

EL RIESGO CAMBIARIO EN LAS MICROFINANZAS: QUÉ ES Y CÓMO PUEDE GESTIONARSE

Introducción

Muchas instituciones microfinancieras (IMF) no administran adecuadamente su riesgo cambiario. El riesgo cambiario consta de por lo menos tres componentes: (1) el riesgo de devaluación o depreciación, (2) el riesgo de convertibilidad y (3) el riesgo de transferencia.

El riesgo de devaluación o depreciación normalmente surge en el ámbito de las microfinanzas cuando una IMF contrae una deuda en moneda extranjera, por lo general en dólares de los Estados Unidos (USD) o en euros, y posteriormente presta esos fondos en moneda nacional (MN). Así, la IMF posee un pasivo en moneda dura y un activo en moneda nacional (en cuyo caso se dice que el balance de la IMF contiene un “disparidad monetaria”). Las fluctuaciones en los valores relativos de estas dos monedas pueden afectar negativamente la viabilidad financiera de la organización.

El riesgo de convertibilidad es otro posible componente del riesgo cambiario. A los fines de este trabajo, lo definiremos como el riesgo de que el gobierno nacional no venda moneda extranjera a prestatarios u otras personas que posean obligaciones denominadas en moneda dura. El riesgo de transferencia consiste en el riesgo de que el gobierno nacional no permita la salida de moneda extranjera del país, independientemente de su fuente.

Como las IMF desarrollan operaciones en países en desarrollo, donde el riesgo de depreciación monetaria es mayor, resultan especialmente vulnerables al riesgo cambiario. Además, como podrá apreciar cualquiera con experiencia en las reestructuraciones de la deuda soberana de los años ochenta y noventa, los riesgos de convertibilidad y de transferencia —aunque menos comunes que el de devaluación o depreciación— también sobrevienen periódicamente en los países en desarrollo. No obstante, una encuesta reciente a IMF realizada por el Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre (CGAP)¹ indica que el 50% de las IMF no se protegen del riesgo cambiario. Las que no se protegen —o sólo lo hacen de manera parcial— tienen varios motivos para no hacerlo. No siempre es necesario cubrir el 100% del riesgo cambiario. Sin embargo, la respuesta a la encuesta muestra una falta general de cono-

1. Encuesta del CGAP y MIX sobre necesidades de financiamiento (véase Ivatury, G. y J. Abrams, *The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges*, presentado en el *Financial Sector Development Symposium* del KfW).



Los autores de este número de Enfoques son Scott Featherston, consultor, Elizabeth Littlefield, directora ejecutiva del CGAP, y Patricia Mwangi, especialista en microfinanzas del CGAP.

El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre (CGAP) es un consorcio de 31 organismos de desarrollo que apoyan las microfinanzas. Para obtener más información sobre el CGAP, visite su sitio web: www.cgap.org

1818 H Street, NW
Washington, DC 20433

Tel.: 202.473.9594
Fax: 202.522.3744

Correo electrónico:
cgap@worldbank.org

Sitio web:
www.cgap.org

© 2004, El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre

cimiento sobre el riesgo cambiario y el grado en que las IMF están expuestas a él.

El principal objetivo de este número de Enfoques es crear conciencia en el sector de las microfinanzas respecto de los problemas relativos al riesgo cambiario. En primer lugar, se explica qué es el riesgo cambiario. En segundo lugar, se examinan las técnicas que emplean las IMF y los inversionistas para gestionarlo. Por último, se formulan recomendaciones acerca de cómo gestionar o evitar el riesgo cambiario.

¿Qué es el riesgo cambiario en las microfinanzas?

En la mayoría de los casos, el riesgo cambiario se origina cuando las fluctuaciones en los valores relativos de las monedas afectan la posición competitiva o la viabilidad financiera de una organización². En el caso de las IMF, este riesgo de devaluación o depreciación normalmente surge cuando la institución toma un préstamo en moneda extranjera y presta esos fondos en moneda nacional.

El financiamiento en moneda extranjera ofrece muchas ventajas posibles para las IMF: les permite obtener capital que podría no estar disponible a nivel local; puede contribuir a movilizar fondos nacionales; sus condiciones pueden ser favorables y flexibles; los prestamistas extranjeros pueden llegar a adquirir participaciones en el capital social en el futuro, y suele resultar más accesible que el financiamiento con fondos locales disponibles.

Si los pasivos denominados en moneda extranjera (por ejemplo, préstamos denominados en dólares o euros) tienen como contraparte activos denominados en la misma moneda (por ejemplo, inversiones denominadas en dólares o euros), una fluctuación en el tipo de cambio no habrá de afectar negativamente a la IMF. Empero, si los pasivos en moneda extranjera no tienen como contraparte activos en moneda extranjera, se produce una

“disparidad monetaria”. La IMF puede entonces sufrir pérdidas importantes cuando el valor de la moneda nacional se deprecia (o pierde valor) en relación con la moneda extranjera, con lo cual el valor relativo de los activos de la IMF se reduce con respecto a los pasivos³. Ello aumenta la cantidad de moneda nacional necesaria para cubrir el pago de la deuda en moneda extranjera.

Por ejemplo, supongamos que una IMF toma un préstamo de USD 500.000. El préstamo es a tres años, reembolsable de una sola vez a su vencimiento y con intereses pagaderos cada 6 meses⁴ a una tasa fija del 10% anual. En el momento de la obtención del préstamo, el tipo de cambio es de USD 1 por MN 10. Al comienzo del préstamo, la deuda de la IMF equivale a 5 millones de MN.

Si la MN se desvaloriza a una tasa constante del 5% cada 6 meses, en el momento en que venza el préstamo se necesitarán MN 6.700.000 para devolver el principal de USD. Si se tiene en cuenta esto⁵, la tasa fija original del 10% anual del préstamo habrá aumentado de hecho a 21%⁶. Por sí sola, la depreciación incrementa en 11% la tasa de interés, lo que supone un aumento mayor al 100% con respecto a la tasa de interés nominal fijada originalmente.

Si el valor de la moneda del país en desarrollo cayera a MN 30 por USD 1 durante el primer año del préstamo, el resultado sería aun peor. La IMF necesitaría MN 15 millones para reembolsar el principal de USD al vencimiento del préstamo, lo que representa en términos de la moneda nacional un aumento de 300%. La tasa de interés efectiva sería de 59% o sea un 400% superior a la tasa original fija de 10% anual⁷.

3. Véase el Apéndice A, donde se explica por qué cambian los valores relativos de las monedas.

4. Es decir que se pagan intereses durante toda la vigencia del préstamo, pero el capital no se devuelve hasta el vencimiento.

5. Esta tasa de interés efectiva se calcula determinando la tasa interna de retorno, es decir, la tasa de descuento que otorgaría a los flujos de fondos un valor presente neto de cero.

6. Véase la Hipótesis 1 del Apéndice B.

7. Véase la Hipótesis 2 del Apéndice B.

2. Véase la obra de Eun, C. y B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin, pág. 26.

Aquí no termina la cuestión del riesgo cambiario. Las IMF también pueden verse afectadas por los riesgos de convertibilidad y de transferencia en la misma medida que cualquier otra institución que haya contraído una obligación en el exterior denominada en moneda dura. Tanto en el caso del riesgo de convertibilidad como en el del riesgo de transferencia, la IMF tiene la capacidad de efectuar sus pagos en moneda dura, pero no puede hacerlo debido a restricciones o prohibiciones impuestas por el gobierno nacional a la venta de moneda extranjera o a la transferencia de moneda dura al exterior.

¿Qué hacen las IMF y los inversionistas con respecto al riesgo cambiario?⁸

Una organización expuesta al riesgo cambiario tiene tres opciones. Primero, puede optar por no hacer nada y aceptar las consecuencias de las variaciones en los valores de las monedas o la posibilidad de que el gobierno imponga restricciones a la disponibilidad o a la transferencia de moneda extranjera. (No se recomienda adoptar la política de “no hacer nada”, al menos en los casos de riesgos considerables.) Segundo, puede “protegerse” contra los riesgos. Por ejemplo, puede adquirir un instrumento financiero que la proteja de las consecuencias de las variaciones adversas en los tipos de cambio. Por último, tras un cuidadoso examen de los riesgos, puede adoptar una postura mediante la cual los riesgos se cubran parcialmente. La encuesta del CGAP⁹ indica que sólo el 25% de las IMF con empréstitos denominados en moneda extranjera están cubiertas contra el riesgo de depreciación o devaluación, y otro 25% se

8. Esta sección está basada en varios trabajos publicados recientemente, incluidos los siguientes: Holden, P. y S. Holden, 2004, *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*; Crabb, P., 2003, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions, 2003* y Women's World Banking, 2004, *Gestión del Riesgo Cambiario en Microfinanzas*.

