activos que coticen en mercados dolarizados	39
5.3.5.	Compra o estocaje de bienes y mercadería	40
6.	MARCO EMPÍRICO	42
6.1.	INTRODUCCION.....	42
6.2.	1 ^{era} HERRAMIENTA: ENTREVISTAS A FUNCIONARIOS DE RENAULT	43
6.2.1.	Análisis de las entrevistas	43
6.2.2.	Resultados de las entrevistas	50
6.3.	2 ^{da} HERRAMIENTA: ANALISIS DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA UTILIZADOS EN RENAULT ARGENTINA.....	52
6.3.1.	<i>Non-deliverable</i> forwards y deuda en dólares.....	52
6.3.2.	Préstamos <i>dollar-linked</i> y excedentes de caja.....	57
7.	CONCLUSIONES GENERALES	61
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	67
9.	ANEXOS	69
9.1.	Transcripción de las entrevistas realizadas.....	69
9.1.1.	Gerente de Tesorería de Renault Argentina	69
9.1.2.	Encargado de Tesorería Central en Francia.....	71
9.2.	Nota publicada por ECOLATINA	76

Índice de Tablas y Gráficos

Cuadro 1 - Evolución de los diferentes tipos de cambio y tasa de interés.....	9
Cuadro 2 - Devaluaciones y tasa de interés acumulada.....	10
Cuadro 3 - Balanza Comercial de la Industria Automotriz Argentina.....	12
Cuadro 4 - PBI de Argentina desde el año 2010 a 2020.....	21
Cuadro 5 - Estado de situación patrimonial de XYZ S.A.....	29
Cuadro 6 - Re-expresión del estado de situación patrimonial de XYZ S.A.....	29
Cuadro 7 - Estado de resultados de XYZ S.A.....	30
Cuadro 8 - Resumen y descripción de las herramientas utilizadas en el Marco Empírico.....	43
Cuadro 9 - Evolución del tipo de cambio oficial en la vida del préstamo.....	56

4. INTRODUCCIÓN

4.1. Descripción del Problema

El contexto macroeconómico argentino de los últimos 10 años ha presentado fuertes desbalances cuyas consecuencias pueden observarse en la evolución de los índices de tipo de cambio USDARS: 2300% de devaluación; inflación: 1700% de avance en el índice de precios al consumidor; pobreza: +10 puntos desde 2010 para llegar al 42% en 2020 (**Di Santi, 2021 mayo**); y producto bruto interno del país: caída del 7% en 2020 vs 2010. En relación con la devaluación del tipo de cambio, tema que nos especialmente nos ocupa en este Trabajo Final, hay que tener presente que en la Argentina han sabido y saben convivir diferentes cotizaciones del dólar frente al peso debido a las medidas restrictivas que han tomado los distintos gobiernos vinculadas al acceso a la cotización oficial. Entonces, en el mercado podemos encontrar las siguientes cotizaciones de dólar, cada una con una evolución diferente a lo largo del tiempo:

- a) **Dólar Oficial mayorista:** es el tipo de cambio que se opera en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), cuyas operaciones están sujetas a la normativa dictada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Esta es la cotización del dólar a la que acceden los grandes jugadores como las empresas y los bancos y es la referencia principal para la liquidación de operaciones de comercio exterior.
- b) **Dólar oficial minorista:** es el tipo de cambio al que acceden los particulares a través de operaciones bancarias para la compra o venta de divisas al por menor.
- c) **Dólar *blue*:** es el tipo de cambio que se opera de manera clandestina en las denominadas “cuevas”, y queda al margen de las normativas que dicta el Banco Central.

- d) **Dólar MEP o Dólar Bolsa:** es el tipo de cambio al que se accede mediante operaciones de compra y venta de bonos soberanos con cotización tanto en pesos como en dólares.

- e) **Dólar Contado con Liquidación (CCL):** es el tipo de cambio al que se accede mediante una operación de compra y venta de bonos soberanos, al igual que en el punto anterior, pero con la finalidad de transferir divisas desde o hacia el país.

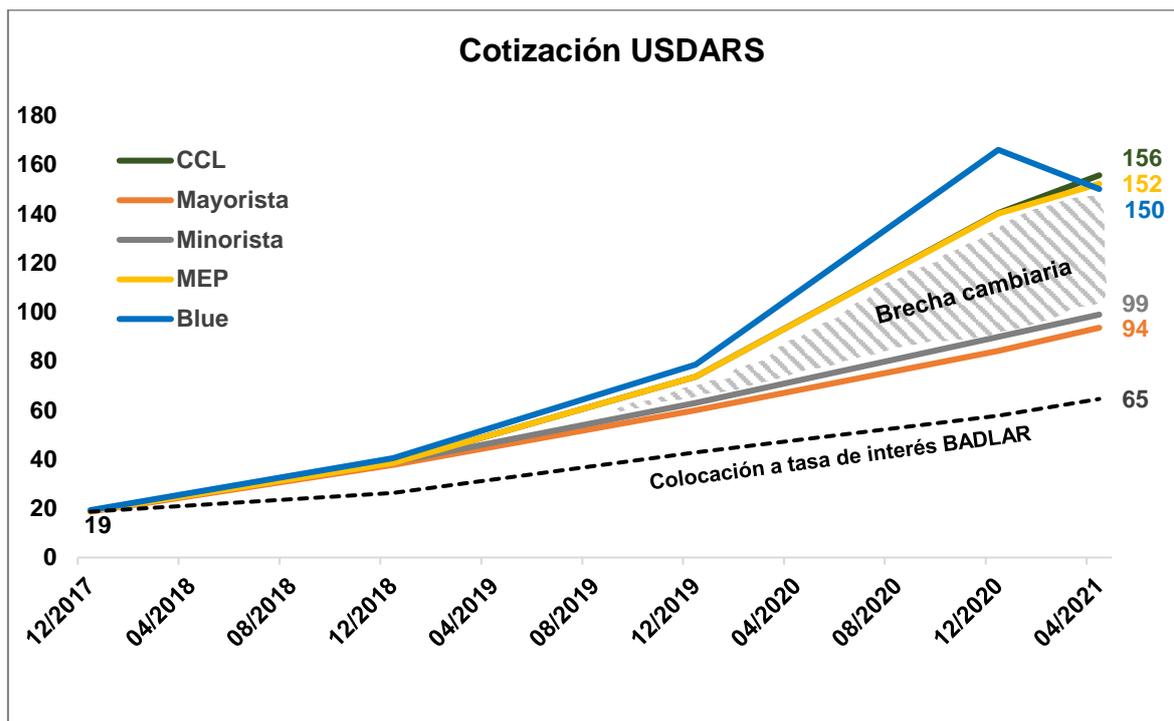
Cualquier empresa o persona de negocios que se desempeñe en Argentina está al tanto en mayor o menor medida de las complejidades del mercado local, como la mencionada anteriormente en relación con la gran cantidad de cotizaciones del dólar existentes y las devaluaciones que han sufrido a lo largo de los años. La situación empeora cuando recordamos que es habitual que tanto los particulares como las empresas argentinas piensen sus negocios en dólares, debido a la larga historia de crisis que ha vivido el país, con fuertes consecuencias negativas en el poder adquisitivo de la moneda local. Por ejemplo, es normal que cualquier persona piense y tenga sus ahorros en dólares, que venda o compre su vivienda en dólares o también su automóvil. En una encuesta¹ realizada a los efectos de este Trabajo Final se consultó a un grupo de personas que mayoritariamente viven en Argentina y que perciben sus ingresos en pesos, en qué tipo de activos ahorran. El 90% indicó que la mayor parte de sus ahorros los mantienen en activos que no están atados al valor del peso, como por ejemplo instrumento en dólares como bonos, acciones, efectivo, criptomonedas o inmuebles. Por el lado de las empresas, en el caso de multinacionales con casa matriz en el extranjero, los reportes financieros se realizan normalmente en dólares o euros. Los empresarios locales en su mayoría piensan sus negocios y miden los retornos en dólares.

Por todo lo mencionado anteriormente, es de vital importancia para el éxito de cualquier negocio realizado en Argentina tener en cuenta las particularidades e historia del mercado local y tomar las decisiones necesarias para entender en

¹ Acceso a los resultados de la encuesta realizada:

<https://drive.google.com/file/d/1dUyUoqDbCT3CJNtFpPEmVYaiZYVLiTeV/view?usp=sharing>

qué medida el negocio está expuesto a la pérdida (o ganancia) de valor como consecuencia de fluctuaciones en el tipo de cambio y accionar frente a este riesgo a través de acciones concretas. Las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden deberse no solo a altas y bajas en las cotizaciones del dólar frente al peso argentino, pero también a decisiones del gobierno o del Banco Central de restringir o liberar el acceso al mercado de cambios.



Cuadro 1: evolución de los diferentes tipos de cambio y tasa de interés desde diciembre de 2017 hasta abril de 2021. En base a datos obtenidos de *Ámbito Financiero*, (mayo 2020).

En el **Cuadro 1** precedente se aprecia la evolución de los distintos tipos de cambio mencionados desde el mes de diciembre de 2017 hasta abril de 2021. Puede notarse como las devaluaciones acumuladas son dispares cuando comparamos los tipos de cambio oficiales mayorista y minorista contra los tipos de cambio MEP, *blue* o CCL.

Tipo de cambio	Deval. Dic-17 / Abr-21
CCL	722%
MEP	704%
BLUE	678%
MINORISTA	422%
MAYORISTA	401%
TASA INT	246%

*Cuadro 2: devaluaciones acumuladas y tasa de interés acumulada desde dic-17 hasta abr-21. En base a datos obtenidos de **Ámbito Financiero** (mayo 2020).*

La marcada diferencia entre las evoluciones de los tipos de cambio oficiales mayorista y minorista versus los tipos de cambio considerados libres, o sujetos en menor medida al control del Banco Central, se denomina “brecha cambiaria”. Esta brecha se hace evidente a comienzos del año 2020, momento en el cual las restricciones de acceso al mercado oficial de cambios se hicieron fuertes y coincide con el comienzo de las medidas de aislamiento vinculadas a la pandemia del COVID-19, situación que agrega incertidumbre en los mercados. Las medidas de restricción de acceso al mercado de cambios oficial, conocidas comúnmente como “cepo cambiario”, y como consecuencia la imposibilidad para la mayoría de las personas y empresas de acceder a la cotización oficial del dólar (ya sea mayorista o minorista), provocan la disparada de las cotizaciones de los tipos de cambio libres (dólar MEP, dólar *blue* y dólar CCL), que comienzan a tornarse en muchos casos en las cotizaciones del dólar de referencia para aquellos jugadores que quedan inhabilitados para acceder al mercado oficial de cambios por las normativas restrictivas. El desequilibrio que genera en la economía tanto las devaluaciones de los tipos de cambio como la brecha cambiaria se hace todavía más evidente cuando analizamos el comportamiento de la tasa de interés en pesos para el mismo período. En el gráfico anterior puede apreciarse la línea punteada que representa cuántos pesos hubiera obtenido una persona luego de colocar 19 ARS, equivalentes a 1,00 USD en diciembre de

2017, en un plazo fijo capitalizable cada 30 días a tasa BADLAR² hasta el 30 de abril de 2021. El resultado es que esos 19 ARS de diciembre de 2017 valdrían al 30 de abril de 2021 solo 65 ARS, mientras que en esta última fecha necesitaría al menos 94 ARS para comprar un dólar en el mercado oficial mayorista. Aquí puede apreciarse con claridad la necesidad por parte de cualquier persona o empresa de tomar decisiones tendientes a protegerse de la exposición a la devaluación, ya que como se puede observar, no es suficiente solo con depositar los excedentes de caja a plazo fijo en el banco de confianza.

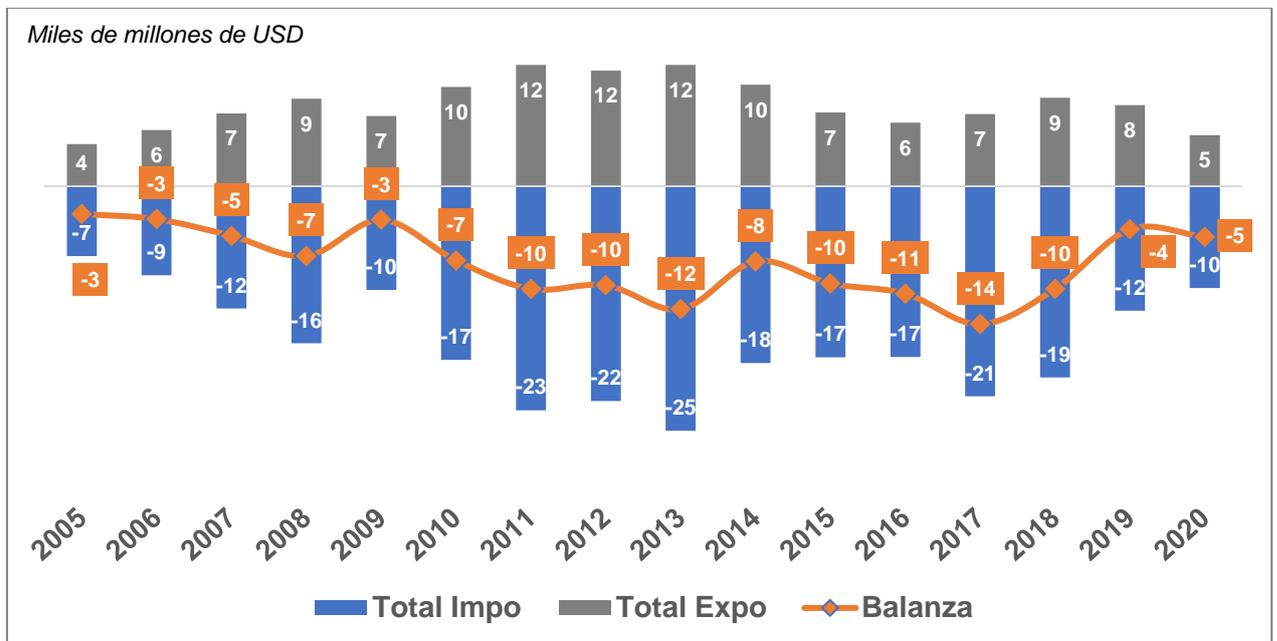
Resulta entonces de vital importancia para la salud económica de la empresa que sus directivos tengan presente la existencia de estos desajustes en la historia argentina, midan la exposición de sus empresas a sufrir pérdidas (o ganancias) en caso de fluctuaciones significativas en la cotización de su tipo de cambio de referencia³ y tomen las medidas necesarias para mitigar dicho riesgo, que comúnmente se denomina **riesgo por exposición al tipo de cambio**, y será el tema central que se analizará en el presente Trabajo Final.

El riesgo por exposición al tipo de cambio no es igual en todas las industrias. Por la naturaleza de cada una, algunas industrias suelen estar más expuestas que otras. Por ejemplo, las industrias exportadoras o importadoras, o aquellas que requieran de insumos o materias primas importadas, tendrán un grado mayor de exposición al riesgo de cambio que industrias cuyos costos o ingresos estén nominados principalmente en pesos, como pueden ser industrias de servicios como las gastronómicas o empresas consultoras (estudios contables, estudios de asesoramiento jurídico, etc.). En el Marco Empírico, este Trabajo Final tratará el caso de Renault Argentina, empresa del rubro automotriz de capitales franceses con gran historia en el mercado local e internacional. La industria automotriz argentina, debido a las particularidades que analizaremos a continuación, es una de las industrias en las cuales el riesgo de cambio se

² BADLAR: Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, por el promedio de entidades financieras. (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*). **Banco Central de la República Argentina. (s. f.)**

³ El tipo de cambio de referencia puede ser distinto para cada empresa, y dependerá de las reglamentaciones vigentes en materia cambiaria para definirlo en función del acceso que la empresa tenga a su cotización para realizar compras y ventas de la divisa.

encuentra presente en gran medida. La industria automotriz argentina en su conjunto se caracteriza por ser una de las principales consumidoras de divisas del país debido a la alta desproporción que presenta en términos de importaciones de autos terminados, piezas y repuestos versus las exportaciones de los mismos productos. Esta situación implica que las empresas del rubro automotriz ya sean las principales marcas manufactureras de vehículos nuevos o las empresas productoras de autopartes, tenderán a presentar un desbalance entre la moneda en la cual reciben sus ingresos y la moneda en la cual realizan sus egresos. Al encontrarse en el mercado argentino, naturalmente la moneda en la cual reciben los ingresos estas empresas es el peso, mientras que los egresos producto de las importaciones normalmente se encontrarán nominados en dólares estadounidenses, produciéndose entonces una exposición al riesgo de cambio que es natural al modelo de negocios de la industria automotriz presente en territorio argentino. En el siguiente gráfico puede verse la serie histórica de la balanza comercial de la industria automotriz argentina, tanto de vehículos como de autopartes y se aprecia que en todos los años el resultado de esta balanza es negativo (línea naranja), implicando la necesidad de consumo de divisas por parte de la industria automotriz para llevar adelante su negocio.



Cuadro 3: Balanza Comercial en miles de millones de dólares de la Industria Automotriz Argentina, tanto vehículos como autopartes. En base a datos obtenidos de ABECEB (2021).

Debido a la poca integración local de la producción de las autopartes necesarias para la manufactura de un vehículo nuevo en Argentina, alrededor del 70% de las piezas que componen un vehículo es de origen importado. Este hecho explica en gran medida el balance negativo en el intercambio con el mundo de productos dedicados a la industria automotriz local.

Esta situación de descalce de monedas se pone de manifiesto en distintos órdenes de magnitud entre las terminales automotrices que se encuentran presentes en el país en función de su modelo de negocios, que puede estar más o menos orientado al mercado local o a mercados de exportación. En el caso de Renault Argentina, en los últimos 4 años el peso de las exportaciones en el total de las ventas de la compañía se ha reducido a mínimos históricos originando de esta manera una altísima discordancia entre el monto de sus ventas, nominadas principalmente en pesos argentinos, y el total de costos, atados principalmente al dólar estadounidense. Este desajuste de monedas genera incertidumbre a la hora de proyectar los flujos futuros de caja que generará la compañía y por lo tanto implica un riesgo que, de no ser correctamente administrado, disminuirá el valor de la compañía.

4.2. Objetivo general

El objetivo general de este Trabajo Final es realizar un análisis de la estrategia de cobertura del riesgo del tipo de cambio de la empresa Renault Argentina y presentar recomendaciones para el mediano plazo.

4.3. Objetivos secundarios

Como adicionales al objetivo general planteado en el párrafo anterior, este Trabajo Final se propone lograr los siguientes objetivos secundarios:

- a) Describir el contexto macroeconómico argentino de los últimos años y resaltar la importancia de la toma de decisiones de cobertura.
- b) Explicar el concepto de riesgo de tipo de cambio y brindar ejemplos que faciliten su comprensión.
- c) Explicar por qué el análisis, medición y cobertura del riesgo de cambio es importante para una empresa en el contexto argentino.

