

## NOTAS DEL MERCADO DE CAPITALES

No. 18\_Enero 2008

### Implicaciones de la reevaluación en el análisis de riesgo de las Empresas de perfil Exportador.

#### Introducción

La tendencia revaluacionista del peso colombiano observada durante los últimos años, ha traído consigo un impacto negativo para algunas empresas con perfil exportador, muchas de las cuales han presentado reducción en sus márgenes de rentabilidad e incluso algunas de ellas han incurrido en pérdidas que las han llevado a implementar diversos tipos de ajustes estructurales para asegurar su viabilidad económica. Otras firmas, a su vez, han podido hacerle frente a este fenómeno aprovechando el dinamismo comercial de algunas economías y han logrado beneficiarse en sus resultados operativos y financieros.

Son diversos los factores que se han conjugado en la apreciación del peso desde el año 2003. Entre ellos el alto dinamismo exportador<sup>1</sup>; el aumento de los giros por remesas;<sup>2</sup> el crecimiento de la inversión extranjera<sup>3</sup>; la venta de empresas nacionales a inversionistas extranjeros; la devaluación del dólar a nivel mundial dado el comportamiento de los fundamentales macroeconómicos del mercado estadounidense; y la afluencia de recursos de capital atraídos por una mayor rentabilidad frente a la ofrecida en los países desarrollados.<sup>4</sup> Estos aspectos no deben ser

<sup>1</sup> Según el DANE, las exportaciones han crecido un 15.5% entre agosto de 2006 y 2007, ascendiendo a US\$18.235 millones. Desde mediados del 2006, la tasa de crecimiento anual de las exportaciones se ha estabilizado en un rango cercano al 15%.

<sup>2</sup> El estimado total de remesas para finales del 2007 es cercano a los US\$4.500 millones, según el Banco de la República.

<sup>3</sup> Según el Banco de la República, la inversión extranjera directa (IED) para el primer semestre de 2007 alcanzó en Colombia una cifra de US\$ 4.109 millones, lo que representa un incremento de 43% frente a la cifra registrada para en el primer semestre del año anterior (US\$2.876 millones). En el mismo periodo, ésta alcanzó los US\$2.489 millones en el 2005, US\$1.429 millones en el 2004, y US\$839 millones en el 2003, evidenciándose la tendencia creciente en el flujo de inversión extranjera directa.

<sup>4</sup> Otro factor que no puede obviarse en el análisis, es el relacionado con los dineros provenientes de las actividades ilícitas, pues este es un rubro

considerados como aspectos negativos de la economía, pues obedecen al mejoramiento en sus condiciones macroeconómicas y al afianzamiento de la confianza internacional en el país.

Sin embargo, no hay que perder de vista que de continuar sostenidamente la apreciación del peso colombiano frente al dólar se puede afectar aún más el desarrollo del sector exportador, en la medida que no se implementen estrategias encaminadas a contrarrestar los efectos del riesgo cambiario a que se han visto expuestas estas empresas.

Aunque el gobierno no se ha quedado estático ante este fenómeno, es importante señalar que cada vez es menor la eficacia de las medidas adoptadas pues ya son varios los años en que ha perdurado esta tendencia del peso. Además de las implicaciones económicas y financieras atribuibles a este fenómeno, es importante señalar que en algunos casos el perfil de riesgo crediticio<sup>5</sup> de las firmas exportadoras podría ser modificado dada la menor capacidad para atender sus obligaciones producto de la menor fortaleza financiera de las mismas.

Parte integral del análisis que se efectúa en las calificaciones de riesgo está fundamentado en las perspectivas del sector en donde operan las entidades, y en este sentido se proyecta que la apreciación del peso podrá continuar a lo largo del año 2008. Es por ello que BRC Investor Services quiere hacer un llamado a la necesidad de estudiar y evaluar el impacto que podría tener sobre el mercado de capitales las posibles modificaciones de las actuales calificaciones de riesgo si no se adoptan medidas efectivas tendientes a mitigar el riesgo cambiario.