9. De las 216 IMF que respondieron la encuesta del CGAP, 105, o alrededor de la mitad, declararon tener préstamos en moneda dura.

¿Por qué las IMF no se protegen del riesgo cambiario?

La cobertura es demasiado costosa	20%
La moneda nacional parece estable	20%
La IMF puede absorber el riesgo	20%
Otros motivos*	40%

*Otros motivos incluyen:

“Nunca nos detuvimos a pensarlo”.

“No es fácil de obtener [el instrumento de cobertura]”.

“[La cobertura] no es pertinente porque es demasiado costosa”.

“El riesgo se traslada a las tasas de interés que cobramos [a los clientes]”.

cubre sólo en forma parcial. Un porcentaje aún menor toma medidas para limitar o minimizar el riesgo de convertibilidad y el de transferencia.

La cobertura no está exenta de costos y ha demostrado ser todo un desafío. Como los mercados financieros de los países en que la mayoría de las IMF operan son subdesarrollados, los costos de la cobertura, sumados a las pequeñas operaciones cambiarias que normalmente efectúan las IMF, pueden resultar cuantiosos y parecer prohibitivos. En algunos países tal vez no se disponga de instrumentos de cobertura. Asimismo, la vigencia del préstamo en moneda dura suele ser mayor que la de los instrumentos de cobertura disponibles. No obstante, algunas IMF e inversionistas del sector de las microfinanzas están gestionando la protección o la cobertura de algún modo de sus riesgos cambiarios. A continuación se examinan brevemente los métodos más usados.

Instrumentos de cobertura convencionales

Existen varios instrumentos convencionales con los cuales cubrir el riesgo cambiario:

- **Contratos a término y futuros:** Acuerdos celebrados para cambiar o vender moneda extranjera en el futuro a un precio definido. (Véase el Ejemplo 1)

Ejemplo 1. Instrumentos convencionales de cobertura

Thaneakea Phum Cambodia (TPC) es una IMF con sede en Camboya que suele otorgar préstamos en baht tailandeses (THB) a clientes que residen cerca de la frontera entre Camboya y Tailandia. A comienzos de 2003, TPC tomó prestados 655.100 euros a corto plazo (tres meses) y los prestó en THB. Para protegerse de las variaciones adversas del tipo de cambio euro-THB, TPC adquirió un contrato a término. Este contrato la obligaba a vender THB y comprar euros en el futuro en una cantidad tal que le permitiera pagar su préstamo de 655.100 euros más los intereses. Con la adquisición de ese contrato, TPC pudo mitigar su riesgo de variaciones adversas del tipo de cambio euro-THB.

(Fuente: Société Générale)

- **Operaciones de *swap*:** Acuerdos de intercambio (o venta) en forma simultánea de una cantidad de moneda extranjera en un momento determinado y de reventa (o recompra) de esa moneda en el futuro.
- **Opciones:** Instrumentos que ofrecen la opción pero no así la obligación de comprar (“opción de compra”) o vender (“opción de venta”) moneda extranjera en el futuro cuando el valor de dicha moneda alcance un precio de ejercicio previamente acordado.
- El costo del uso de estos instrumentos puede resultar prohibitivo por la pequeña escala de las operaciones cambiarias que normalmente efectúan las IMF. Además, el plazo de los préstamos extranjeros suele ser mayor que el de los instrumentos de cobertura disponibles en los mercados financieros locales poco activos.
- Habida cuenta de su capacidad crediticia, a las IMF puede resultarles difícil adquirir estos instrumentos derivados.

Ventajas

- Los instrumentos de cobertura convencionales eliminan el riesgo de la IMF de pérdidas de capital derivadas de la depreciación de la moneda nacional.
- La utilización de estos instrumentos permite acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local o en condiciones más favorables y flexibles que las disponibles en el país.
- El uso de estos instrumentos permite eliminar los riesgos de convertibilidad o de transferencia mediante operaciones de *swap*.

Desventajas

- Muchos de los mercados financieros en los países en que la mayoría de las IMF llevan a cabo sus operaciones no cuentan con estos instrumentos; sin embargo, hay constancias de que en algunos países en desarrollo¹⁰ están comenzando a utilizarse.

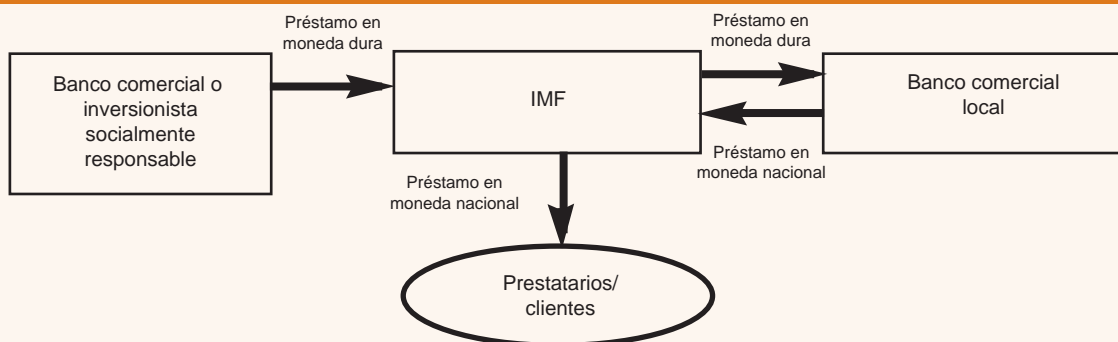
10. Existen mercados de estos derivados financieros en Corea, India, Indonesia, Filipinas, Tailandia, Checoslovaquia, Hungría, Polonia, Eslovaquia, México, Sudáfrica, Brasil y algunos otros países, en diferentes grados. (*Ibid.*, pág. 15).

Préstamos con garantía de otro préstamo (*back-to-back*)

Actualmente los préstamos con garantía de otro préstamo constituyen el método más comúnmente utilizado en el sector de las microfinanzas como cobertura contra el riesgo de devaluación o depreciaci n¹¹. Sin embargo, este mecanismo puede exponer a la IMF al riesgo crediticio del banco local en la medida en que se efectúa un depósito en moneda extranjera en ese banco a fin de alentarle a otorgar un préstamo denominado en moneda nacional a la IMF. Asimismo, la mayoría de los préstamos con garantía de otro préstamo están estructurados de tal manera que no contribuyen en absoluto a proteger a la IMF de los riesgos de convertibilidad y de transferencia.

Esa operación suele consistir en la toma de un préstamo en moneda extranjera por parte de la IMF y el depósito de estos fondos en un banco local. Usando este depósito como garantía en efectivo o cuasigarant a, al otorgar al banco local

11. Holden y Holden, pág. 8.

Diagrama 1. Préstamos con garantía de otro préstamo

el derecho contractual a una compensación por el depósito, la IMF toma un préstamo denominado en moneda nacional que utiliza para financiar su cartera de préstamos. Normalmente, el préstamo en moneda nacional no está apalancado; es decir, el depósito en moneda extranjera constituye una garantía total para el banco local. Una vez que la IMF reembolsa el préstamo local, el banco libera el depósito en moneda extranjera, que entonces se utiliza para pagar el préstamo denominado en moneda extranjera otorgado por el prestamista original. (Véanse el Diagrama 1 y el Ejemplo 2.)

Ventajas

- No están expuestos a pérdidas de capital si se deprecia la moneda nacional.
- Permiten acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local y pueden movilizar fondos locales.
- Permiten acceder a capital posiblemente en condiciones más favorables y flexibles que las disponibles en el país.

