



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ENCUESTA AL SECTOR CORPORATIVO

Marzo de 2014

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1692 - 4029

ENCUESTA AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

El presente informe contiene los resultados de la encuesta trimestral de estructura de financiamiento y la semestral de riesgo cambiario, las cuales tienen como propósito profundizar el conocimiento sobre el financiamiento de una muestra representativa de las empresas pertenecientes a los sectores de comercio y manufacturero y el uso de instrumentos derivados de tasa de cambio. Estas encuestas fueron elaboradas por el Banco de la República y Fedesarrollo.

1. Encuesta trimestral de estructura de financiamiento

El presente estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en febrero de 2014 a doscientas empresas de los sectores de manufactura y comercio, agrupados en cuatro temas, a saber: la demanda de crédito, la percepción de los empresarios sobre la restricción al crédito, la tasa de interés y las posibles solicitudes de crédito durante los próximos tres meses. El análisis se realiza por tamaño¹ y sector económico.

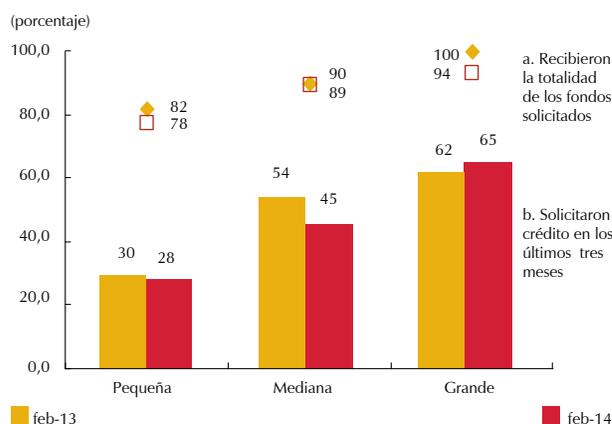
a. Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos durante los últimos tres meses (noviembre, diciembre de 2013 y enero de 2014), el 45% respondió afirmativamente. En la clasificación por tamaño se observa que, al igual que en encuestas anteriores, las solicitudes se incrementan a medida que el tamaño de las empresas aumenta; así, el 65% de las grandes solicitaron crédito, mientras que, en promedio, el 37% de las medianas y las pequeñas lo hicieron (Gráfico 1, panel A). Con respecto a febrero de 2013, se destaca la reducción en el porcentaje de empresas medianas que solicitaron crédito, pasando de ser el 54% al 45% un año después. Por sector, un porcentaje mayor de empresas industriales (47%) ha solicitado un crédito frente a las comerciales (43%) (Gráfico 1, panel B).

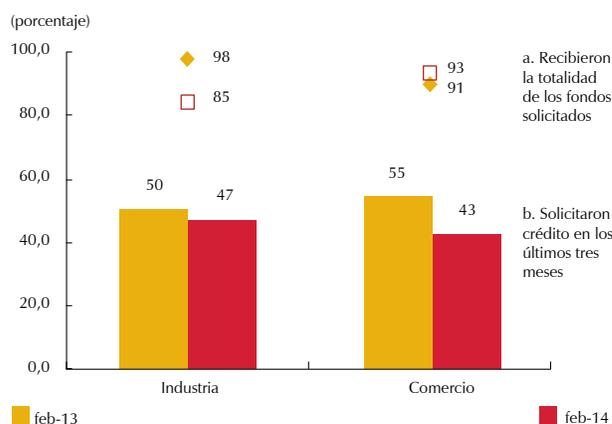
1 De acuerdo con la Ley 905 de 2004, las empresas se pueden clasificar por el tamaño de sus activos, de la siguiente manera: i) pequeña: valor de los activos totales entre 501 y 5.000 SMMLV; ii) mediana: valor de los activos totales entre 5.001 y 30.000 SMMLV, y iii) grande: valor de los activos totales mayor que 30.000 SMMLV.