- d) Presentar una metodología para medir el grado de exposición al riesgo de cambio de una empresa.
- e) Describir las herramientas que permiten disminuir el riesgo de cambio en cualquier empresa y, en particular, en Renault Argentina.
- f) Explicar el impacto que tiene en el valor de una compañía de la industria automotriz una alta exposición al riesgo de cambio por parte de esta.
- g) Describir cómo evolucionó el riesgo de cambio en términos de magnitud en la industria automotriz en general y en particular en Renault Argentina.
- h) Realizar el análisis de dos instrumentos utilizados en Renault Argentina para mitigar el impacto de la exposición al riesgo de cambio de la compañía.

4.4. Preguntas del Trabajo Final

A continuación, se proponen las preguntas que se buscan responder a lo largo de este trabajo:

- 1) ¿Qué es y cómo se mide la exposición al riesgo de cambio en una empresa?
- 2) ¿Cómo puede afectar la exposición al riesgo de cambio al valor de una compañía?
- 3) ¿Qué estrategias y herramientas existen para mitigar el riesgo de cambio?
- 4) ¿Qué estrategias se adoptaron y se adoptan en Renault Argentina para mitigar el riesgo de cambio?
- 5) ¿Cómo pueden mejorarse las estrategias aplicadas en Renault Argentina para hacer más efectiva la mitigación del riesgo de cambio?

4.5. Tipo de estudio

Este Trabajo Final es de carácter descriptivo, debido a que presentará las causas y consecuencias de la exposición al riesgo de cambio e intentará exponer de manera argumentada qué alternativas tienen los *managers* de las compañías para gestionar este riesgo de la mejor manera posible con el fin de crear valor para sus *stakeholders*.

4.6. Descripción del Marco Teórico

El Marco Teórico del presente Trabajo Final cuenta con tres capítulos. El primero de ellos se denomina “**Contexto macroeconómico e industria automotriz argentina**”. Contiene el marco histórico que ha atravesado la Argentina en materia de economía en los últimos años y describe a grandes rasgos la historia, los principales jugadores y las particularidades del negocio automotriz en el país. El objetivo de su inclusión es plantear el entorno en el cual los jugadores económicos han tenido que tomar sus decisiones de negocio y sensibilizar al lector sobre las especificidades del rubro de la economía en el que se desenvuelve Renault Argentina para entender cómo la exposición al riesgo de cambio afecta a las empresas dedicadas al negocio de importación, producción y venta de vehículos automotores.

El segundo capítulo, llamado “**El riesgo de tipo de cambio en la empresa**”, explica el concepto de riesgo de tipo de cambio y otorga algunos ejemplos de casos de exposición ante este desbalance. A su vez, expone la forma en la que se puede medir el grado de exposición de una empresa y explica por qué un alto desbalance tiene impacto negativo en la valuación de una compañía.

El tercer y último capítulo, llamado “**Instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio**”, lista y describe los principales instrumentos y busca poner sobre la mesa el abanico de opciones con el que los directivos de las empresas cuentan para tomar sus decisiones de *hedging*⁴. El capítulo está orientado al mercado argentino, con lo cual tanto los instrumentos como las operatorias descriptas son las que se encuentran presentes en el contexto local.

4.7. Descripción del Marco Empírico

El Marco Empírico de este Trabajo Final describe los resultados de la aplicación de dos herramientas de investigación. El objetivo es observar el caso de una empresa real, que será Renault Argentina, acerca de cómo se ha desarrollado

⁴ En finanzas, la palabra *hedge* (de la cual proviene *hedging*) significa cobertura, y se relaciona con el conjunto de operaciones financieras que tienen el objetivo de anular o reducir el riesgo generado por las variaciones en el precio de un activo o índice determinado.

en el contexto de crisis continua de la economía argentina en relación con su exposición al riesgo de cambio, qué medidas ha tomado para mitigarlo y qué resultados ha obtenido en el pasado cercano.

Como primera herramienta, se realizaron dos entrevistas a funcionarios de Renault: el Gerente de Tesorería de Renault Argentina y el encargado de Tesorería Internacional en la Casa Matriz de Renault en Paris, Francia. A través de esta herramienta de investigación se pretende comprender si los conceptos desarrollados en el Marco Teórico se verifican en el caso real de la gestión de una empresa con alta exposición al riesgo de cambio como lo es Renault Argentina. Más allá del análisis de las entrevistas realizado en el Marco Empírico, podrá encontrarse una transcripción de las mismas en el **Anexo 9.1.** de este Trabajo Final.

Como segunda herramienta, se utilizó la observación de datos recabados de Renault Argentina en relación con la aplicación de dos instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio: un contrato del tipo *non-deliverable forward* y un contrato de préstamo del tipo *dollar-linked*. Ambos instrumentos se encuentran descriptos conceptualmente en el Marco Teórico de este Trabajo Final y en el Marco Empírico se estudia la puesta en práctica de tales coberturas en Renault Argentina.

5. MARCO TEÓRICO

5.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO E INDUSTRIA AUTOMOTRIZ ARGENTINA

En primer lugar, en este capítulo se analizará el contexto económico de la Argentina en el período comprendido entre los años 2010 y 2021, caracterizado por una alta inestabilidad macroeconómica que ha provocado la aparición y utilización de los diferentes instrumentos de cobertura de tipo de cambio que se estudiarán más adelante en este Trabajo Final. En segundo lugar, se hará una breve reseña histórica acerca de la Industria Automotriz en la Argentina con el objetivo de contextualizar el contenido de los siguientes capítulos, que tratarán sobre el accionar de la empresa Renault Argentina en relación con la forma de cubrirse del riesgo de cambio. A su vez, se brindarán datos acerca de los distintos jugadores de la industria y sus cifras más representativas.

5.1.1. Macroeconomía argentina 2010-2021

5.1.1.1. Cuenta corriente, reservas y tipo de cambio

Según **ECOLATINA (2021, abril)**, en el último trimestre del 2020, la cuenta corriente del balance de pagos fue deficitaria en casi USD 1.400 millones. Sin embargo, a pesar de este rojo, el 2020 cerró con un superávit de casi USD 3.000 millones en esta cuenta, que contiene al balance comercial de bienes y servicios, más las rentas de la inversión. Como resultado, esta variable se ubicó en terreno positivo por primera vez desde el 2009, cerrando con una década de resultados externos deficitarios.

El saldo de la cuenta corriente muestra en qué sentido fluyen las transacciones comerciales entre Argentina y el resto del mundo. Este contiene tanto a la compra-venta de bienes como a la de servicios, y también al pago de utilidades y dividendos, además de otros conceptos menores. Su contracara es el flujo de financiamiento: si la Argentina tiene una cuenta corriente negativa, su sector público y/o privado están endeudándose (o desahorrando) con el resto del mundo, mientras que, por el contrario, si la cuenta corriente es positiva, los residentes en el país están ahorrando -acumulando divisas- o desendeudándose con el resto del mundo.

A lo largo la década 2010-19, Argentina mostró un rojo sostenido en esta variable, ya que el excedente del comercio de bienes -que existió hasta 2016, con excepción del 2015- fue insuficiente para fondear el déficit de servicios, que se cuadruplicó impulsado principalmente por el turismo emisor. Para peor, el pago de rentas al exterior (intereses, utilidades y dividendos) siempre fue negativo y creciente, generando necesidades de financiamiento particularmente altas entre 2017 y 2019.

Durante este proceso, la fuente de ingreso de dólares que sirvió de contrapartida del déficit externo fue mutando. Mientras que en los primeros años de la década el déficit corriente era afrontado con inversiones productivas (hasta el 2012, el ingreso neto por esta partida era superior al déficit de cuenta corriente sin ser un *boom*), a medida que se consolidaba el cepo cambiario y el estancamiento de la economía argentina éstas fueron disminuyendo. Así, la salida de divisas por motivos comerciales debió ser pagada con Reservas del Banco Central y con el swap brindado por el Banco Central de China y otros préstamos institucionales.

Con el cambio de gobierno y la “vuelta a los mercados”, la entrada de inversiones financieras privadas de corto plazo se convirtió en la principal puerta de dólares hacia Argentina. Este fue el elemento de mayor peso en 2016 y 2017, ya que entraron capitales por un promedio de 6,1% del PBI, un monto superior al déficit de la cuenta corriente (-3,8% del Producto). Así, el ingreso neto por inversiones de cartera acumuló más de USD 70.000 millones en el período.

El prolongado déficit de la cuenta corriente comenzó a encontrar su fin en 2018, cuando los inversores externos dejaron de querer financiarlo. A medida que los capitales privados revertían su ciclo y huían del país, el tipo de cambio se encarecía, sumiendo a la economía argentina en una aguda crisis. El cierre de la cuenta corriente no fue completo ese año, y el Fondo Monetario Internacional fue quien aportó los dólares con los que se pagaron las importaciones, intereses y el saldo de servicios. En 2019, esto se repitió, acompañado de una importante pérdida de Reservas del Banco Central (USD -21.000 millones).

Mientras las Reservas internacionales propias y las prestadas por el Fondo pagaban por la salida de capitales y el déficit corriente, la crisis cambiaria

ocasionó dos procesos que operaron para corregir nuestro desbalance externo. Por un lado, el derrumbe de la actividad económica generó una disminución en la demanda total de bienes y servicios. Mientras tanto, el encarecimiento relativo de los productos del exterior provocó una ganancia de competitividad-precio de nuestros productos en relación con los de otros países. Así, crecieron los incentivos a reemplazar productos importados por domésticos y a exportar.

Hacia el último trimestre del 2019, ya sin financiamiento de privados ni de institucionales, la suma de ambos efectos, junto con el adelanto de exportaciones por la expectativa de devaluación y las restricciones impuestas al giro de utilidades y dividendos al exterior equilibraron el déficit corriente. En 2020, el nuevo gobierno y la irrupción de la pandemia alteraron la dinámica de esta cuenta. Respecto a la nueva administración del ejecutivo nacional, la reestructuración de la deuda externa hizo que el saldo de rentas se achicara en 43% en el año. A la vez, la pandemia no sólo prolongó la crisis de la actividad -ralentizando junto con el control de importaciones la recuperación de las compras externas-, sino que además prácticamente clausuró el turismo internacional, achicando en 55% el déficit de servicios. Con todos los elementos listados (una recesión que ya lleva tres años en curso, una importante depreciación del tipo de cambio, una larga lista de prohibiciones cambiarias, una pandemia que impide viajar y una reestructuración de la deuda que no logró recuperar el acceso al crédito externo), Argentina pudo alcanzar un superávit anual de cuenta Corriente. Sin embargo, al conocer estos datos surgen dos inquietudes. ¿Logró el Banco Central acumular las Reservas que ingresaron al país como fruto de este proceso? ¿Será duradera la bonanza por la vía comercial? Veamos.

La primera respuesta es no: que se hayan cerrado las necesidades de financiamiento externo en 2020 fue una consecuencia de no haberlas conseguido, y no implicó que el Banco Central engrosara sus Reservas. Por el contrario, esta variable se redujo en casi USD 3.000 millones durante 2020. Esto se debió, principalmente, a la compra de dólares por parte del sector privado por más de USD 9.000 millones. Adicionalmente, las salidas (netas) de inversiones de cartera por casi USD 3.000 millones también erosionaron el ingreso de dólares por superávit de cuenta corriente. La falta de confianza y los problemas financieros, evidentemente, impidieron que la recuperación de las cuentas externas se trasladara a las Reservas.

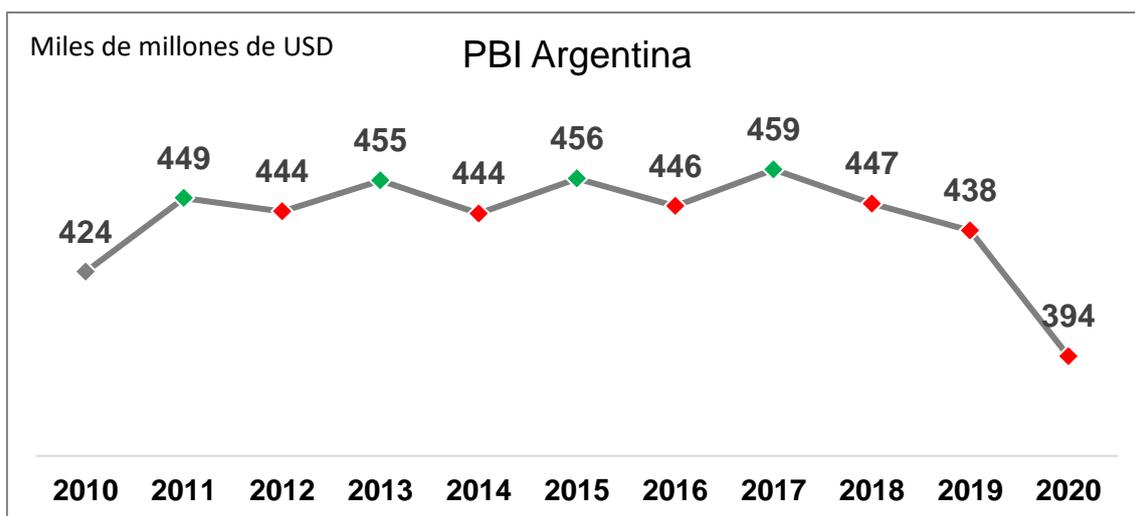
Lamentablemente, la respuesta a la segunda pregunta también es negativa: el superávit de la cuenta corriente fue pequeño (apenas 0,8% del PBI) y muy condicionado por situaciones puntuales, como la crisis doméstica que aplacó las importaciones, la imposibilidad de viajar al exterior y el flujo muy reducido de intereses que dio como resultado el canje de la deuda. Aunque muy probablemente estas circunstancias no cambien notablemente a lo largo de 2021 (y, por lo tanto, el resultado de la cuenta corriente pueda volver a ser superavitario), difícilmente se pueda pensar que este nuevo signo sea estructural. Para peor, la estrategia de aumentar el tipo de cambio por debajo de la inflación esperada puede erosionar el saldo del comercio de bienes.

Teniendo en cuenta la escasez de las Reservas netas del Banco Central y la volatilidad de los flujos financieros, sería deseable que Argentina pudiera mostrar un saldo positivo de cuenta corriente en los próximos años, para sumar algo de certidumbre a una economía compleja por todos lados y estancada hace una década. Considerando lo costoso que resulta para la actividad y el empleo el ajuste de los desbalances corrientes, la mejor forma de lograr este objetivo es con un aumento sostenido de las exportaciones.

5.1.1.2. Actividad y Producto Bruto Interno

Los desequilibrios mencionados en el punto anterior tienen sus consecuencias en el nivel de actividad de la economía del país. Si observamos la evolución del Producto Bruto Interno⁵ de Argentina en la última década en el gráfico que sigue a continuación, veremos que en seis de los diez años el indicador se ha contraído con respecto al año anterior, y solamente en cuatro ha mostrado un crecimiento.

⁵ Producto Bruto Interno (PBI): en macroeconomía, el producto interno bruto (PIB), conocido también como producto interior o producto bruto interno (PBI), es una magnitud macroeconómica que expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios de demanda final de un país o región durante un período determinado, normalmente de un año o trimestrales. **Dornbusch, R. (2015).**



Cuadro 4: PBI de Argentina desde el año 2010 a 2020, en miles de millones de USD a precios de 2010. *Banco Mundial. (s. f.).*

Es interesante notar que los puntos verdes del gráfico, es decir los años de crecimiento, coinciden con años electorales a nivel nacional (ya sea para elecciones presidenciales o legislativas), mientras que los puntos rojos coinciden con años en los que el país no mantuvo elecciones. La regla se rompe hacia el final de la serie en donde vemos el año 2018, año en el cual estalló la crisis de deuda que implicó que Argentina debiera pedir un importante rescate al Fondo Monetario Internacional, con consecuencias en el tipo de cambio que se devaluó más del 100% en un solo año. Como consecuencia de esta crisis, durante el año 2019, último año del gobierno de Mauricio Macri, la actividad continuó cayendo, el país ya sin acceso a financiamiento en mercados internacionales debió comenzar a reducir su déficit fiscal y a restringir el acceso al mercado de cambios para proteger las reservas internacionales del Banco Central, que mostraban una fuerte caída. A finales de 2019 resultó ganador de las elecciones presidenciales Alberto Fernández, que debió encarar el año 2020 con el duro impacto de la pandemia que generó una caída de casi el 10% en el PBI del país.

Para el año 2021 se espera una recuperación de alrededor del 6% del PBI. En materia de tipo de cambio, se espera una devaluación controlada del peso por debajo de la inflación, y fuertes restricciones de acceso al mercado de cambios oficial, como forma de controlar el nivel de reservas del Banco Central. Las importaciones de muchos productos continuarán siendo controladas por el Gobierno, incluyendo las importaciones de vehículos nuevos, lo cual tendrá su

impacto en la industria automotriz que deberá buscar reemplazar con producción local los volúmenes de vehículos que no podrán importar. Se espera que la brecha cambiaria continúe en niveles del 60 al 70%, alentando las expectativas de devaluación que podrían o no llegar luego de las elecciones legislativas de fines de año. En este contexto de restricciones a las importaciones, de restricciones a la compra de dólares, de devaluación controlada y alta inflación (producto de la emisión monetaria realizada para financiar el déficit causado por las medidas paliativas de las consecuencias de la pandemia durante 2020) es que deberán tomar decisiones las empresas y particulares en Argentina durante 2021.

5.1.2. Industria automotriz argentina

5.1.2.1. Breve reseña histórica

Según describe la **Asociación de Fábricas de Automotores (2010)**, en el año 1895 se importó a la Argentina el primer vehículo marca Benz, patentado oficialmente en la Ciudad. Pero fue recién en el año 1925 que la marca Ford inició la línea de montaje del modelo “T” en su planta en el país. A partir de ese momento y poco a poco comenzaron a desembarcar en la Argentina los principales constructores de vehículos de Europa y Estados Unidos: General Motors, Peugeot, Renault, Mercedes-Benz, etc.

A partir del año 2000, el podio de marcas en cuanto a su *Market Share* se disputa entre cuatro empresas: Volkswagen, General Motors, Renault y Ford, siendo la marca de origen alemán la líder con marcada diferencia frente a los seguidores.

Según **AFAC (2019, septiembre)**, la producción automotriz está muy relacionada con el ritmo de actividad de la economía en la región, principal destino de la fabricación local. Desde el mínimo de producción de 159 mil unidades en 2002 la producción creció continuamente hasta 2008 con una disminución por la crisis de 2008/2009. En 2011 se llegó a la producción *record* de 829 mil vehículos. Luego, acompañando la caída en la que entró la economía en 2012, la producción se contrajo sistemáticamente hasta alcanzar 467 mil automotores en 2018. Las ventas de vehículos nacionales al mercado interno desde su mínimo de 46 mil en 2002 crecieron hasta 350 mil en 2013 y cayeron continuamente desde ese momento hasta alcanzar 198 mil unidades en 2018.