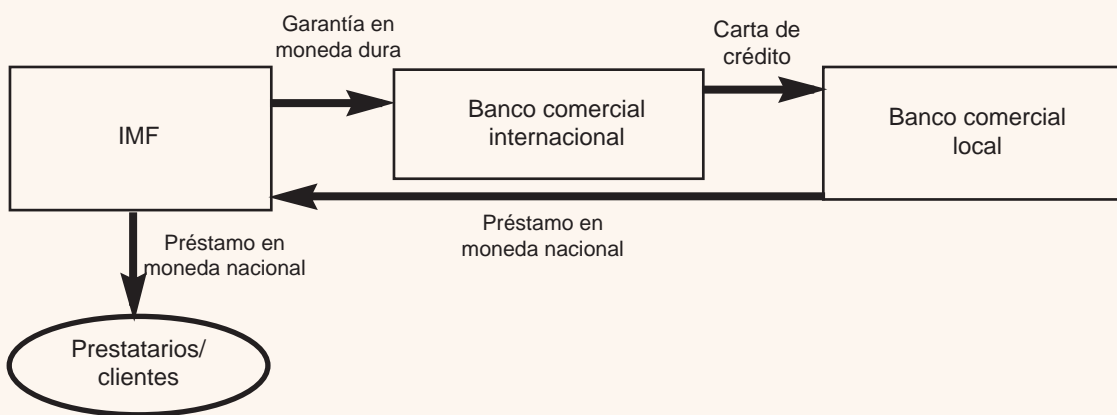
Desventajas

- Están expuestos a aumentos en los costos del servicio de la deuda si se deprecia la moneda nacional.
- Se deben pagar intereses sobre el préstamo local y la diferencia entre el interés cobrado por el prestamista en moneda dura y el interés devengado por el depósito en moneda dura.
- Están expuestos a riesgos de convertibilidad y de transferencia que podrían limitar el acceso a moneda extranjera o prohibir su transferencia al exterior, lo que haría imposible para una IMF, que de otro modo tendría capacidad crediticia, reembolsar el préstamo en moneda dura. Ello torna improbable que un inversionista otorgue préstamos.
- Están expuestos al riesgo crediticio del depósito en moneda dura en caso de quiebra del banco local.

Ejemplo 2. Préstamos con garantía de otro préstamo

Las afiliadas colombiana y dominicana de Women's World Banking (WWB) depositan sus préstamos en USD en un banco comercial que, a su vez, les otorga un préstamo en moneda nacional. El depósito en USD se toma como garantía del préstamo en moneda nacional. En algunos países, un mismo banco puede recibir y también otorgar el depósito y los préstamos mencionados, mientras que en otros —por ejemplo en Colombia— es necesario que la afiliada de un banco extranjero tome el depósito en USD y un banco local otorgue el préstamo en moneda nacional. WWB analiza cuidadosamente la solidez financiera de la institución que acepta el depósito. También examina la existencia y el nivel de los seguros de depósito para protegerse contra el riesgo de que sus afiliadas pierdan los depósitos en caso de quiebra de la institución donde se mantienen.

(Fuente: WWB, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, 2004)

Diagrama 2. Cartas de crédito

Cartas de crédito

El método de las cartas de crédito es similar en muchos aspectos al de los préstamos con garantía de otro préstamo, y es utilizado por algunas de las IMF más grandes. Con la carta de crédito, la IMF otorga una garantía en moneda dura, normalmente en forma de depósito en efectivo, a un banco comercial internacional que después otorga una carta de crédito a un banco local. A veces el banco local está directamente afiliado al internacional (por ser una sucursal o empresa hermana) o bien el banco local puede tener una relación de corresponsal con el internacional. En ocasiones no existe relación alguna entre los dos bancos. El banco local, usando la carta de crédito como garantía, otorga un préstamo en moneda nacional a la IMF. (Véanse el Diagrama 2 y el Ejemplo 3.)

Ventajas

- No están expuestas a pérdidas de capital si se deprecia la moneda nacional (brindan protec-

ción contra el riesgo de devaluación o depreciación).

- Pueden apalancar el depósito en efectivo y la carta de crédito para posibilitar el otorgamiento de un préstamo local mayor.
- Permiten acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local y pueden movilizar fondos locales.
- No están expuestas al riesgo crediticio del banco local porque no se efectúa en éste un depósito en moneda dura.
- No están sujetas al riesgo de convertibilidad ni de transferencia debido a que la moneda dura no se transfiere al exterior.

Desventajas

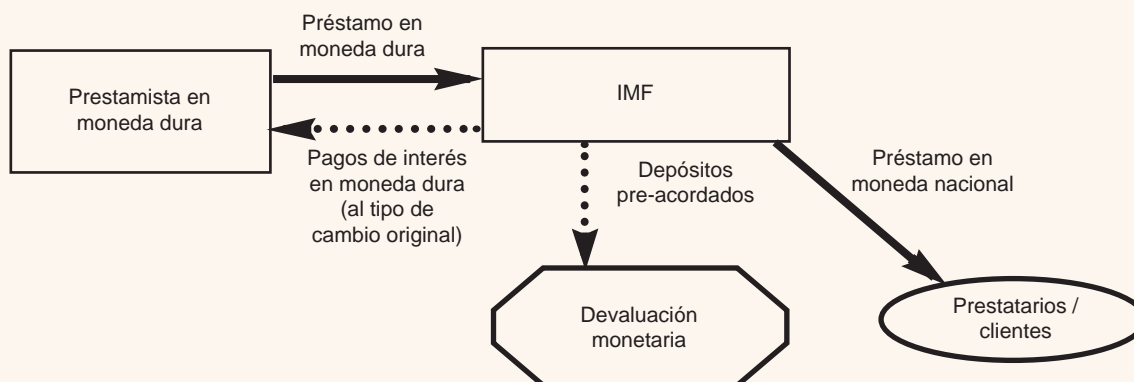
- Están expuestas al aumento del costo del servicio de la deuda si la MN se deprecia.
- Son más difíciles de obtener que los préstamos con garantía de otro préstamo.
- Algunos bancos locales no están dispuestos a aceptar una carta de crédito en reemplazo de

Ejemplo 3. Cartas de crédito

Al Amana (AA), una IMF de Marruecos, recientemente solicitó ayuda de USAID para acrecentar su cartera de préstamos locales. El préstamo le fue otorgado en USD. AA depositó esos fondos en una sucursal del Société Générale (SG) en los Estados Unidos. Con este depósito como garantía, SG emitió una carta de crédito en euros a favor del Société Générale Marocaine de Banque (SGMB) de Marruecos. Contra esta carta de crédito, SGMB extendió un préstamo a AA denominado en moneda nacional, el dirham. De ese modo se mitigó el riesgo de AA ante las fluctuaciones adversas en el tipo de cambio del dirham frente al dólar.

(Fuente: Société Générale)

Diagrama 3. Préstamos en moneda nacional por pagar en moneda dura con una cuenta de devaluación monetaria



otras formas de garantía. Es posible que exijan un refuerzo crediticio “adicional” en la forma de garantías en efectivo, endoso de la cartera de préstamos etc. Además, los gastos asociados a las cartas de crédito agregan un costo extra a la operación.

Préstamos en moneda nacional por pagar en moneda dura con una cuenta de devaluación monetaria

Mediante este mecanismo¹², un prestamista otorga a una IMF un préstamo en moneda dura que debe reembolsarse también en moneda dura, al tipo de cambio vigente en el momento de otorgarse el préstamo. La IMF convierte el préstamo a la moneda nacional para constituir su cartera de

préstamos. A lo largo de la vigencia del préstamo, además de los pagos periódicos de intereses, la IMF también deposita montos previamente acordados¹³ de moneda dura en una “cuenta de devaluación monetaria”. (Véanse el Diagrama 3 y el Ejemplo 4.)

Al vencimiento del préstamo, el capital se reembolsa de acuerdo con los tipos de cambio originales, y si la moneda nacional se hubiera depreciado la diferencia se compensa mediante la cuenta de devaluación monetaria. Si en esta cuenta hay más de lo necesario, el saldo se devuelve a la IMF. Si hay menos, el prestamista sufre esa pérdida. Así, bajo este mecanismo, el riesgo cambiario se comparte entre la IMF y el prestamista. Este sistema se puede adaptar al nivel de riesgo que la IMF y el prestamista estén dispuestos a afrontar.

12. Véase un análisis más detenido de estos mecanismos en WWB, Gestión del Riesgo Cambiario en Microfinanzas, pág. 6.

13. El volumen de estos depósitos se determina mediante una evaluación histórica de la depreciación de la moneda nacional respecto de la moneda dura.