Gráfico 1
Demanda de crédito

A. Por tamaño



B. Por sector



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

En cuanto al crédito efectivamente desembolsado, la mayoría de empresas (89%) afirma haber recibido la totalidad de los fondos solicitados. Vale la pena resaltar la disminución en el porcentaje de firmas grandes que recibieron la totalidad del crédito solicitado, el cual pasó de 100% en febrero de 2013 a 94% doce meses después (Gráfico 1, panel A). Asimismo, durante este lapso, por sector, se observa que tanto para industria como comercio se observa una reducción de los porcentajes de empresas que en efecto recibieron la totalidad de los fondos, al pasar en el primer caso de 98% a 85% y el segundo de 93% a 91%.

Por su parte, las que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo: el hecho de que no lo necesitaban (61%), que sustituyen la financiación con el sistema financiero por otras modalidades –por ejemplo, con crédito de proveedores² (8%)–, que querían reducir su endeudamiento (5%), por considerar que la tasa de interés es alta (5%) y por tener incertidumbre sobre el futuro de la economía (3%). Por tamaño, un porcentaje mayor de las medianas responde que no lo necesita (67%), frente al 59% y 57% de las grandes y pequeñas. La segunda razón más importante para las empresas grandes y medianas es reducir el nivel de endeudamiento y sustituir la financiación con el sistema financiero por otras modalidades. Esta última razón es la segunda de mayor importancia para las empresas pequeñas (Gráfico 2, panel A). Por sector, el 66% de las industriales no necesitaba *versus* un 57% en el caso de las comerciales (Gráfico 2, panel B).

b. Restricciones al crédito

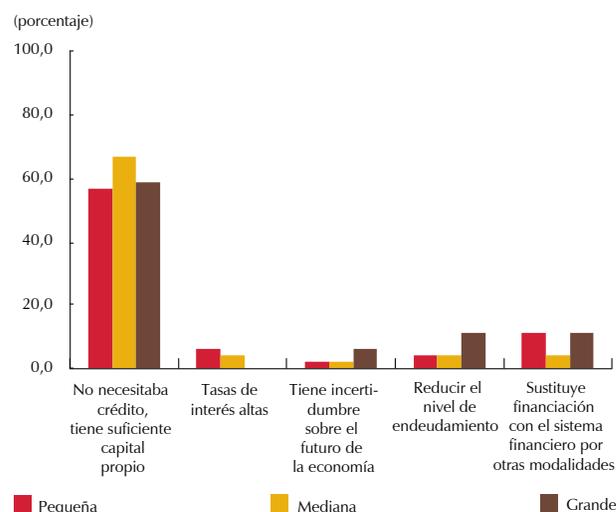
Con respecto a las restricciones al crédito, se continúa observando que gran parte de los encuestados perciben que el crédito ha estado nada o poco restringido (75%). Este porcentaje aumenta con el tamaño, donde en promedio el 88% de las grandes y el 73% de las medianas consideran que no estuvo restringido, frente al 68% de las pequeñas. Por sector no se perciben grandes diferencias, pues en promedio el 75% percibe que ha estado nada o poco restringido. Sobre las restricciones al crédito que se esperan durante los próximos tres meses, los porcentajes son similares a los mencionados, aunque las empresas pequeñas lo perciben un poco más restringido hacia futuro (19%) (Gráfico 3).

c. Tasa de interés

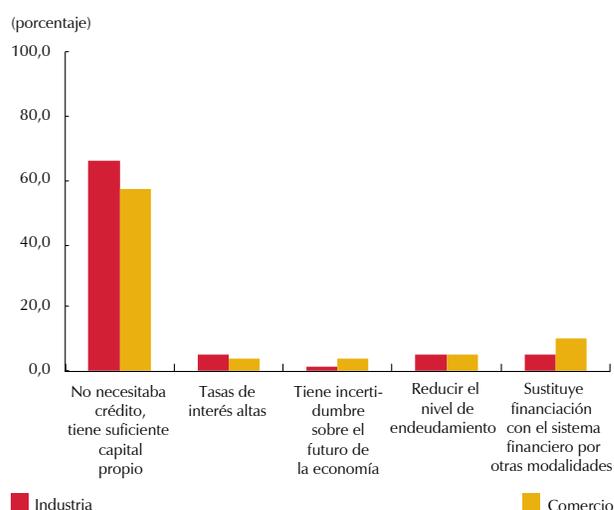
Del total de empresas el 26% considera que aumentarían las tasas de interés de los créditos que espera solicitar durante los próximos tres meses. El porcentaje que piensa que disminuirán cayó, al pasar de 29% en febrero de 2013 a 13% un año después. Por tamaño