Hasta 2013 las exportaciones de vehículos a Brasil crecieron en forma continua. Sin embargo, la caída de la demanda interna a partir de 2013 no fue contrarrestada por las exportaciones al socio del Mercosur por la crisis que experimentó Brasil.

La estrategia de especialización en vehículos de mayor contribución marginal permitió mejorar sustancialmente la escala promedio de dichos vehículos, complementando inversiones y comercio con Brasil. Actualmente la exportación tiene más impacto productivo que las ventas al mercado interno, en donde los vehículos importados tienen el 70% de participación.

5.1.2.2. Balanza Comercial

La Balanza Comercial que genera la Industria Automotriz Argentina ha sido históricamente deficitaria. La relación de componentes importados sobre el total del costo de fabricación de un vehículo promedio en Argentina se encuentra alrededor del 70%. Por su parte, las exportaciones, si bien contribuyen a la reducción de la Balanza Comercial deficitaria de la industria, no logran compensar en su totalidad el desequilibrio mencionado.

Este desbalance entre importaciones y exportaciones genera una exposición natural al riesgo de cambio para las empresas del sector. Este riesgo será mayor o menor en cada una de las compañías dependiendo de la balanza que logre cada una de ellas entre sus importaciones y exportaciones. En los años de escasez de Reservas del Banco Central y limitación de acceso a los mercados internacionales de financiamiento tanto para el país y, en consecuencia, para los jugadores económicos privados y especialmente aquellos de la Industria Automotriz, la balanza comercial neta de cada jugador pasa a ser un aspecto clave en la estrategia de negocios. Esto debido a que se ha observado como los gobiernos de turno han limitado las importaciones de cada marca con el objetivo de reducir el impacto en las Reservas del Banco Central. De esta manera, las compañías con balanza comercial neta en valores negativos (esto es cuando el valor de sus importaciones supera al de sus exportaciones) pueden sufrir

mayores restricciones para importar vehículos o autopartes en comparación con sus competidoras con balanza comercial neta en terreno positivo.

5.2. EL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LA EMPRESA

En este capítulo se explicará conceptualmente de qué se trata el riesgo de tipo de cambio, la forma de medición de la magnitud del riesgo a la cual está expuesta la compañía y cuáles son los impactos que puede tener en el valor de la firma.

5.2.1. Riesgo de cambio: concepto y ejemplos

Se denomina riesgo de cambio a la situación de incertidumbre económica que se produce cuando un agente económico (empresa, individuo, gobierno, etc.) realiza operaciones denominadas en una moneda distinta a su moneda doméstica o a su moneda funcional, entendiéndose como moneda funcional según las Normas Internacionales de Contabilidad a la moneda del entorno económico principal en el que opera la entidad (**Herrera, Y. (2021, 13 enero)**).

Existe también riesgo de cambio cuando la subsidiaria de una compañía normalmente basada en un país extranjero mantiene estados contables en una moneda diferente a la de la casa matriz. En estos casos, los resultados de la casa matriz que consolida a su subsidiaria están expuestos a la volatilidad de la moneda funcional de su subsidiaria. Un ejemplo de este caso es el de la automotriz Renault, con sede central en Francia y subsidiarias a lo largo y ancho del mundo. La casa matriz de Renault que consolida los estados contables del grupo expone sus resultados en Euros, cuando gran parte de su negocio se encuentra en países cuya moneda funcional es distinta a la europea.

Sin embargo, este Trabajo Final se centrará en el riesgo de cambio descrito en el primer párrafo con el objetivo de analizar a detalle el riesgo de cambio al que se expone una empresa por mantener operaciones en distintas monedas. En el caso de Argentina, cuya moneda ha sufrido severas devaluaciones a lo largo del tiempo, el riesgo de cambio pasa a tomar una importancia clave en la administración de cualquier negocio. La dolarización de la economía argentina, entendiéndose a esta como la medición de resultados económicos y la determinación de precios en moneda estadounidense, realza aún más la importancia de controlar el riesgo de cambio en los negocios, ya que el peso

continúa siendo la moneda principal en la que se realizan las transacciones económicas en el país.

Existen, por supuesto, incontables ejemplos de operaciones en las que se observa *mismatch*⁶ de monedas. A continuación, se citan algunos de ellos con el objetivo de bajar a tierra el concepto:

a) Compraventa de mercaderías importadas: el caso de un importador, como puede ser Renault Argentina que importa vehículos para revenderlos en el mercado interno, cuyos proveedores se encuentran en el exterior y la moneda en la cual se pactan las transacciones es el dólar estadounidense. La empresa local vende los productos importados en pesos, pero sus deudas comerciales están nominadas en dólares. En este caso, el riesgo de cambio consiste en la incertidumbre que existe acerca del tipo de cambio al que el importador podrá acceder para comprar los dólares que le permitan cancelar su deuda con el proveedor del exterior. El importador puede mitigar o incluso eliminar el riesgo si paga al contado la compra de mercadería a su proveedor del exterior o si toma alguna forma de cobertura en el mercado de derivados, tema que se abordará en el siguiente capítulo. Con respecto al pago contado de la compra, por supuesto que implica un esfuerzo financiero de parte del importador, que necesita contar con el capital de trabajo suficiente para hacer frente al pago de las mercaderías antes de realizar la venta de las mismas. La necesidad de capital de trabajo podría ser financiada por los accionistas o propietarios de la empresa o a través de alguna forma de financiamiento como podría llegar a ser el caso de un préstamo bancario. Esto permitiría a la empresa intercambiar deuda denominada en dólares por deuda en pesos argentinos, siendo que el importador cancela la deuda con su proveedor del exterior utilizando el préstamo otorgado por el banco local.

b) Exportación de mercaderías: de manera inversa al punto anterior, es el caso de un exportador cuyos ingresos por ventas se dan en moneda

⁶*Mismatch*: es un término en inglés cuya traducción al español es “discordancia”. Se emplea frecuentemente en economía y finanzas cuando para indicar justamente una diferencia entre monedas, tasas de interés, plazos o demás características o condiciones de una operación financiera.

extranjera (comúnmente en dólares estadounidenses). Si sus costos de producción están en pesos, este *mismatch* constituye también un riesgo de cambio para el exportador. En el contexto de la economía argentina, este riesgo se transforma en oportunidad para el exportador en momento de devaluaciones abruptas del peso contra el dólar, en los cuales el tipo de cambio real⁷ peso/dólar se sitúa en niveles súper competitivos para el productor local siendo que los costos en pesos se licúan frente a los ingresos en moneda dura. Contrariamente, en épocas de atraso cambiario, es decir cuando el tipo de cambio real se encuentra apreciado, este *mismatch* constituye un riesgo para el exportador debido a que sus costos en pesos son altos mientras que el producto de la liquidación de sus exportaciones contra pesos se realiza a un tipo de cambio nominal bajo.

- c) Toma y repago de un préstamo con garantía hipotecaria:** en la década de los años 1990, con la ley de convertibilidad y el *uno a uno* (sistema por el cual un peso argentino equivalía a un dólar estadounidense), se hizo extensivo el uso por parte de los bancos de otorgar préstamos hipotecarios en dólares. Esta operatoria se tornó insostenible con la crisis de principios de los 2000 en Argentina, debido a que la devaluación del peso tornaba impagables las deudas en moneda extranjera contraídas por los individuos. Este caso es muy representativo del riesgo que constituye el *mismatch* de monedas entre ingresos y deudas. Los prestatarios mantenían un stock de deuda en dólares con los bancos, mientras que sus ingresos por el trabajo que realizaban estaban en pesos. Durante la convertibilidad, no había problema alguno ya que cada peso ganado por el prestatario podía ser intercambiado por un dólar que le servía para pagar las cuotas de su préstamo. En el momento en que la crisis estalló y un peso dejó de ser equivalente a un dólar, se tornaba imposible para los

⁷ Tipo de cambio real: mide el precio de una canasta de bienes y servicios producidos en el extranjero en relación a una canasta comparable producida en la economía nacional, expresado en una misma moneda. De esta manera, mientras mayores sean los precios de los bienes y servicios que se comercian internacionalmente para la economía doméstica, en relación a sus socios comerciales (apreciación del tipo de cambio real), esta será menos competitiva. **Dirección Nacional Centro de Economía Internacional. (2018, septiembre).**

prestarios cumplir con el calendario de pagos, debido a que necesitaban una cantidad mucho mayor de pesos para comprar los dólares necesarios y por supuesto que los salarios no aumentaron al mismo nivel que la devaluación. Esta situación provocó que el gobierno de Eduardo Duhalde promulgara con fecha 3 de febrero de 2002 el Decreto 214/2002 llamado “Reordenamiento del Sistema Financiero” (**PODER EJECUTIVO NACIONAL (2002)**), que establecía:

i. A partir de la fecha del presente Decreto quedan transformadas a pesos todas las obligaciones de dar sumas de dinero, de cualquier causa u origen —judiciales o extrajudiciales — expresadas en dólares estadounidenses, u otras monedas extranjeras, existentes a la sanción de la Ley N° 25.561 y que no se encontrasen ya convertidas a pesos.

ii. Todos los depósitos en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras existentes en el sistema financiero, serán convertidos a pesos a razón de pesos uno con cuarenta centavos (\$ 1,40) por cada dólar estadounidense, o su equivalente en otra moneda extranjera. La entidad financiera cumplirá con su obligación devolviendo pesos a la relación indicada.

iii. Todas las deudas en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras con el sistema financiero, cualquiera fuere su monto o naturaleza, serán convertidas a pesos a razón de un peso por cada dólar estadounidense o su equivalente en otra moneda extranjera. El deudor cumplirá con su obligación devolviendo pesos a la relación indicada.

Los puntos *i.* y *iii.* anteriores dan cuenta de la importancia que tuvo el efecto de *mismatch* de monedas para la economía argentina de la época.

d) Toma y repago de un préstamo en dólares por una compañía: similar al punto anterior, podemos citar el caso de una compañía que toma un préstamo en dólares, cuando sus flujos de ingresos principales se encuentran denominados en pesos. Este es el caso de, por ejemplo, de los préstamos denominados “financiación de importaciones”, mediante los

cuales un banco interviene en una operación de importaciones pagando al proveedor del exterior el valor de las facturas por las mercaderías importadas por su cliente local. Así, financia a su cliente por plazos que normalmente se encuentran entre 90 y 180 días. De esta manera, permite al importador extender los plazos para el pago de sus compras, pero mantiene una deuda con el banco local nominada en moneda extranjera.

5.2.2. Medición de la magnitud del riesgo de cambio en la firma

Para explicar la forma de medición del riesgo de cambio, analizaremos un ejemplo de estados contables de una firma y separaremos el estudio entre riesgo de cambio de balance y riesgo de cambio operacional, según documento publicado por **Banamex (s. f.)**.

- a) Riesgo de cambio de balance:** se trata del riesgo al que está expuesta una firma en un momento determinado como consecuencia de las distintas monedas que conforman los activos y pasivos de su estado de situación patrimonial. El estado de situación patrimonial, más conocido como “balance”, es el cuadro que expone los activos, pasivos y patrimonio neto de una firma a una fecha determinada. El siguiente es un ejemplo simplificado del balance de una compañía imaginaria llamada “XYZ S.A.” al 31 de diciembre del año 2020, en el cual se muestran sus activos y pasivos en función de la moneda en la cual se encuentran nominados, aunque siempre expresados en miles de pesos argentinos. La compañía se dedica a la producción de bienes mediante la importación de materias primas que pasan por un proceso de industrialización utilizando maquinarias pesadas, siendo el producto resultante comercializado en el mercado local. Dadas las condiciones del mercado para estos productos finales, sus precios no pueden ser ajustados rápidamente en caso de variaciones en el tipo de cambio. Los proveedores del exterior de XYZ S.A. financian las compras de materia primera por plazos de hasta 90 días, facilidad que XYZ S.A. aprovecha para disminuir su necesidad de capital de trabajo. La empresa ha tomado un préstamo en dólares estadounidenses hace 3 años con un banco del exterior para poder adquirir la maquinaria necesaria para realizar su proceso industrial, a la

vez que no ha tomado ningún tipo de seguro de cambio o instrumento de cobertura para los flujos de fondos que implica el repago de dicho préstamo.

Miles de Pesos Argentinos

Estado de Situación Patrimonial de XYZ S.A. al 31-12-2020							
Activo				Pasivo + Patrimonio Neto			
Rubro	ARS	USD	Total	Rubro	ARS	USD	Total
Caja y Bancos	1.000	500	1.500	Proveedores	1.000	2.000	3.000
Cuentas a cobrar	1.500	0	1.500	Deudas sociales	500	0	500
Inventarios	1.500	0	1.500	Deudas de Largo Plazo	0	8.000	8.000
Bienes de Uso	10.000	0	10.000	Patrimonio Neto	3.000	0	3.000
TOTAL ACTIVO	14.000	500	14.500	TOTAL PASIVO + PN	4.500	10.000	14.500

Cuadro 5: estado de situación patrimonial de XYZ S.A. al 31 de diciembre de 2020. Fuente: elaboración propia.

Para poder comprender cuál es el riesgo de cambio al que está expuesta XYZ S.A. en función de la conformación de su balance, re expresaremos este balance de la siguiente manera:

Miles de Pesos Argentinos

Rubro	ARS	USD
Activos	14.000	500
Pasivos + PN	-4.500	-10.000
TOTAL	9.500	-9.500

Cuadro 6: re-expresión del estado de situación patrimonial de XYZ S.A. Fuente: elaboración propia.

El **Cuadro 6** precedente permite entender la magnitud de la exposición al riesgo de cambio sobre la moneda dólar estadounidense de XYZ S.A. Siendo que sus pasivos en dólares superan a sus activos en dicha moneda, se considera que XYZ S.A. tiene una exposición positiva en la moneda norteamericana dado que ante una apreciación del peso argentino frente al dólar estadounidense registrará una ganancia en su estado de resultados como consecuencia de la disminución de los pasivos netos en dólares medidos en pesos, mientras que registrará una pérdida en caso contrario. Situando a XYZ S.A. en el contexto económico argentino, la exposición positiva que presenta al riesgo de cambio implica altas posibilidades de impactos negativos en su estado de resultados, consecuencia de la debilidad del peso argentino y del historial de devaluaciones que ha mostrado en los últimos años. Así, y siendo su exposición al riesgo de cambio

positiva en 9,5 millones de pesos, una devaluación de un 1% en el tipo de cambio USD/ARS implicará un impacto negativo en el resultado de la compañía de 95 mil pesos.

XYZ S.A. podría buscar alternativas de cobertura de su riesgo de cambio con el objetivo de mitigar el impacto de los movimientos del tipo de cambio. Una posibilidad sería comenzar a buscar mercados de exportación de sus productos que le permitan generar flujos de caja en dólares que servirán como cobertura natural de la deuda de largo plazo en dólares que mantiene. Otra alternativa es optar por tomar coberturas mediante instrumentos financieros que serán explicados en el punto **5.3.** de este Trabajo Final.

- b) Riesgo de cambio operacional:** representa el riesgo al que está expuesta la empresa como consecuencia del *mismatch* entre las monedas a las cuales están sujetos sus costos por un lado y sus ingresos por el otro. A diferencia del riesgo de cambio de balance, analizado en el punto anterior, el estado financiero que debemos estudiar para comprender el riesgo de cambio operacional es el estado de resultados de la compañía. Siguiendo con el caso ejemplo de XYZ S.A., compañía dedicada a la producción de bienes industriales mediante el procesamiento de materias primas importadas, a continuación se expone su estado de resultados al 31 de diciembre de 2020.

Miles de Pesos Argentinos

Estado de Resultados de XYZ S.A. al 31-12-2020			
	ARS	USD	Total
Ingresos por ventas	10.000	0	10.000
Costo de productos vendidos	-2.000	-5.500	-7.500
Resultado Bruto	8.000	-5.500	2.500
Gastos de comercialización	-500	0	-500
Gastos administrativos	-500	0	-500
Resultado financiero	300	0	300
Otros ingresos y egresos	150	0	150
Resultado antes de impuestos	7.450	-5.500	1.950
Impuesto a las ganancias	-2.235	1.650	-585
Resultado neto	5.215	-3.850	1.365

Cuadro 7: estado de resultados de XYZ S.A. al 31 de diciembre de 2020. Fuente: elaboración propia.

Se puede observar entonces cómo los costos de producción de los productos vendidos en el año 2020 por XYZ S.A. están en su mayoría nominados en dólares (línea “Costo de productos vendidos” por -5,5 millones de pesos), esto debido a que el origen de las materias primas necesarias para su proceso de elaboración es extranjero. Contrariamente, los ingresos por ventas de la compañía se hayan completamente en pesos, siendo que solamente comercializa sus productos en el mercado local. De esta manera, ante una devaluación del peso frente al dólar, los costos de producción medidos en pesos aumentarían haciendo que el margen o resultado bruto de XYZ S.A. disminuya. La situación se agrava dado que, como comentado anteriormente, XYZ S.A. no puede ajustar los precios de sus productos de manera ágil para compensar cualquier aumento de los costos. Así, la empresa se encuentra en una situación de vulnerabilidad ya que, de mantener el *statu quo*, XYZ S.A. no tiene forma de controlar el impacto de las variaciones del tipo de cambio en su estado de resultados. Al igual que se mencionó en el punto anterior, el *management* de XYZ S.A. podría tomar medidas para mitigar este riesgo, ya sea buscando mercados de exportación de sus productos mediante los cuales podría generar ingresos por ventas nominados en dólares o tomando alguno de los instrumentos de cobertura del riesgo de cambio que se explicarán en el punto **5.3.** de este Trabajo Final.

5.2.3. Impacto del riesgo de cambio en el valor de la firma

El valor de una firma se establece por la oferta y demanda que existe en el mercado por sus acciones. La intensidad de la oferta y la demanda sobre la acción de una determinada empresa puede variar por incontables razones a lo largo del tiempo. Sin embargo, podemos simplificar el entendimiento de estas razones a la expectativa sobre los flujos futuros de efectivo que la empresa será capaz de generar. Así, cuanto mayor sea la esperanza de generación de flujos de fondos de la compañía mayor será la demanda por sus acciones, y viceversa. Al estudio y proyección de estos flujos de fondos se lo denomina análisis fundamental (**Graham, B., & Dodd, D. (2008)**).

