



INFORME ESPECIAL DE  
**ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

---

ENCUESTA AL SECTOR CORPORATIVO

---

Septiembre de 2014

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

ISSN - 1692 - 4029

## ENCUESTAS AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Felipe Clavijo Ramírez  
Juan Sebastián Lemus\*

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 empresas pertenecientes a los sectores de comercio y manufactura 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 agosto de 2014 a 204 empresas<sup>1</sup> 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 la realización de prepagos de deuda con el sistema financiero. El análisis se realiza por tamaño<sup>2</sup> y sector económico.

#### a. Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos entre mayo y julio de 2014, el 40% respondió

afirmativamente. De este porcentaje, la mayoría (94%) manifestó haber recibido la totalidad de los fondos requeridos. 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 60% de las grandes solicitaron crédito, mientras que el 42% de las medianas y el 25% de las pequeñas<sup>3</sup> lo hicieron (Gráfico 1, panel A). Con respecto a la encuesta de agosto de 2013, se destaca la reducción en el porcentaje de empresas medianas y grandes que solicitaron crédito, pasando de ser el 55% y 69%, respectivamente, al 42% y 60% un año después. Vale la pena resaltar el incremento en el porcentaje de firmas grandes que recibieron la totalidad del crédito solicitado, el cual pasó de 93% en agosto de 2013 a 100% doce meses después (Gráfico 1, panel A).

Por sector, se observa que un porcentaje mayor de empresas industriales (42%) ha solicitado un crédito frente a las comerciales (37%). Al comparar con un año atrás, se observa que estos porcentajes son menores para los dos sectores. Asimismo, durante este lapso se aprecia que, tanto para industria como comercio se presenta un aumento de los porcentajes de empresas que en efecto recibieron la totalidad de los fondos, al pasar en el primer caso de 87% a 95%, y en el segundo de 91% a 92% (Gráfico 1, panel B).

Por su parte, las firmas que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo: el hecho de que no lo necesitaban (59%), que sustituyen la financiación con el sistema financiero por otras modalidades –por ejemplo, con crédito de proveedores<sup>4</sup> (13%)–, que querían reducir su endeudamiento (7%), por considerar que la tasa de interés es alta (3%) y por tener incertidumbre sobre el futuro de la economía (2%). Para todos los tamaños y sectores se observa un

\* Los autores son en su orden, profesional y profesional especializado del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 A junio de 2014 la cartera comercial con *leasing* financiero registraba 103.679 empresas privadas deudoras. Por ende, la muestra de esta encuesta representa la percepción del 0,2% del total de los deudores.

2 De acuerdo con la Ley 905 de 2004, las empresas se pueden clasificar por el tamaño de sus activos, de la siguiente manera: i) micro: valor de los activos totales inferior a 500 SMMLV, excluyendo la vivienda; ii) pequeña: valor de los activos totales entre 501 y 5.000 SMMLV; iii) mediana: valor de los activos totales entre 5.001 y 30.000 SMMLV, y iv) grande: valor de los activos totales mayor que 30.000 SMMLV.

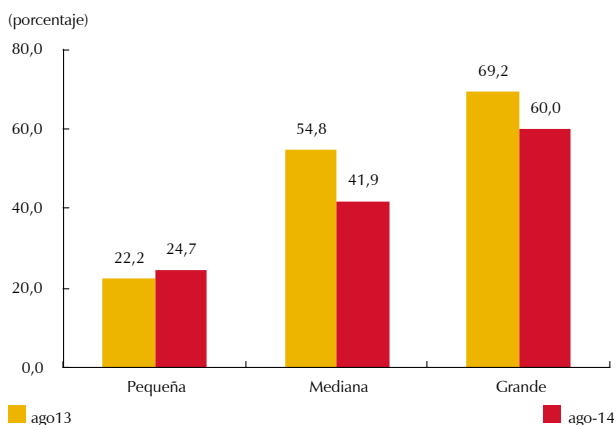
3 En el grupo de empresas pequeñas también se incluyen las microempresas.

4 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.

