



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ENCUESTA AL SECTOR
CORPORATIVO PRIVADO

Septiembre de 2016

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

ISSN - 1692 - 4029

ENCUESTAS AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Felipe Clavijo Ramírez
 Angélica Lizarazo Cuéllar*

El presente informe analiza los resultados de las encuestas anuales de estructura de financiamiento y de riesgo cambiario, las cuales tienen como propósito profundizar en el conocimiento sobre el financiamiento de las firmas y el uso de instrumentos derivados de tasa de cambio. Estas encuestas fueron realizadas por el Banco de la República y Fedesarrollo sobre una muestra representativa de empresas¹.

1 Encuesta de estructura de financiamiento

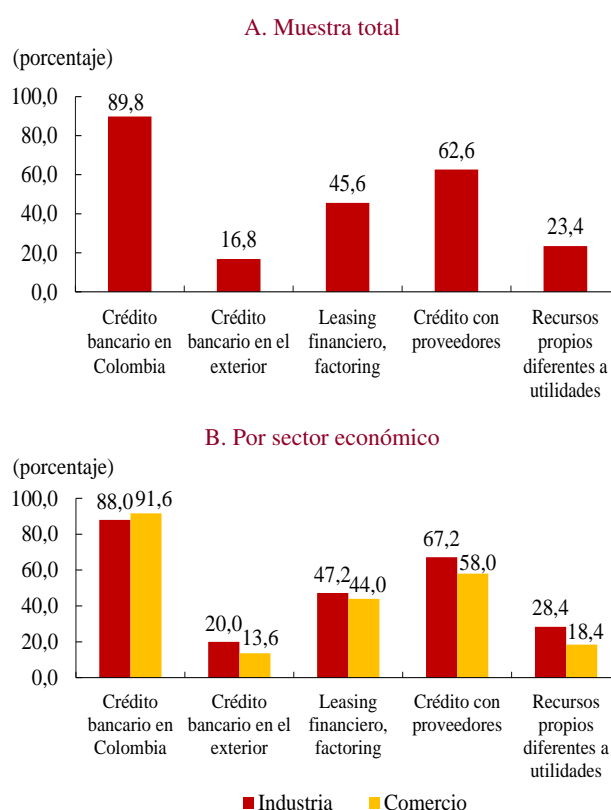
El presente estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en agosto de 2016 a 500 empresas² de los sectores de industria y comercio, agrupados en tres temas, a saber: las fuentes de financiación, la destinación de los recursos que adquieren con el sistema financiero y los factores que afectan el endeudamiento de las firmas. El análisis se realiza para la muestra total y por sector económico.

1.1 Fuentes de financiación

Cuando se consultó a los empresarios sobre las fuentes de financiación que utilizaron entre agosto de 2015 y el mismo mes de 2016, se encontró que el instrumento de fondeo más demandado es el crédito bancario local (89,8%), seguido de los préstamos con proveedores (62,6%),

el *leasing* financiero o *factoring* (45,6%, Gráfico 1, panel A). Por sector económico, las preferencias por las diversas fuentes de financiación son similares a las observadas para la muestra total (Gráfico 1, panel B).

Gráfico 1: ¿Cuáles de las siguientes fuentes de financiación utilizó durante el último año?



Fuente: Encuesta anual de estructura de financiamiento de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

Según la mayoría de firmas encuestadas, los préstamos con el sistema financiero local son su principal fuente de fondeo (68,0%), seguidos del crédito con proveedores (15,4%) y el *leasing* financiero o *factoring* (5,6%, Gráfico 2, panel A). Por sector económico se observa una distribución similar, destacándose que el porcentaje de firmas comerciales que considera el en-