Para realizar su valuación, el análisis fundamental utiliza técnicas de proyección de flujos de caja que generará la compañía. Para este procedimiento, tiene en cuenta variables internas y externas de la empresa. Ejemplos de las variables

internas son la tecnología con la que cuenta la compañía, la calidad de su *management*, la capacidad de generar márgenes de utilidad de sus ventas, exposición a las monedas en su balance y operaciones, etc. En el caso de las variables externas, podemos listar a las proyecciones de variación en el PBI del país o los países en los cuales tiene presencia, tasas de interés, tipo de cambio, tamaño de mercado de sus productos, competencia, etc. De esta manera, una compañía con profundo *mismatch* de monedas en su balance y estado de resultados verá castigada fuertemente su valuación en el análisis fundamental debido a la incertidumbre y volatilidad esperada en sus flujos de fondos futuros. De lo contrario, una empresa que haya mitigado este tipo de riesgos gozará de una valuación mucho más beneficiosa. Esto sucede debido a que a los inversores castigan la volatilidad y el riesgo en los flujos de fondos. Como toda inversión riesgosa, para que pueda generar apetito en el mercado para los inversores, esta debe ofrecer mayores retornos esperados, y para ello la variable de ajuste es el precio. De manera inversa, una empresa con riesgo de tipo de cambio mitigado mediante operaciones de cobertura con instrumentos financieros o coberturas naturales, o directamente sin exposición a riesgo de cambio, elimina o reduce fuertemente la incertidumbre para los inversores, por lo cual estos estarán dispuestos a pagar un precio mayor por sus acciones.

5.3. INSTRUMENTOS DE COBERTURA DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

En este capítulo se analizarán los distintos instrumentos existentes en el mercado global, y en particular en el mercado argentino, que utilizan las empresas para protegerse de las fluctuaciones en el tipo de cambio.

5.3.1. Forwards

Un *Forward* es un instrumento conocido en finanzas como derivado, mediante el cual dos partes pactan la compra o venta de un determinado bien (denominado activo subyacente) a futuro a un precio establecido (**Heckinger, R. H. (2013)**). Llegada dicha fecha futura, las partes pueden acordar resolver el contrato de dos maneras:

- a) **Con entrega física del bien (contrato conocido como *delivery forward*):** la parte vendedora hace entrega del bien a la compradora, pagando esta última el precio acordado al momento inicial del contrato.
- b) **Sin entrega física del bien (contrato conocido como *non-deliverable forward*):** las partes resuelven el contrato mediante el pago de la diferencia entre el precio *spot*⁸ del bien y el precio acordado al momento inicial del contrato. De esta manera, si a la fecha de vencimiento del contrato, el precio acordado es superior al precio *spot*, la parte compradora deberá pagar a la vendedora tal diferencia. De lo contrario, si el precio acordado es inferior al precio *spot*, la parte vendedora será quien pague a la compradora la diferencia.

Los contratos de tipo *non-deliverable*, o sin entrega, son los más utilizados en el mercado financiero local. Esto se debe a que, en el mercado de divisas, no siempre ha resultado posible para la parte vendedora el obtener los dólares necesarios para entregarlos a la compradora al momento del vencimiento del contrato, debido a los múltiples esquemas de restricción de acceso al mercado de cambios que los gobiernos han implementado, sobre todo en los últimos 10 años.

Los *Forwards* son considerados contratos “OTC” u *Over the Counter*, en castellano traducido como “sobre el mostrador”, debido a que son acuerdos a medida de las partes, en los cuales todos los términos, plazos y condiciones son acordados entre ellas. En contraposición, existen los contratos denominados Futuros, que son similares a los *Forwards* pero negociados en mercados organizados que no permiten las flexibilidades que ofrecen los *Forwards* para las partes, aunque tienen otros beneficios que trataremos más adelante.

En Renault Argentina, los *Forwards* han sido uno de los instrumentos más utilizados para cubrir el riesgo de cambio que implica mantener deudas en dólares en un mercado tan volátil como lo ha demostrado ser el argentino en las últimas épocas. Esto se debe principalmente a la facilidad con la cual estos contratos pueden ser operados y a la calidad de cobertura que brindan.

⁸ Precio *spot*: es el precio de mercado al cual se puede comprar o vender un activo determinado con entrega inmediata del bien.

En la práctica, los *Forwards* suelen contratarse entre empresas particulares y bancos, que intermedian la oferta y la demanda de este tipo de productos. La empresa, en búsqueda de comprar o vender divisas a plazo, contacta telefónicamente a través de su mesa de dinero a su banco, para pedirle una cotización para operar el producto. En el ejemplo que la empresa desee comprar dólares estadounidenses a plazo, el banco ofertará un tipo de cambio para esa moneda en el plazo elegido. La empresa por su parte aceptará o no dicha cotización. De aceptarla, el contrato quedará operado, pero a la espera del envío de una carta de confirmación firmada por apoderados con facultades suficientes para contratar, en la cual normalmente la empresa manifiesta los términos bajo los cuáles ha operado el *Forward*, siendo los más importantes la fecha en la cual deberá liquidarse el contrato, el monto nominal de dólares estadounidenses comprado o vendido, el tipo de cambio futuro pactado y la forma de liquidación: con entrega o sin entrega. El banco recibe formalmente esta comunicación y el contrato queda oficialmente pactado.

La forma de operar es generalmente acordada de manera previa entre la empresa y su banco a través de un contrato marco que sienta las bases y condiciones bajo las cuales las partes operarán determinados contratos como pueden ser los *Forwards* u otra clase de contratos derivados que se establezca.

Los *Forwards* pueden ser utilizados tanto con fines de cobertura o con fines especulativos:

- a) **Con fines de cobertura:** supongamos una empresa que mantiene una deuda en dólares con un proveedor del exterior por la compra de insumos que utiliza para la producción y venta local de bienes. La empresa contrajo la deuda en moneda extranjera para financiar su operación, por ejemplo, a 90 días. La venta del producto que la empresa fabricará utilizando los insumos importados se realiza en pesos argentinos. En este ejemplo observamos lo que se conoce como descalce (o *mismatch*) de monedas, debido a que la empresa deberá hacer frente a flujos de fondos en dólares con ingresos en pesos argentinos. Bajo estas condiciones, la empresa se encuentra expuesta al riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio entre el dólar y el peso. Estas fluctuaciones pueden favorecer a la empresa en

el caso de una apreciación del peso entre el momento de contraer la deuda y el del pago de la misma, pero también puede darse el caso inverso en el cual el peso sufra una devaluación considerable. En el caso de materializarse el último supuesto, es posible que la empresa no se encuentre en condiciones de realizar el pago de su deuda en dólares por resultarle económicamente inviable comprar en el mercado de cambios la cantidad de dólares suficientes al nuevo tipo de cambio devaluado, resultando así en un caso de *default* con su proveedor y poniendo en peligro las operaciones y la vida de la empresa como tal. Para mitigar, evitar o cubrir este riesgo de tipo de cambio, la empresa puede utilizar un *Forward* de tipo de cambio en el cual pacte con su banco la compra de tantos dólares como sean necesarios para cancelar la deuda con su proveedor en la fecha convenida. De esta manera, la empresa fija el tipo de cambio que deberá pagar vencidos los 90 días del plazo para adquirir los dólares que le permitan cancelar la deuda con su proveedor, dando certidumbre y previsibilidad a sus operaciones.

Para citar otro ejemplo, asumamos el caso de otra empresa manufacturera que utilice insumos importados clave para su proceso de fabricación, sin los cuales no podría concluir su proceso productivo. A su vez, el mercado que opera la empresa es altamente sensible a los cambios en el precio de los productos, implicando que una suba de precios como consecuencia de un aumento en los costos generado por una devaluación abrupta implicaría una caída considerable en los volúmenes de venta. En este caso, la empresa puede considerar la conveniencia de fijar el tipo de cambio al cual comprará los mencionados insumos con una operación de *Forward*, de nuevo otorgando previsibilidad al giro de su negocio.

- b) Con fines especulativos:** consideremos el caso de una empresa financiera, como podría resultar un banco o un agente de bolsa, dedicado al estudio de los mercados internacionales. Esta empresa podría concluir a través de la investigación de sus especialistas que en el futuro el dólar se debilitará frente a otras monedas como consecuencia de políticas

monetarias expansivas que adopte la FED⁹ para paliar las consecuencias de una crisis económica. Con el fin de obtener réditos de estas proyecciones, esta empresa podría operar un *Forward* mediante el cual contrate la venta a plazo de dólares estadounidenses contra, por ejemplo, euros. De esta manera, obtendría un beneficio al vencimiento del contrato por vender dólares a una cotización superior a la que en ese momento se esté negociando en el mercado.

Otro aspecto a tener en cuenta en relación con los contratos de *Forward* es que, como en todos los contratos derivados, *a priori* no requieren de un desembolso inicial de fondos para celebrarlos, implicando un beneficio para las partes. Sin embargo, existen algunos contratos en los cuales las partes acuerdan desembolsar sumas de dinero como colateral a medida que la valuación del *Forward* se inclina a favor de la parte compradora o vendedora, como medida para mitigar el riesgo de crédito de las partes.

5.3.2. Futuros

Un contrato de Futuro, al igual que un contrato de *Forward*, es un instrumento derivado a través del cual las partes convienen el precio y cantidad futura de un determinado activo subyacente, comprometiéndose la parte compradora a pagar dicho precio y la vendedora a entregar el bien. De todas maneras, habitualmente los contratos de Futuro se liquidan sin la entrega del bien, compensando las diferencias entre el precio *spot* del activo subyacente y el precio convenido, de manera semejante al *Non-deliverable Forward*. Las principales diferencias entre un contrato de Futuro y uno de *Forward* radican en que los Futuros son acuerdo estandarizados en los que el comprador o vendedor opera contra un mercado organizado de futuros en lugar de otra parte independiente. Este mercado organizado cuenta a su vez con una cámara de compensación encargada de eliminar el riesgo de mercado de las operaciones, estableciendo un sistema de garantías y liquidación diaria de operaciones (Heckinger, R. H. (2013)). De esta manera, quien quiera operar un contrato de Futuro deberá poner a disposición de la Cámara de Compensación un activo o suma de dinero que sirva como colateral a la hora de liquidar pérdidas en la

⁹ FED: abreviación de *Federal Reserve System*, el Banco Central de los Estados Unidos de América.

posición compradora o vendedora abierta, mitigando así el riesgo de insolvencia del sistema en su conjunto. Los contratos que pueden operarse en los mercados de Futuros son estandarizados, es decir que, a diferencia de los *Forwards* en los cuales la principal característica es la flexibilidad que existe entre las partes para acordar plazos, montos y demás condiciones, en los Futuros el comprador o vendedor queda sujeto a las condiciones ya establecidas en cuanto a fechas de liquidación, cantidad del activo subyacente por cada contrato y la forma de liquidación definida por el mercado organizado. Otra característica diferenciante entre los dos tipos de contratos es que, para los Futuros, se realiza la liquidación diaria del resultado del contrato. Esto significa que el comprador o vendedor verá acreditada o debitada de manera diaria en su cuenta la diferencia entre el precio pactado y el precio de mercado del contrato negociado al cierre de la jornada.

En Argentina, existen dos mercados de Futuros: Mercado a Término de Buenos Aires (MATba) y el Mercado a Término de Rosario o Rosario Futures Exchange (ROFEX) (**Martín Octavio Arenas, M. O. A. (2018, diciembre)**). En materia de contratos de Futuro sobre el dólar, el ROFEX es quien concentra las operaciones ofreciendo, a la fecha de escritura de este Trabajo Final, los contratos operables en un tamaño de USD 1.000,00 por cada contrato, con liquidación sin entrega del activo y pagos en pesos argentinos, fijando las fechas de vencimiento en determinados días del mes o semana y estableciendo las garantías necesarias para operar (**PORTFOLIO PERSONAL. (2015, junio)**).

Si bien la estandarización y eliminación del riesgo de contraparte de los contratos de Futuro resultan en una ventaja para los compradoras o vendedores de estas posiciones, a diferencia de los *Forward*, los primeros siempre requieren de la inmovilización de garantías al momento de operarlos y de disponibilidad de liquidez para hacer frente a las liquidaciones diarias de las posiciones. Los *Forward*, aunque pueden también contar con estas disposiciones, es frecuente que las partes dispongan reducir o no colocar garantías ni liquidaciones anteriores a la fecha de vencimiento original pactada.

5.3.3. Préstamos del tipo *Dollar-Linked*

Un problema que se ha presentado de forma recurrente en la Argentina de los últimos 10 años es la prohibición, restricción o limitación para acceder al mercado de cambios para la compra de moneda extranjera tanto para particulares como empresas. Se trata de medidas tomadas con el fin de detener la caída de reservas del Banco Central, sumado a una política de control del tipo de cambio que resulta un ancla para los precios, reduciendo de esa manera la inflación en la economía a través del atraso cambiario. La prohibición de acceder al mercado de cambios para realizar operaciones como el atesoramiento de moneda extranjera, la importación de bienes y servicios o el giro de moneda extranjera para el pago de dividendos o deudas genera en muchas ocasiones la retención de efectivo líquido en pesos argentinos para las empresas y particulares. El desafío es entonces mantener el poder adquisitivo del *cash* retenido, en un contexto económico que suele caracterizarse por ser recesivo, inflacionario y con tasas de interés negativas en términos reales. Es así como surgieron los préstamos llamados *dollar-linked*. Se trata de empréstitos en pesos argentinos cuyo capital se ajusta en función de la evolución del tipo de cambio oficial. De esta manera, el prestamista entrega pesos al inicio del contrato, que representan un valor nominal determinado en moneda extranjera, por lo general dólares estadounidenses, y recibirá a la fecha de madurez del préstamo pesos, pero en una cantidad equivalente al valor nominal en dólares recibido multiplicado por el tipo de cambio al momento del vencimiento de la operación. De esta manera, el prestamista queda cubierto del riesgo de pérdida de valor, medido en dólares, que origine la devaluación que se produzca entre el inicio y el vencimiento del préstamo.

Mediante este tipo de contratos, el prestamista busca mayormente protegerse de una devaluación abrupta que ajuste la economía para volver a una situación de tipo de cambio determinado por el mercado y libre acceso al mercado de cambios.

Los préstamos del tipo *dollar-linked* que se celebran en Argentina son generalmente acuerdos entre particulares (i.e. una empresa prestando a otra empresa bajo esta modalidad) o a través de operaciones de emisión de bonos en mercados de valores, ya sea por empresas privadas o por el propio Estado en sus distintos niveles.

Este tipo de préstamos son y han sido de especial interés en el mercado argentino en los momentos en que existe un desdoblamiento cambiario con una fuerte diferencia de precios entre el dólar oficial, que es prácticamente inaccesible para la compra y solo es operable para contadas operaciones de importación de bienes y servicios, y el tipo de cambio libre o *blue*, tal como se conoce en la jerga financiera. Esta fuerte brecha entre los tipos de cambio oficial y libre eleva las expectativas de devaluación y hace presión sobre las reservas del Banco Central, debido a que los exportadores evitan liquidar sus divisas al tipo de cambio oficial y los importadores, al contrario, intentan adelantar la compra de productos del exterior al cambio oficial. Es en este contexto entonces que existe mayor interés en el mercado para colocar los excedentes de caja en operaciones del tipo *dollar-linked*, en donde los agentes prestan pesos que equivalen a cierta cantidad de dólares convertidos al tipo de cambio oficial, y recibirán al vencimiento de la operación la cantidad de pesos que corresponda según el tipo de cambio a dicho momento, en el cual si el mercado de cambios se ajusta mediante una devaluación que equipare los tipos de cambio oficial y libre (movimiento esperado por el mercado), el prestamista habrá logrado evitar las consecuencias adversas del desdoblamiento cambiario producido antes de la corrección del mercado. Este es el punto primordial por el cual los préstamos *dollar-linked* han tenido tanto éxito en el mercado argentino, dada la historia económica reciente del país.

5.3.4. Adquisición de activos que coticen en mercados dolarizados

Otra forma de cubrir el riesgo del impacto de una devaluación es a través de la compra de activos que por sus características coticen en mercados dolarizados. Esto es decir que, en caso de producirse una devaluación abrupta de la moneda local, el valor de los activos ajuste rápidamente para volver a un precio constante en moneda dura. Por ejemplo:

- o **Oro, metales preciosos y *commodities***: son activos con cotización en mercados internacionales, con lo cual es posible adquirirlos pagando por ellos pesos argentinos y cuyo precio ajustará en caso de producirse movimientos en el tipo de cambio. En el caso argentino, es muy común

observar en el campo el acopio de granos de soja u otros productos relacionados al campo por los productores agrarios.

- o **Activos financieros:** en este rubro podemos colocar a los bonos emitidos en moneda extranjera (ya sea por el Estado Argentino o empresas nacionales o internacionales) o acciones de empresas cuyo riesgo no esté atado a la evolución de la moneda local. Este tipo de activos cotizan en mercados de valores tanto locales como internacionales y permiten invertir en pesos y vender la posición mismo en pesos o moneda extranjera.

En contextos de desdoblamiento cambiario generado por una fuerte brecha entre los tipos de cambio existentes en el mercado (tal como mencionado en el punto 4.1. de este Trabajo Final) estos activos no cuentan con el beneficio de los instrumentos *dollar-linked* debido a que su cotización de mercado en pesos ajusta inmediatamente al valor del tipo de cambio libre. Esto implica que, una vez generada la brecha cambiaria, comprar estos activos será reconocer el tipo de cambio libre, asumiendo el tenedor la pérdida por la diferencia de cambio entre el tipo de cambio oficial y el libre.

5.3.5. Compra o estocaje de bienes y mercadería

Otra forma de cubrir la tenencia de pesos de la pérdida de poder adquisitivo como consecuencia de una devaluación o incluso de la inflación, es a través de la compra de bienes o mercaderías. Esta es quizás el instrumento de cobertura al que el público en general, y que no cuenta con acceso a instrumentos complejos, accede de manera más generalizada e incluso intuitiva. Es el caso de las familias que están en condiciones de adelantar compras en el supermercado en contextos de inestabilidad en los que hay expectativas considerables de devaluación o de alta inflación. En el caso argentino, se observa un alto *pass-through*¹⁰ de la devaluación del peso a los precios de la economía. Es por eso que el acopio de mercadería representa también un

¹⁰ *Pass-through*: en economía, hace referencia al impacto que tiene en los precios una suba del tipo del cambio.

instrumento de cobertura de tipo de cambio, debido a la sensibilidad de los precios en general en contextos devaluatorios que resultan inflacionarios.

Se ha observado en los últimos contextos de alta brecha cambiaria, esto es entre los años 2014-2015 y 2020-2021, existe una tendencia marcada por parte del público a inclinarse a la compra de ciertos bienes durables como instrumento de cobertura de tipo de cambio. Cuando consideramos activos como los bienes importados en contextos de tipo de cambio retrasado y restricción de acceso al dólar, el Gobierno permite a las empresas importadoras la compra de divisas al tipo de cambio oficial para la importación de bienes, aunque con limitaciones. Esto puede implicar que los bienes importados de la economía no tengan precios en pesos determinados por el tipo de cambio libre, sino más bien anclados por el tipo de cambio oficial. Un ejemplo es el caso de los vehículos automotores, cuya importación directa como productos terminados o la importación de las piezas necesarias para su producción local se realiza al tipo de cambio oficial. De esta manera, se ha observado como el público en general decide la compra de un vehículo no solo para su uso sino también como cobertura de valor para su tenencia de pesos.