Una de las preguntas más frecuentes dentro de la opinión pública es porqué los inversionistas son reacios a invertir en bonos y otros títulos cuya calificación de riesgo no se encuentre en los niveles más altos dentro

que genera una entrada de dólares a la economía y sin lugar a dudas también ha contribuido con la reevaluación del peso.

<sup>5</sup> Según Caparrós (2002) el riesgo de crédito se define como "la probabilidad de que un prestatario no haga frente en su debidos momentos o en su totalidad a su obligación de devolver una deuda o préstamo bancario

de la escala de calificación, e incluso porqué no invierten en títulos calificados en grado de especulación. Parte de la respuesta se encuentra en el posible quebranto financiero que sufrirían estos agentes o empresas en el caso de que cambiaran las condiciones económicas, que le afectarán su capacidad para cumplir con los términos contractuales de un crédito, o de una emisión, es decir lo que se conoce como riesgo de crédito. Es por ello que el fenómeno de la apreciación del peso colombiano también afecta la dinámica del mercado de capitales, además de que puede llevar a que empresas que anticipan una nueva emisión de bonos con una calificación acorde al nivel de riesgo se abstengan de utilizar este mecanismo para financiar sus proyectos de inversión y crecimiento.

Desde la perspectiva de una calificadora de riesgos la actual coyuntura de apreciación del peso constituye un claro desafío, en especial desde una óptica de prospectiva: ¿Cómo incorporar en las actuales calificaciones la posibilidad de que el flujo de caja de algunas empresas experimente presiones dada la disminución de los ingresos por exportaciones sobre los márgenes de rentabilidad? y ¿Cómo balancear en términos de riesgo el efecto negativo en la generación interna de recursos (para hacerle frente a sus obligaciones) y el buen desempeño operativo de algunas empresas exportadoras? Estos y otros elementos deben ser evaluados cuidadosamente, acudiendo al conocimiento pleno de cada empresa, y de sus características particulares en términos de estructura operacional y financiera, estrategias, mercados, posición competitiva, *management*, etc.

### **Efectos adversos de la revaluación en las empresas con perfil exportador.**

Gracias a la globalización muchas empresas comercializan sus productos en los mercados internacionales, buscando ampliar no solo sus volúmenes de ventas, sino aprovechar y aumentar su ventaja competitiva al realizar alianzas estratégicas que les permitan mejorar sus niveles de tecnología, obtener mayor posicionamiento de mercado, e innovar y por supuesto lograr mayores beneficios económicos.

No obstante los buenos resultados en términos de volúmenes exportados, la tendencia de apreciación del peso desde el año 2003 ha impedido que tales crecimientos sean evidenciados en un aumento proporcional en los ingresos operacionales de los exportadores. El año 2007 ha sido el más difícil para muchos de ellos, destacándose las dedicadas a la exportación de flores, café y banano, aunque existen otras empresas de diversos sectores no tradicionales que también sufren los rigores de la apreciación del peso.

Son diversos los efectos de la reevaluación del peso colombiano sobre las empresas que tienen una mayor generación de ventas proveniente de la demanda externa. A continuación se presentarán algunos, pero vale la pena recalcar que ellos afectan de manera distinta a cada firma dependiendo de la estructura operacional y de financiamiento. Esto implica distintos impactos en la competitividad de los productos, en los indicadores de rentabilidad, de cobertura de la deuda, y en sus inversiones de capital, entre otros y por ende en el perfil crediticio de las firmas.

En primer lugar, se puede mencionar la disminución del valor de los activos y de los pasivos en moneda extranjera. Aquellas firmas con un importante valor en activos (inversiones, cuentas por cobrar, derechos, etc.) se afectan por la disminución de su valor en moneda local y por ende en sus ingresos. No obstante, aquellas empresas con altos niveles de deuda en dólares han obtenido beneficios por el menor valor de la deuda en pesos y por una disminución del servicio de la misma. El efecto final para cada empresa dependerá de la relación entre activos y pasivos en dólares.