Gráfico 2
Razones por las cuales no solicitó crédito formal

A. Por tamaño



B. Por sector



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo *Encuesta trimestral de estructura de financiamiento*; cálculos del Banco de la República.

se encuentra que las firmas pequeñas son las que en mayor porcentaje creen que la tasa se incrementará (32%) (Gráfico 4), mientras que por sector, el 30% de las industriales y el 22% de las de comercio creen que en los próximos tres meses la tasa de interés para los créditos de sus empresas aumentará.

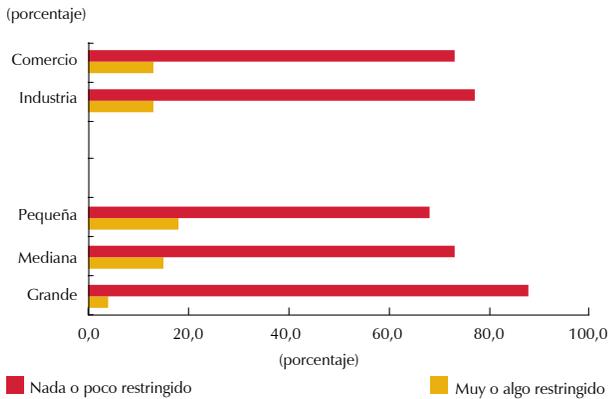
d. Solicitudes de crédito en el futuro

Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en los próximos tres meses, un poco menos de la mitad res-

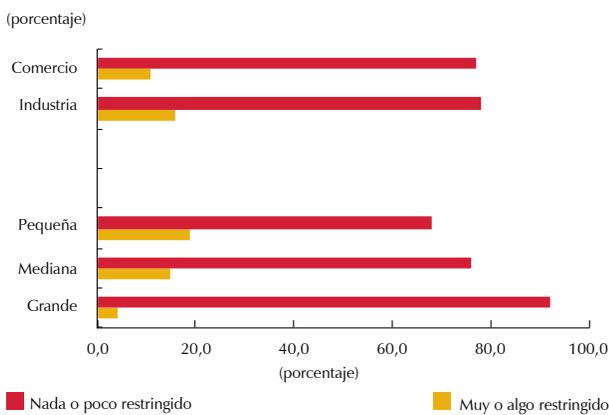
2 La opción “Sustituye financiación con el sistema financiero por otras modalidades (p. e.: crédito con proveedores)” se empezó a incluir desde la encuesta aplicada en febrero de 2014.