Ejemplo 4. Préstamos en moneda nacional por pagar en moneda dura con una cuenta de devaluación monetaria

La Fundación Ford (FF) desembolsó un préstamo en USD destinado a Kenya Women Finance Trust (KWFT), el cual se convirtió a moneda nacional. El principal que KWFT debía al vencimiento se fijó en la cantidad de moneda nacional desembolsada. Para protegerse de la depreciación del chelín keniano, FF estableció una cuenta de devaluación monetaria, inicialmente financiada mediante una donación de FF. KWFT debe depositar en la cuenta montos predeterminados de USD (tomando como base la depreciación promedio del chelín keniano con respecto al USD en los últimos 10 años). Al vencimiento, KWFT paga el principal fijado en moneda nacional convertida a USD al tipo de cambio vigente, más los fondos que haya en la cuenta de devaluación. Si los fondos de la cuenta no alcanzan para cubrir el principal en USD, FF soporta esa pérdida. Si los fondos son más que suficientes, el excedente se devuelve a KWFT.

(Fuente: WWB, Gestión del Riesgo Cambiario en Microfinanzas, 2004)

Ventajas

- El riesgo de depreciación de la moneda nacional se comparte entre la IMF y el prestamista, y el riesgo de la IMF tiene un tope máximo.
- Permiten acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local y pueden movilizar fondos locales.
- Sus condiciones pueden ser más favorables y flexibles que las disponibles en el país.

Desventajas

- Además de los pagos periódicos de intereses, deben hacerse depósitos en moneda dura en la “cuenta de devaluación monetaria”.
- Están expuestos a un costo imprevisible en MN para cubrir los pagos de intereses y los depósitos en la cuenta de devaluación monetaria en caso de depreciarse la moneda nacional.
- Según el lugar donde se abra la cuenta de devaluación monetaria, pueden estar expuestos a riesgos de convertibilidad y de transferencia, que se minimizan si la cuenta se abre en el extranjero.

Límites prudenciales autoimpuestos

En vista de algunas de las dificultades y costos relacionados con la implementación de los instrumentos mencionados de cobertura de riesgo cambiario, algunas IMF —ya sea por decisión propia o por recomendación de inversionistas o autoridades regulatorias— están limitando sus pasivos en moneda extranjera¹⁴. Al hacerlo, no se protegen del riesgo de las variaciones adversas en los valores relativos de las monedas, pero limitan dicho riesgo. Los límites impuestos dependen del nivel de riesgo que la IMF pueda o esté dispuesta a

14. Para las IMF sujetas a la regulación prudencial, como las IMF que toman depósitos del público y actúan como intermediarias, las autoridades bancarias pueden no tener tolerancia alguna ante la disparidad monetaria en que están denominados los activos y pasivos de las IMF. O bien pueden existir límites impuestos por las autoridades regulatorias —como prohibiciones en materia de operaciones cambiarias— que tornen imposible para la IMF comprar una cobertura de riesgo cambiario.

afrontar, pero normalmente se están aplicando límites de entre el 20% y el 25% del pasivo total¹⁵. Para decidir cuál es el límite prudencial adecuado, las IMF también deberían tener en cuenta el nivel de patrimonio que poseen y la capacidad de ese patrimonio para hacer frente a los aumentos del pasivo causados por la depreciación de la moneda nacional. Por ejemplo, una IMF podría limitar el riesgo cambiario al 20% de su capital social y, quizás, establecer una reserva (previsión) en su balance para posibles pérdidas cambiarias. Cuanto menor sea el porcentaje que el capital social representa en el total del activo, tanto menor deberá ser el límite de riesgo cambiario como porcentaje de ese capital social.

Ventajas

- Se limita el riesgo de pérdidas de capital y de aumento del costo del servicio de la deuda como consecuencia de la depreciación de la moneda nacional.
- Se evitan los costos de los instrumentos de cobertura o de los préstamos con garantía de otro préstamo.
- Se puede acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local y se pueden movilizar fondos locales.

Desventajas

- El monto del empréstito en moneda dura es limitado, por ello no se reconocen las ventajas de los empréstitos en moneda dura.

Préstamos indexados según la moneda dura

Con este método, las IMF transfieren el riesgo cambiario a sus clientes¹⁶. Las tasas de interés que cobran las IMF están indexadas según el valor de la moneda dura utilizada para el financiamiento.

15. Entrevista con la Corporación Financiera Internacional, agosto de 2004.

16. Véase Crabb, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*, pág. 3.

Cuando se deprecia la moneda nacional, aumentan las tasas de interés, lo que permite a las IMF aumentar el monto de MN adicional necesaria para pagar la deuda en moneda dura. Es decir, la IMF no afronta el riesgo de devaluación o depreciación, sino que es transferido a los clientes prestatarios de la IMF, excepto en los casos poco comunes en que los ingresos de los clientes están denominados en moneda dura o vinculados con una moneda dura¹⁷.

Ventajas

- No están sujetos al riesgo de pérdidas de capital o de aumento del costo del servicio de la deuda como consecuencia de la depreciación de la moneda nacional.
- Permiten acceder a capital que podría no estar disponible a nivel local y pueden movilizar fondos locales.
- Permiten acceder a capital posiblemente en condiciones más favorables y flexibles que las disponibles en el país.

Desventajas

- Los clientes —los que menos pueden comprender el riesgo cambiario— están sujetos al riesgo de pérdidas de capital y de aumento del costo del servicio de la deuda como consecuencia de la depreciación o devaluación de la moneda nacional
- En caso de depreciación de la moneda nacional, hay más probabilidades de incumplimiento por parte de los clientes de las IMF.
- Están expuestos aun a los riesgos de convertibilidad y de transferencia.

Ninguno de estos métodos son perfectos: cada uno tiene sus ventajas y sus desventajas. Los métodos más atractivos y eficientes —los instrumentos

17. En algunos casos, las IMF podrían actuar de manera aún más directa y otorgar a sus clientes préstamos denominados en moneda extranjera. Es más probable que esto ocurra en los países donde los clientes prestatarios de las IMF trabajan en economías “dolarizadas” y generan ingresos en dólares.

convencionales— suelen no estar disponibles o resultar problemáticos debido a la reducida escala de las transacciones y al plazo más largo de los préstamos característicos de las IMF. Las demás técnicas son difíciles de poner en práctica y pueden resultar costosas.

Recomendaciones

La encuesta del CGAP indica que un porcentaje significativo de las IMF que tienen pasivos en moneda dura no comprenden el nivel de riesgo que esos pasivos crean o bien no están administrando ese riesgo con la mayor eficacia posible. El riesgo cambiario puede resultar complejo y difícil de entender, y los instrumentos comúnmente usados para administrarlo no siempre están al alcance de las IMF. Las IMF deben prestar más atención al riesgo cambiario y aprender más acerca de las técnicas que existen para administrarlo, incluso evitar el riesgo valiéndose de fuentes locales de financiamiento en la medida de lo posible. A continuación se analizan recomendaciones generales para los actores del sector de las microfinanzas.

IMF

Al decidir entre opciones de financiamiento, las IMF deberían dar prioridad a las fuentes locales de financiamiento o a las fuentes extranjeras en moneda nacional. La simple comparación entre las tasas de interés internas y extranjeras puede resultar engañosa a la hora de tomar una decisión. Las tasas internas más altas comúnmente obedecen a una mayor inflación interna y deberían considerarse como un fuerte indicio de que la moneda nacional se depreciará respecto a la del país con inflación más baja.

En el caso de que las IMF deban contraer deuda en moneda extranjera, deberían adoptar medidas para limitar el riesgo cambiario. Hay diversos instrumentos al alcance de las IMF para contrarrestar los efectos de las fluctuaciones imprevisibles y potencialmente devastadoras del

tipo de cambio. Es preciso que las IMF analicen y luego adopten métodos apropiados para mitigar este riesgo.

Las IMF deberían capacitarse o asesorarse a fin de poder negociar las mejores condiciones con los prestamistas extranjeros y nacionales, e incluso negociar préstamos en moneda nacional, cuando sea posible. Vale la pena invertir en el uso de asesores jurídicos competentes para cerciorarse de que la documentación y las estructuras resultantes están en orden, en especial en el caso de utilizarse métodos más complejos para minimizar el riesgo cambiario.

Los responsables de las tesorerías de las IMF deben aprender a reconocer y administrar el riesgo cambiario como un aspecto importante en la gestión general de riesgos financieros. Sin embargo, éste no es únicamente un tema de gestión. Los directorios y órganos de gobierno de las IMF también deben centrar la atención en asegurarse de que sus IMF establezcan parámetros y límites de riesgo adecuados y en evaluar el cumplimiento de tales políticas y parámetros.