6. MARCO EMPÍRICO

6.1. INTRODUCCION

Renault Argentina, como cualquier otra empresa con negocios en territorio argentino, ha tenido que lidiar con los vaivenes de la economía local. Como se mostraba anteriormente en la evolución del PBI del país en la última década, Renault ha sufrido más años de contracción económica del país que de expansión. Sin embargo, es en este contexto que no sólo Renault, pero todas las compañías deben desenvolverse para lograr resultados. Con este objetivo, es clave mantener un control sobre el nivel de exposición al riesgo de cambio, que cómo hemos analizado en los primeros capítulos de este Trabajo Final, se ha visto dividido en diferentes tipos de cambio de referencia que han sufrido fuertes devaluaciones en los últimos años.

Como primera herramienta y para entender de qué manera se realiza la gestión de la exposición al riesgo de cambio, se han realizado dos entrevistas con referentes de Tesorería de Renault tanto en Argentina como en la Casa Matriz, localizada en la ciudad de Paris, Francia. Por el lado de la Tesorería argentina, se entrevistó al Sr. Hugo Arballo, Gerente de Tesorería de Renault Argentina, contador público con más de 20 años de experiencia en el puesto. En el caso de la Tesorería Central de Casa Matriz, se entrevistó al Sr. Fabien Toulemonde. La transcripción de ambas entrevistas se encuentra en el **Anexo 9.1.** de este Trabajo Final. En el punto **6.2.**, se analizarán los detalles surgidos de ambas entrevistas, relacionándolos con los conceptos expuestos en el Marco Teórico de este Trabajo Final junto con datos relevantes que se han obtenido de la propia empresa.

Como segunda herramienta, se utilizó la observación y análisis de datos recabados de Renault Argentina en relación con la aplicación de dos instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio: un contrato del tipo *non-deliverable forward* para cubrir la exposición generada por una deuda financiera nominada en dólares, y un contrato de préstamos del tipo *dollar-linked* para cubrir la exposición de excedentes de caja nominados en pesos y depositados en

cuentas bancarias. Ambos instrumentos se encuentran descriptos conceptualmente en el Marco Teórico de este Trabajo Final y a continuación en el punto **6.3.** se estudia la puesta en práctica de tales coberturas en Renault Argentina.

Entonces, este Marco Empírico desarrollará los puntos consignados en el siguiente cuadro resumen:

		DESCRIPCIÓN	
1^{era} Herramienta	Entrevistas a funcionarios de jerarquía de Renault Argentina y Casa Matriz	Entrevista 1	Sr. Hugo Arballo: Gerente de Tesorería de Renault Argentina
		Entrevista 2	Sr. Fabien Toulemonde: Encargado de Tesorería Internacional en Renault Casa Matriz (Francia)
2^{da} Herramienta	Observación y análisis de casos de instrumentos de cobertura utilizados por Renault Argentina	Instrumento 1	Estudio del caso de aplicación de un NDF para cobertura de préstamo financiero en USD en el año 2018.
		Instrumento 2	Estudio del caso de aplicación de un préstamo <i>dollar-linked</i> para cobertura de excedentes de caja en el año 2021.

Cuadro 8: resumen y descripción de las herramientas utilizadas en el Marco Empírico. Fuente: elaboración propia.

6.2. 1^{era} HERRAMIENTA: ENTREVISTAS A FUNCIONARIOS DE RENAULT

6.2.1. Análisis de las entrevistas

La primera entrevista se realizó al Sr. Hugo Arballo, contador público y MBA, gerente de Tesorería de Renault Argentina con experiencia en el puesto de más de veinte años. Es decir que en su trayectoria al frente de la Tesorería local ha vivido momentos de crisis como la de los años 2001 y 2002, la crisis internacional del año 2008/2009 y la crisis local presente desde el año 2018, incluyendo la pandemia. Todas estas crisis con sus respectivos efectos negativos en el tipo de cambio peso/dólar y sus consecuencias en los resultados económicos de la compañía en función de la exposición al riesgo de cambio de cada momento. La segunda entrevista se realizó al Sr. Fabien Toulemonde, formado en *management* con especialización en bancos y mercados financieros, magister en geopolítica y relaciones internacionales, encargado de Tesorería Internacional en Renault, con base en Paris, Francia, y cinco años de experiencia en el puesto. Las entrevistas tanto con un referente local como con un referente

internacional permitieron tener una visión global del manejo del riesgo de cambio en Argentina pero también en el resto del mundo y de las filiales de Renault.

En primer lugar, se consultó a los Sres. Arballo y Toulemonde sobre el nivel de preocupación que le genera en la actualidad la evolución del tipo de cambio peso/dólar. El Sr. Toulemonde respondió que dedica entre el 20 y 30% de su tiempo a la implementación de estrategias de cobertura de riesgo de cambio en las regiones que tiene bajo su perímetro (estas son América Latina, China y las operaciones relacionadas a la nueva unidad de negocio del Grupo Renault dedica a los negocios de servicios). En el caso del Sr. Arballo, la respuesta fue muy concreta al comentar que este tema se encuentra entre sus principales preocupaciones, con motivo de la cantidad de pesos con los cuales cuenta la Tesorería Argentina, que se encuentran invertidos en colocaciones que rinden tasa de interés en pesos, pero que no tienen una cobertura que permita mitigar el riesgo de una devaluación abrupta. Así, en el caso de un salto en el tipo de cambio oficial peso/dólar, la cantidad de dinero de la Tesorería medida en dólares caería fuertemente. Es importante mencionar que el tipo de cambio de referencia para Renault Argentina continúa siendo el oficial mayorista, siendo que es el tipo de cambio al cual accede para realizar sus operaciones de comercio exterior (liquidación de las divisas provenientes de las exportaciones y compra de divisas para el pago de las importaciones de vehículos y autopartes) y también es el tipo de cambio que se utiliza para traducir los estados financieros de la subsidiaria argentina a la moneda de reporte del Grupo, que es el Euro. A su vez, también resulta clave recordar que, debido a la normativa vigente en materia cambiaria, Renault Argentina se encuentra limitado en el tipo de operaciones para las cuales puede acceder al mercado de cambios oficial: estas son estrictamente las operaciones de comercio exterior relacionadas a la importación y exportación de bienes. Esto implica que otro tipo de operaciones como transferencias internacionales para el pago de prestaciones de servicios, el giro de dividendos o la compra de divisas para atesoramiento se encuentra directamente prohibido o altamente restringido. Esto tiene como consecuencia la acumulación de dinero nominado en pesos en la Tesorería local.

En función de lo anterior, la segunda consulta realizada al Sr. Arballo se trató de qué medidas toma habitualmente para mitigar el riesgo de cambio en la empresa. La respuesta fue que se utilizan los siguientes instrumentos para realizar las coberturas del riesgo de cambio necesarias.

- o **Contratos de *non-deliverable forward*** para realizar coberturas sobre flujos futuros de pagos en moneda extranjera como pueden ser repagos de préstamos financieros o pagos de deuda comercial a proveedores del exterior.
- o **Préstamos del tipo *dollar-linked*** con el objetivo de mantener el valor en dólares del *cash* acumulado en pesos en la Tesorería de Argentina en caso de una devaluación abrupta del peso.
- o **Pago al contado de importaciones**, de manera tal de eliminar la exposición al riesgo de cambio mediante la inexistencia de deuda denominada en moneda extranjera.

Estos instrumentos mencionados son los que la Tesorería Central en Casa Matriz ha autorizado a la subsidiaria de Argentina para reducir la exposición al riesgo de cambio, según manifestó el Sr. Arballo. La Tesorería Central mantiene estrictos controles acerca de la gestión del *cash* tanto en Argentina como en todas las subsidiarias del grupo. De todas maneras, el Sr. Arballo comentó que así como son estrictos en la aplicación de las normas, el personal de la Tesorería Central se encuentra siempre abierto a analizar casos de negocio específicos que ameriten una derogación a las normas generales. Las normas generales para la gestión de las Tesorerías del Grupo tanto a nivel central como en las subsidiarias alrededor del mundo indican que es obligatorio realizar coberturas de riesgo de cambio en operaciones de tipo financieras, mientras que este tipo de coberturas se encuentran prohibidas en flujos de carácter operacional. Este lineamiento fue confirmado en la entrevista con el Sr. Toulemonde, en la cual se le consultó a su vez el motivo de su existencia. La respuesta fue que la obligatoriedad de realizar operaciones de cobertura del riesgo de cambio en flujos financieros, como por ejemplo préstamos bancarios, se debe por supuesto

a la necesidad de mitigar el riesgo de cambio pero, a diferencia de los flujos operacionales, en los flujos financieros es posible conocer con certeza los montos y fecha de pago de las obligaciones contratadas. Contrariamente, los flujos operacionales son aquellos que se encuentran directamente vinculados al negocio de la empresa, tales como los pagos a proveedores locales y del exterior, las cobranzas de las ventas, los pagos de sueldos, etc. El problema en este tipo de flujos radica en la incertidumbre acerca de las fechas y montos de pago o cobro, ya que se encuentran sujetos a la volatilidad propia de la industria automotriz. De esta manera, realizar una cobertura de riesgo de cambio, por ejemplo, a través de operaciones de *NDF* en los pagos de importaciones futuras implicaría asumir el riesgo de tomar una cobertura en un plazo y valor que no calce con la fecha y monto del pago que se deba realizar al proveedor del exterior en el futuro. De materializarse este descalce, la empresa habría quedado expuesta en una posición considerada especulativa, situación que está prohibida en el Grupo y que es penada por los inversores en el valor de la acción. En resumen, para el Grupo es obligatorio realizar coberturas de riesgo de cambio en operaciones de tipo financieras que se encuentren expuestas a tal riesgo debido a la certidumbre que existe sobre las fechas y montos de los flujos de fondos, a diferencia de los flujos operacionales que no se permiten cubrir debido a la incertidumbre derivada de las características propias de la industria automotriz.

De lo anterior se desprende que, para el caso argentino, la Tesorería Central ha otorgado algunas derogaciones para la normativa mencionada. Estas derogaciones son: **a) la toma de coberturas del tipo *NDF* sobre pagos de importaciones** y **b) la realización de préstamos *dollar-linked*.**

- a) Coberturas *NDF* sobre pagos de importaciones:** este tipo de coberturas, como ya hemos visto, se encuentran expresamente prohibidas por el Grupo Renault debido a que son de carácter operacional y existe incertidumbre acerca de los plazos y montos de los flujos futuros. Sin embargo, la Tesorería argentina ha obtenido derogación especial para realizar estas coberturas en dos oportunidades concretas: durante los años 2015 y 2016 y durante 2020 y 2021. Ambos casos tienen en común

que se trata de períodos en los cuales se encontraban en vigor fuertes restricciones para el acceso al mercado oficial de cambios, lo que generaba una importante brecha cambiaria entre los tipos de cambio oficiales y los considerados libres (como ya hemos visto, estos son el dólar contado con liquidación, dólar MEP y dólar *blue*). La importante brecha cambiaria, que en diciembre de 2015 se encontraba en torno al 50% antes de la asunción de Mauricio Macri, y que en abril de 2021 se encontraba al 60%, implica que los mercados asuman que el dólar oficial se encuentra sobrevaluado y que tarde o temprano la situación deberá normalizarse mediante un salto abrupto en el tipo de cambio oficial. Efectivamente esto último fue lo que sucedió durante principios del gobierno de Mauricio Macri, cuando el 17 de diciembre de 2015 se levantaron las fuertes restricciones para el acceso al mercado de cambios produciéndose la devaluación del tipo de cambio oficial que cerró la fuerte brecha cambiaria existente en el momento. De hecho, fue en este mismo período que se tornó habitual la realización de operaciones de futuros en ROFEX por parte de empresas y particulares, que realizaban compras de dólar a futuro con vencimiento posterior al cambio de gobierno. El precio a futuro de estas operaciones estaba subsidiado por el Banco Central, que era el único oferente y que colocaba el precio del dólar futuro atado al dólar oficial con el objetivo de disminuir las expectativas de devaluación y así mantener controlada la inflación y la brecha cambiaria. Entonces, una vez producida la devaluación de diciembre de 2015, todas las operaciones compradoras de futuros y los NDF realizados por Renault arrojaron fuertes ganancias que compensaron la pérdida de valor del peso contra el dólar. Durante el año 2020 y 2021, el contexto económico es muy similar, siendo la brecha cambiaria muy elevada y existiendo fuertes restricciones para el acceso al mercado de cambios. Por este motivo, tal como se pudo confirmar en ambas entrevistas, la Tesorería argentina solicitó a la Tesorería Central de Renault la autorización para realizar operaciones de cobertura operacional mediante operaciones de NDF, de la misma manera que se llevaron a cabo en 2015, resultando en la aprobación de una derogación a la normativa general del Grupo.

b) Realización de préstamos *dollar-linked*: este tipo de operaciones, al igual que en el punto anterior, fueron aprobadas por la Tesorería Central para Renault Argentina en los años 2015-2016 y 2020-2021. El motivo fue la existencia de grandes cantidades de dinero nominado en pesos y acumulado en Argentina. Como hemos podido ver en el **Cuadro 1** en el punto **4.1.** al comienzo de este Trabajo Final, la tasa de interés en pesos ha perdido terreno versus la devaluación de la moneda, resultando así cualquier inversión a tasa de interés en pesos en una pérdida de valor para la compañía. Siendo que la alternativa de invertir el *cash* excedente a tasa de interés en pesos no resultaba conveniente y que no era posible transferir esta tenencia hacia Casa Matriz por las restricciones para acceder al mercado de cambios, fue que en el año 2015 y también en 2020-2021, se autorizó la realización de préstamos del tipo *dollar-linked* por parte de Renault Argentina hacia otras empresas. Estas operaciones, como ya hemos analizado en el punto **5.3.3.** de este Trabajo Final, consisten en préstamos en pesos equivalentes a cierta cantidad de dólares medidos al tipo de cambio oficial al momento del desembolso, debiendo ser devueltos al vencimiento pactado de la operación también pesos pero equivalentes a los dólares desembolsados al momento inicial multiplicados por el tipo de cambio oficial al vencimiento de la operación. Este mecanismo permite que la empresa prestamista, en este caso Renault Argentina, proteja el *cash* prestado de una devaluación, ya que de producirse el salto en el tipo de cambio se asegura que los pesos que recibirá al finalizar el préstamo le permitirán comprar la misma cantidad de dólares que le permitían al momento inicial. Por supuesto que la operación no está exenta de otros tipos de riesgo para Renault Argentina, como puede serlo el riesgo de crédito en el caso de que la empresa prestataria no se encuentre en condiciones de devolver el préstamo al momento del vencimiento. Para mitigar este riesgo, la Tesorería argentina y la Tesorería Central analizan cuidadosamente a cada contraparte y le exigen la contratación de una garantía por parte de un banco de renombre, siendo que en caso de incumplir con su obligación será el banco quien deberá repagar el préstamo. Al igual que las operaciones de NDF citadas en el punto anterior, los préstamos *dollar-linked* realizados

en el año 2015 han surtido el efecto deseado por Renault Argentina al cubrirla del impacto de la devaluación que se produjo en diciembre de dicho año.

Para dar una idea de las magnitudes de las operaciones realizadas de tipo *dollar-linked* y NDF mencionadas anteriormente, durante el año 2015 Renault Argentina cerró contratos de compra de NDF con bancos de primera línea por un valor de 180 millones de dólares, mientras que en cuanto a los préstamos *dollar-linked* sólo en el 2015 realizó operaciones por valores equivalente a más de 250 millones de dólares. Estos préstamos fueron materializados mediante 19 contratos con 8 empresas prestatarias diferentes.

Se consultó también al Sr. Toulemonde si realizaba algún tipo de medición de la exposición consolidada al riesgo de cambio. Indicó que sí se realiza un seguimiento mensual de todas las operaciones financieras en las cuales se tiene derogación para no realizar la cobertura del riesgo de cambio y también que existe un reporte que muestra la exposición al riesgo de cambio de los flujos operacionales que se exhibe en los estados contables del Grupo.

Finalmente, se realizaron en ambas entrevistas consultas que estaban dirigidas a entender qué otras alternativas consideraban los interlocutores que se podrían llevar a cabo para mitigar el riesgo de cambio en la empresa más allá de las operaciones que hemos citado anteriormente. Resultó interesante que ambos profesionales se refirieron a que la empresa debería continuar trabajando en generar coberturas del tipo natural del riesgo de cambio. La cobertura natural es aquella que proviene del propio negocio, implica generar flujos de ingresos o egresos en la misma moneda que genera la exposición. Por ejemplo, los entrevistados citaron las siguientes posibilidades:

- **Aumentar las exportaciones:** un aumento de las ventas en moneda extranjera permitiría a Renault Argentina mitigar el riesgo de cambio que se genera debido a que gran parte de sus insumos para la producción de vehículos son importados. De esta manera, ante una devaluación del peso, se encarecerían sus compras a proveedores del exterior, pero al

mismo tiempo se incrementarían los ingresos por la mayor cantidad de pesos que se recibirían por las ventas a clientes internacionales por efecto de la misma devaluación.

- **Aumentar la integración local:** se conoce como integración local al reemplazo de insumos para la producción de origen importado por insumos de producción local. De esta manera, se mitiga la exposición al riesgo de cambio al disminuir la dependencia de la empresa por insumos importados, siendo estos reemplazados por insumos de origen local cuyos costos estarán mayormente vinculados al peso y no tenderán a variar de manera abrupta en caso de una devaluación. A su vez, existen beneficios a nivel impositivo y aduanero para aquellos productos que cuenten con determinado nivel de contenido nacional, medido como el cociente entre el valor de las piezas de origen local sobre el valor total de las piezas del producto final.

Hasta aquí el análisis de las entrevistas realizadas. La transcripción de las mismas puede encontrarse en el **Anexo 9.1.** de este Trabajo Final.

6.2.2. Resultados de las entrevistas

De las entrevistas realizadas puede apreciarse cómo claramente el riesgo de cambio es un problema que implica que varias personas dentro de una organización estén siguiendo de manera constante para mitigar el posible impacto negativo en los resultados económicos de una firma.

Se constató que el Grupo Renault aplica varias de los instrumentos de mitigación del riesgo de cambio que se describieron en el punto **5.3.** de este Trabajo Final, tales como las operaciones de *Non-deliverable Forward* y préstamos del tipo *dollar-linked*, y que su correcta utilización ha mostrado resultados positivos en el pasado cercano. Estos resultados permiten cumplir los objetivos secundarios c) y e) presentados en el punto **4.3.** de este Trabajo Final, en relación con explicar el porqué de la necesidad de coberturas de riesgo de cambio en la empresa y a la descripción de las herramientas utilizadas en Renault Argentina para mitigar este riesgo. A su vez, las preguntas número 4) y 5) consignadas en el punto **4.4.**

de este Trabajo Final también quedan respondidas al haberse expuesto las estrategias adoptadas en Renault Argentina para la mitigación del riesgo de cambio y a la posibilidad de mejorar estas estrategias para hacer aún más efectiva la mitigación, siendo que los entrevistados explicaron las ideas de cobertura natural a través de **incrementar exportaciones e integración local** de insumos para la producción.