Gráfico 3
Restricciones al crédito

A. ¿Qué tan restringido estuvo el crédito en los últimos tres meses?

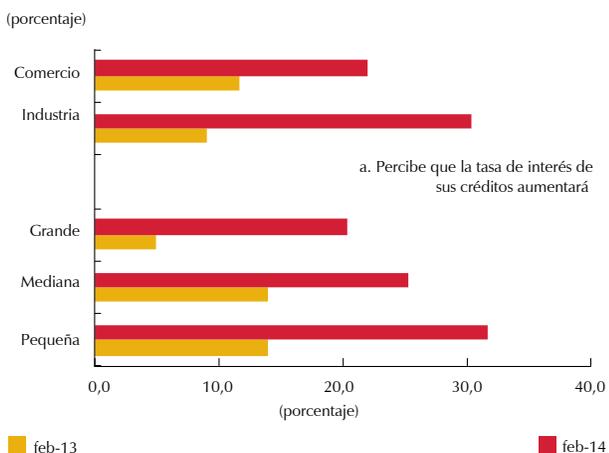


B. ¿Qué tan restringido espera que esté el crédito en los próximos tres meses?



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

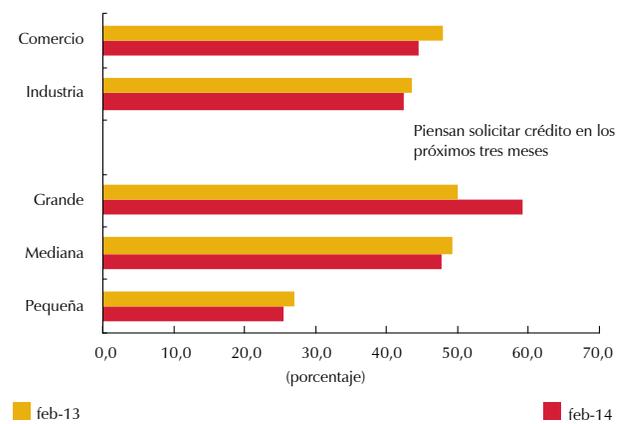
Gráfico 4
Tasa de interés



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

pondió que sí lo hará (44%). Sin embargo, al desagregar por tamaño, se encuentra que un alto porcentaje de empresas grandes (59%) respondieron afirmativamente, frente al 48% y 25% de las medianas y pequeñas. Por sector, al igual que hace un año, no se observa una gran diferencia entre la proporción de empresas de comercio que aseguran que demandarán crédito (45%) versus la cifra para las industriales que sí que lo harán (42%) (Gráfico 5).

Gráfico 5
Solicitudes de crédito en el futuro



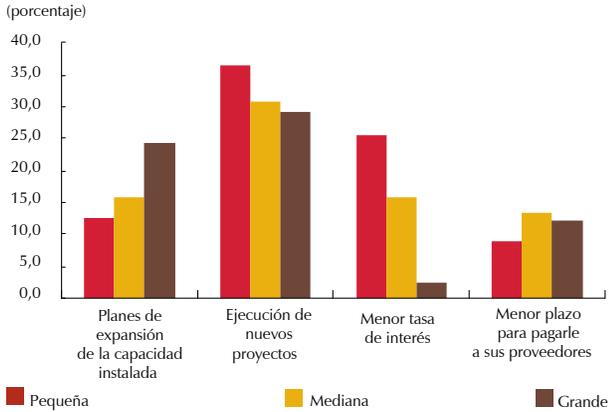
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

Al indagar por las razones que los llevarían a aumentar sustancialmente la demanda de crédito en los próximos tres meses (Gráfico 6), los resultados son similares. Por un lado, las empresas grandes afirman que la ejecución de nuevos proyectos (29%) y planes de expansión de la capacidad instalada (24%) serían la principales razones; mientras que para las medianas lo sería la ejecución de nuevos proyectos (31%). En cuanto a las empresas pequeñas, la razón principal que las llevaría a aumentar su demanda sería la ejecución de nuevos proyectos (36%), seguida por una menor tasa de interés (25%). Por sector económico, se observa que las de industria y comercio tienen preferencia por más crédito si tuvieran planes de ejecutar nuevos proyectos: 35% y 30%, respectivamente.

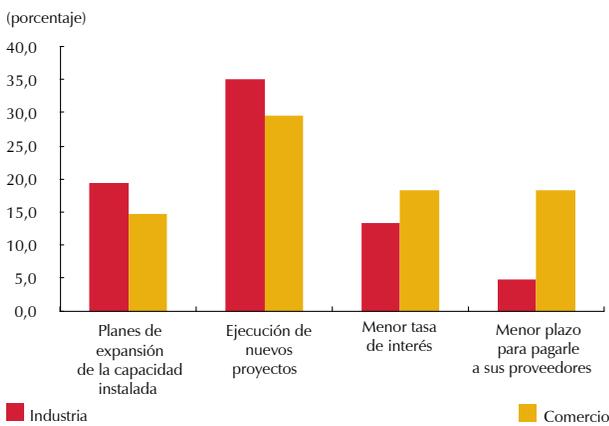
En síntesis, un poco menos de la mitad de los encuestados solicitó crédito en los últimos tres meses, donde por tamaño, las empresas grandes son aquellas que presentaron el mayor número de solicitudes. Por su

Gráfico 6
Razones que lo llevarían a ampliar sustancialmente la demanda por crédito

A. Por tamaño



B. Por sector



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

parte, las que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo el hecho de que no lo necesitaban y a que sustituyen la financiación con el sistema financiero por otras modalidades –por ejemplo mediante créditos proveedores–. Con respecto a la percepción sobre la oferta de crédito, se continúa observando que gran parte de los encuestados perciben que el crédito ha estado nada o poco restringido. Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en los próximos tres meses, un poco menos de la mitad respondió que sí lo hará. Además, la ejecución de nuevos proyectos y planes de expansión de la capacidad instalada son las principales razones que los llevarían a aumentar sustancialmente la demanda de crédito en los próximos tres meses.

