

Recuadro 3: Una caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2021

Álvaro David Carmona Duarte
Adrián Martínez Osorio
Jorge Niño Cuervo*

Introducción

La presencia de descalces cambiarios es un factor que puede incrementar la vulnerabilidad externa de la economía por la vía de la inversión, el crecimiento, la liquidez y la solvencia de las firmas que se ven sometidas a este fenómeno. En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2022, se presentó un panorama general del estado del descalce cambiario negativo de las firmas en Colombia. Esta es una segunda parte de dicho ejercicio, en la cual se realiza una estimación del nivel de riesgo que enfrentan las firmas colombianas a partir de sus hojas de balance. Los resultados sugieren que la mayoría de las firmas evaluadas se clasifican como de riesgo medio (83%), y acumulan el mayor valor del descalce total (64%). Una pequeña porción de las firmas (5%) se ubican dentro del grupo de mayor riesgo cambiario, cuyo descalce total representa el 18% del monto total del descalce negativo. Las firmas clasificadas en estos dos grupos pertenecen a sectores económicos con producción de bienes transables y con oferta exportadora (explotación de minas y canteras, industria manufacturera, comercio), así como a sectores regulados y con una participación de mercado concentrada en pocas firmas (suministro de electricidad y gas, e información y comunicaciones).

En ese orden de ideas, este documento presenta, primero, las fuentes de información y la metodología de cálculo de los indicadores de riesgo para las firmas con descalce cambiario negativo y disponibilidad de información contable; luego, describe los resultados obtenidos para la muestra de firmas y finaliza con una conclusión general.

Metodología de cálculo del descalce

En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2022 se define la metodología de cálculo y fuentes de información del descalce cambiario nominal. El ejercicio del presente recuadro usa como base dichos cálculos. A partir de los resultados del descalce nominal en dólares de las firmas y su información contable, se calculan tres indicadores de riesgo que toman valores discretos de 1 a 3 y se sintetizan en una calificación global de riesgo por descalce cambiario que clasifica las firmas en tres niveles de riesgo. La fuente de información para los balances es la Superintendencia de Sociedades; para la información de comercio exterior son el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), y para la participación de capital extranjero la fuente es el Banco de la República. Los datos de flujos corresponden a la suma del año 2021 y los de posición a 31 de diciembre del mismo año.

El valor en dólares del descalce de una firma no permite interpretar la magnitud real de este fenómeno, de manera que una medida escalada incorpora la capacidad de clasificar y comparar los resultados entre distintas firmas. En este orden de ideas, en este análisis se calculan tres indicadores, por lo que el nivel de riesgo considera tres niveles en función del tamaño relativo del descalce: bajo (3), medio (2) y alto (1) (Cuadro R3.1). El primer indicador corresponde al nivel de descalce negativo¹ en dólares como proporción de los activos totales de la firma (*Descalce/Activos totales*). Este refleja una medida de escala del nivel de descalce de la firma.

* Los autores son miembros del Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República.

1 El descalce cambiario se define como la diferencia entre los activos en moneda extranjera (m/e) y los pasivos m/e. Cuando los pasivos en m/e son mayores que los activos en m/e el descalce cambiario se define como "negativo" debido al signo de la operación matemática.

El segundo indicador corresponde al valor en dólares de la balanza comercial (*exportaciones – importaciones*) como proporción de los ingresos operacionales de la firma (*Balanza comercial/Ingresos operacionales*). La balanza comercial de la firma permite saber cuántos dólares en neto generan a partir de su actividad económica y que pueden ser potencialmente utilizados para cubrir sus obligaciones en moneda extranjera. A mayor dolarización de los ingresos, mayor cobertura tiene la firma ante eventos de riesgo cambiario. Por el contrario, una firma importadora neta enfrenta mayores riesgos ante estos eventos y estos serán mayores entre más alta sea la razón entre egresos netos de dólares e ingresos operacionales totales.