Inversionistas

Comúnmente, los inversionistas están mejor preparados en términos financieros que las IMF a las cuales les prestan dinero. Por lo tanto, deben asumir una mayor responsabilidad en cuanto a la gestión del riesgo cambiario. Es preciso que consideren la posibilidad de que un préstamo en moneda dura perjudique a la IMF. Deben cerciorarse de que los prestatarios no sólo comprendan el grado de riesgo cambiario que están asumiendo, sino también de que cuenten con planes adecuados para administrarlo.

Otros actores del sector

El sector de las microfinanzas debería estimular el desarrollo de los mercados de capitales locales a fin de aumentar el acceso a financiamiento en moneda nacional.

Los agencias calificadoras del riesgo crediticio deben incluir el riesgo cambiario al evaluar la capacidad crediticia de las IMF. Ello acrecentará la importancia del riesgo cambiario en las microfinanzas y alentará a las IMF y a los inversionistas por igual a informarse sobre el tema.



Apéndice A

¿Por qué cambian los valores relativos de las monedas?

La variación de los valores relativos de las monedas a lo largo del tiempo es un fenómeno complejo. Los economistas han pasado un número incalculable de horas a lo largo de los años tratando de entenderlo y explicarlo. A continuación se presenta una descripción general de los principios clave que explican los fundamentos de la volatilidad de los tipos de cambio.

Variaciones del valor de las monedas y tasas de interés e inflación relativas

Las tasas de interés varían de un país a otro. Las tasas de interés nominales pueden parecer más bajas en Estados Unidos y en Europa que en los mercados internos. El endeudamiento en moneda dura parece entonces más barato porque el costo de esos préstamos —las tasas de interés nominales que exigen— es menor que las tasas exigidas por las deudas denominadas en moneda nacional. De hecho, ésa es una de las razones por las cuales las IMF podrían verse atraídas a contraer deuda en moneda dura. Sin embargo, la simple comparación entre las tasas de interés es sólo una parte de los factores que las IMF deben considerar cuando evalúan el costo del endeudamiento en moneda dura. También deben evaluarse las tasas de inflación y los tipos de cambio.

Cuando la tasa de inflación es alta, los bancos deben pagar tasas altas de interés para atraer ahorros. A su vez, deben cobrar tasas altas de interés por los préstamos para cubrir los intereses que deben pagar a los ahorristas. Por lo tanto, una tasa alta de inflación genera tasas altas de interés locales.

Pero una tasa alta de inflación también provoca depreciación de la moneda. En esencia, la infla-

ción es la depreciación de una moneda respecto de los bienes y servicios que ésta puede comprar. Si otra moneda se deprecia en forma más lenta respecto de los mismos bienes y servicios —es decir, si la tasa de inflación en este otro país es menor— el valor de la primera moneda respecto de la segunda se depreciará. La naturaleza de esta depreciación depende, en gran medida, del tipo de régimen cambiario que exista en el país.

Regímenes cambiarios¹⁸

Básicamente existen tres clases de regímenes cambiarios entre los que pueden optar los gobiernos¹⁹, aunque cada una de estas opciones tiene muchas variantes. El régimen adoptado depende de los objetivos monetarios y económicos del gobierno. Al elegir un régimen, los gobiernos tienen que sopesar tres objetivos: la estabilidad del tipo de cambio, el libre movimiento de flujos de capitales entre países y la autonomía de la política monetaria. Sólo dos de estos tres objetivos pueden lograrse mediante la adopción de una política cambiaria específica. Las opciones básicas de regímenes cambiarios que tiene un gobierno son: un tipo de cambio flotante, una “paridad flexible” con control de capitales y un tipo de cambio fijo o “paridad fija”.

Estos regímenes cambiarios afectan de varias maneras el riesgo de los prestatarios. Si un país tiene un tipo de cambio flotante, el valor de la moneda será volátil día a día, pero cabe prever que con el tiempo se ajuste según la tasa de inflación y las tasas de interés nominal relativas del país. Si la moneda de un país está vinculada mediante un régimen de paridad flexible a una moneda dura, su

18. Esta sección se basa en Obstfeld y Krugman, *International Economics: Theory and Policy*; DeGrauwe, *International Money*; y Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*

19. Véase una lista de países y sus regímenes cambiarios en el Informe Anual 2004 del Fondo Monetario Internacional en www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf.

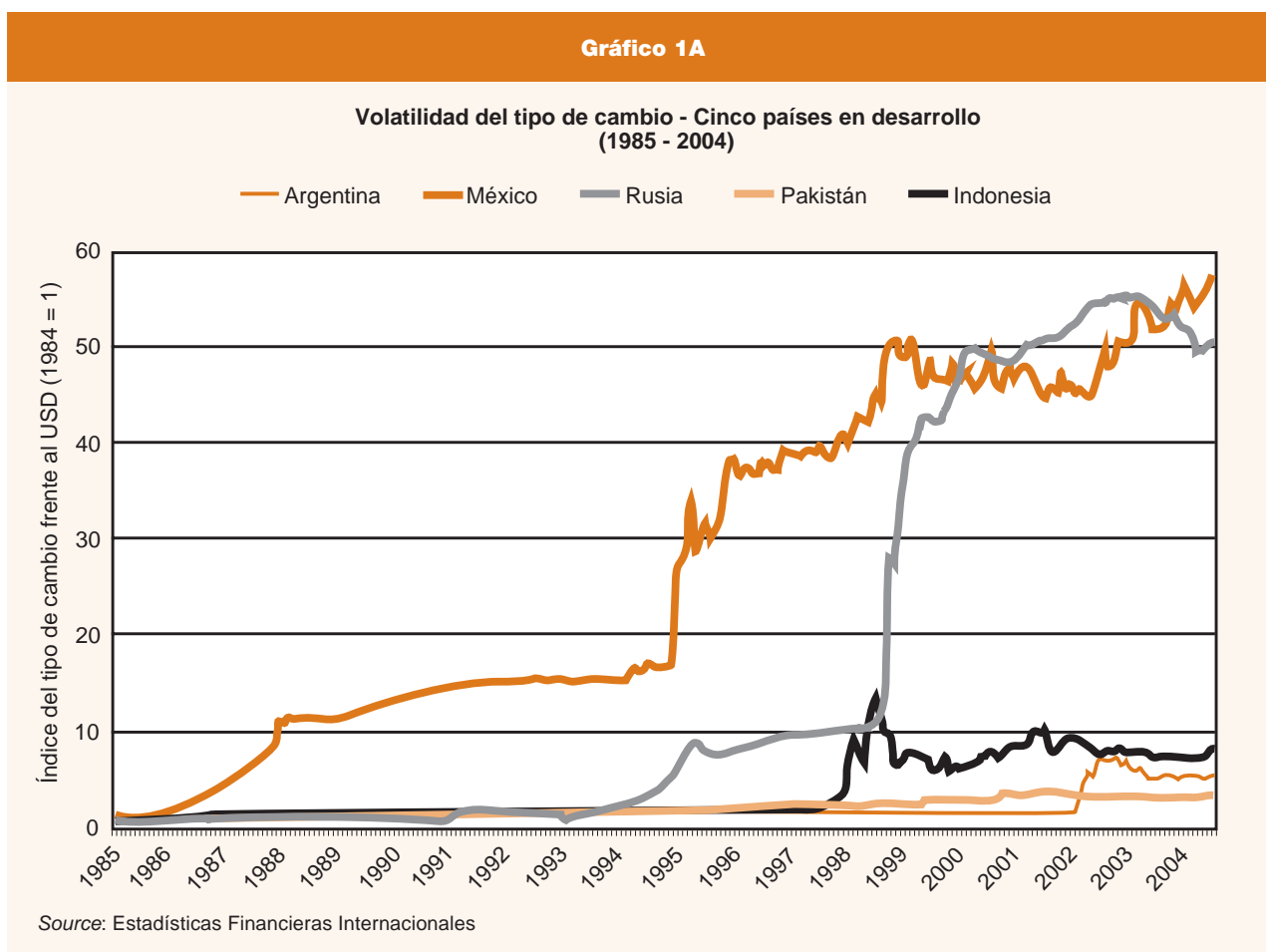
valor probablemente se mantenga estable (aunque puede ajustarse por una norma pública). El tipo de cambio también es susceptible de grandes depreciaciones en el caso de que ocurran crisis cambiarias provocadas por diferencias en los niveles de inflación o por grandes salidas de capital. Si un país tiene un tipo de cambio fijo vinculado a una unión monetaria común o por dolarización, su moneda se mantendrá estable respecto de la moneda a la cual se encuentre vinculada ya que el país no tiene el control de la política monetaria. Su tasa de inflación sería similar a la vigente en el país con el que se ha establecido la vinculación monetaria²⁰. Si la moneda de un país adopta una paridad fija mediante un régimen de convertibilidad, probablemente también se mantenga estable pero puede sufrir duras crisis, como lo demuestra el ejemplo de Argentina.