2. Encuesta semestral de riesgo cambiario

Desde 1999 hasta la actualidad la tasa de cambio nominal peso por dólar estadounidense en Colombia ha estado sujeta a un régimen flexible, en el cual el Banco de la República permite que el precio del dólar sea fijado por el mercado, aunque tiene la facultad de intervenir cuando se vea amenazada su estabilidad. Este hecho impone un reto a las empresas colombianas expuestas al riesgo cambiario, pues el valor en pesos de sus activos o pasivos denominados en moneda extranjera podría presentar una variación indeseada (una disminución en el caso de los activos y/o un aumento en los pasivos).

Con el propósito de evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados³ para cubrirse ante fluctuaciones abruptas de la tasa de cambio, se realiza una encuesta semestral de riesgo cambiario. La versión más reciente se aplicó a 155 firmas manufactureras que por la naturaleza de su capital u operaciones en el extranjero se encuentran expuestas al riesgo cambiario. A continuación se presenta un análisis de los resultados a octubre de 2013.

a. Uso de derivados como instrumento de cobertura cambiaria

Los resultados indican que cerca de la mitad de las empresas encuestadas (49%) afirma haber usado derivados para cubrir el riesgo cambiario entre septiembre de 2012 y el mismo mes de 2013. Dicha cifra es inferior a la de la encuesta de abril de 2013 (58%). Adicionalmente, si bien los resultados de encuestas anteriores han sugerido que los derivados de tasa de cambio están siendo incorporados dentro de las decisiones corporativas de algunas de las empresas, su falta de uso por una proporción importante, a su vez, podría obedecer a una percepción de menor exposición al riesgo cambiario o

3 De acuerdo con el capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, un instrumento derivado que se utiliza con fines de cobertura es aquel “que se negocia con el fin de cubrir una posición primaria de eventuales pérdidas ocasionadas por movimientos adversos de los factores de mercado o de crédito que afecten dicho activo, pasivo o contingencia. Con la negociación de este tipo de instrumentos se busca limitar o controlar alguno o varios de los riesgos financieros generados por la posición primaria objeto de cobertura”.

a un desconocimiento de estos instrumentos, entre otras razones.

Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que el 49% de las encuestadas son exportadoras netas, y el restante está dividido entre importadoras netas (41%) y firmas que no comercian con el extranjero (10%)⁴. Cabe anotar que, frente a los resultados de abril de 2013, se encuentra que en octubre de dicho año las participaciones de los exportadores y los agentes que no comercian con el extranjero aumentaron, mientras que la de las empresas importadoras disminuyó⁵. Adicionalmente, se observa que la mayoría de empresas consultadas tienen montos expuestos que se ubican en el rango de US\$0 a US\$10 millones (25,9% de las importadoras y 41,7% de las exportadoras) (Gráfico 7).

Al analizar el uso de los derivados de tasa de cambio por los importadores y exportadores, distinguiendo por monto expuesto⁶, se encuentra que, en ambos grupos, el 100% de las empresas que se ubican en el rango de US\$10 a US\$20 millones hicieron uso de los derivados (Gráfico 8). Por grupo, y para los rangos restantes, cabe resaltar que para las empresas exportadoras netas en todas las categorías de exposición, la proporción de firmas que afirmaron usar este tipo de instrumentos es mayor al 50%. En contraste, esto no se observa para las importadoras