A su vez, la exposición al riesgo cambiario puede conllevar también a la reducción de los ingresos operacionales afectando los márgenes de rentabilidad, por efecto de menores ingresos en términos de pesos, aunque en muchos casos a la par con mayores volúmenes de cantidades exportadas. La capacidad de pago de las empresas podría comprometerse en la medida en que se reduce la entrada de recursos en pesos, lo que junto a estructuras de costos de ventas (materias primas, gastos de personal, servicios públicos) y gastos operacionales (áreas administrativas) en moneda local reducen los márgenes de rentabilidad y consecuentemente la generación interna de recursos, que es la base para la cancelación de las obligaciones.

Lo anterior es evidenciado en decrecimientos del Ebitda<sup>6</sup>o del flujo de caja operacional de las compañías exportadoras, que a su vez deriva en situaciones apretadas de liquidez o déficit de caja, que les conlleva a incrementar su endeudamiento financiero para cumplir sus obligaciones o simplemente operar, adicionando así (bien sea en el corto, mediano o largo plazo) mayores gastos financieros y mayores amortizaciones de deuda, limitando aún mas su flujo de caja y debilitando su perfil crediticio. Esto se ve reflejado, entre otros elementos, en la reducción de sus indicadores de cobertura de la deuda, particularmente Ebitda/Deuda, Ebitda/Servicio de la deuda o Flujo de Caja Operacional/ Deuda.

<sup>6</sup> EBITDA: "Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations".

La disminución en la generación de caja de las compañías exportadoras, limita también sus inversiones de capital (Capex<sup>7</sup>) lo que puede afectar directamente su competitividad y productividad, especialmente en aquellas empresas en donde es indispensable realizar modernizaciones y en aquellas en donde se encuentra usada la mayoría de la capacidad instalada. Ante la inminente necesidad de realizar estas inversiones las firmas incurren en nuevo endeudamiento con las respectivas consecuencias explicadas anteriormente.

### ¿Y qué se ha hecho?

Ahora bien, es importante resaltar que las firmas exportadoras no se han quedado inermes ante este fenómeno y por el contrario han adoptado distintos mecanismos para tratar de mitigar los efectos adversos que les ha traído la reevaluación del peso. Algunas se han concentrado en la recomposición o sustitución del pasivo financiero hacia deuda en dólares<sup>8</sup> con el objetivo de establecer una cobertura natural al balancear activos y pasivos en dólares. Otras, simplemente han reducido el nivel de endeudamiento a través de la recompra parcial de las emisiones de bonos, o la disminución de la deuda en pesos para aliviar los gastos financieros.

En aquellas firmas donde existía flexibilidad para el manejo de la rotación de cuentas por cobrar, con proveedores o de inventarios también se ha visto un manejo más eficiente del capital de trabajo a fin de generar recursos que les permita contrarrestar la disminución de las ventas en pesos por efecto de la apreciación del peso.

Sin embargo, es importante anotar que la continuidad y efectividad en la aplicación de las estrategias para la liberación de recursos vía capital de trabajo es limitada en la medida en que las rotaciones solamente pueden ser reducidas hasta un punto determinado. Este depende en el caso de la rotación de cartera de los términos de negociación con los clientes, de la gestión de cobranza y de la política de descuentos por pronto pago. En el caso de inventarios (de materia prima, de productos en proceso y de productos terminados), éstos deben ser mantenidos en cantidades que le permitan a la compañía atender a la demanda en forma oportuna y adecuada,

<sup>7</sup> Inversiones de capital realizadas para el mantenimiento o mejora de activos fijos relacionados con la producción de una empresa.

<sup>8</sup> Según datos oficiales, las entidades públicas se endeudaron durante el 2007 por US\$3.970 millones, mientras que las empresas privadas lo hicieron por US\$2.792 millones, lo cual ha contribuido con el ingreso de más dólares a la economía nacional, pese a las medidas impuestas para desincentivar el endeudamiento externo. Sin embargo, por efecto de la reevaluación del peso colombiano la deuda externa disminuyó. No obstante, no debe olvidarse que un mayor endeudamiento en dólares expone a las empresas a un mayor riesgo cambiario cuando se presenta devaluación del peso colombiano.

además de mantener cantidades contingentes por ejemplo para proveer posibles incrementos en las ventas no presupuestados.