20. Hay una excepción, y es cuando el país abandona la unión monetaria o revierte la dolarización.

Tipos de cambio a lo largo del tiempo

Con el correr del tiempo casi todas las monedas de los países en desarrollo se deprecian, de una manera u otra. En el Gráfico 1A aparece la evolución de las monedas de algunos países en desarrollo con relación al USD en el curso de los dos últimos decenios. En él también se destacan algunas de las crisis más importantes ocurridas en los últimos años.

Como se indica en el gráfico, las monedas pueden depreciarse considerablemente con bastante rapidez. Por ejemplo, el peso mexicano, que ahora vale menos del 2% del valor que tenía en 1985, perdió la mayor parte de su valor entre 1994 y 1999. La caída del valor del rublo ruso ha sido aún mayor. Al igual que el peso mexicano, actualmente vale menos del 2% de lo que valía en 1985, en este caso la mayor parte de su valor la perdió entre 1998 y 1999. La rupia indonesia vale ahora apenas un poco más del 10% del valor que regis-



traba en 1985. Y observemos el caso del peso argentino. Entre diciembre de 2001 y febrero de 2002, su valor se redujo a menos de la mitad. Las monedas de Nigeria, Uganda y Turquía, que no se presentan en el Gráfico 1, han perdido más valor desde 1985 que cualquiera de las monedas presentadas en el Gráfico.

Estos tipos de variaciones en el valor de las monedas pueden devastar a una IMF que mantenga un importante pasivo en moneda extranjera sin cobertura. Las hipótesis presentadas en el

Apéndice C ilustran lo que las IMF pueden esperar en la realidad. Como lo revelan las investigaciones²¹, es difícil predecir las fluctuaciones cambiarias. Ni los economistas ni los financieros (salvo los especuladores) intentan predecir los niveles de los tipos de cambio. Por lo tanto, la estrategia más prudente para las IMF es cubrir su riesgo cambiario, aun si los costos de hacerlo parecen prohibitivos.

21. Véase Obstfeld y Krugman, pág. 349.



Apéndice B

Hipótesis 1: Depreciación constante de la moneda nacional del 5% cada seis meses

En esta hipótesis, supongamos que una IMF ha tomado un préstamo por valor de USD 500.000 para financiar su cartera creciente. Supongamos que el préstamo tiene un plazo de tres años, y es reembolsable de una sola vez a su vencimiento y con intereses pagaderos cada 6 meses²² a una tasa fija del 10% anual. El préstamo entra en vigor en enero de 2000. Los tipos de cambio nominal y los flujos de fondos se presentan en el Cuadro 1B y en el Gráfico 1B.

En esta hipótesis, el principal de USD 500.000 era equivalente a 5 millones en moneda nacional en enero de 2000, cuando el tipo de cambio era de MN 10 por USD 1. Al vencimiento del préstamo en enero de 2003, se requieren 6.700.000 en moneda nacional para reembolsar el principal en USD, lo que entraña un aumento nominal medido en moneda nacional de aproximadamente el 34%. Ello se debe a la caída del valor relativo de la

moneda nacional respecto de la moneda dura entre enero de 2000 y enero de 2003.

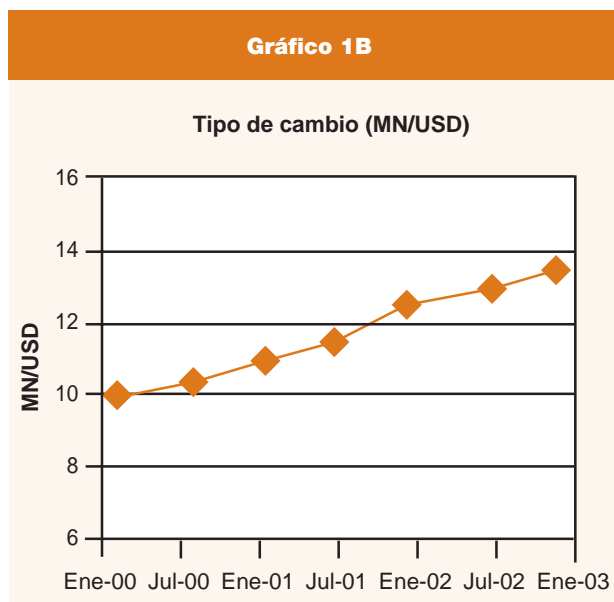
La tasa de interés nominal promedio del préstamo en USD a lo largo de su duración fue del 10%. Una vez considerada la depreciación del tipo de cambio, la tasa de interés efectiva es del 21%²³. Por ello, la depreciación de la moneda nacional frente al USD en la práctica aumenta un 10% la tasa de interés, lo cual equivale a un incremento del 100% respecto de la tasa de interés nominal fija original. (Véase el Cuadro 1B.)

Hipótesis 2: Derrumbe de la moneda nacional al año de entrar en vigor el préstamo

Supongamos nuevamente, en esta hipótesis, que una IMF ha tomado un préstamo por valor de USD 500.000 para financiar su cartera creciente. Asimismo, supongamos que el préstamo tiene un plazo de tres años, y es reembolsable de una sola vez a su vencimiento y con intereses pagaderos cada 6 meses, a una tasa fija del 10% anual. Nuevamente, el préstamo entra en vigor en enero

22. Es decir que se pagan intereses durante toda la vigencia del préstamo, pero el capital no se devuelve hasta el vencimiento.

23. Esta tasa de interés efectiva se calcula determinando la tasa interna de retorno, es decir, la tasa de descuento que otorgaría a los flujos de fondos un valor presente neto igual a cero.



Cuadro 1B

	Ene. 00	Jul. 00	Ene. 01	Jul. 01	Ene. 02	Jul. 02	Ene. 03
Tasa de interés en USD(%)	10	10	10	10	10	10	10
Flujos de fondos (en miles de USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Tipo de cambio (MN/USD)	10	10,5	11,0	11,6	12,2	12,8	13,4
Flujos de fondos (en miles de MN)	5.000	-263	-276	-289	-304	-319	-7.036

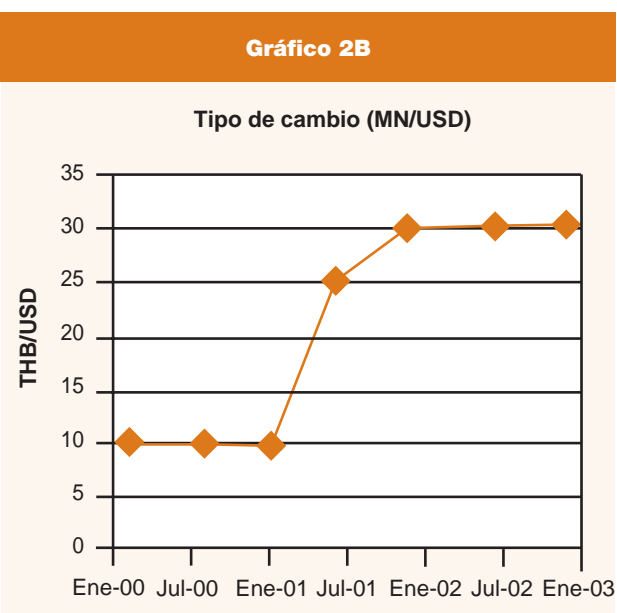
de 2000. Sin embargo, en lugar de que la moneda nacional sufra una depreciación constante, como ocurre en la hipótesis anterior, en esta hipótesis su valor cae de un tipo de cambio de MN 10 por USD 1 a MN 30 por USD 1 en un año. En el Cuadro 2B y en el Gráfico 2B se presentan los tipos de cambio nominal y los flujos de fondos.

En esta hipótesis, el capital de USD 500.000 era equivalente a 5 millones en moneda nacional en enero de 2000, cuando el tipo de cambio era de MN 10 por USD 1. Al vencimiento del préstamo en enero de 2003, se requieren 15 millones en moneda nacional para reembolsar el principal en dólares, lo que equivale a un aumento nominal en términos de moneda nacional de aproximada-

mente el 300%. Ello se debe a la depreciación de la moneda nacional ocurrida entre enero de 2001 y enero de 2002.