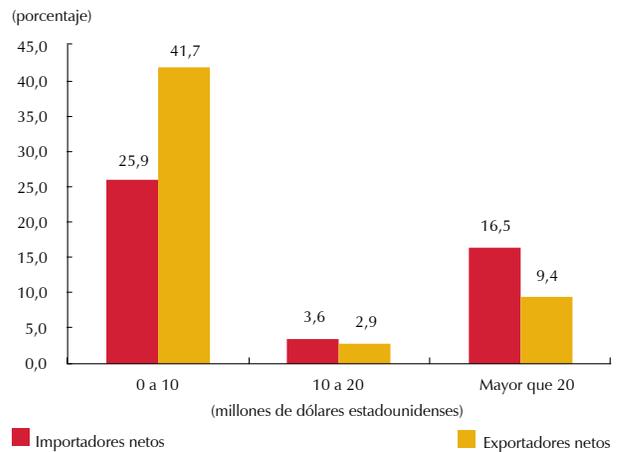
Por otra parte, al caracterizar estos agentes por tamaño y su participación en los créditos comerciales que otorga el sistema financiero, se observa que la mayoría son grandes (51%), mientras que la participación restante se distribuye entre las medianas (29%) y pequeñas (20%) (Gráfico 9).

4 Una empresa es importadora neta cuando sus importaciones son mayores que sus exportaciones. En caso contrario, se considera que es exportadora neta.

5 Para la encuesta de abril de 2013 la participación de las importadoras netas fue de 55%, para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 44% y para las que no comercian con el extranjero era de 1%.

6 En el caso de los importadores netos, este corresponde al total de importaciones a corte de diciembre de 2013. Para los exportadores netos, es el total de exportaciones a esta fecha de corte.

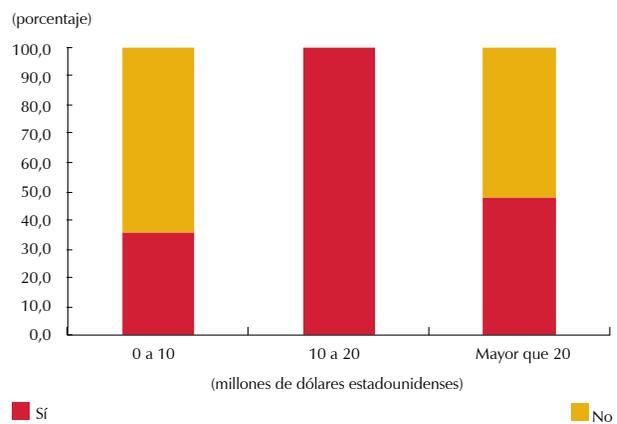
Gráfico 7
Distribución de las importaciones y exportaciones para las firmas encuestadas



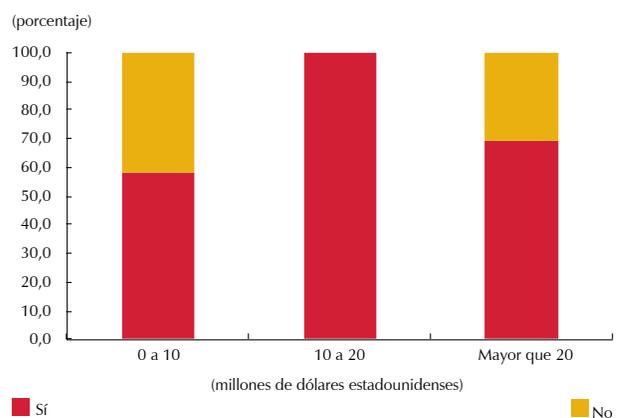
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8
Uso de derivados de tasa de cambio por comercio exterior

A. Importadores netos

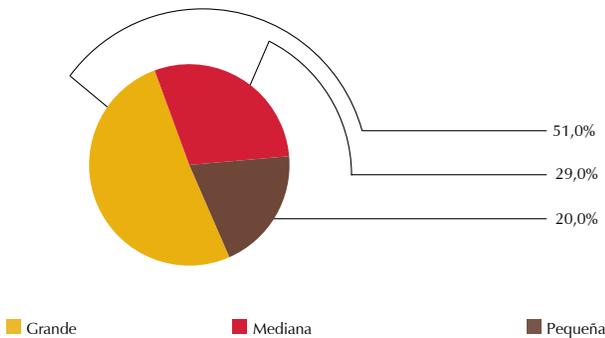


B. Exportadores netos



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013) y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9
Distribución de la muestra por tamaño
(porcentaje)



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013) y Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

Es importante resaltar que el 95,4% de las empresas encuestadas eran deudoras del sistema financiero a diciembre de 2013. El monto total de créditos que acumularon estas firmas a esta fecha tuvo una baja representatividad dentro del saldo de la cartera comercial (1,4%); no obstante, su participación en el portafolio de créditos comerciales denominados en moneda extranjera fue de 5,8%.