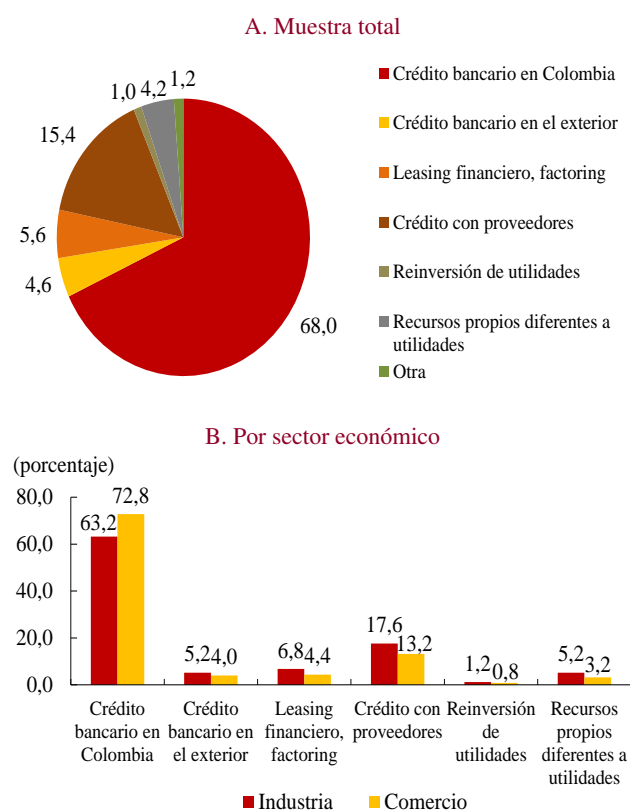
*Los autores son miembros del Departamento de Estabilidad Financiera. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹A partir de 2016 se cambió la periodicidad en la que se realizan las encuestas con el objetivo de ampliar la muestra. Actualmente las dos se realizan de forma anual a aproximadamente 500 firmas, mientras que antes la de estructura de financiamiento se hacía trimestralmente a alrededor de 200 firmas y la de riesgo cambiario semestralmente a cerca de 150 empresas.

²A junio de 2016 las empresas encuestadas registraron un saldo de cartera comercial de 8,7 billones, lo cual representa el 4,3% de la cartera comercial total otorgada al sector corporativo privado con corte a esa fecha.

deudamiento con establecimientos crediticios locales como su principal fuente de fondeo es mayor en 8,8 puntos porcentuales que el de las empresas del sector industrial (72,8% de las comerciales frente al 63,2% de las industriales, Gráfico 2, panel B).

Gráfico 2: ¿Cuál es su principal fuente de financiación?



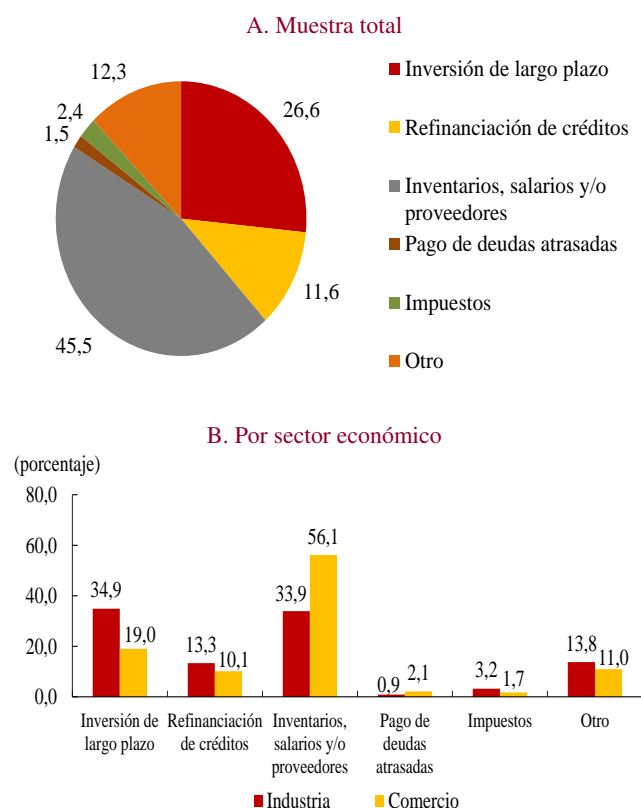
Fuente: Encuesta anual de estructura de financiamiento de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

1.2 Destinación de los recursos solicitados al sistema financiero

Con respecto a la destinación de los recursos solicitados al sistema financiero, el 45,5% de firmas encuestadas manifiesta que los utilizó o utilizará fundamentalmente para la adquisición de inventarios, pago de salarios y pago a proveedores, otro 26,6% los usó o usará para realizar una inversión de largo plazo (e.g. compra de maquinaria y equipo), 11,6% para la refinanciación de créditos, mientras que un 12,3% expresa que los empleó o empleará para otros fines, como la

inversión en otro tipo de capital de trabajo (Gráfico 3, panel A). Por sector económico se encuentra que más de la mitad de las empresas comerciales (56,1%) se endeuda esencialmente para la compra de inventarios, pago de salarios y pago a proveedores, mientras que en el sector industrial esta finalidad reduce su porcentaje a 33,9% y comparte nivel de importancia con la inversión de largo plazo (34,9%, Gráfico 3, panel B).