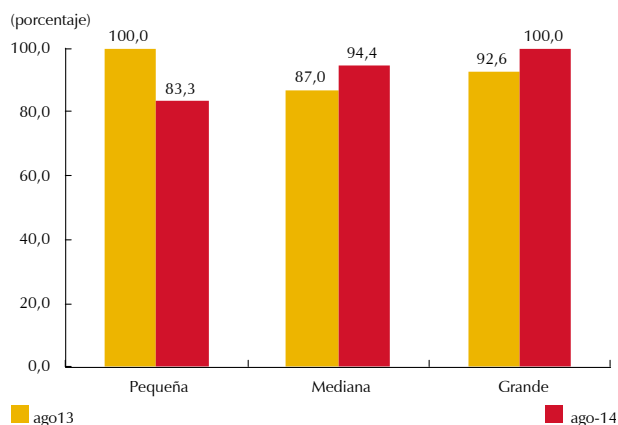
Gráfico 1  
Demanda de crédito

A. Por tamaño

¿Solicitaron crédito en los últimos tres meses?

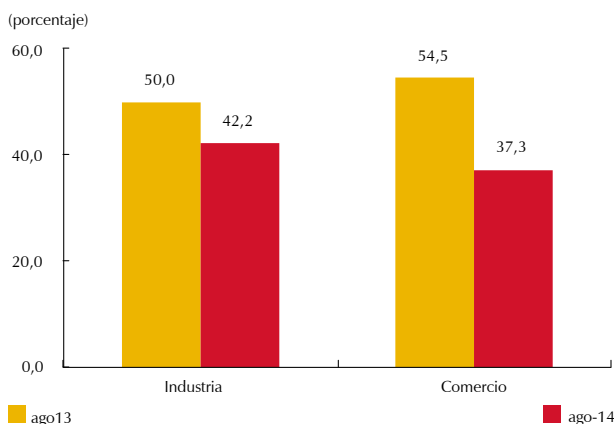


¿Recibieron la totalidad de los fondos solicitados?

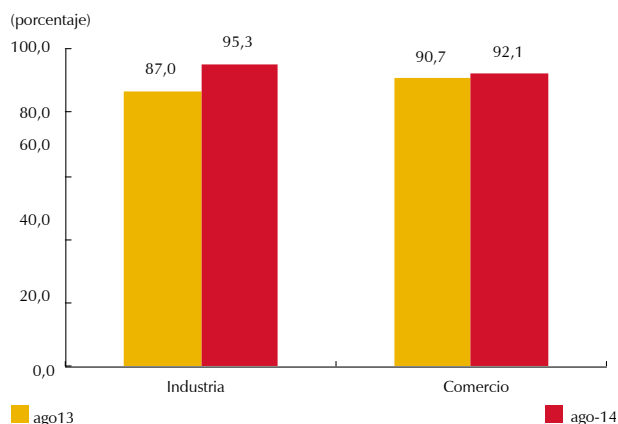


B. Por sector

¿Solicitaron crédito en los últimos tres meses?



¿Recibieron la totalidad de los fondos solicitados?



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

comportamiento similar al de la muestra total (Gráfico 2, paneles A y B).

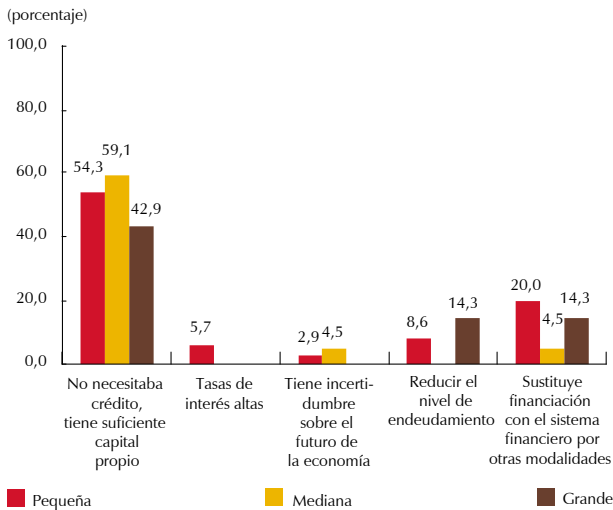
Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en los próximos tres meses, menos de la mitad respondió que sí lo hará (35%). Por tamaño, se encuentra que el 51% de empresas grandes respondieron afirmativamente, mientras que para las medianas y pequeñas sus porcentajes se situaron en 33% y 26%, respectivamente. Con respecto a hace un año, las proporciones fueron similares para estas últimas empresas, mientras que para las grandes fue menor. Por sector, el porcentaje

de firmas de comercio e industria que piensan solicitar crédito en el futuro se redujo, pasando de 51% a 39% en el caso de las comerciales y de 39% a 31% en el de las industriales (Gráfico 3).