Indudablemente en la medida que las empresas cuenten con la flexibilidad operativa y financiera para afrontar las distintas coyunturas tales como mayores eficiencias en los procesos productivos, gestión de cartera e inventarios, reducción de gastos administrativos y operacionales, restricción en el pago de dividendos, los efectos sobre los indicadores que reflejan la capacidad de pago de sus obligaciones serán menores reflejándose en las calificaciones de riesgo.

Igualmente, otro de los mecanismos más utilizados por los exportadores colombianos ha sido la cobertura a través de instrumentos derivados, que les permite negociar a futuro las divisas que esperan obtener, fijando el tipo de cambio al que se convertirán los pagos que reciban en moneda extranjera, dejando su flujo de caja asegurado en moneda local. Sin embargo, el alto costo de varios de estos instrumentos derivados ha limitado su uso. Su efectividad está también relacionada con el plazo de este tipo de instrumentos.

Los derivados además de mitigar el riesgo cambiario, son un incentivo para que los inversionistas asuman mayores riesgos y diversifiquen sus recursos hacia otros sectores productivos con altos retornos; Adicionalmente, le imprimen mayor estabilidad al mercado de capitales al permitir una distribución más equilibrada del riesgo entre los diferentes agentes.

Buscando minimizar el efecto de la pérdida de ingresos en moneda local por las exportaciones, algunas firmas también han decidido incrementar el volumen de importaciones de materias primas y demás insumos de manera que la reducción en los costos, compensen la disminución en los ingresos. Sin embargo, debido a la reevaluación tan pronunciada ha sido muy difícil que estas estrategias sean suficientes para mitigar dicho efecto, adquiriendo mayor importancia la cobertura con derivados.

Desde el punto de vista de BRC, lo importante para anotar es que las medidas adoptadas generen una mayor fortaleza financiera, ya que el reto radica no sólo en el manejo óptimo de sus recursos sino en su capacidad para afrontar y mitigar los diferentes riesgos a los que se exponen, bien sea para impedir que éstos las deterioren o para aprovechar las oportunidades. Un manejo óptimo del riesgo cambiario, se reflejará en los niveles de calificación.

En las asignaciones de calificaciones, BRC Investor Services S. A. también evalúa las estrategias adoptadas

por las compañías y sus resultados, dando una opinión sobre la probabilidad que se presente un deterioro de la gestión empresarial de una actividad productiva hasta tal punto que comprometa su fortaleza financiera. Es importante recordar que un elemento incorporado en las metodologías de calificación es el análisis del posible cambio de los indicadores financieros en el futuro ocasionados por factores internos (cambios en la planeación estratégica, planes de expansión e inversión, modificaciones en las líneas de negocio, etc.) y/o externos (características locales y globales de la industria, cambios en la legislación, inestabilidad política **y movimientos en las variables macroeconómicas entre otros**).

#### **Conclusiones:**

---

Partiendo del análisis y el seguimiento efectuado por la calificadora a varias empresas con perfil exportador se pueden destacar varios puntos relevantes:

- ✓ El impacto de la reevaluación del peso colombiano en la salud de las empresas con perfil exportador es cada vez más visible.
- ✓ Han sido numerosas y creativas las estrategias implementadas para mitigar el riesgo cambiario con resultados en muchos casos positivos reflejados en la solidez de la capacidad para honrar todas sus obligaciones y en el desempeño operativo y financiero. En otros casos, la situación no es tan alentadora y requiere de otro tipo de acciones.
- ✓ La flexibilidad para adoptar nuevas medidas es cada menor y por ende los beneficios de las mismas pueden no ser tan grandes.
- ✓ El fenómeno de la apreciación del peso colombiano también afecta la dinámica del mercado de capitales en la medida que se desincentiven algunas emisiones de deuda corporativa por temor a no obtener calificaciones en los grados superiores en la escala de calificación dado el impacto que puede tener en la fortaleza financiera de las empresas.
- ✓ BRC Investor Services S.A. está monitoreando con cuidado las empresas afectadas por la reevaluación del peso.