Gráfico 3: Destinación de los recursos solicitados al sistema financiero



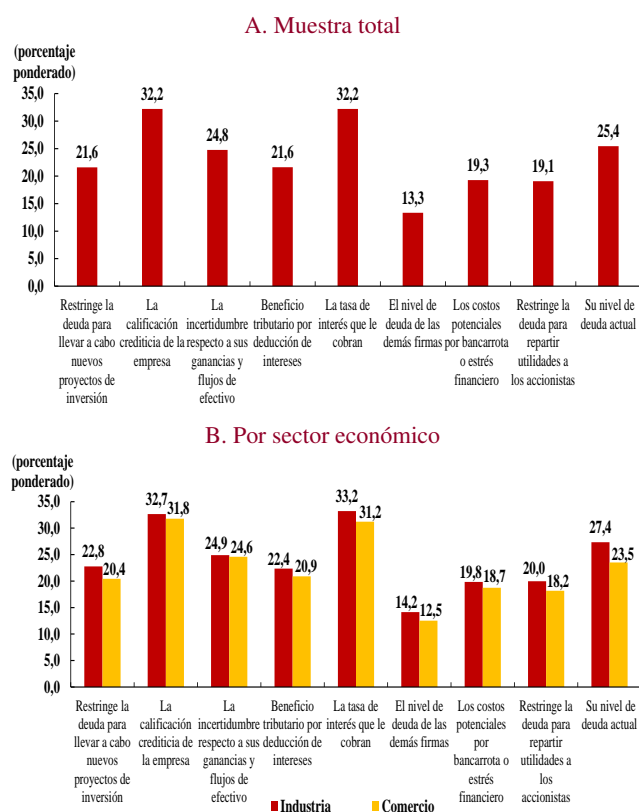
Fuente: Encuesta anual de estructura de financiamiento de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

1.3 Factores que afectan la decisión respecto al nivel de deuda que deben tener las empresas

Al indagar por los factores que los empresarios consideran que afectan el nivel de endeudamiento de sus firmas, se encuentra que los más importantes son la tasa de interés que deben pagar y la calificación crediticia que tenga en determinado momento la empresa.

La incertidumbre respecto a sus ganancias y flujos de efectivo y su nivel de deuda actual le siguen en orden de importancia. En contraste, el factor que menos influencia el endeudamiento de las empresas es el nivel de deuda de las demás firmas (Gráfico 4, panel A). Al analizar las respuestas por sector económico se observa una percepción muy similar a la de la muestra total y se aprecia que en comparación con las firmas comerciales, las industriales otorgan un mayor nivel de importancia a todos los factores analizados (Gráfico 4, panel B).

Gráfico 4: Factores que afectan la decisión respecto al nivel de deuda que debe tener la empresa



Fuente: Encuesta anual de estructura de financiamiento de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

En síntesis, los resultados de la encuesta anual de estructura de financiamiento muestran que entre agosto de 2015 y el mismo mes de 2016 la principal fuente de fondeo y más utilizada por los empresarios fueron los préstamos con el sistema financiero local, segui-

dos del crédito con proveedores. Del mismo modo se pudo evidenciar que los recursos adquiridos por las firmas con los establecimientos de crédito locales fueron destinados o serán destinados principalmente para la adquisición de inventarios, pago de salarios y pago a proveedores y en una menor medida para realizar inversiones de largo plazo y en otro tipo de capital de trabajo. Finalmente, se concluye que los factores que en la actualidad afectan de manera más importante el nivel de endeudamiento de las entidades son la tasa de interés que les cobran y la calificación crediticia que les otorgan.