El tercer indicador corresponde a la participación de capital extranjero que posee la firma dentro de su patrimonio total. Este parte de la premisa de que una firma con mayor participación de capital extranjero puede tener mayor cobertura ante un riesgo de depreciación cambiaria debido a que su casa matriz extranjera, al transar internacionalmente con divisas, está en la capacidad de absorber parte del choque de forma consolidada (véase el Cuadro R3.1)

Cuadro R3.1^{a/}

Grupo de riesgo	(a) Descalce negativo / Activos totales	(b) Balanza comercial / Ingresos operacionales	(c) Participación de capital extranjero
1	$x \geq 60\%$	$x \leq -50\%$	$x \leq 20\%$
2	$60\% \geq x \geq 20\%$	$0\% \geq x \geq -50\%$	$60\% \geq x \geq 20\%$
3	$x \leq 20\%$	$x \geq 0\%$	$x \geq 60\%$

a/ Balanza comercial = exportaciones - importaciones.
Fuente: Elaboración propia.

Una vez calculados los tres indicadores, y establecida la calificación discreta (1 a 3) para cada uno de ellos, se procede a calcular un promedio simple de las calificaciones para obtener el indicador total y su consiguiente nivel de riesgo. Si el promedio calculado resulta en un valor mayor a 2,5, la firma se considera de riesgo bajo o grupo de riesgo 3; si este valor está entre 1,5 y 2,5, la firma se considera de riesgo medio o grupo de riesgo 2; por último, si el valor es menor o igual a 1,5, la firma se considera de riesgo alto o grupo de riesgo 1 (véase el Cuadro R3.2)

Resultados de la clasificación por riesgo de descalce cambiario negativo

Firmas del sector privado real colombiano

A continuación, se describen los resultados del cálculo de los indicadores de riesgo relativos a la importancia del descalce cambiario negativo de las empresas privadas del sector real colombiano. Dentro de este análisis no se incluyen las firmas del sector financiero tanto depositario (bancos) como no depositario (otras empresas financieras), así mismo, se excluyen algunas firmas que poseen pasivos por *leasing* financiero debido a que este tiene como garantía un activo real (bien de capital) del mismo valor. Incluir estas últimas podría sesgar el análisis de riesgos cambiarios.

En 2021 se estima que 8.231 firmas colombianas presentaron descalce cambiario negativo por valor de USD 29.804 millones de dólares² (USDm). Del total de firmas, para 2.631 (32%) se cuenta con información de balances, las cuales responden por el 62% (USD 18.603 m) del monto total del descalce cambiario negativo, proporciones similares a las observadas en los últimos años (véase el Gráfico R3.1). A partir de esta muestra de firmas se calculan los indicadores y se clasifican de acuerdo con su nivel de riesgo.

Los resultados de los componentes (véase el Gráfico R3.2) muestran que los principales factores de riesgo para las firmas son la proporción de descalce sobre activos totales y la participación de capital extranjero. Si bien la mayoría de las firmas se clasifican en el menor nivel de riesgo en el primer indicador, el valor del descalce es significativamente más bajo en proporción, frente a las firmas con un nivel de riesgo mayor según este indicador. Por otro lado, en la participación de capital extranjero la mayoría de las firmas se clasifica en el nivel más alto de riesgo y su nivel de descalce es ligeramente superior al de los otros dos

² Los valores varían con respecto a los resultados presentados en el primer semestre debido a la actualización de las fuentes de información.

Cuadro R3.2
Principales resultados del ejercicio

Grupo de riesgo	Indicador total
1	$y \leq 1,5$
2	$1,5 < y \leq 2,5$
3	$y > 2,5$

$$y = \frac{a + b + c}{3}$$

Fuente: Elaboración propia.