La tasa de interés nominal promedio del préstamo en dólares a lo largo de su vigencia fue del 10%. Una vez considerada la crisis cambiaria, la tasa de interés promedio equivalente es del 59 por ciento (el cálculo de la tasa de interés efectiva se realizó de la misma manera que en la hipótesis anterior.) Por lo tanto, la depreciación de la moneda nacional respecto del USD incrementa la tasa de interés pagada casi un 50%, lo que equivale a un aumento del 400% respecto de la tasa de interés nominal fija pactada originalmente.

Cuadro 2B							
	Ene. 00	Jul. 00	Ene. 01	Jul. 01	Ene. 02	Jul. 02	Ene. 03
Tasa de interés en USD(%)	10	10	10	10	10	10	10
Flujos de fondos (en miles de USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Tipo de cambio (MN/USD)	10	10	10	25	30	30	30
Flujos de fondos (en miles de MN)	5.000	-250	-250	-625	-750	-750	-15.750





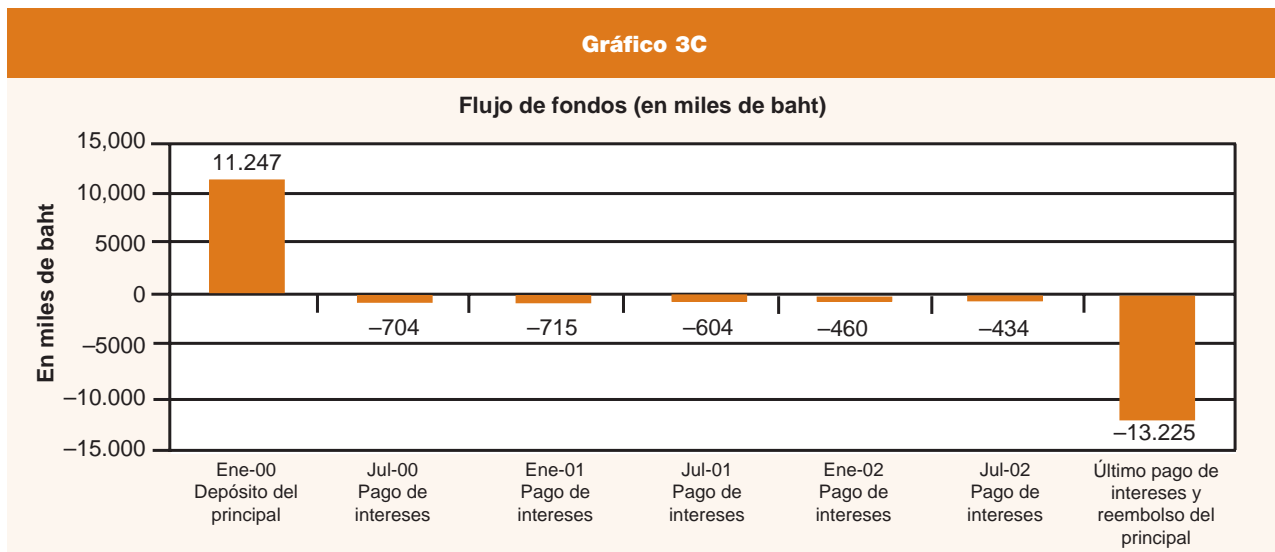
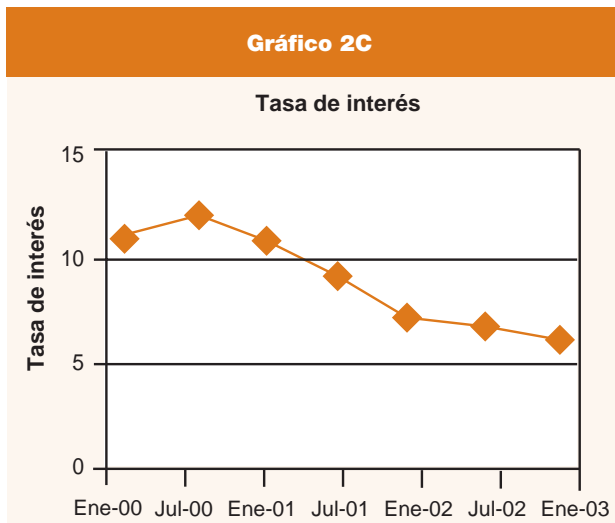
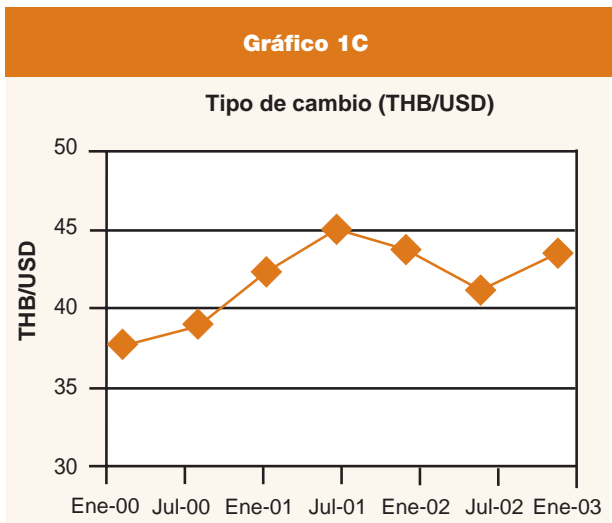
Apéndice C

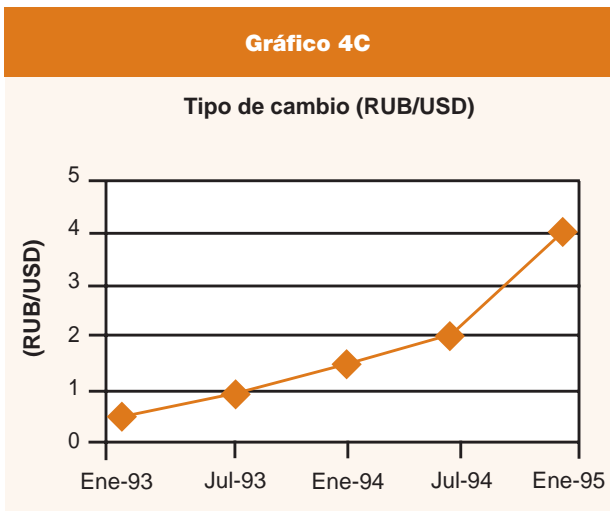
Hipótesis 1: Préstamo en moneda dura para financiar operaciones de microfinanzas en Tailandia entre 2000 y 2002

Supongamos, en esta hipótesis, que una IMF ha tomado un préstamo por valor de USD 300.000 para financiar su creciente cartera en Tailandia. Supongamos que el préstamo tiene un plazo de tres años, y es reembolsable de una sola vez a su vencimiento y con intereses pagaderos cada 6 meses, a una tasa superior en 5% a la LIBOR. El préstamo entra en vigor en enero de 2000. En los Gráficos 1C y 2C se presentan los tipos de cambio

nominal y las tasas de interés. Los flujos de fondos relacionados con este préstamo pueden verse en el Gráfico 3C.

En enero de 2000 el principal de un préstamo de USD 300.000 era equivalente a 11.247.000 baht tailandeses (THB). Al vencimiento del préstamo en enero de 2003, se requerían THB 12.816.000 para reembolsar el principal en dólares, lo que equivale a un aumento nominal de aproximadamente el 14% en términos de baht tailandeses; este incremento se debe a la depreciación del baht tailandés ocurrida entre enero de 2000 y enero de 2003.

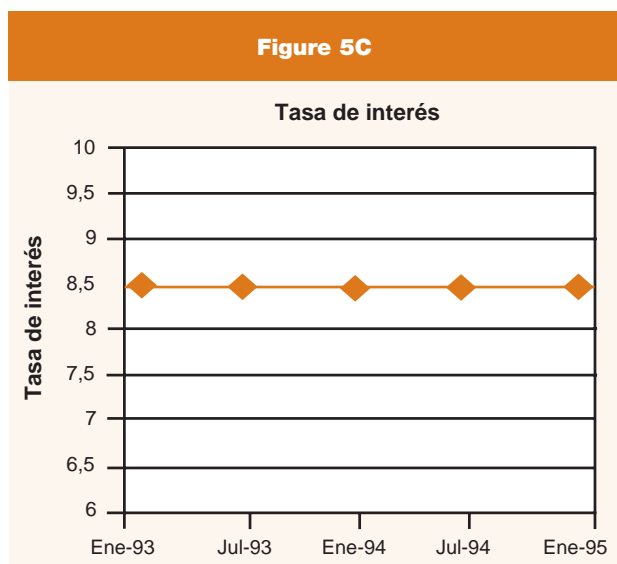




La tasa promedio de interés nominal del préstamo en USD en todo su período de vigencia fue de 9,08%. Sin embargo, una vez considerada la depreciación de la moneda, la tasa promedio de interés equivalente es de 14,05%. En consecuencia, la depreciación del baht tailandés frente al USD en la práctica incrementa en 5% la tasa de interés pagada, lo que equivale a un aumento del 55% respecto de la tasa media original de interés nominal. Durante este período las tasas de interés activas en Tailandia, en promedio, apenas estuvieron encima del 10%²⁴.