2 Encuesta de riesgo cambiario

Desde 1999 y hasta la actualidad la tasa de cambio nominal del peso frente al 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 (M/E) podría presentar una variación indeseada (una disminución de los activos o un aumento en los pasivos) ante un comportamiento volátil de esta tasa de cambio.

Con el propósito de evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados³ para cubrirse ante movimientos indeseados y fuertes de la tasa de cambio, se realiza una encuesta anual de riesgo cambiario. La versión más reciente se aplicó a 506 firmas que por la naturaleza de su deuda u operaciones en el extranjero se encuentran expuestas al riesgo cambiario (se consultaron únicamente empresas que comercian con el exterior y/o tienen deuda

³De 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”.

vigente en M/E). A junio de 2016, el 99,2% de las empresas encuestadas fueron deudoras del sistema financiero, con una representatividad del 11,0% del saldo total de la cartera comercial y del 12,9% en el portafolio de créditos comerciales denominados en M/E.

A continuación se presenta un análisis de los resultados más recientes, correspondientes a la encuesta aplicada en agosto de 2016.

2.1 Uso de derivados como instrumento de cobertura

Al preguntarle a los encuestados cómo ha sido el uso de instrumentos derivados en el último año, los resultados indican que más de la mitad de las empresas (53,0%) afirma haber usado derivados para cubrir el riesgo cambiario entre agosto de 2015 y el mismo mes de 2016. Dicha cifra es similar a la registrada en la encuesta de abril de 2015 (58,6%) y en encuestas previas⁴. 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 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 67,2% de las encuestadas son importadoras netas, el 15,2% son exportadoras netas y el 10,7% son firmas que no comercian con el extranjero pero tienen deuda en M/E^{5,6}. Frente a los resultados de la última encuesta, se encuentra que la par-

⁴A partir de la encuesta de abril de 2015 se realizaron cambios sobre los criterios para definir la muestra de empresas a encuestar, por lo cual los resultados no son estrictamente comparables. En versiones anteriores a esta fecha, la muestra estaba constituida por 75 empresas industriales y otras 75 firmas del sector de comercio. Actualmente, los criterios para la selección de la muestra no tienen en cuenta el sector económico.

⁵Una empresa es importadora neta cuando sus importaciones son mayores que sus exportaciones. En caso contrario, se considera que es exportadora neta.

⁶El 6,9% restante corresponde a empresas encuestadas no identificadas debido a que no autorizaron compartir sus datos personales.

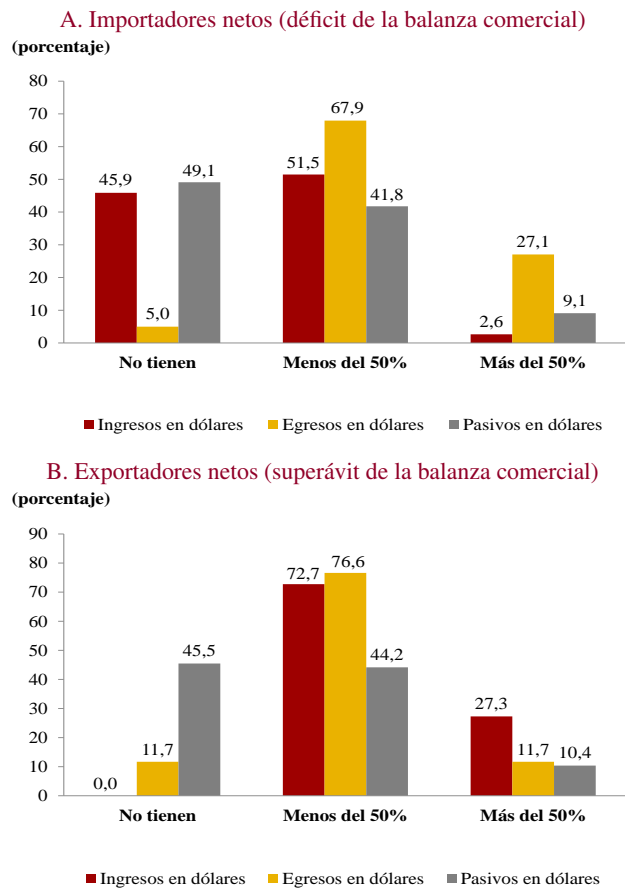
ticipación de los importadores y de los agentes que no transan en el exterior aumentó, mientras que la de los exportadores disminuyó⁷. En el Gráfico 5 se presenta la participación en dólares de los ingresos, egresos y pasivos totales de las firmas consultadas. Los resultados muestran que la mayoría de las empresas, tanto importadoras como exportadoras netas, manifiestan tener ingresos y egresos en dólares pero con una participación inferior al 50% del total de estos rubros. Para el caso de los importadores netos, alrededor de la mitad aseguran no tener ingresos ni pasivos en dólares, igual que los exportadores en este último rubro.