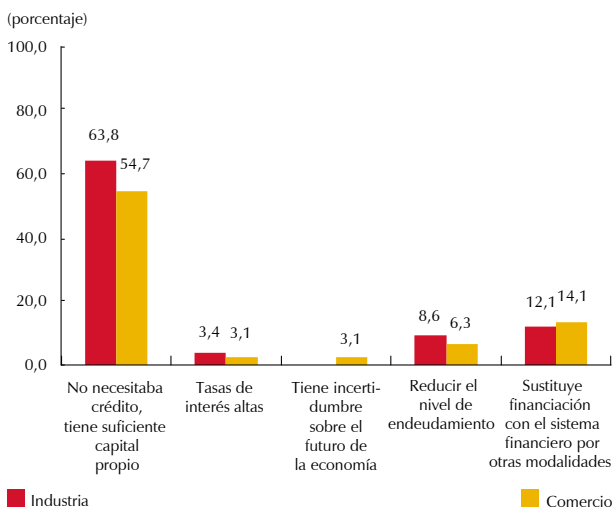
Al indagar por las razones que las llevarían a aumentar sustancialmente la demanda de crédito en los próximos tres meses, todos los tamaños de empresas afirman que las principales razones serían la ejecución de nuevos proyectos y la expansión de la capacidad instalada (Gráfico 4, panel A). Por sector económico, se observa que las de industria y comercio tendrían

**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.

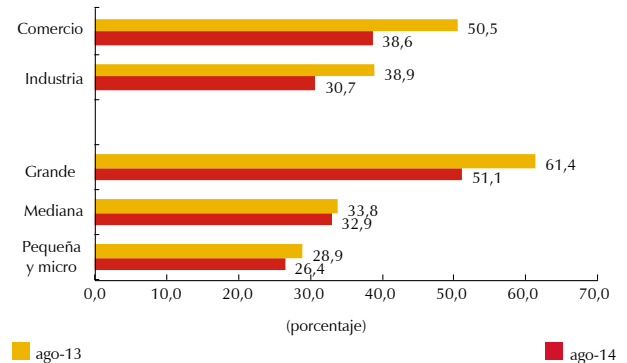
preferencia por más crédito con el objetivo de ejecutar nuevos proyectos: 34% y 36%, respectivamente (Gráfico 4, panel B).

**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 (73%). Este porcentaje aumenta con el tamaño, don-

**Gráfico 3**  
¿Piensan solicitar crédito en los próximos tres meses?

(porcentaje)

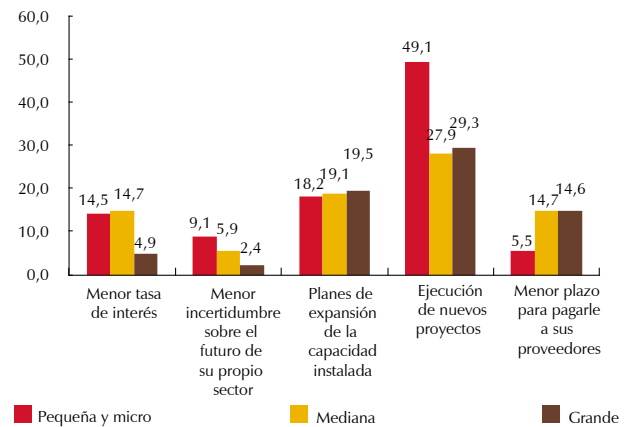


Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 4**  
Razones que lo llevarían a ampliar sustancialmente la demanda por crédito

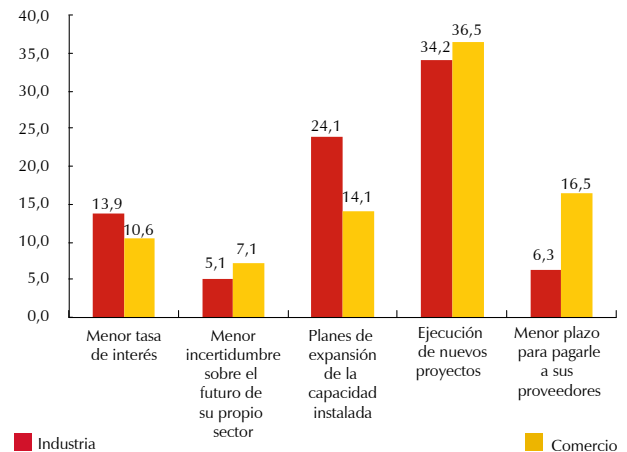
**A. Por tamaño**

(porcentaje)



**B. Por sector**

(porcentaje)