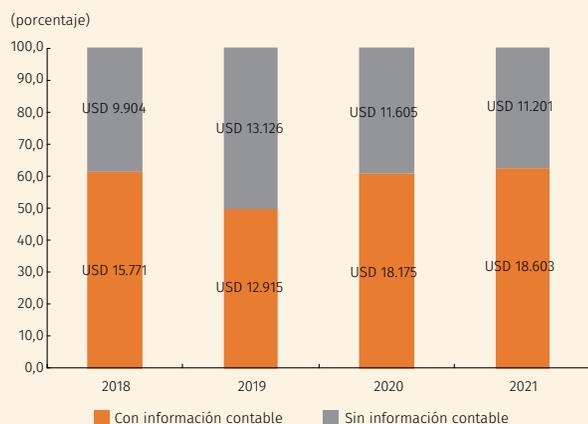
grupos de riesgo (nivel 2 y 3), en donde se clasifican un menor número de firmas en proporción. Por otro lado, el indicador de balance comercial como proporción de los ingresos operacionales evidencia que el 40 % del número de firmas y del valor del descalce se clasifican en el nivel de riesgo más bajo. Esto indica que, si bien algunas firmas están expuestas a un mayor riesgo por los dos primeros indicadores, pueden estar cubiertas por su baja exposición cambiaria de flujos.

A partir de los tres componentes se construye el indicador de riesgo global, el cual promedia las calificaciones resultantes. El nivel 1 se interpreta como el de mayor riesgo, mientras que el nivel 3 el de menor. Los resultados sugieren que (véase el Gráfico R3.2), tanto por nivel de descalce como por número de firmas, la principal clasificación obtenida para las firmas analizadas es el nivel medio. Las firmas con una exposición alta que pueden llegar a tener problemas de liquidez o solvencia que ponga en riesgo su estabilidad ante depreciaciones cambiarias son una proporción baja tanto en número de firmas como en monto de descalce, proporción muy parecida al nivel de riesgo definido como bajo.

Dado que los niveles 1 y 2 podrían estar en riesgo ante situaciones de volatilidad económica, estas firmas se clasifican por sectores económicos para un mayor análisis. Los tres principales sectores que agrupan el 61% de las firmas y el 52% del valor de descalce son de producción de bienes transables y con oferta exportadora (véase el Gráfico R3.3). Lo anterior indica que estas firmas poseen algún grado de cobertura contra eventos de depreciación debido a la capacidad de tener ingresos en dólares. Esto se evidencia principalmente en el sector de explotación de minas y canteras, en donde una gran proporción de la producción se destina a la exportación y está concentrado en pocas firmas.

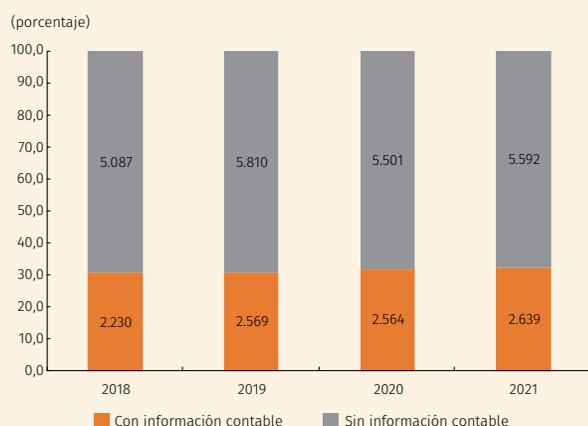
Gráfico R3.1
Descalce cambiario negativo: información contable

A. Descalce cambiario negativo



Nota: Cifras en millones.

B. Número de firmas con descalce cambiario negativo



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología.

Firmas del sector público colombiano

En 2021 el descalce negativo de las empresas del sector público, las cuales suman dieciséis firmas, asciende a USD 21.104 millones, un 98 % del cual se concentra en tres conglomerados pertenecientes al sector minero energético y de suministro de electricidad, gas y agua. Estas firmas participan activamente en la exportación de bienes, por lo que cuentan con coberturas naturales. En general, estas cuentan con importantes inversiones directas en el exterior, particularmente en Centro y Suramérica, y tienen alta participación dentro de sus respectivos mercados, lo cual les permite transferir a sus consumidores los mayores costos asociados con una depreciación del peso (véase el Gráfico R3.3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2022).