Con el propósito de medir el desbalance cambiario se calcula el monto de exportaciones netas (diferencia entre exportaciones e importaciones en valor absoluto) para cada firma. Los resultados indican que la mayoría de empresas encuestadas cuentan con un monto expuesto que se ubica en el rango de USD 0 a USD 5 millones (70,6% de las importadoras y 70,1% de las exportadoras netas, Gráfico 6).

Con respecto al uso de instrumentos derivados en el último año, el 57,6% de los importadores netos, el 40,3% de los exportadores netos y el 37,3% de las empresas que no comercian con el exterior afirmaron haberlos empleado. Para los importadores y exportadores netos, distinguiendo por el monto de su balanza comercial en valor absoluto, se encuentra que para ambos grupos a medida que aumenta la exposición con el exterior, la proporción de firmas que usan instrumentos derivados incrementa. En particular, para montos superiores a USD 10 millones, el 77,6% de los consultados afirmaron haberlos usado en el caso de los importadores y el 85,0% para los exportadores netos (Gráfico 7).

⁷Para la encuesta de abril de 2015 la participación de las importadoras netas fue del 55,9%, para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 33,6% y para las que no comercian con el extranjero era de 10,5%.

Gráfico 5: Exposición en dólares



Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

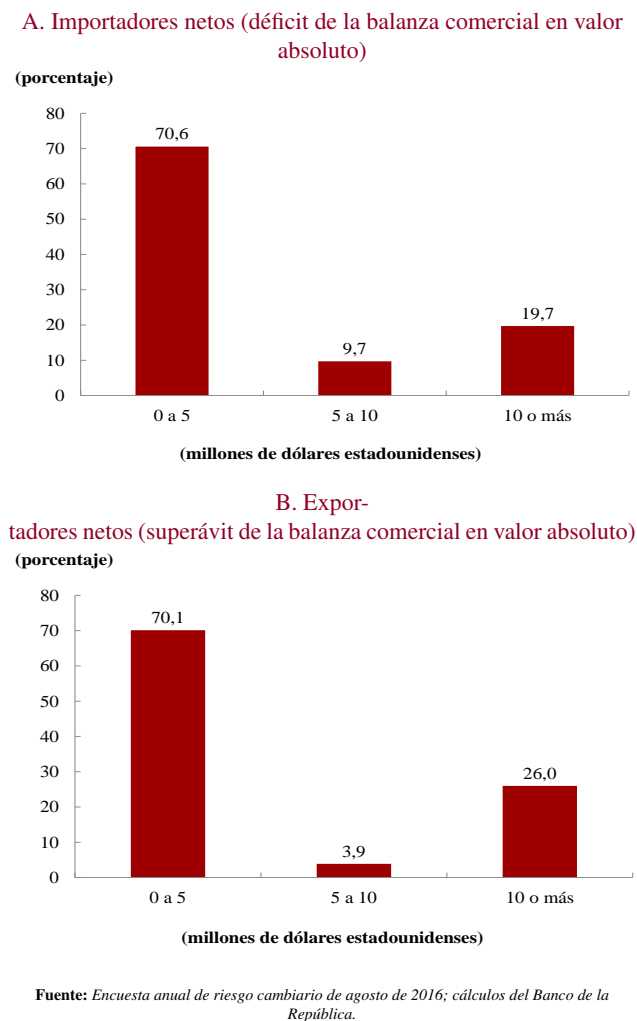
2.2 Instrumentos derivados utilizados por las empresas

De las empresas que usaron instrumentos derivados⁸, se encontró que el *forward* es el más utilizado, donde el 66,0% de los encuestados afirmaron haber usado *forwards* de compra de dólares y el 23,5% manifestaron que utilizaron *forwards* de venta de dólares.