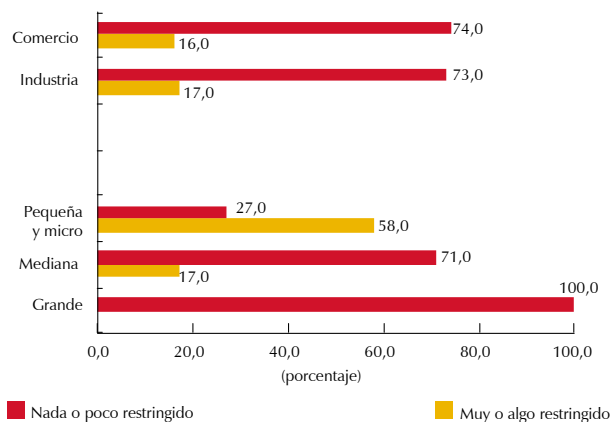


Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

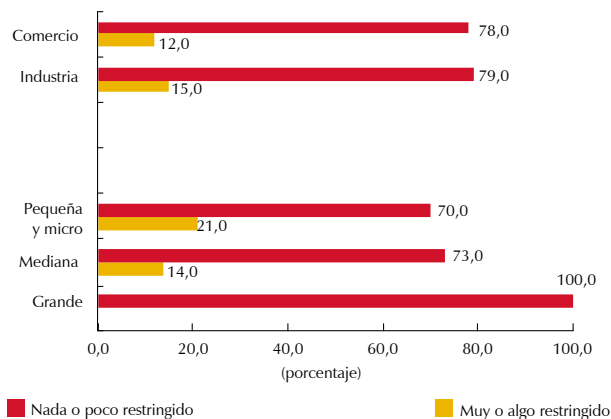
de el 100% de las grandes y el 71% de las medianas consideran que no estuvo restringido, frente al 27% de las pequeñas. Se destaca que un poco más de la mitad de estas últimas (58%) considera que el otorgamiento de préstamos por parte de las entidades financieras ha estado muy o algo restringido. Por sector no se observan grandes diferencias, pues en promedio el 73,5% 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, con excepción de las empresas pequeñas, las cuales perciben que las restricciones van a disminuir (70%) (Gráfico 5).

Gráfico 5  
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?

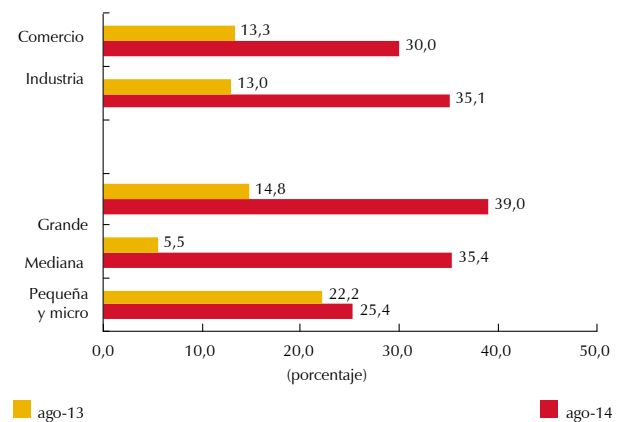


Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

c. Tasa de interés

Del total de empresas el 32% considera que aumentarán las tasas de interés de los créditos que espera solicitar durante los próximos tres meses, mientras que tan solo el 5% piensa que disminuirán. Por tamaño se encuentra que, con respecto a la encuesta de hace un año, el porcentaje de firmas que considera que la tasa aumentará, se incrementó, en especial para las grandes, donde pasó de 15% a 39%. De igual manera, por sector, los porcentajes fueron mayores a los de doce meses atrás, ubicándose en 35% para las industriales y en 30% para las de comercio (Gráfico 6).

Gráfico 6  
¿Percibe que la tasa de interés de sus créditos aumentará?



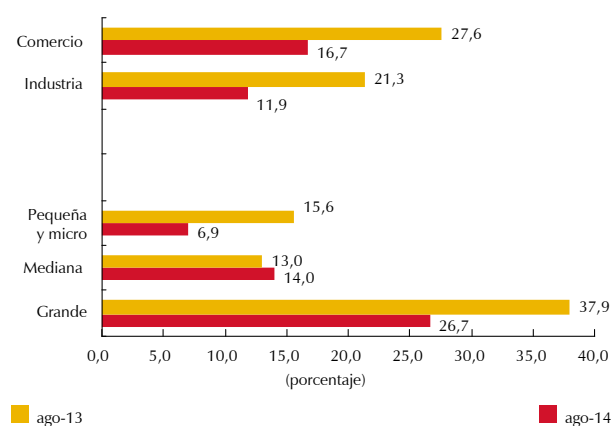
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo Encuesta trimestral de estructura de financiamiento; cálculos del Banco de la República.

