



UAMF

BOLETÍN DE COYUNTURA

Boletín
Nº 6

DEUDA EN DÓLARES DE EMPRESAS COLOMBIANAS

JOSÉ DAVID LÓPEZ DELGADO
ÁREA DE DIVISAS Y COMMODITIES

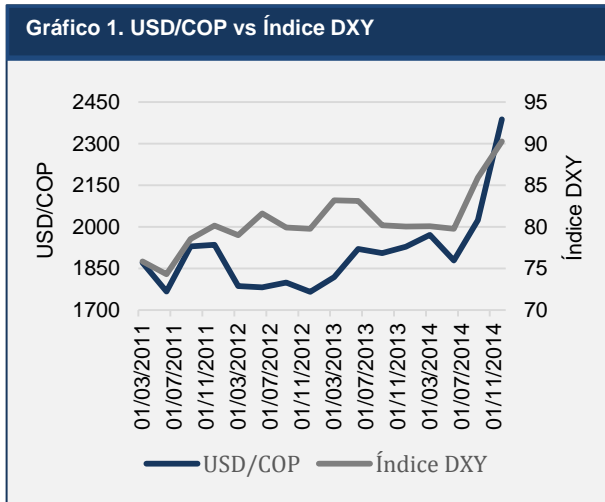
Este documento presenta algunas de las causas que estimularon a las empresas colombianas a adquirir deuda en dólares y su equivalente en pesos colombianos durante lo corrido del año 2014, tomando como referencia tres grandes compañías en el país: Ecopetrol, Isagén y Cemex, contrastando los efectos que tuvo la baja tasa de interés para el financiamiento externo y la evolución de la tasa de cambio, así como métodos de cobertura que realizan las empresas.

Para las empresas el crédito es una importante fuente de financiación que les permite desarrollar sus actividades, logrando un crecimiento estable y sostenido que fortalece la economía nacional. Por ello es importante entender cuándo el financiamiento en el mercado extranjero es una buena medida para adquirir recursos, por qué las empresas colombianas deciden endeudarse en dólares antes que en pesos colombianos y qué las incentiva a hacer esto. Para tal motivo es necesario tener en cuenta distintos factores que afectan esta decisión de endeudamiento en el extranjero.

Durante el período 2011- 2014 hubo varios cambios en los indicadores nacionales como la tasa de cambio y la tasa de interés que incentivaron a empresas locales a adquirir deuda en la divisa extranjera. Para comienzos del año 2014, la moneda colombiana se estaba depreciando poco a poco como consecuencia del auge de la economía estadounidense y como se puede observar en el Gráfico 1, no solo afectó al peso colombiano sino a la gran mayoría de monedas a nivel mundial. El gráfico muestra el comportamiento de la tasa de cambio colombiana (USD/COP) y el comportamiento del índice DXY, el cual da a conocer la relación del dólar estadounidense con las divisas más importantes en el mundo (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK y CHF).

Adicionalmente, el precio del petróleo comenzó a disminuir en junio y hasta finales de 2014 debido al aumento de la producción mundial, este movimiento conllevó al desplome de la moneda colombiana, debido al menor ingreso de divisas al país por exportaciones. Al depreciarse el peso colombiano respecto al dólar, a las empresas nacionales que necesitan financiarse les resulta más costoso adquirir deuda en dólares debido a que las

ganancias las tienen en pesos y por ende necesitarán dar más pesos por cada dólar de la deuda. Bajo esta lógica, para las empresas que habían adquirido deuda en el extranjero, la depreciación representó un incremento de esta deuda.



Fuente: Thomson Reuters Eikon

Paralelamente las empresas nacionales tienen incentivos para aumentar su producción y comercializar en el exterior, gracias al aumento de sus ganancias dado por la depreciación, favoreciendo el crecimiento de la economía del país (Leiton, Rassa, & Rojas, 2014). Esto se da porque las mercancías que se venden en el exterior son pagadas en dólares, por tanto, al hacer la conversión a pesos las utilidades serán mayores puesto que recibirán más pesos por cada dólar recibido. Exportar en tiempos de depreciación de la moneda nacional será entonces, un incentivo para empresas consolidadas que vendan gran cantidad de productos en el extranjero, es decir, que ya tengan clientes ‘fijos’; además, no necesitan realizar muchos gastos para poner en marcha el proceso productivo. Por el contrario, resulta más costoso ‘crear’ industria puesto que en la mayoría de las ocasiones se necesita importar maquinaria para los distintos procesos productivos, haciendo más difícil el crecimiento de empresas nacientes.