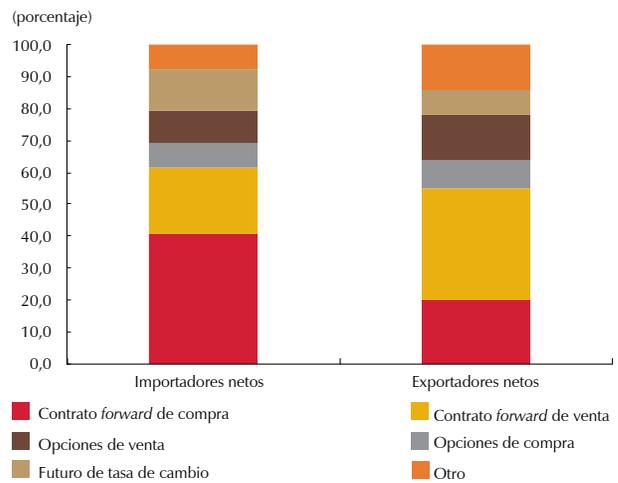
b. Instrumentos derivados utilizados por las empresas

Al preguntarle a las empresas por el tipo de contrato que usaron para hacer la cobertura⁷, se encontró que el *forward* es el instrumento más utilizado, donde el 29,6% cuenta con *forwards* de venta y el 27,8 % con *forwards* de compra.

El Gráfico 10 presenta la distribución por instrumento para importadores y exportadores netos. Como se puede observar, para los importadores netos es clara la preferencia hacia los *forwards* de compra (35% lo utilizan), mientras que el 38% de los exportadores prefiere los *forwards*

de venta. Lo anterior es lo esperado, debido a la naturaleza de su negocio⁸. Los instrumentos menos utilizados son las *opciones de venta* para los importadores y los *futuros de tasa de cambio* para los exportadores. Estos resultados pueden estar asociados con la preferencia por instrumentos más sencillos y con el deseo de las firmas de elegir derivados que se ajusten a sus necesidades.

Gráfico 10
Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013); cálculos del Banco de la República.

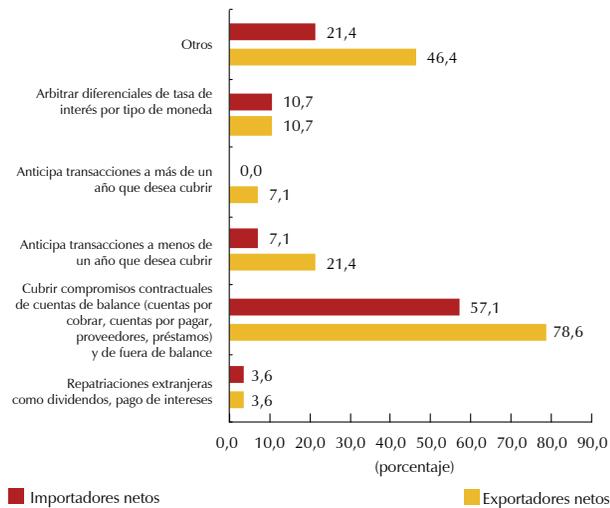
Otro aspecto importante es la finalidad que persiguen las empresas al emplear derivados como mecanismo de cobertura. La encuesta sugiere que los principales objetivos fueron cubrir las cuentas de balance (50,7%) y anticipar transacciones que se desean cubrir en menos de un año (10,7%), lo cual minimiza la volatilidad del flujo de caja. Al distinguir entre importadores y exportadores netos, se encuentra que para los dos grupos existe una preferencia por cubrir cuentas de balance (Gráfico 11).

Lo anterior coincide con las predicciones de la literatura sobre el uso de derivados, pues supone que la prioridad de las empresas al hacer uso de estos instru-

7 Para las empresas consultadas, se encuentra que la mayoría de estas hacen uso de cuatro instrumentos para cubrirse ante el riesgo cambiario: forwards, futuros, swaps y opciones. Para mayor información sobre cómo se define en detalle estos instrumentos, se sugiere consultar el capítulo XVIII, "Instrumentos derivados y productos estructurados", de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia.