d. Prepagos de deuda con el sistema financiero

Al indagar por la realización de prepagos con el sistema financiero, el 14% de las empresas encuestadas afirmó haberlos hecho. Por tamaño, se observa que las empresas grandes son las que suelen realizar más prepagos (27%), seguidas por las medianas (14%) y las pequeñas (7%). Con respecto a la encuesta realizada hace un año, los anteriores porcentajes se redujeron para las grandes y pequeñas, mientras que para las medianas aumentó levemente. Por sector, en comparación con lo registrado hace doce meses, se observa una disminución del porcentaje de firmas industriales y comerciales que prepagaron deuda, situándose en 12% y 17%, en su orden (Gráfico 7).

En síntesis, los resultados de la encuesta de estructura de financiamiento de agosto de 2014 muestran que durante los últimos tres meses (mayo, junio y julio de 2014) menos de la mitad de los empresarios encuestados solicitó crédito, pese a que la mayoría de ellos considera que el crédito no está restringido. Aquellos que lo hicieron, recibieron la totalidad de los recursos solicitados; mientras que los que no solicitaron préstamos manifiestan que no lo hicieron porque no lo necesitaban o porque utilizaron otra fuente de financiación. En cuanto a la situación entre agosto y octubre de 2014, una menor proporción de firmas espera adquirir algún préstamo teniendo como principal objetivo la ejecución de nuevos proyectos y la expansión de la capacidad instalada.

**Gráfico 7**  
¿Ha prepagado deuda con el sistema financiero en los últimos tres meses?



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

## 2. Encuesta semestral de riesgo cambiario

Desde 1999 y 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 discrecionalmente. Esto 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 o un aumento en los pasivos) ante un comportamiento volátil de la tasa representativa del mercado (TRM).

Con el propósito de evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados<sup>5</sup> para cubrirse ante movimientos indeseados y fuertes de la tasa de cambio, se realiza una encuesta semestral de riesgo cambiario. La versión más reciente se aplicó a 156 firmas manufactureras que por la naturaleza de su capital u operaciones en el extranjero se encuentran expuestas al riesgo cambiario. Es importante resaltar que el 96,2% de las empresas encuestadas eran deudoras del sistema financiero al segundo trimestre de 2014. El monto total de créditos que acumularon estas firmas a esta fecha tuvo una baja representatividad dentro del saldo de la cartera comercial (1,8%); no obstante, su participación en el portafolio de créditos comerciales denominados en moneda extranjera fue de 15,6%.

A continuación se presenta un análisis de los resultados más recientes. Es decir, aquellos correspondientes a la encuesta aplicada en abril de 2014.

### a. *Uso de derivados como instrumento de cobertura cambiaria*

Los resultados indican que más de la mitad de las empresas encuestadas (57%) afirma haber usado derivados para cubrir el riesgo cambiario entre abril de 2013 y el mismo mes de 2014. Dicha cifra es superior a la de la encuesta de octubre de 2013 (49%), aunque similar a las registradas en encuestas anteriores. Llama la atención que una proporción importante de las empresas consultadas no use estos contratos, teniendo en cuenta que tienen alguna partida en moneda extranjera y, por ende, se encuentran expuestas al riesgo cambiario. 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, a

5 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”.

su vez, su falta de uso por un porcentaje significativo podría obedecer a una percepción de menor exposición al riesgo cambiario o a un desconocimiento de estos instrumentos, entre otras razones.

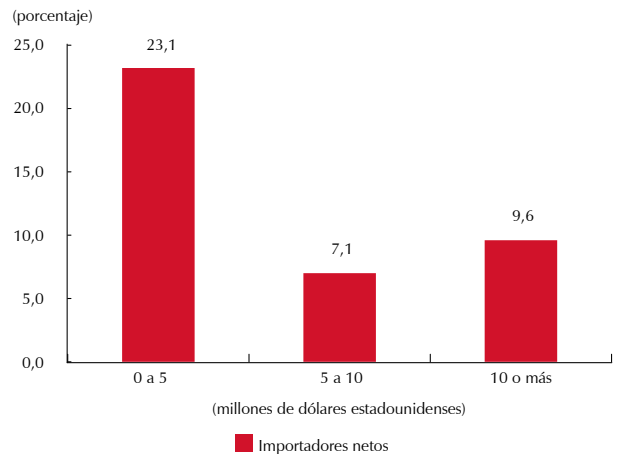
Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que el 39,7% de las encuestadas son exportadoras netas, y el restante está dividido entre importadoras netas (38,5%) y firmas que no comercian con el extranjero (21,8%)<sup>6</sup>. Esta distinción se realiza con el propósito de medir el desbalance cambiario de las empresas encuestadas, calculado como la diferencia entre exportaciones e importaciones (exportaciones netas). Frente a los resultados de octubre de 2013 se encuentra que en abril del año en curso las participaciones de los importadores y exportadores disminuyeron, mientras que la de los agentes que no transan en el exterior creció significativamente<sup>7</sup>.