En el mediano plazo, la constante depreciación resulta perjudicial tanto para las empresas consolidadas que importen gran parte de sus insumos para la producción como para las empresas que se encuentren en una etapa naciente o de crecimiento inicial. Es decir, pasado un tiempo

la depreciación afectará negativamente el crecimiento empresarial del país pues genera desincentivos para incrementar la producción debido a sus altos costos.

Caso de estudio

Para mirar la situación de las empresas respecto a la deuda extranjera, se revisan tres de las principales empresas que tienen acciones listadas en la Bolsa de Valores de Colombia: Ecopetrol, Isagén y Cemex.

El mercado de deuda en Latinoamérica ha permitido a las empresas y países de la región adquirir financiamiento en las actuales monedas regionales mitigando el riesgo cambiario que genera el endeudamiento. No obstante, la financiación en los mercados externos aún es pequeña comparada con las emisiones locales.

Un dato importante de los estados financieros consolidados de Ecopetrol del 2014 es la caída de la utilidad neta en un 41% respecto al año anterior. Recientemente la compañía hizo una emisión de bonos por 3.200 millones de dólares, este acto generó un aumento en las cifras de endeudamiento de la empresa, con la realización de esta operación el endeudamiento creció alrededor de un 15%, y sus obligaciones financieras superaron los 26 billones de pesos. El 53% de la deuda total de Ecopetrol está emitida en dólares, entonces, se ve cómo la conversión de la tasa de cambio golpea fuertemente a la compañía además de disminuir su utilidad neta.

Por otra parte, la empresa Isagén tenía una deuda de 108 millones de dólares a junio del 2014, esto representa un 6% de la deuda total que posee la compañía. A diferencia de otras compañías colombianas, el riesgo cambiario para la empresa es bajo. La tasa de cambio se encontraba en 1.880 pesos al hacer la emisión de la deuda. Esta empresa tiene una buena calificación internacional, Fitch la califica en AAA en la deuda corporativa, y Moody’s en Baa3 para 2015. Además, Isagén tiene una estrategia consolidada de diversificación de producción: cuenta con varias plantas hidroeléctricas, eólicas y geotérmicas, entre otras. Esto asegura a la compañía entradas estables de flujos de efectivo, disminuyendo su riesgo de insolvencia; contrario a Ecopetrol, la tasa cambiaria

no golpeó fuertemente a la compañía debido a su poca deuda en dólares.

Otra de las principales compañías en Colombia es la cementera mexicana Cemex. En febrero de 2015 colocó deuda por alrededor de 1.370 millones de dólares, el objetivo de la compañía es utilizar este dinero para pagar bonos con vencimiento del 2015, 2018 y 2020, así como otros pasivos, siendo esta acción parte de una estrategia para reducir costos financieros. Paralelamente Cemex colocó un bono por 550 millones de euros, con un vencimiento del 2023, a un rendimiento del 4,37%. La compañía cerró 2014 con una deuda total de 16.291 millones de dólares, de los cuales 1.203 millones vencen en 2015. Estos datos pueden ser preocupantes para la compañía pues el aumento de la tasa de cambio aumenta el riesgo y peor aún el costo de la deuda de la empresa (Reuters, 2015).

Mecanismos de Cobertura

Los agentes económicos buscan en el mercado financiero una forma para financiar su costo de capital; dependiendo de las circunstancias es más rentable endeudarse a tasas del mercado internacional o a tasas nacionales. Cuando la empresa toma la decisión de endeudarse en moneda extranjera se somete al movimiento en los precios de las diferentes monedas dando así origen al riesgo cambiario.

Hay varias maneras de manejar el riesgo de tasa de cambio: reduciendo su exposición con diferentes estrategias o a través de derivados financieros. En el caso de las empresas colombianas que emiten deuda en dólares pueden realizarse estrategias de coberturas sin usar derivados, a esto se le denomina “cobertura natural”.

La cobertura natural consiste en realizar operaciones contrarias a las que se desarrollan en el negocio, en este caso serán operaciones en dólares, se deben hacer por la misma emisión si se quiere una cobertura perfecta o “natural”, en otras palabras, se deben realizar operaciones pasivas en dólares si se tienen activos denominados en esta moneda y realizar operaciones activas si se tienen pasivos denominados en dólares. Así, las pérdidas que se tienen ante un cambio desfavorable de la

tasa de cambio ya sea en activos o pasivos, son compensadas por las ganancias obtenidas en las operaciones pasivas o activas (Salazar, 2009).

Como se ha visto los empresarios tratan de reducir el riesgo cambiario según sus posibilidades. Para ello usan mecanismos que les permiten reducir el riesgo y así estar mejor preparados ante cualquier eventualidad. Dentro de los instrumentos de cobertura a través de derivados financieros tenemos los *forwards*, las opciones, las operaciones a plazo de cumplimiento financiero y los *swaps*.