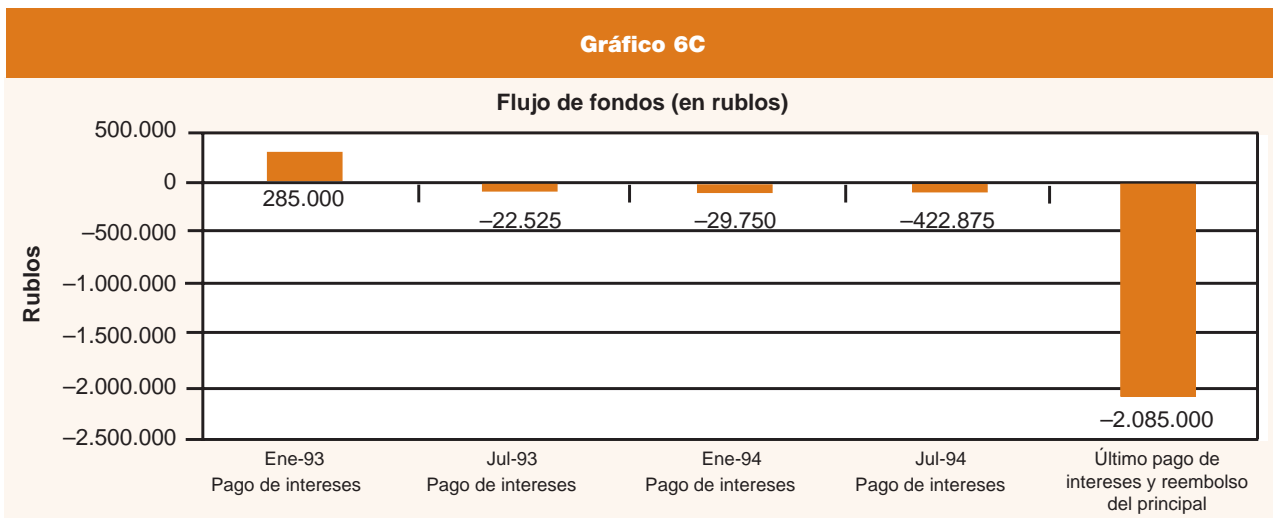
En términos de moneda nacional, los pagos de intereses cada 6 meses se redujeron, aunque la moneda nacional se depreció poco frente al USD. Ello se debe a la baja de las tasas de interés variable.

24. Estadísticas Financieras Internacionales.



Hipótesis 2: Préstamo en moneda dura para financiar operaciones de microfinanzas en Rusia entre 1993 y 1994

En los años siguientes al derrumbe que sufrió a principios de los años noventa, el rublo ruso (RUB) experimentó una devaluación considerable. Para demostrar el efecto de esta crisis en la deuda en moneda dura de una IMF, supongamos que la IMF obtiene un préstamo por USD 500.000 a dos años de plazo, reembolsable de una sola vez a su vencimiento y con intereses pagaderos cada 6 meses, a una tasa de interés fija del 8,5%, y que entra en vigor en enero de 1993. En los Gráficos 4C y 5C se presentan las tasas de interés y los tipos de cambio nominal. Los flujos de fondos relacionados con este préstamo pueden verse en el Gráfico 6C.



En esta hipótesis, los pagos de intereses cada 6 meses aumentaron con el tiempo en términos de rublos rusos debido a la rápida depreciación de esta moneda. El primer pago, que vencía en junio de 1993, fue de 22.525 RUB. El último pago de interés fue de 85.000 RUB, lo que equivale a un aumento de casi el 300%. En cuanto al principal, en enero de 1993, el préstamo de USD 500.000 equivalía a 285.000 RUB. Sin embargo, al término del préstamo a dos años, el monto alcanzaba los 2 millones de RUB. Esto representa un aumento nominal de más del 600% y refleja la importante depreciación del rublo ruso a comienzos de los años noventa.

Entre enero de 1993 y enero de 1995, la tasa promedio de interés nominal del préstamo en USD fue de 8,5% (tasa fija). (Véase el Cuadro 1C.) Una vez considerada la depreciación de la moneda, la tasa promedio de interés equivalente aplicada al préstamo es de más de 138% (calculada de la misma manera que en el ejemplo anterior). Por lo tanto, la depreciación del rublo ruso

Cuadro 1C					
	Ene. 93	Jul. 93	Ene. 94	Jul. 94	Ene. 95
Tasa de interés en USD(%)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Reembolso (en miles de USD)	500	-21,3	-21,3	-21,3	-521,3
Tipo de cambio (MN/USD)	0,57	1,06	1,4	1,99	4
Reembolso (en miles de USD)	285	-22,5	-29,8	-42,3	-2.085

aumenta en más de 130 puntos porcentuales la tasa de interés pagada en moneda dura. Si bien en ese momento era difícil, sino imposible, acceder a fondos nacionales, las tasas activas de interés internas durante este período oscilaron en promedio alrededor del 320%²⁵.

25. Estadísticas Financieras Internacionales.



Bibliografía

- Bahtia, R. *Mitigating Currency Risk for Investing in Microfinance Institutions in Developing Countries*. Social Enterprise Associates, enero de 2004.
- Barry, N. "Building Financial Flows That Work for the Poor Majority." Presentado en Feasible Additional Sources of Finance for Development Conference, mayo de 2003.
- Conger, L. *To Market, To Market*. Microenterprise Americas, 2003.
- Council of Microfinance Equity Funds. *Summary of Proceedings—Council Meeting*. Open Society Institute. 15 de abril de 2004.
- Crabb, P. *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*. Opportunity International, marzo de 2003.
- De Grauwe, P. *International Money*. Oxford University Press, 1996.
- Eun, C. y B. Resnick. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin, 2004.
- Fischer, S. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* Fondo Monetario Internacional, 2001.
- Fleisig, H. y N. de la Pena. "Why the Microcredit Crunch?" *Microenterprise Development Review*, Banco Interamericano de Desarrollo, diciembre de 2002.
- Holden, P. y S. Holden. *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*. MicroRate and Enterprise Research Institute, junio de 2004.
- Ivatury, G. y J. Abrams. "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges." Presentado en KfW Financial Sector Development Symposium, noviembre de 2004.
- Ivatury, G. y X. Reille. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." *Focus Note No. 25*. CGAP, enero 2004.
- Krugman, P. y M. Obstfeld. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley, 2003.
- Jansson, T. *Financing Microfinance*: Banco Interamericano de Desarrollo, 2003.
- Pantoja, E. *Microfinance and Disaster Risk Management: Experience and Lessons Learned*. Banco Mundial, julio de 2002.
- Silva, A., L. Burnhill, L. Castro y R. Lumba. Development Foreign Exchange Project Feasibility Study Proposal— Borrador, enero de 2004.
- VanderWheele, K. y P. Markovitch. *Managing High and Hyperinflation in Microfinance: Opportunity International's Experience in Bulgaria and Russia*. USAID, julio de 2000.
- Vasconcellos, C. *Social Gain*. Microenterprise Americas, 2003.
- Women's World Banking. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. WWB, 2004.

Enfoques

No. 31

Comparta este número de Enfoques con sus colegas o solicite ejemplares adicionales de éste u otros artículos de esta serie.

El CGAP agradecerá sus comentarios sobre este trabajo.

El Grupo Consultivo de Ayuda a la Población Pobre (CGAP) es un consorcio de 30 organismos de desarrollo que apoyan las microfinanzas. Para obtener más información sobre el CGAP visite su sitio web: www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC 20433, EE.UU.

Tel.: 202.473.9594
Fax: 202.522.3744

Correo electrónico: cgap@world-bank.org

Sitio web:
www.cgap.org