Adicionalmente, se observa que la mayoría de empresas consultadas cuentan con un monto expuesto que se ubica en el rango de US\$0 a US\$5 millones (23,1% de las importadoras y 28,2% de las exportadoras) (Gráfico 8). Vale la pena aclarar que el monto expuesto corresponde a las exportaciones netas expresadas en términos absolutos.

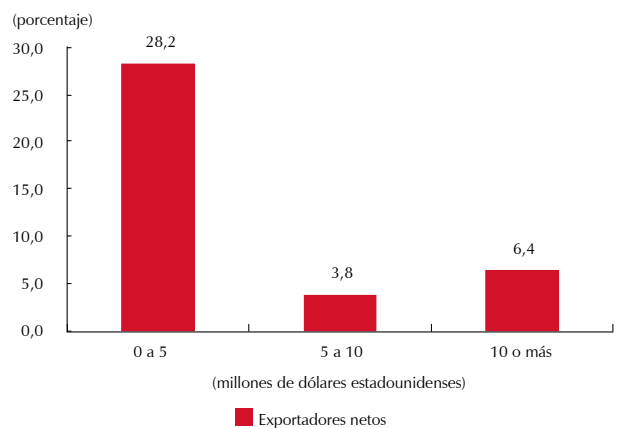
Al analizar el uso de los derivados de tasa de cambio por los importadores y exportadores, distinguiendo por exportaciones netas, se encuentra que en el primer caso, en todos los rangos estudiados, cerca del 60% de las empresas hizo uso de estos contratos (Gráfico 9, panel A). En contraste, para los exportadores netos se observa que, a medida que aumenta la exposición con el exterior, es decir, aumentan las exportaciones netas, la proporción de firmas que usan los derivados incrementa también. En particular, en el rango de US\$5 a US\$10 millones de dólares, el total de agentes usaron instrumentos derivados; asimismo, para exportaciones netas mayores a US\$10 millones, el 90% de los consultados afirmaron haberlos usado (Gráfico 9, panel B).

**Gráfico 8**  
Distribución de las exportaciones netas por importadores y exportadores netos

**A. Importadores netos (déficit de la balanza comercial en valor absoluto)**



**B. Exportadores netos (superavit de la balanza comercial)**



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (abril de 2014); cálculos del Banco de la República.

**b. Instrumentos derivados utilizados por las empresas**

De las empresas que usaron instrumentos derivados<sup>8</sup>, se encontró que el *forward* es el instrumento más utilizado, donde el 33% de los encuestados afirmaron

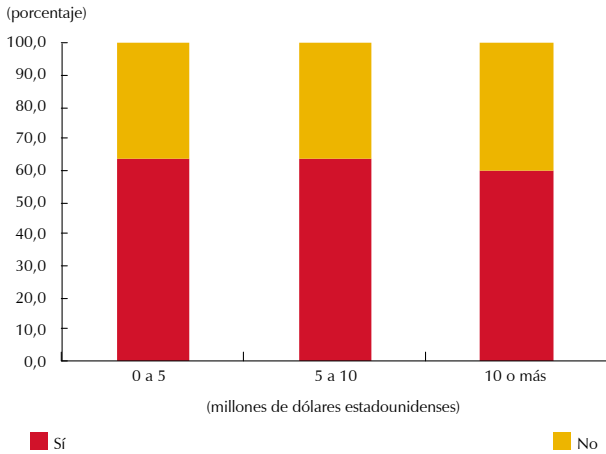
6 Una empresa es importadora neta cuando sus importaciones son mayores que sus exportaciones. En caso contrario, se considera que es exportadora neta.

7 Para la encuesta de octubre de 2013 la participación de las importadoras netas fue de 41%, para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 49% y para las que no comercian con el extranjero era de 10%.