8 Un importador necesita dólares para pagar los productos que ingresa al país, por tanto, para fijar el precio al que van a comprar el dólar y, de esta manera, estabilizar su flujo de caja, podría usar un *forward* de compra peso-dólar (un *forward* de compra peso-dólar es un instrumento financiero que obliga a la parte larga comprar dólares a un precio y tiempo determinados). En el caso de un exportador, podría acudir a pactar un *forward* de venta, pues recibe dólares, los cuales necesita vender.

Gráfico 11
Finalidad de emplear los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013); cálculos del Banco de la República.

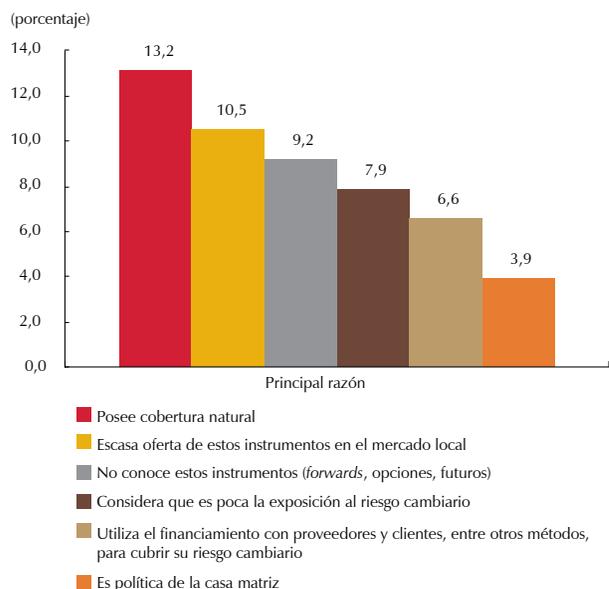
mentos debe estar encaminada a la disminución de la volatilidad del flujo de caja, en la medida en que esto permite contar con los fondos internos suficientes para ejecutar proyectos de inversión. Por otra parte, los resultados muestran que las repatriaciones extranjeras, y anticipar las transacciones a más de un año que se desean cubrir, son los objetivos menos comunes entre las empresas encuestadas.

c. Empresas que no utilizan derivados de tasa de cambio

Al indagar por la principal razón por la cual algunas empresas de las encuestadas no usan derivados de tasa de cambio a pesar de que están expuestas a riesgo cambiario, en el Gráfico 12 se observa que entre los motivos más importantes está el contar con cobertura natural (13,2%) y la escasa oferta de estos instrumentos en el mercado local (10,5%). Le siguen, en orden de importancia: el desconocimiento de los instrumentos financieros disponibles para hacer la cobertura (9,2%), la percepción de una baja exposición al riesgo cambiario (7,9%) y la financiación con proveedores y clientes (6,6%).

En cuanto a las demás razones para no usar derivados, al igual que lo ocurrido en la encuesta anterior, cabe resaltar que ninguna firma señaló que el no uso de de-

Gráfico 12
Motivos más importantes que las empresas exponen para no usar derivados^{a/}



a/ Se excluye la opción "otras" y la respuestas en blanco.
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2013); cálculos del Banco de la República.

rivados se debía a que la forma como se contabilizan estos instrumentos no es clara. Además, cabe destacar el alto porcentaje de los encuestados que respondieron que otros factores determinaron su decisión (46%). Dentro de este grupo se encuentran respuestas asociadas principalmente con las políticas de la casa matriz, la no necesidad de usarlos, entre otras razones.

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de octubre de 2013 muestran que el uso de instrumentos derivados en el manejo de riesgo cambiario se ha vuelto menos común en las empresas manufactureras. Asimismo, por grupo expuesto, se observa una menor preferencia por parte de los importadores. Lo anterior es relevante, pues estas firmas cuentan con un alto grado de exposición al riesgo de tasa de cambio, lo que implica que se encuentran expuestas a sufrir pérdidas por movimientos inesperados en la tasa representativa del mercado (TRM). Cabe anotar que en meses recientes se han registrado alzas en la tasa de cambio nominal, por lo cual se esperaría que en la próxima encuesta de riesgo cambiario los resultados sean acordes con este comportamiento.