En relación con el objetivo secundario g), puede apreciarse en el **Cuadro 3** del punto **4.1.** cómo el desbalance entre importaciones y exportaciones del sector automotriz fue creciendo en los últimos años hasta comenzar a achicarse a partir del año 2018 con el estallido de la crisis de deuda argentina. Esto da cuenta de la magnificación del riesgo de cambio en la industria en general generado por el mencionado desbalance.

A su vez, se puede apreciar que efectivamente el Grupo Renault mantiene una metodología de seguimiento de la exposición al riesgo de cambio consolidado en toda la empresa, según lo indicó el Sr. Toulemonde. Esto está en línea con la explicación del punto **5.2.2.** de este Trabajo Final.

En resumen, este Marco Empírico permitió tener contacto con profesionales de Tesorería de una empresa de primer nivel internacional como lo es Renault y su subsidiaria en Argentina. Estos profesionales entrevistados son las principales referencias cuando se trata de medir, analizar y mitigar el riesgo de cambio en la empresa, y permitieron confirmar que es un problema al cual se brinda un alto grado de importancia y de tiempo para lograr estrategias de cobertura que sean efectivas y que no se tornen en especulativas, siendo que esto último es penalizado por los accionistas. A su vez, en función de la experiencia y de los datos provistos por el Sr. Arballo, se verificó que las estrategias de cobertura realizadas por Renault Argentina en los años 2015 y 2016 han tenido un impacto extremadamente positivo en los resultados económicos de la firma y que el contexto del año 2021, siendo muy similar al año 2015, permite esperar que las acciones que se tomen tengan resultados similares en el futuro cercano.

6.3. 2^{da} HERRAMIENTA: ANALISIS DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA UTILIZADOS EN RENAULT ARGENTINA

6.3.1. *Non-deliverable* forwards y deuda en dólares

6.3.1.1. Análisis del instrumento

En el año 2018, se encontraba vigente una normativa cambiaria que no oponía mayores restricciones a las transferencias internacionales ni al acceso al mercado libre de cambios. La brecha cambiaria se encontraba en mínimos niveles (ver **Cuadro 1** en el punto **4.1.**) y en consecuencia el tipo de cambio de referencia para la generalidad de las empresas y particulares era el oficial. El Banco Central mantenía un esquema de tipo de cambio mayormente flotante, en el cual el valor de la moneda es fijado por el mercado sin intervención de las autoridades monetarias, a diferencia de otros períodos de la historia reciente argentina en los cuales el Banco Central mantuvo un control mucho más fuerte sobre el nivel de tipo de cambio.

Renault Argentina, por su parte, había visto mermado su nivel de liquidez como consecuencia de inversiones que se realizaron en la Fábrica Santa Isabel, localizada en la Provincia de Córdoba, principalmente con el fin de preparar las instalaciones para la producción de su camioneta del tipo *pick-up* con capacidad para una tonelada denominada *Alaskan*¹¹, en alianza con la automotriz Nissan. Además de la salida de caja que demandó el mencionado proyecto, existían otras necesidades de capital de trabajo que implicaban desembolsos por parte de Renault para el desarrollo de su negocio en el canal de ventas de vehículos nuevos mediante Planes de Ahorro, a través de su subsidiaria denominada Plan Rombo.

Por estos motivos y con el fin de disminuir su necesidad de capital de trabajo, Renault Argentina comenzó a tomar préstamos bancarios de corto plazo. Principalmente, se utilizaban préstamos que financiaban operaciones de comercio exterior, tales como financiaciones de importaciones y

¹¹ Proyecto que consistió en la inversión por parte de Renault y Nissan de una suma de 600 millones de dólares para la fabricación de los modelos *Alaskan* y *Frontier*, ambas *pick-ups* con capacidad de una tonelada, en la fábrica Santa Isabel localizada en la Provincia de Córdoba y propiedad del Grupo Renault.

prefinanciaciones de exportaciones, por parte de los bancos con los que la empresa trabajaba a nivel local y global y además se recurrió a préstamos de carácter intragrupo, en los cuales la Casa Matriz asistía financieramente a su subsidiaria argentina.

Analizaremos en este Trabajo Final un préstamo nominado en dólares del tipo financiación de importaciones que Renault Argentina solicitó a un banco de primer nivel de origen estadounidense. Una financiación de importaciones (tal como se explicó en el punto **5.2.1. d)**) es una operación mediante la cual un importador solicita a un banco el pago de una deuda comercial por importaciones de bienes a su proveedor del exterior. El banco realiza entonces el pago al proveedor del exterior cancelando así la deuda comercial del importador y otorgándole mayor plazo para el pago de las mercaderías, siendo ahora el banco el nuevo acreedor. Este tipo de préstamos son otorgados normalmente por plazos de hasta 1 año, siendo lo más frecuente plazos de 90 o 180 días. En el caso de estudio, la financiación de importaciones solicitada por Renault Argentina fue por un monto de 15 millones de dólares y estaba destinada al pago de vehículos importados desde Renault do Brasil S.A., otra subsidiaria del Grupo Renault con sede principal en la ciudad de Curitiba, Brasil, en donde mantiene una gran planta de producción de vehículos y autopartes que abastece a toda Latinoamérica y otros países del resto del mundo. La fecha de toma del préstamo fue el día 27 de julio de 2018, y se realizó por un plazo de 180 días, siendo pagadero el capital más los intereses pactados a tasa *LIBOR*¹² + 1,75% (equivalente para esa fecha a una tasa del 5,1% nominal anual), el día 23 de enero de 2019. El contrato fue firmado por los representantes de Renault Argentina y los del banco localizados en la ciudad de Nueva York, luego de haber sido negociado entre Renault Argentina y los oficiales de negocio de la subsidiaria argentina del banco norteamericano. La aprobación de un contrato de este tipo en el Grupo Renault requiere que se cumpla una serie de requisitos en materia de las cláusulas que el acuerdo contiene relacionadas con el

¹² La tasa LIBOR (London InterBank Offered Rate, «tipo interbancario de oferta de Londres») es una tasa de referencia diaria basada en las tasas de interés a las que los bancos ofrecen fondos no asegurados a otros bancos en el mercado monetario mayorista o mercado interbancario.

otorgamiento de garantías, cláusulas del tipo *cross-default*¹³, cláusula de “no hacer”, entre otras. De esta manera, la Tesorería Central en Francia también interviene en las negociaciones y revisión de la documentación para asegurar el apego del contenido del contrato de préstamo a la norma del Grupo.

En función de la normal general del Grupo Renault descrita en el punto **6.2.** de este Trabajo Final, las operaciones financieras nominadas en moneda extranjera deben ser cubiertas mediante instrumentos financieros con el fin de mitigar el riesgo generado por la exposición a las variaciones del tipo de cambio desde la fecha de inicio del préstamo hasta la fecha de su repago. Para cumplir con la regla, la Tesorería de Renault Argentina, a través de su mesa de dinero, salió al mercado el mismo día del inicio del préstamo con el objetivo de tomar una operación de compra de un *non-deliverable forward* (NDF) que le permitiera fijar el tipo de cambio dólar/peso que le permitirá recomprar el día 23 de enero de 2019 los dólares necesarios para repagar el capital más los intereses del préstamo recibido.

Según se expuso en el punto **5.3.1.** de este Trabajo Final, para operar un contrato de NDF dólar/peso, las partes deben acordar el tipo de cambio a futuro al cual están dispuestas a comprar o vender una cierta cantidad de dólares. Llegada la fecha de vencimiento pactada, si el tipo de cambio *spot* es más alto que el tipo de cambio pactado, la parte vendedora pagará a la compradora una cantidad de pesos equivalente a la diferencia entre los tipos de cambio *spot* y pactado, multiplicada por la cantidad nominal de dólares pactada. En caso de darse la situación inversa, será la parte compradora la que pagará la mencionada diferencia a la vendedora. De una manera u otra, luego de concretar la operación de compra de dólares *forward* por el valor del préstamo más sus intereses, Renault Argentina habrá fijado el tipo de cambio al cual repagará el préstamo en dólares, eliminando así el riesgo producto de la incertidumbre por el valor del tipo de cambio *spot* a la fecha de vencimiento del préstamo.

¹³ Cláusula de *cross-default* (o de incumplimiento cruzado): implica que cuando un deudor entra en una situación de suspensión de pagos, todos los otros acreedores que tienen la cláusula *cross-default* firmada en sus contratos pueden iniciar el proceso de pedir de vuelta su préstamo de forma inmediata.

De esta manera, el día 27 de julio de 2018, aparte de recibir el préstamo por la financiación de importaciones, la mesa de dinero de Renault Argentina cerró dos acuerdos de tipo NDF con otro banco internacional de primera línea, mediante los cuales acordó comprar una cantidad de 15,4 millones de dólares el día 23 de enero de 2019. Nótese que el acuerdo de NDF se realizó por 400 mil dólares más que el valor del préstamo, esto con el objetivo de fijar el tipo de cambio a futuro para el pago no sólo del capital sino también de los intereses del préstamo. El tipo de cambio negociado con el banco fue de 32,437 pesos por dólar para comprar 5 millones de dólares, y 32,465 para comprar los restantes 10,4 millones de dólares mencionados, siendo finalmente el tipo de cambio promedio ponderado de la operación de NDF 32,456 pesos por dólar. El tipo de cambio *spot* del día 23 de julio de 2018 era de 27,35 pesos por dólar.

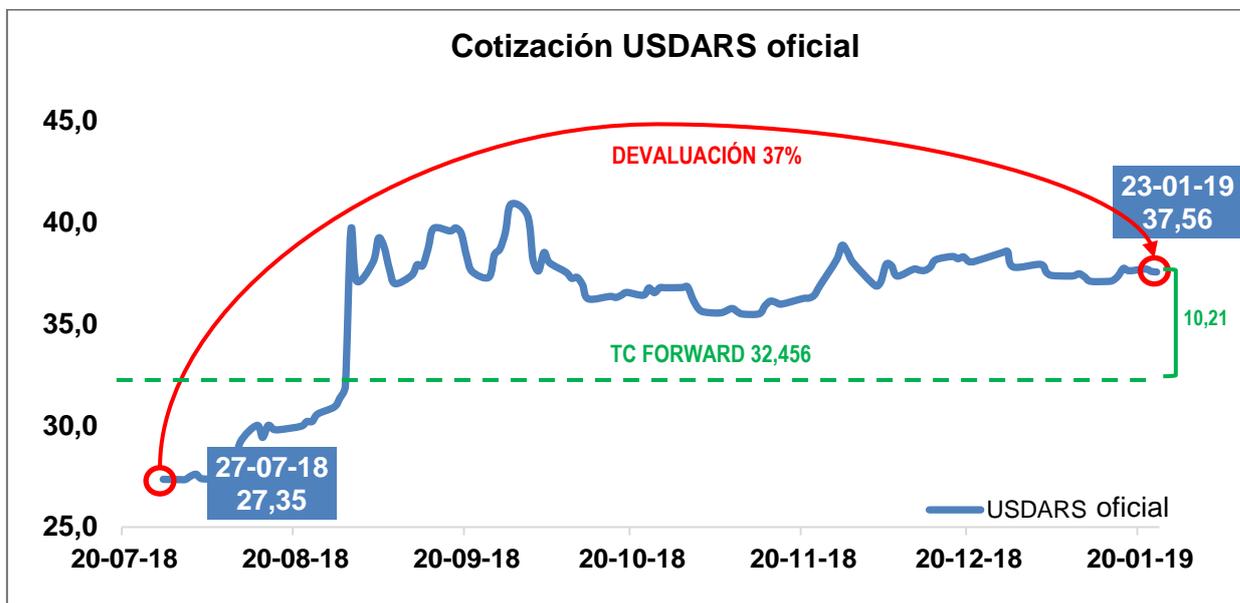
La operatoria para la negociación de un contrato de NDF realizada por Renault Argentina consistió en contactar a una serie de bancos con los cuales la empresa mantiene relaciones comerciales para la solicitud de cotizaciones de NDF. Como Renault buscaba una operación de compra, cerró el contrato en dos partes con el banco que menor tipo de cambio ofreció para la venta de dólares a futuro.

6.3.1.2. Resultados del instrumento

Antes de pasar a los resultados de la cobertura descrita en el punto anterior, se resumen a continuación los principales datos a retener para comprender la operación:

- Monto del préstamo recibido: USD 15.000.000
- Fecha de inicio del préstamo: 27/07/2018
- Monto a repagar al banco: USD 15.377.207 (capital + intereses)
- Fecha de repago del préstamo: 23/01/2019
- **Tipo de cambio del día 27/07/2018: 27,35 pesos por dólar**
- Valor nominal de los NDF comprados por Renault: USD 15.400.000
- Fecha de vencimiento de los NDF: 23/01/2019
- **Tipo de cambio *forward* pactado en los NDF: 32,456 pesos por dólar**
- **Tipo de cambio *spot* del día 23/01/2019: 37,56 pesos por dólar**

El siguiente gráfico muestra la evolución del tipo de cambio *spot* desde la fecha de inicio del préstamo hasta su finalización:



Cuadro 9: evolución del tipo de cambio oficial USDARS desde el comienzo hasta el final del préstamo, en línea punteada verde se grafica el tipo de cambio forward pactado en la operación de NDF. Fuente: elaboración propia en base a datos de Banco Central de la República Argentina (2021).

Como puede apreciarse en el **Cuadro 9** más arriba, en la fecha de vencimiento del préstamo, 23 de enero de 2019, el tipo de cambio dólar/peso *spot* se encontraba 10,21 pesos por encima del tipo de cambio *forward* pactado en la operación de NDF. Esto provocó que Renault Argentina, parte compradora, recibiera por parte del banco con el cual contrató la operación de NDF la suma de ARS 78.601.600¹⁴ como resultado de la diferencia entre los tipos de cambio *spot* del vencimiento de la operación vs el tipo de cambio pactado.

Si analizamos los flujos de fondos de las operaciones de préstamo y de NDF, veremos que el día de inicio, 27 de julio de 2018, Renault Argentina obtuvo un préstamo por un valor de 15 millones de dólares, equivalentes a 410 millones de pesos al tipo de cambio oficial *spot* de la fecha mencionada. A su vez, ese mismo día pactó la compra de dólares *forward* por 15,4 millones de dólares a un tipo de cambio *forward* de 32,456 pesos por dólar. De esa manera Renault aseguró que a la fecha de vencimiento del préstamo desembolsaría en total 500 millones de

¹⁴ El monto de la liquidación del NDF por un valor de ARS 78.601.600 se calcula de la siguiente manera: Valor nominal del NDF pactado * (TC *spot* al vencimiento - TC pactado en el NDF), esto es: USD 15.400.000 * (37,56 - 32,456)

pesos, equivalente a los 15,4 millones de dólares multiplicado por el tipo de cambio *forward* pactado. Llegada la fecha de vencimiento de las operaciones de préstamos y de NDF, día 23 de enero de 2019, Renault efectuó el pago al banco prestamista por los 15,4 millones de dólares de capital más intereses, resultando en un desembolso de 578 millones de pesos, al tipo de cambio oficial *spot* del mencionado día. Sin embargo, recibió al mismo tiempo la liquidación de la operación de NDF pactada con el otro banco, por un monto de 78 millones de pesos. En definitiva y neteando ingresos con egresos, Renault al vencimiento de la operación del préstamo desembolsó los 500 millones de pesos que fueron calculados anteriormente.

Toda la operación descrita se conoce como un préstamo “sintético” en pesos, debido a que, si bien la moneda del préstamo es en dólares, la empresa prestataria transformó los flujos de fondos a pesos mediante la fijación de los tipos de cambio de vencimiento, eliminando así la incertidumbre y la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio. El préstamo sintético logrado por Renault Argentina equivale a un préstamo en pesos a una tasa del 44,3% nominal anual. Analizado en dólares, Renault Argentina recibió 15 millones de dólares, pero repagó solamente 13,3 millones de dólares, equivalentes a los 500 millones de pesos divididos al tipo de cambio *spot* del 23 de enero de 2019, resultando así en un préstamo con tasa negativa en dólares del 22,9% anual como consecuencia del efecto de la fuerte devaluación del tipo de cambio sobre el valor en pesos que Renault Argentina fijó a través de la operación de NDF para repagar su deuda.

En el caso de que Renault Argentina no hubiera realizado la operación de cobertura, el préstamo en dólares hubiera tenido una tasa efectiva del 5,1% igual a la contratada, y una tasa en pesos del 83,1%, peligrando la capacidad de repago dada la onerosidad en la cual se hubiera tornado el préstamo medido en pesos.

6.3.2. Préstamos *dollar-linked* y excedentes de caja

6.3.2.1. Análisis del instrumento

En el año 2021, la situación de Renault Argentina era muy diferente a la detallada en el análisis del punto **6.3.1**. En Argentina, a partir del segundo semestre del año 2018 y luego de la crisis de deuda, fuerte devaluación, cambio de gobierno y entrada en pandemia por COVID-19, el nuevo gobierno de Alberto Fernandez endureció las medidas de control de cambios que habían entrado en vigor en la última etapa del gobierno de su predecesor. Estos controles de cambios limitaban fuertemente la compra de moneda extranjera sólo para determinadas operaciones de comercio exterior, con lo cual Renault Argentina comenzó a acumular excedentes de caja nominados en pesos debido a la imposibilidad de realizar transferencia al exterior ya sea para pagos de deudas o dividendos. El tipo de cambio dólar/peso se encontraba controlado por el gobierno de manera tal que sirviera como un ancla para los precios, que tendían a subir fuertemente por los desbalances mencionados anteriormente sumado a la política monetaria expansiva que se llevó a cabo para contrarrestar el impacto de la pandemia. Tal como había sucedido en el año 2015, la brecha cambiaria volvía a alcanzar niveles superiores al 60% en 2021, situación que alentaba las expectativas de devaluación y extendía el sentimiento en los mercados de que el peso se encontraba sobrevaluado.

Con el fin de proteger estos excedentes de caja de una probable brusca devaluación, la Tesorería de Renault Argentina salía a la búsqueda de una fórmula que ya había mostrado resultados altamente positivos en el pasado, según expuesto en el punto **6.2.1**. de este Trabajo Final. Esta fórmula se trata de los préstamos *dollar-linked* (explicados en el punto **5.3.3**. de este Trabajo Final), a través de los cuales Renault Argentina presta una un monto de pesos equivalente a cierta cantidad de dólares según el tipo de cambio *spot* del momento por un plazo determinado, para recibir vencido el plazo una cantidad de pesos equivalentes a la cantidad de dólares mencionada multiplicada por el tipo de cambio *spot* de la fecha de vencimiento. Con esta operatoria, Renault Argentina se asegura que, a la fecha de vencimiento del préstamo, sin importar cómo haya evolucionado el tipo de cambio oficial de inicio a fin, recibirá una cantidad de pesos que le permitirán comprar la cantidad de dólares determinada al momento inicial, al tipo de cambio oficial.