Los *forwards*, también conocidos como “contratos a plazo”, son contratos que se establecen con una fecha específica, en la cual los participantes se comprometen a comprar o vender un activo a un precio convenido. En el caso particular de los *forwards* de tipo de cambio, se pueden encontrar principalmente en países con economías emergentes cuyos sistemas financieros no son tan amplios como los de países desarrollados. En Colombia los *forwards* se llevan a cabo en el mercado OTC (*Over the counter*) y por tanto son completamente flexibles en su negociación. Hay dos tipos de *forwards*: *delivery*, los cuales se pueden realizar tanto en moneda local como en divisas extranjeras, y *non delivery* (NDF), que únicamente se realizan con la moneda local teniendo en cuenta la diferencia entre la tasa pactada y la TRM de la fecha en el que se ejecuta.

Las opciones son contratos que otorgan al tenedor o propietario el derecho (más no la obligación) de comprar o vender un activo a una tasa, fecha y precio determinado. Se clasifican según su fecha en: americanas, europeas, bermuda; y según el derecho que otorgan a su propietario, en opción *call* y opción *put*. Las operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCF) son *Non Delivery Forward* que se transan en la Bolsa de Valores de Colombia por un período de cobertura máximo de seis meses. Los *swaps* son intercambios de divisas realizados por agentes que estipulan una fecha futura y conciertan la tasa de cambio eliminando así el riesgo cambiario (Salazar, 2009).

Conclusiones

En el mercado de divisas resulta prácticamente

imposible predecir el precio de cualquier moneda; por lo tanto al endeudarse, las empresas necesitan ser conscientes del riesgo, el cual está presente en prácticamente todas las actividades de tipo cambiario, procurando siempre que sea el mínimo posible. Por ello, hoy en día se han diseñado distintos mecanismos que permiten mitigar el riesgo, ayudando al mejor desempeño de las empresas colombianas tanto al interior del país como en el extranjero.

En cualquier parte del mundo las empresas están sujetas a riesgos cambiarios, por una parte encuentran ventaja en comerciar o endeudarse con otra moneda y, por otra, pueden asumir riesgos muy altos. Como se ha observado, muchas empresas en Colombia deciden asumir riesgos financieros pasivamente, y otras tratan de controlarlos a través de la administración del riesgo. Una ventaja en el uso de las coberturas es dar estabilidad a los ingresos, evitar problemas de liquidez, reducir los costos de las fuentes de financiación, incrementar la capacidad de endeudamiento y eliminar la incertidumbre, entre otras posibilidades.

Cabe resaltar que usar coberturas financieras tiene un costo adicional como lo es: pago de comisiones y primas, costo de personal capacitado en temas de derivados, monitoreo y control de las transacciones e incremento de la complejidad contable. Estos factores deben ser analizados por las compañías que tienen deuda en otra moneda, mirar el costo de oportunidad y determinar si es conveniente el uso de coberturas. En general las coberturas son herramientas eficientes para la mitigación del riesgo.

Referencias

Banco de la República. (2014). Descalces cambiarios de las firmas no financieras en Colombia. *Borradores de Economía*, 36.

Citi Group. (2015). *Colombia estrategia de mercados*. Bogotá: Citi Valores accival.

Contraloría General de la República. (2014). Situación de la Deuda Pública. *Borradores de*

Economía, 190.

Leiton, K., Rassa, J., & Rojas, J. (2014). Mercado de Deuda en Colombia. *Borradores de Economía*, (829). Banco de la República. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/borrador-829>.

Personales, F. (25 de Febrero de 2015). *Finanzas Personales*. Recuperado el 4 de Marzo de 2015, de *Finanzas Personales*: <http://www.finanzaspersonales.com.co/ultimas-noticias/articulo/ecopetrol-emitio-deuda-mercado-externo-2500-millones-dolares/51182>

Portafolio. (21 de Mayo de 2014). *Portafolio*. Recuperado el 03 de Marzo de 2015, de *Portafolio*: <http://www.portafolio.co/economia/deuda-ecopetrol-emision-bonos>

Rodriguez, L. F. (1990). El Costo de la Deuda en Dolares. En L. F. Rodriguez, *El Costo de la Deuda en Dolares* (pág. 20). Bogotá: Incolda.

Salazar, C. A. (2009). *El Riesgo Cambiario y los Mecanismos de Cobertura en el Sector*. Medellín: Universidad EAFIT.

Reuters, T. (26 de Febrero de 2015). Thomson Reuters América Latina. Recuperado el 10 de noviembre de 2015, de Reuters América Latina: <http://lta.reuters.com/article/businessNews/idLTA KBN0LU2F120150226>