Con respecto a 2020, el incremento del descalce fue del 28 % (USD 4.443 m), en su mayoría explicado por el endeudamiento incurrido por parte de estas firmas para financiar inversiones en el sector eléctrico.

Escalando el descalce a los activos totales de 2021, este alcanza el 23%, 4 pp más que el año inmediatamente anterior (Gráfico R3.4).

En cuanto al indicador de riesgo, las dieciséis firmas públicas analizadas mostraron un comportamiento homogéneo, ubicándose en el grupo de menor riesgo³. Puede decirse lo mismo si la información se agrupa por conglomerados empresariales. El bajo nivel de riesgo obedece a que no poseen déficits de comercio exterior o porque registran un descalce respecto a los activos menor al 20 %.

3 Por este motivo en esta sección no se presentan los resultados tal y como se construyen para el sector privado.

Gráfico R3.2

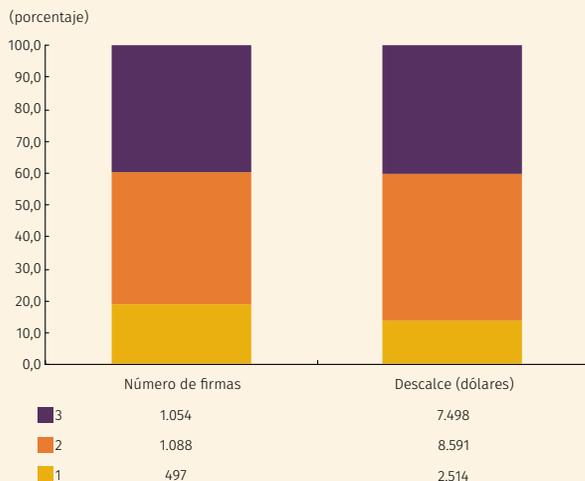
A. Descalce/Activos totales



C. Participación de capital extranjero



B. Balance comercial/Ingresos operacionales

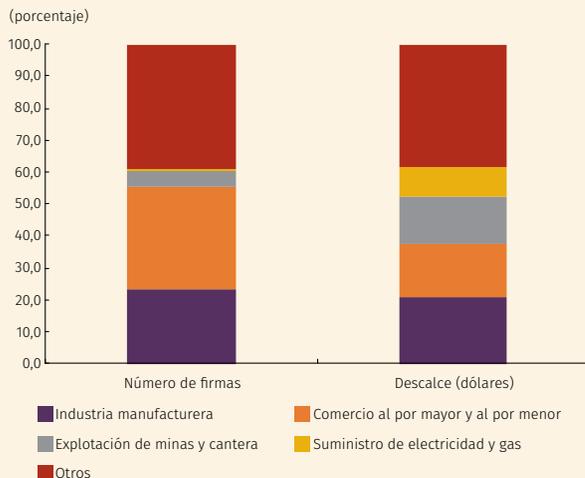


D. Indicador total



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes y cálculos descritos en la metodología.

Gráfico R3.3
Clasificación por sector económico firmas del grupo de riesgo 1 y 2



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología

Gráfico R3.4



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología

Conclusión

Los resultados sugieren que la mayoría de firmas evaluadas se clasifican como de riesgo medio, y acumulan el mayor valor del descalce total. Una pequeña porción se ubica dentro del grupo de mayor riesgo cambiario, con un descalce total que representa el 18% del monto total del descalce negativo. Estas firmas (ambos grupos) pertenecen a sectores económicos con producción de bienes transables y con oferta exportadora (explotación de minas y canteras, industria manufacturera, comercio), así como a sectores regulados y con una participación de mercado concentrada en pocas firmas (suministro de electricidad y gas, e información y comunicaciones). Ante la coyuntura cambiaria actual, algunas firmas pueden haber sufrido un deterioro en estos indicadores, al aumentar su nivel de vulnerabilidad. Por último, las firmas que concentran el descalce del sector público se ubican en el grupo de menor riesgo, ya que cuentan con coberturas naturales, alta participación dentro de sus respectivos mercados y bajos niveles de descalce respecto a los activos.