Según se pudo relevar, no resultó tarea fácil para los funcionarios de Renault Argentina el encontrar una contraparte interesada en tomar un préstamo de esta índole. Normalmente, la contraparte que aceptase tomar un préstamo *dollar-linked* debería poseer alguna de las siguientes características:

- a) Necesitar los fondos y considerar que la devaluación será menor a la tasa de interés a la que obtendría un préstamo por parte de un banco, y por lo tanto resultaría más económico el préstamo *dollar-linked*.

- b) Necesitar los fondos y ser una empresa netamente exportadora, de manera tal que los ingresos en moneda extranjera por sus exportaciones calcen de manera natural con los repagos del préstamo *dollar-linked* a tomar.

A la fecha de escritura de este Trabajo Final, Renault Argentina logró encontrar una contraparte que encaja en el punto **b)** anterior, siendo una empresa localizada en Argentina y dedicada a la exportación de fruta.

El contrato firmado entre Renault Argentina y la mencionada contraparte consta de un préstamo del tipo *dollar-linked* por un valor equivalente a 7,1 millones de dólares, a ser efectuado en varios desembolsos en pesos al tipo de cambio oficial del día hábil inmediato anterior a la fecha del desembolso. El plazo del préstamo es de 217 días a partir de la fecha de cada desembolso.

A la fecha de finalización de este Trabajo Final, Renault Argentina continuaba en la búsqueda de nuevas contrapartes para continuar realizando operaciones de préstamo *dollar-linked* y así mitigar el riesgo de tipo de cambio de sus excedentes de caja colocados en inversiones de corto plazo en pesos, que rendían una tasa del 32% nominal anual.

6.3.2.2. Resultados del instrumento

El primer desembolso del préstamo descrito en el punto anterior se realizó con fecha 19 de abril de 2021. Desde este día hasta la fecha de conclusión de este Trabajo Final, el tipo de cambio oficial peso/dólar había sufrido una devaluación

del 2,1%, representando esta devaluación la rentabilidad en pesos obtenida por Renault Argentina por el préstamo efectuado. En el caso que Renault Argentina hubiera mantenido la misma cantidad de pesos volcados al préstamo *dollar-linked* en un plazo fijo bancario, la rentabilidad obtenida en el mismo plazo sería del 4,0%.

En resumen, hasta el día de la fecha el préstamo *dollar-linked* no está teniendo un resultado positivo para Renault Argentina, siendo que la tasa de colocación de una inversión alternativa hubiera mostrado mejores resultados económicos. Sin embargo, al tratarse de una operación de cobertura, esta diferencia negativa de rentabilidad que absorbe Renault Argentina es considerada por el *management* de la empresa como el costo del seguro de cambio que deben pagar para protegerse de una devaluación abrupta que llegará en algún momento (según entrevista al Sr. Hugo Arballo en el **Anexo 9.1.**). Ese momento, podría ser posterior a las elecciones legislativas de 2021 que tendrán lugar en el mes de noviembre, fecha en la cual comienzan a vencer los plazos para los repagos de los desembolsos realizados por Renault en el marco del préstamo *dollar-linked* de 7,1 millones de dólares.

7. CONCLUSIONES GENERALES

En este Trabajo Final, se ha presentado un Marco Teórico mediante el cual se pretendió explicar la importancia de la medición y cobertura del riesgo de cambio. Para ello, se realizó una detallada explicación teórica sobre el concepto por el cual se entiende el riesgo de tipo de cambio y se presentaron las herramientas disponibles y más utilizadas en el mercado argentino para tomar cobertura que permita mitigar el impacto negativo que podría llegar a tener, para una empresa o particular, un movimiento abrupto en el nivel de tipo de cambio al cual el jugador tuviera exposición.

A su vez, se presentó un análisis del contexto macroeconómico de Argentina de los últimos años y de su industria automotriz, que permite dar cuenta que el riesgo de cambio es un problema que requiere especial atención en el país y sobre todo en la mencionada industria, debido a la alta volatilidad que presentó el tipo de cambio y dando cuenta de la existencia de diferentes cotizaciones del dólar a las cuales el público tiene acceso en función de las medidas de control de cambios presentes en la economía.

En cuanto al Marco Empírico de este Trabajo Final, los resultados de los análisis realizados a través de las herramientas de investigación aplicadas permitieron conocer de manera acabada la estrategia de cobertura de la exposición al riesgo de tipo de cambio utilizada por Renault Argentina y su vínculo directo con lo expuesto previamente en el Marco Teórico. De la investigación realizada se concluye que, con el fin de mejorar la calidad de su estrategia de cobertura, Renault Argentina debe buscar evolucionar su modelo de negocios en el país a uno dedicado a la producción de vehículos y autopartes con capacidad para alcanzar mercados de exportación. Un incremento de sus ingresos nominados en moneda extranjera, principalmente en dólares, le permitirá reducir de manera natural su exposición al riesgo de tipo de cambio peso/dólar, sin la necesidad de acudir a los mercados financieros en búsqueda de operaciones de coberturas sintéticas, como lo son los contratos de *forward* y los préstamos del tipo *dollar-linked*, cuya habilidad para convertirse en coberturas efectivas depende de los

vaivenes del mercado local así como también de las decisiones en materia política, económica y cambiaria de los gobernantes de turno. A su vez, este modelo de negocios exportador debe ser complementado con una estrategia de integración local en la compra de insumos y autopartes, reemplazando importaciones por producción local. De esta manera, el impacto en costos de una devaluación del peso sería positivo, debido a la mayor proporción de los costos atados al peso como consecuencia de integraciones locales realizadas.

A través de un modelo de negocios integrado localmente y más orientado a mercados de exportación, con una participación considerable de ingresos en moneda extranjera en el total de ingresos de la empresa, Renault Argentina lograría reducir su exposición al riesgo argentino, que como ya hemos analizado, presenta importantes desbalances macroeconómicos que implican un desafío mayor para los negocios en el país. Lo mencionado permite cumplir con el objetivo general del Trabajo Final, detallado en el punto **4.2**.

En cuanto a los objetivos secundarios, a continuación se comenta sobre cada uno de ellos:

- a) **Describir el contexto macroeconómico argentino de los últimos años y resaltar la importancia de la toma de decisiones de cobertura.** En el punto **5.1**. de este Trabajo Final se realizó una síntesis histórica de la macroeconomía argentina de los años 2010 a 2021 en términos de la evolución de su cuenta corriente, reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina, el tipo de cambio, el nivel de actividad y su Producto Bruto Interno. A su vez, se resaltaron las variaciones de los principales indicadores que han sufrido fuertes degradaciones durante el período mencionado.

- b) **Explicar el concepto de riesgo de tipo de cambio y brindar ejemplos que faciliten su comprensión.** En el punto **5.2.1**. de este Trabajo Final se realizó una descripción detallada del concepto del riesgo de tipo de cambio y se expusieron cuatro ejemplos distintos en los cuales puede

identificarse la generación de este riesgo en situaciones reales de la economía y las finanzas.

- c) Explicar por qué el análisis, medición y cobertura del riesgo de cambio es importante para una empresa en el contexto argentino.** Tal como mencionado anteriormente, la explicación acerca del contexto económico argentino y los datos entregados por ejemplo en el **Cuadro 1** del punto **4.1.** permiten entender que el control de riesgo de cambios en el país es absolutamente necesario y primordial para cualquier empresa que quiera obtener buenos resultados económicos en el mercado local. Todo esto teniendo en cuenta las fuertes devaluaciones que se produjeron en Argentina en los últimos años y la fuerte dolarización que existe en la economía, siendo que los jugadores, ya sean empresas o particulares, piensan sus finanzas en moneda dura y no en pesos.
- d) Presentar una metodología para medir el grado de exposición al riesgo de cambio de una empresa.** En el punto **5.2.2.** de este Trabajo Final se presentaron dos formas de medición del grado de exposición al riesgo de cambios de una empresa, siendo estas la medición del riesgo de cambio de balance y la medición del riesgo de cambio operacional.
- e) Describir las herramientas que permiten disminuir el riesgo de cambio en cualquier empresa y, en particular, en Renault Argentina.** En el punto **5.3.** de este Trabajo Final se realizó una descripción detallada de las principales herramientas que se utilizan en Argentina para mitigar el riesgo de cambio. En la entrevista con los funcionarios de Renault tanto en Argentina como en la Casa Matriz en Francia, se verificó que los instrumentos detallados en el Marco Teórico son efectivamente utilizados por la empresa para realizar las coberturas de riesgo de cambio y que han tenido excelentes resultados en su objetivo de mitigar el impacto de devaluaciones en el pasado cercano.
- f) Explicar el impacto que tiene en el valor de una compañía de la industria automotriz una alta exposición al riesgo de cambio por**

parte de esta. En el punto **5.2.3.** de este Trabajo Final se presentó que una alta exposición al riesgo de cambio por parte de la compañía genera alta volatilidad en los flujos de fondos proyectados de la misma. Esta situación es tomada en cuenta por los inversores, accionistas y el mercado en general que castiga el precio de las acciones de la compañía en función de la volatilidad que se espera para los flujos de fondos de la empresa.

g) Describir cómo evolucionó el riesgo de cambio en términos de magnitud en la industria automotriz en general y en particular en Renault Argentina. Puede apreciarse en el **Cuadro 3** en el punto **4.1.** cómo el desbalance entre importaciones y exportaciones del sector automotriz fue creciendo en los últimos años hasta comenzar a achicarse a partir del año 2018 con el estallido de la crisis de deuda argentina. Esto da cuenta de la magnificación del riesgo de cambio en la industria en general generado por el mencionado desbalance. En cuanto a Renault Argentina, el nivel de exportaciones de la empresa ha decrecido fuertemente a lo largo de los últimos años, aumentando por ende la exposición al riesgo de cambio de la empresa debido a la poca cobertura natural que genera el bajo nivel de exportaciones.

h) Realizar el análisis de dos instrumentos utilizados en Renault Argentina para mitigar el impacto de la exposición al riesgo de cambio de la compañía. En el punto **6.3.** de este Trabajo Final se presentó el análisis detallado de la aplicación de dos instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio en Renault Argentina y se expusieron los resultados alcanzados por ambas operaciones.

En relación a las preguntas del Trabajo Final, expuestas en el punto **4.4.**, a continuación se pasan a responder brevemente en función de lo ya expuesto en el cuerpo de este Trabajo Final:

1) ¿Qué es y cómo se mide la exposición al riesgo de cambio en una empresa? Se denomina riesgo de cambio a la situación de incertidumbre

económica que se produce cuando un agente económico (empresa, individuo, gobierno, etc.) realiza operaciones denominadas en una moneda distinta a su moneda funcional, debido a la imposibilidad de predecir con exactitud las fluctuaciones futuras en los tipos de cambio. Este riesgo se mide a través del estudio del balance y del estado de resultados de la compañía para entender el *mismatch* entre las monedas en los cuales están nominados los activos, pasivos y resultados de la empresa.

- 2) **¿Cómo puede afectar la exposición al riesgo de cambio al valor de una compañía?** La exposición al riesgo de cambio afecta el valor de una compañía debido al castigo que realiza el mercado sobre el valor de las acciones de la empresa en función de la volatilidad que implica para los flujos de fondos futuros de la firma el no tener una buena estrategia de mitigación del riesgo de cambio implementada.
- 3) **¿Qué estrategias y herramientas existen para mitigar el riesgo de cambio?** Existen en el mercado diferentes instrumentos para realizar estrategias de mitigación del riesgo de cambio. Podemos citar por ejemplo los contratos de *forward* y los contratos de futuros, que son conocidos como instrumentos derivados debido a que su valor depende de un activo subyacente, en este caso el dólar estadounidense. Aparte, existen otras alternativas como pueden ser los préstamos *dollar-linked*, la compra de activos con cotización en dólar o el estocaje de mercaderías, todos estos con el fin de evitar el impacto de una devaluación en el valor de las tenencias de *cash* en pesos.
- 4) **¿Qué estrategias se adoptaron y se adoptan en Renault Argentina para mitigar el riesgo de cambio?** Se adoptaron estrategias de cobertura mediante contratos de NDF, préstamos *dollar-linked* y pago contado de importaciones. En los casos en que estas estrategias no seguían las reglas generales del Grupo Renault para cubrir la exposición al riesgo de cambio, la Tesorería de Argentina gestionó las derogaciones necesarias para realizar las coberturas argumentando que el tipo de

cambio se encontraba visiblemente sobrevaluado dada la brecha cambiaria presente en los años 2015, 2020 y 2021.

- 5) ¿Cómo pueden mejorarse las estrategias aplicadas en Renault Argentina para hacer más efectiva la mitigación del riesgo de cambio?** Según las entrevistas realizadas a los funcionarios de Renault, existe la posibilidad de aumentar las coberturas naturales en Renault Argentina mediante el aumento de las exportaciones o logrando mayor integración local que permite reemplazar insumos importados por insumos de producción local.

En resumen, en este Trabajo Final se responden todos los interrogantes que se plantearon en su inicio, no sólo mediante el desarrollo del Marco Teórico sino también mediante su comprobación en el Marco Empírico a través del análisis de un caso real como lo es Renault Argentina y su estrategia de cobertura del riesgo de cambio en momentos clave de la historia económica reciente del país.

Para finalizar, en este Trabajo Final se intenta resaltar lo fundamental que resulta la correcta administración del riesgo de cambio en cualquier empresa, y sobre todo en aquellas cuya exposición a este riesgo se ve amplificada por la naturaleza de su negocio. El riesgo de cambio es uno más dentro de todo el abanico de riesgos que representa ser empresario en cualquier país, pero sobre todo en Argentina, en donde la buena gestión de la exposición a las fluctuaciones en el valor de la moneda local resulta imprescindible para alcanzar resultados económicos positivos.

8. BIBLIOGRAFÍA

- 1) **ABECEB. (2021).** Balanza Comercial: Argentina e industria automotriz [Conjunto de datos].
- 2) **AFAC. (2019, septiembre).** La situación de la industria automotriz argentina.
- 3) **Ámbito Financiero (2020, mayo).** Cotización y precio del dólar hoy, dólar blue y mayorista. Recuperado 8 de mayo de 2021, de <https://www.ambito.com/contenidos/dolar.html>
- 4) **Asociación de Fábricas de Automotores. (2010).** Libro de la Industria Automotriz (1.a ed.). <http://www.adeffa.org.ar/upload/libro/>
- 5) **Banamex. (s. f.).** MEDICIÓN DE RIESGO DE CAMBIO. Recuperado 24 de abril de 2021, de https://www.bancanetempresarial.banamex.com.mx/spanishdir/tutorial/spanishdir/Medicion_Riesgo_Cambio.htm
- 6) **Banco Central de la República Argentina. (2021).** Tipos de Cambio. http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Tipos_de_cambios.asp
- 7) **Banco Central de la República Argentina. (s. f.).** Diccionario Financiero. Recuperado 15 de mayo de 2021, de http://www.bcra.gov.ar/BCRAyVos/diccionario_financiero_tabla_B.asp
- 8) **Banco Mundial. (s. f.).** PIB (US\$ a precios constantes de 2010) - Argentina | Data. Recuperado 24 de mayo de 2021, de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD?end=2019&locations=AR&start=2011>
- 9) **Di Santi, M. D. S. (2021, 7 mayo).** ¿Cómo evolucionó la pobreza con cada presidente? Chequeado. <https://chequeado.com/el-explicador/como-evoluciono-la-pobreza-con-cada-presidente/>
- 10) **Dirección Nacional Centro de Economía Internacional. (2018, septiembre).** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral. http://www.cei.gov.ar/userfiles/Metodolog%C3%ADa%20TCRM_0.pdf
- 11) **Dornbusch, R. (2015).** Macroeconomía (12.a ed.). Editorial McGraw-Hill.

- 12) **ECOLATINA. (2021, abril).** 2020: más superávit de cuenta corriente y menos deuda, ¿y 2021?
- 13) **ECOLATINA. (2021b, mayo).** La bimonetaria economía argentina: consecuencia de un peso demasiado liviano.
- 14) **Graham, B., & Dodd, D. (2008).** Security Analysis: Sixth Edition, Foreword by Warren Buffett (6th Revised ed.). McGraw-Hill Education.
- 15) **Heckinger, R. H. (2013).** Understanding Derivatives: Markets and Infrastructure. Federal Reserve Bank of Chicago.
<https://www.chicagofed.org/publications/understanding-derivatives/index>
- 16) **Herrera, Y. (2021, 13 enero).** Moneda funcional NIC 21: ¿Qué es y en qué consiste? Nubox.
<https://blog.nubox.com/contadores/moneda-funcional-nic-21#:~:text=En%20su%20p%C3%A1rrafo%208%2C%20la,el%20que%20opera%20la%20entidad%E2%80%9D>
- 17) **Martín Octavio Arenas, M. O. A. (2018, diciembre).** Mercado de Futuros en Argentina.
https://bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/13985/arenas-fce.pdf
- 18) **PODER EJECUTIVO NACIONAL (2002).** Decreto DNU 214/2002.
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do;jsessionid=96F770E5A7A02AEED9179C96A89EDEE1?id=72017>
- 19) **PORTFOLIO PERSONAL. (2015, junio).** GUIA BASICA PARA OPERAR FUTUROS EN EL ROFEX.
<https://www.portfoliopersonal.com/doc/guiafuturos/guiabasicafuturos.pdf>

9. ANEXOS

9.1. Transcripción de las entrevistas realizadas

9.1.1. Gerente de Tesorería de Renault Argentina

A continuación, se expone la síntesis de la entrevista con el Sr. Hugo Arballo, Gerente de Tesorería de Renault Argentina.

P: ¿Qué nivel ocupa la evolución del tipo de cambio en el listado de sus principales inquietudes?

R: El nivel que ocupa depende de la situación macroeconómica y las expectativas devaluatorias. Actualmente, es una de las principales inquietudes dado el nivel de exposición que tenemos por la caja acumulada en pesos en la tesorería. En estos momentos estamos teniendo muchas reuniones dedicadas a buscar ideas que nos permitan llevar adelante acciones de protección de la caja acumulada en caso de una devaluación abrupta del tipo de cambio.

P: ¿Qué medidas toma habitualmente para mitigar el riesgo de cambio en la empresa?

R: Utilizamos instrumentos del tipo NDF, préstamos *dollar-linked* y pago al contado de importaciones en la época que la normativa cambiaria lo permitía.

P: ¿Por qué utiliza esos instrumentos de cobertura y no otros?

R: Siempre debemos seguir los lineamientos que establece la Tesorería Central en Francia respecto de estas operaciones y en caso de ver alguna oportunidad que se salga de la norma general debemos solicitar la derogación formal que es analizada en Francia.