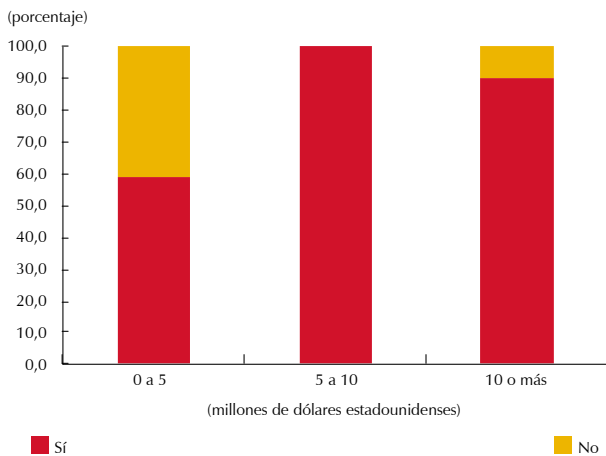
8 Para las empresas consultadas se encuentra que la mayoría de estas hacen uso de cuatro instrumentos para cubrirse ante el riesgo cambiario: *forwards*, futuros, *swaps* y opciones. Para mayor información sobre cómo se define en detalle estos instrumentos, se sugiere consultar el capítulo XVIII, “Instrumentos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

Gráfico 9  
Uso de derivados de tasa de cambio por comercio exterior

A. Importadores netos



B. Exportadores netos



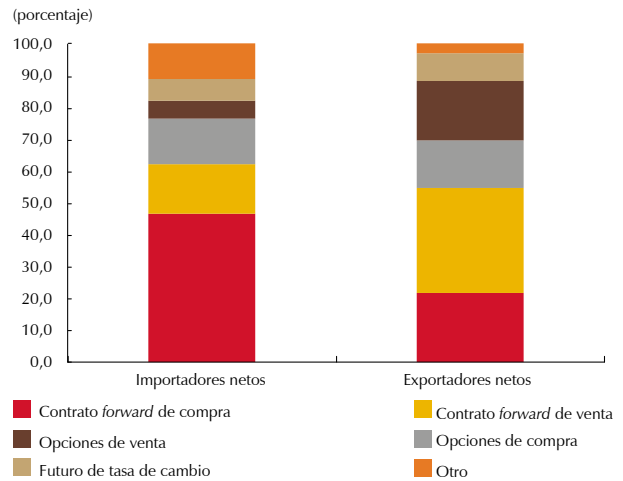
Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (abril de 2014); cálculos del Banco de la República.

haber usado *forwards* de venta y el 25% manifestaron que utilizaron *forwards* de compra.

Cuando las respuestas se distinguen por grupo expuesto, se encuentra que de los encuestados que afirmaron haber usado derivados, el 46% de los importadores usa *forwards* de compra, mientras que el 22% de los exportadores utiliza *forwards* de venta (Gráfico 10). Lo anterior es lo esperado, debido a la naturaleza de su negocio<sup>9</sup>. Sin embargo, es importan-

9 Un importador necesita dólares para pagar los productos que ingresa al país, por tanto, para fijar el precio al que va a comprar el dólar y, de esta manera, estabilizar su flujo de caja, usa un *forward de compra* peso-dólar (instrumento financiero que obliga a la par-

Gráfico 10  
Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (abril de 2014); cálculos del Banco de la República.

te resaltar que, con respecto a la encuesta anterior, se observa un incremento en la cifra para los importadores y una reducción para los exportadores. Por otra parte, los resultados más recientes muestran un mayor uso de contratos menos sencillos, tales como las opciones de venta y compra.

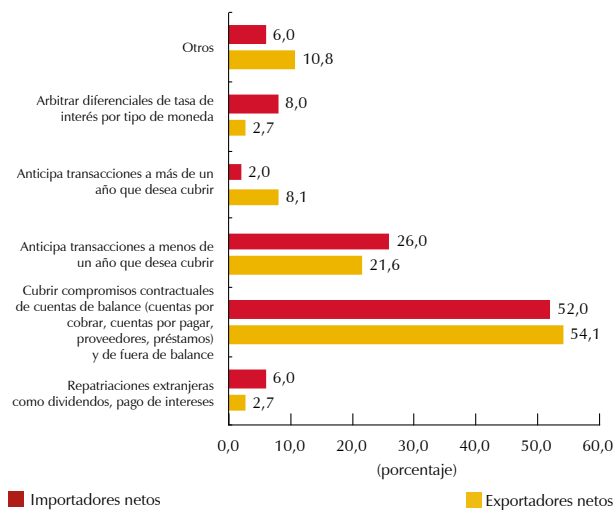
Otro aspecto importante es la finalidad que persiguen las empresas al emplear derivados como mecanismo de cobertura. La encuesta sugiere que los principales objetivos fueron cubrir las cuentas de balance (53%) y anticipar transacciones que se desean cubrir en menos de un año (23,8%), lo cual minimiza 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 instrumentos debe estar encaminada a disminuir 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 ex-

te larga comprar dólares a un precio y tiempo determinados). En el caso de un exportador, usaría un *forward de venta*, pues recibe dólares, los cuales necesita vender.