Cuando las respuestas se distinguen por grupo expues-

⁸Para mayor información sobre cómo se definen 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 6: Distribución de las exportaciones netas por importadores y exportadores netos

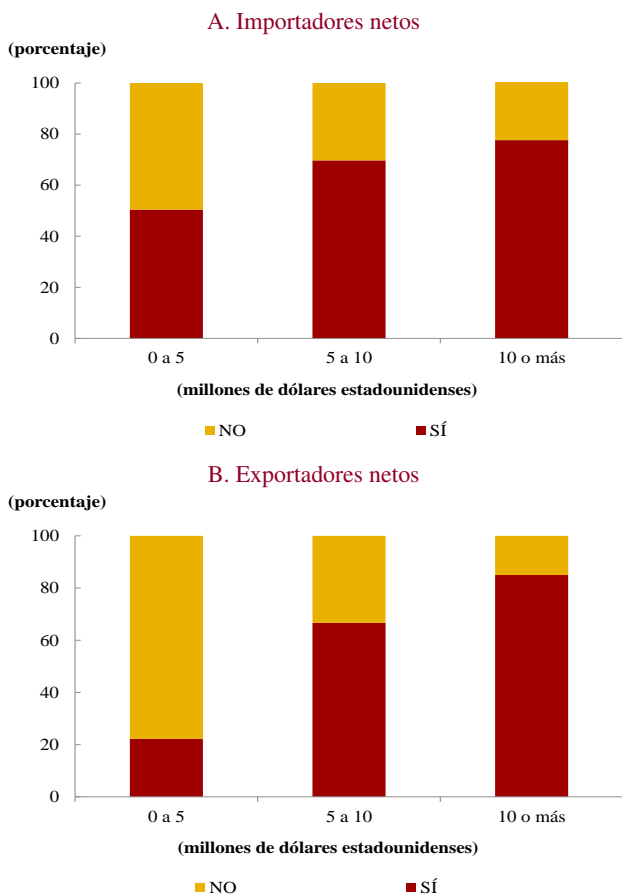


Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

to, se encuentra que de las firmas que afirmaron haber usado derivados, el 72,4% de los importadores usa *forwards* de compra, mientras que el 48,4% de los exportadores y el 80,0% de las firmas que no comercian con el exterior utilizan *forwards* de venta (Gráfico 8). Lo anterior está acorde con lo esperado para los importadores y exportadores netos, debido a la naturaleza de su negocio⁹, mientras que para las empresas sin

⁹Un 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

Gráfico 7: Uso de derivados netos por exportaciones netas y grupo de análisis



Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

comercio exterior el resultado no es el esperado dado que, al tener deuda en M/E, se espera que utilicen *forward* de compra. Con respecto a la encuesta anterior, se observa un incremento en la cifra para los exportadores y una reducción en la de los importadores. Por otra parte, los resultados más recientes muestran un mayor uso de futuros de tasa de cambio en los tres grupos analizados.

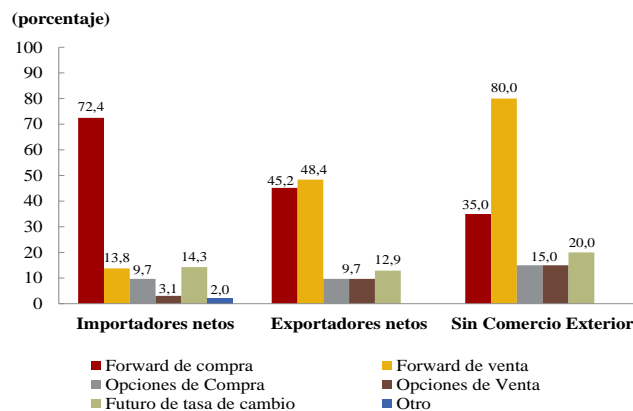
Otro aspecto importante es la finalidad que persiguen

la parte larga, en este caso la firma importadora, a 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.

las empresas al emplear derivados como mecanismo de cobertura. La encuesta sugiere que los principales objetivos fueron cubrir las cuentas de balance (79,8 %) y anticipar transacciones a menos de un año que se desean cubrir (13,0%), lo cual minimiza la volatilidad del flujo de caja. Al distinguir entre importadores netos, exportadores netos y firmas que no comercian con el exterior, se encuentra que los tres grupos tienen una preferencia similar a la de la muestra total (Gráfico 9).