P: ¿Qué resultados han tenido estas medidas a lo largo del tiempo?

R: Las operaciones de cobertura del tipo NDF y *dollar-linked* que se realizaron en el año 2015 con vencimiento en 2016, previas al cambio de gobierno y al salto del tipo de cambio que se produjo a finales de 2015 han tenido resultados extremadamente positivos. De manera opuesta, las operaciones de cobertura realizadas entre junio de 2020 y marzo de 2021 no han tenido resultados

positivos debido a que la expectativa de devaluación finalmente no se concretó en la práctica porque el Gobierno “planchó” el tipo de cambio. De todas maneras, nosotros analizamos estas operaciones como la toma de un “seguro de cambio”, entonces las posibles pérdidas que registremos las consideramos como el costo de tener este seguro. Personalmente, creo que actualmente la expectativa de devaluación es alta a pesar del ritmo de devaluación que hemos tenido en estos últimos meses, y que luego de las elecciones de fines de este año el tipo de cambio puede sufrir un salto.

P: ¿Existe algún procedimiento establecido para la toma de coberturas o se analizan de manera puntual?

R: La norma general es que las coberturas del tipo operacional (ejemplo de deudas comerciales en moneda extranjera) están prohibidas por la Tesorería Central en Paris. Contrariamente, las coberturas de deuda financiera en moneda extranjera son obligatorias. Por ejemplo, en los años de 2017 a 2019, Renault Argentina estuvo endeudada en dólares, y los flujos de caja de dichas deudas fueron cubiertos mediante operaciones de NDF para fijar los tipos de cambio en pesos. En caso de aprobarse una derogación a la norma general y realizar coberturas de deudas comerciales por importaciones que vamos a tener a futuro, estas tienen que estar estrictamente ligadas a los volúmenes de pagos de importaciones que se prevén tener a futuro a los efectos de que no se consideren como especulativas.

P: ¿Qué otras acciones cree que podrían comenzar a realizarse para disminuir más el riesgo de cambio en su empresa?

R: Actualmente estoy abocado a acelerar todo lo posible las coberturas del tipo préstamos *dollar-linked*. A su vez, se están considerando otras ideas como pueden ser operaciones de Contado con Liquidación con bonos y acciones, colocaciones en Fondos Comunes de Inversión *dollar-linked*, bonos *dollar-linked* en mercado primario o secundario. Estas ideas se van a presentar a los directores y a la Tesorería Central pero creo que no serán aprobadas por el costo que implica tomar este tipo de seguros de cambio. Lo concreto que hoy tenemos para disminuir el riesgo de cambio son operaciones *dollar-linked* con otras compañías presentes en el mercado argentino, operaciones de pago anticipado

de haberes netos de Plan Rombo, recompra de contratos de Plan Rombo y pago anticipado de deudas en dólares a empresas vinculadas (que en este caso sólo podría hacerse el pago a Nissan Argentina en pesos de deudas nominadas en dólares).

P: ¿Cuál cree usted que es la mejor manera de mantener al mínimo la exposición al riesgo de cambio en la empresa?

R: La mejor manera es a través de aumentar el volumen de exportaciones, que generan una cobertura natural que permite “calzar” el riesgo de tipo de cambio entre ingresos y egresos en moneda extranjera.

P: ¿Cree usted que los directores de la compañía y los principales referentes de la dirección financieras están correctamente sensibilizados sobre la importancia de mantener bajo control el riesgo de cambio?

R: La estructura de Renault hasta el más alto nivel, incluso hasta altos directivos de la compañía a nivel Casa Matriz, están absolutamente sensibilizados del tema en relación con Argentina. Más aun teniendo en cuenta que la situación actual se asemeja mucho a la que ya hemos vivido en 2015 y 2016. En la Tesorería Central también están muy sensibilizados y dan seguimiento cercano a la tesorería argentina, estudiando en conjunto las acciones posibles para mitigar el riesgo de cambio en el país.

9.1.2. Encargado de Tesorería Central en Francia

A continuación, se expone la síntesis de la entrevista con el Sr. Fabien Toulemonde, encargado de Tesorería Internacional en Renault Casa Matriz.

P: ¿Cuál es su función principal?

R: Trabajo como Tesorero Internacional dentro de la Tesorería Corporativa de Renault y estoy a cargo de un perímetro regional que cubre Latinoamérica, China y Mobilize, la nueva unidad de negocios de la empresa. También, soporto a las subsidiarias para la gestión de la liquidez y de los riesgos financieros, tal como el riesgo de cambio, riesgo de contraparte y riesgo operacional. A su vez, estoy

a cargo de las operaciones de tesorería gestionadas por Renault Casa Matriz que impactan en mi perímetro.

P: ¿Qué nivel ocupa la evolución del tipo de cambio en el listado de sus principales inquietudes? A nivel general, no solo para Argentina.

R: De acuerdo con las normal del Grupo, debemos cubrir cualquier riesgo de cambio relacionado a operaciones financieras, no operacionales. Debo dedicar entre 20 y 30% de mi tiempo para este tipo de operaciones. Muchas veces trabajo con este tipo de coberturas ofreciendo soporte a las subsidiarias, como Renault Brasil o Renault Argentina, para implementar la estrategia de cobertura de riesgo de cambio en operaciones financieras. En los casos de exposición al riesgo de cambio en flujos operacionales, de acuerdo con las normas del grupo estas no deben ser objeto de cobertura. Sin embargo, a veces podemos analizar casos de negocio que resulten en decisiones para la toma de coberturas. Hoy en día tenemos en Renault tres casos en los cuales aplicamos coberturas operacionales: Argentina, Reino Unido y Turquía. Para cada uno hay un caso de negocio muy específico y no son comparables entre sí.

P: ¿Por qué la norma del Grupo prohíbe las coberturas de riesgo de cambio en flujos operacionales y obliga las coberturas de flujos financieros?

R: En el caso de los flujos financieros, podemos tener por ejemplo un préstamo bancario con una fecha de inicio y finalización determinadas, entonces tenemos certidumbre acerca de la fecha de repago del préstamo al banco. Por este motivo, sabemos que tendremos exposición desde la fecha de inicio hasta la madurez del préstamo por un monto determinado, y podemos realizar coberturas de estas exposiciones sin correr el riesgo de que la cobertura haya sido por un monto superior o menor al necesario o por un plazo superior o menor al de la fecha de madurez del préstamo. Estamos seguros de que la cobertura calzará con la transacción subyacente. En resumen, es cuestión de la certidumbre acerca de los flujos de fondos para los cuales estamos cubriendo el riesgo de cambio. Para los flujos financieros, si no realizásemos la cobertura significaría una posición especulativa porque no sabemos qué sucederá con el tipo de cambio *spot* desde el inicio hasta la finalización de la operación. Al tomar la

cobertura, eliminamos esta incertidumbre y sabemos desde el comienzo qué monto deberemos repagar al banco en moneda local.

Para el caso de flujos operacionales, el problema radica en la incertidumbre acerca de las fechas de pagos y los montos, debido a que la industria automotriz es muy fluctuante y no podemos predecir con seguridad qué sucederá en los próximos meses o años. Por esto, en el caso de realizar coberturas de estos flujos, podrían resultar en posiciones especulativas si los plazos y montos de las coberturas no igualan los flujos que finalmente se verifiquen en la realidad.

P: ¿Qué tipos de instrumentos financieros utiliza el Grupo para mitigar el riesgo de cambio a nivel global?

R: Depende de la naturaleza de la operación que vamos a cubrir y de la convertibilidad de la moneda en la cual se encuentra nominada la operación. En el caso de Argentina, cuya moneda es no convertible o transferible, utilizamos *non-deliverable forwards* (NDF). Para otros países, como Brasil, utilizamos *cross-currency swaps*. En relación con los flujos operacionales, usamos NDF o en casos excepcionales podemos usar opciones, como en el caso de Reino Unido.

P: ¿Realiza algún tipo de medición de la exposición consolidada al riesgo de cambio?

R: Tenemos un reporte financiero cada mes en el cual monitoreamos todas las operaciones financieras para las cuales tenemos la derogación para no realizar la cobertura del riesgo de cambio. Es el caso de Argentina para las operaciones *dollar-linked*, en las cuales el país tiene una derogación para quedar expuesto a la variación del tipo de cambio del dólar. Para el caso de los flujos operacionales, tenemos una visión consolidada de este tipo de flujos, y al final podemos ver cuál es la posición consolidada del Grupo en moneda extranjera. Esto es algo que seguimos de manera mensual. Esta información es también publicada en los estados contables del Grupo.

P: ¿Cuenta con procedimientos formales standard que indiquen cuándo y cómo deben tomarse medidas de cobertura de riesgo de cambio?

R: Tenemos publicada en la intranet del Grupo un capítulo específico en la parte financiera para la Tesorería, y hay un documento con los lineamientos sobre la manera de gestionar la tesorería. Este documento se refiere al riesgo de tipo de cambio y a su cobertura en flujos financieros.

P: ¿Conoce usted la historia reciente de la economía y política argentina?

R: Sí, claro que estoy muy informado de todo. Cada semana tengo reuniones con Hugo Arballo, tesorero en Argentina, en las cuales me da una actualización acerca de la situación en Argentina, tanto macroeconómica como política. También tenemos acceso a muchos documentos publicados por los bancos y también de Renault Finance, el banco del Grupo Renault. Así que estamos muy al tanto de lo que sucede en materia política y económica, y también de las restricciones para el acceso al mercado de cambios.

P: ¿La volatilidad de la economía argentina es comparable con alguna otra que usted conozca?

R: En Argentina podemos predecir qué sucederá en los próximos meses, en el sentido que podemos saber qué en el futuro cercano continuará la devaluación del peso. No esperamos una apreciación del peso dentro del próximo mes, por ejemplo. A diferencia, en Brasil el tipo de cambio es más volátil, no sabemos qué pasará con el Real brasilero en las próximas semanas. Argentina no diría que es volátil, pero sí diría que es una economía muy administrada. La dificultad resulta en las próximas restricciones que podrían ser implementadas y que podrían prohibirle a Renault Argentina realizar pagos internacionales y en la poca visibilidad sobre las futuras decisiones del gobierno. En la época del Presidente Macri era otra situación, con una economía más abierta, no existía la brecha cambiaria pero sí había mayor volatilidad en los movimientos del tipo de cambio. Ahora, con la economía administrada por el Gobierno, vemos una brecha muy amplia entre el dólar contado con liquidación (CCL) y el tipo de cambio oficial. Esto significa que el tipo de cambio oficial está sobrevaluado.

P: ¿Realiza algún seguimiento especial de la Tesorería en Argentina?

R: Sí, hacemos un seguimiento semanal con Hugo Arballo.

P: ¿Las operaciones de cobertura autorizadas en Renault Argentina son utilizadas por otras subsidiarias del Grupo? ¿O son autorizadas solo por excepción para Argentina?

R: Los casos de Reino Unido y Turquía son diferentes. En el caso de Argentina, autorizamos las coberturas operacionales porque podemos ver claramente que el tipo de cambio oficial está sobrevaluado y podemos esperar una aceleración de la devaluación en el futuro, aunque no sabemos cuándo. Por ejemplo, luego de las elecciones de finales de 2021 podría resultar en una devaluación abrupta del peso. Como el tipo de cambio oficial no refleja la realidad, tenemos un caso de negocio en el cual tomamos coberturas porque queremos comprar un seguro contra una gran pérdida causada por una devaluación importante. Sabemos que este escenario es posible porque el tipo de cambio oficial no refleja la realidad. En relación con Reino Unido, hay una gran porción de las ventas que se realizan a empresas rentadoras de autos. Los precios son negociados hoy por ventas que se concretarán el año siguiente. La cobertura se utiliza para asegurar el margen de las ventas, porque necesitamos fijar hoy el tipo de cambio entre el Euro y la Libra Esterlina.

El caso de Turquía, tenemos una fábrica dedicada a la exportación. La fábrica importa piezas desde Europa, ensambla las piezas y los autos producidos se exportan de vuelta a Europa. En Turquía la contabilidad se realiza en euros, y no en la moneda local. La fábrica compra también piezas a proveedores locales en moneda local para los cuales toma coberturas.

P: ¿Cree usted que se podrían tomar otras decisiones que permitan mitigar aún más el riesgo de cambio en la compañía? ¿Cuáles serían?

R: Deberían tomarse más decisiones sobre la integración local de piezas para la fabricación de vehículos. Es decir, el reemplazo de piezas importadas por piezas fabricadas en el país. Muchas veces Renault se encuentra en países con moneda local débil, entonces realiza sus ventas en dicha moneda mientras las compras de piezas se encuentran nominadas en dólares o euros. Entonces, si la empresa depende de importaciones para poder realizar ventas locales siempre estará expuesta al riesgo de cambio. Otra opción es la de incrementar exportaciones para mitigar el riesgo de cambio de manera natural.

9.2. Nota publicada por ECOLATINA¹⁵

ECOLATINA (2021, mayo). La bimonetaria economía argentina: consecuencia de un peso demasiado liviano.

El dinero tiene tres funciones: medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor. El peso argentino cumple enteramente la primera función, a medias la segunda y para nada la tercera. Por el contrario, en nuestra economía, a pesar de que el dólar no sirve como medio de cambio en la gran mayoría de los mercados, sí es la moneda de ahorro de muchas familias y empresas, a la par que es una buena y rápida manera de sortear los problemas y distorsiones cotidianos que trae la inflación.

En este marco, podemos afirmar que nuestro país tiene una economía bimonetaria: los argentinos ganamos y gastamos en pesos, pero ahorramos y pensamos en dólares. En respuesta, se suma un componente a la demanda usual de divisas que tienen los demás países -cancelar importaciones, pago de deudas y remisión de utilidades y dividendos-. Este factor extra provoca que nuestra economía necesite más dólares para funcionar que las demás, agravando la escasez crónica de divisas que solemos enfrentar. Por lo tanto, la economía bimonetaria es una de las causas de la inestabilidad y desvalorización constante del peso.

Sin embargo, esta bimonetariedad no aparece ex nihilo: surge de la inestabilidad y desvalorización constante del peso, de que los argentinos no elijamos - lógicamente- a nuestra moneda como reserva de valor ni la usemos como unidad de cuenta. La economía bimonetaria es, por ende, causa y consecuencia de nuestras crisis recurrentes. Dado que esta característica es propia del sistema local, y que salvo contadas excepciones no suele repetirse en otros países, tiene sentido preguntarnos por qué la sufrimos, para desde ahí pensar en cómo podríamos cambiarla y qué beneficios nos traería superarla.

¹⁵ ECOLATINA es una consultora en economía y empresas con sede en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

En los últimos largos años, ahorrar en pesos no fue una buena decisión, en tanto la tasa de interés de plazos fijos estuvo sistemáticamente por debajo de la inflación y, no menor, de la devaluación en el mediano plazo. En números, en los 220 meses que van desde enero de 2003 a abril de 2021, tan sólo en 20 la tasa de interés en pesos le ganó a la inflación mensual y a la tasa de devaluación mensual. Por el contrario, en 200 perdió contra una de estas variables al menos. En consecuencia, el peso no fue un buen activo financiero, es decir, buena reserva de valor, y de ahí la bimonetarización de la economía, que ya existía de antes, pero se reforzó en la última década.

Revertir esta dinámica es el primer paso para abandonar este esquema perverso: el dólar no saldrá de nuestras cabezas por decreto o a la fuerza, sino, de mínima, cuando el peso sea reserva de valor. En este marco, sobresale que en la actualidad la tasa de interés de plazos fijos minoristas se ubica apenas por encima del 2,6% mensual, un nivel muy inferior a una inflación que promedió el 4% en el último semestre. Por lo tanto, no estamos siquiera en vías de desandar el largo camino recorrido.

Los plazos fijos UVA, que ajustan por la inflación pasada, podrían solucionar parte de este problema. En este sentido, sobresale que crecieron 80% en términos reales durante el último año, mientras que los plazos fijos tradicionales avanzaron solo 7%. Sin embargo, aun con esta marcha dispar, los plazos fijos ajustables por inflación representan solo un 3,5% del total del stock de depósitos a plazo. En consecuencia, su impacto sigue siendo muy acotado y no está cambiando la dinámica de los ahorros.

Por el lado cambiario, si bien desde febrero el dólar oficial se viene depreciando lentamente, a un promedio del 2% mensual, de modo que el ahorro en pesos fue una mejor opción -el contraste es aún mayor con el dólar paralelo, que se encuentra un 6,6% por debajo del cierre de 2020-, esta relación no se sostiene al mirar un plazo algo más extendido. Por caso, durante el año pasado, la tasa de interés en pesos promedió 2,3% efectivo mensual, mientras que el dólar blue avanzó 6,9% en la media mensual. Peor aún, esta dinámica se refuerza al retrotraernos al 2018 y 2019: alguien que tenía 100 pesos al comienzo de 2018,

habría terminado con 188 pesos en 2019 si los hubiera puesto en un plazo fijo, 227 si los hubiera ajustado por inflación y 407 si hubiera comprado dólares. En consecuencia, se observa cómo en los últimos años esta dinámica se viene fortaleciendo en lugar de atenuarse.

Entre las consecuencias de la bimonetariedad de nuestra economía están las devaluaciones recurrentes, y también el actual cepo. La demanda de dólares para ahorro se suma a la de importaciones, pagos de deuda y giros de utilidades, provocando que la oferta de divisas no alcance, y traiga como resultado correcciones vía precio del tipo de cambio. A la vez, la falta de profundidad del sistema financiero en moneda local limita la expansión del financiamiento al sector privado -en este caso, a mayor oferta, menor costo, es decir, menor tasa de interés activa-, dejando a nuestro país muy por debajo del promedio de la región.

A modo de ejemplo, en el promedio de la última década, sobresale que el crédito bancario representó el 42% del PBI en Colombia, el 61% en Brasil y más del 75% en Chile. En cambio, en nuestro país este número estuvo por debajo del 15% del PBI, según los datos del Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés). Para peor, a la par que este ratio más que se duplicó en los últimos veinticinco años en Brasil y Chile, en nuestro país se redujo en 5 p.p. en igual período. Este menor stock de ahorros en pesos reduce el monto prestable en nuestro país. En consecuencia, invertir en la Argentina suele ser más caro - además de inestable e incierto- que en otros países de la región.

La existencia y persistencia de colocaciones masivas en pesos que le ganen a la inflación y a la devaluación es condición necesaria para desandar el camino de la bimonetariedad. Sin embargo, no es suficiente: por caso, durante la década del 90, los precios casi no aumentaban y el tipo de cambio estaba fijo, pero la dolarización de la economía solo se redujo marginalmente, en el mejor de los casos. Por lo tanto, no alcanza solo con un cambio económico que se sostenga en el tiempo: también habrá que dar otras certezas. Por ahora, estamos en la dirección contraria, pero a tiempo para cansarnos de correr. El futuro podría no repetir el pasado.