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



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (abril de 2014); cálculos del Banco de la República.

trajeras, y anticipar las transacciones a más de un año que se desean cubrir, son los objetivos menos comunes entre las empresas encuestadas.

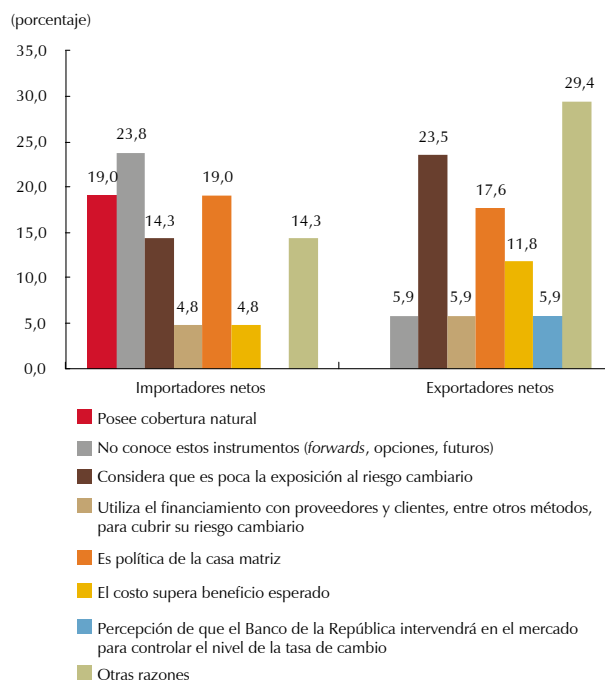
### c. Empresas que no utilizan derivados de tasa de cambio

Al indagar por la principal razón por la cual algunas empresas no usan derivados de tasa de cambio a pesar de que están expuestas a riesgo cambiario, se encuentra que entre los motivos más importantes está el considerar que la exposición al riesgo cambiario es baja (18%) y que hay desconocimiento de los instrumentos financieros disponibles para realizar la cobertura (18%). Le siguen, en orden de importancia: que es política de la casa matriz no usar derivados (12%), contar con cobertura natural (10%), recibir financiamiento por parte de proveedores y clientes (8%), y la percepción que el costo supera el beneficio (7%).

Cuando las respuestas se analizan por grupo expuesto, llama la atención que la segunda respuesta más importante por parte de los importadores netos es la de contar con cobertura natural (19%), teniendo en cuenta que estos agentes tienen más egresos que ingresos en moneda extranjera. Por su parte, para los exportadores netos que no usan derivados, ninguno

seleccionó esta opción. Ambos grupos señalan que no usar derivados se debe a políticas de la casa matriz y que consideran la exposición al riesgo cambiario como baja. Asimismo, se encuentra una mayor participación en la respuesta “desconocimiento de los instrumentos financieros disponibles” para los importadores netos frente a los exportadores (Gráfico 12).

**Gráfico 12**  
Motivos más importantes que las empresas exponen para no usar derivados



Fuentes: Encuesta de riesgo cambiario (abril de 2014); cálculos del Banco de la República.

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de abril de 2014 muestran que una mayor proporción de las empresas consultadas están haciendo uso de instrumentos derivados para cubrirse ante el riesgo cambiario frente a los resultados de octubre de 2013. No obstante, continúa la tendencia de una menor preferencia por parte de los importadores netos, siendo esto relevante de destacar, pues estas firmas, al igual que los exportadores netos, cuentan con un alto grado de exposición al riesgo de tasa de cambio, lo que implica que son vulnerables a pérdidas por movimientos inesperados en la TRM. El comportamiento reciente y volátil de esta variable hace ver la necesidad de que las empresas con alguna cuenta de su balance denominada en

moneda extranjera utilicen instrumentos adecuados para cubrirse ante el riesgo de tasa de cambio. Lo anterior vuelve a poner sobre la mesa el hecho de que tal vez no todas las empresas incorporan en sus políticas de inversión en moneda extranjera el usar derivados por un desconocimiento sus beneficios.