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 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, son los objetivos menos comunes entre las empresas encuestadas.

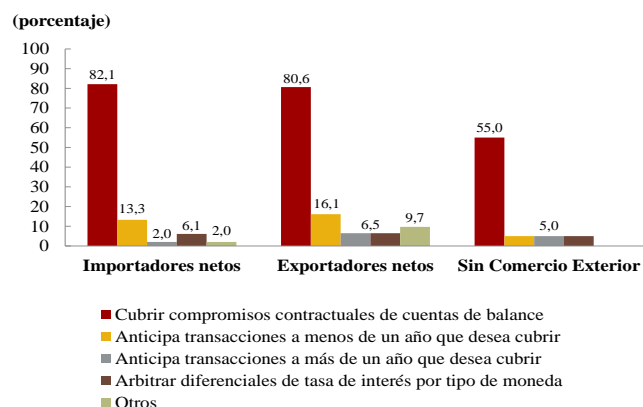
Gráfico 8: Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse



Nota: aquellas firmas que respondieron "Otro" mencionaron los *swaps* como instrumento de cobertura.

Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9: Finalidad de emplear los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura



Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

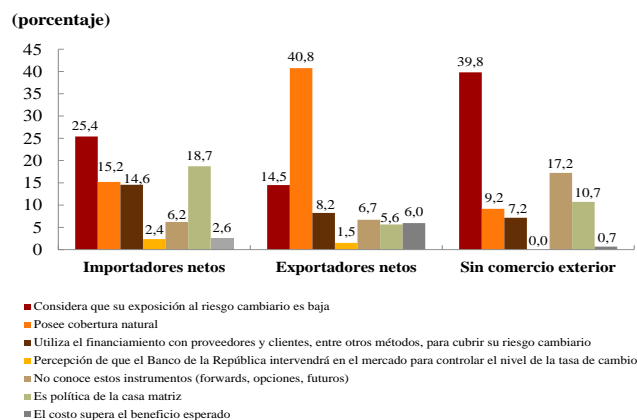
2.3 Empresas que no utilizan derivados de tasa de cambio

Al indagar sobre 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 los motivos más importantes son el considerar la exposición al riesgo cambiario baja (25,2%) y contar con cobertura natural (19,9%). Le siguen, en orden de importancia: políticas de la casa matriz (14,7%), la utilización del financiamiento con proveedores y clientes, entre otros métodos para cubrir su riesgo cambiario (12,1%) y el desconocimiento de estos instrumentos (8,0%).

Cuando las respuestas se analizan por grupo expuesto, la principal razón por parte de los importadores netos y las empresas que no tiene comercio con el exterior es el considerar que su exposición al riesgo cambiario es baja (25,4% y 39,8% respectivamente), mientras que para los exportadores netos el principal motivo es el contar con cobertura natural (40,8%). Adicionalmente, los importadores netos señalan como una de las razones más importantes el tener políticas de la casa matriz que no permiten usar derivados, gran parte de las firmas que no comercian con el exterior afirman no conocer los instrumentos, mientras que para los ex-

portadores netos el considerar su exposición al riesgo cambiario baja es una de las razones más comunes (Gráfico 10).

Gráfico 10: Motivos que las empresas exponen para no usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo cambiario



Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario de agosto de 2016; cálculos del Banco de la República.

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de agosto de 2016 muestran que, frente a lo reportado en abril de 2015, una proporción similar de las empresas consultadas están haciendo uso de instrumentos derivados para cubrirse ante el riesgo cambiario. Adicionalmente, se observa que la mayoría de importadores netos tuvo preferencia por el uso de estos instrumentos (57,6%), mientras que la mayor parte de los exportadores netos y empresas que no tienen comercio con el exterior no los emplean (59,7% y 63,0%, respectivamente). Finalmente, aquellas firmas que aseguran haber usado derivados tienen como principal objetivo cubrir las cuentas de balance (cuentas por cobrar, por pagar y préstamos), mientras que la mayoría de firmas que no hicieron uso de estos instrumentos afirma tener baja exposición al riesgo cambiario y contar con cobertura natural.