

II semestre de 2018

ENCUESTAS DEL SECTOR CORPORATIVO

Oscar Jaulín
Juan Sebastián Mariño

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



ENCUESTAS AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Oscar Fernando Jaulín
Juan Sebastián Mariño Montaña*

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 empresas.

1 Encuesta de estructura de financiamiento

Este estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en agosto de 2018 a 502 empresas¹ de los sectores de manufactura y comercio, la cual indaga sobre su demanda de crédito, la percepción de los empresarios sobre la restricción al crédito, su expectativa de tasa de interés, la realización de pre-pagos de deuda con el sistema financiero, el destino de los recursos obtenidos a través de crédito, las fuentes de financiación de las firmas y la determinación del nivel óptimo de endeudamiento.

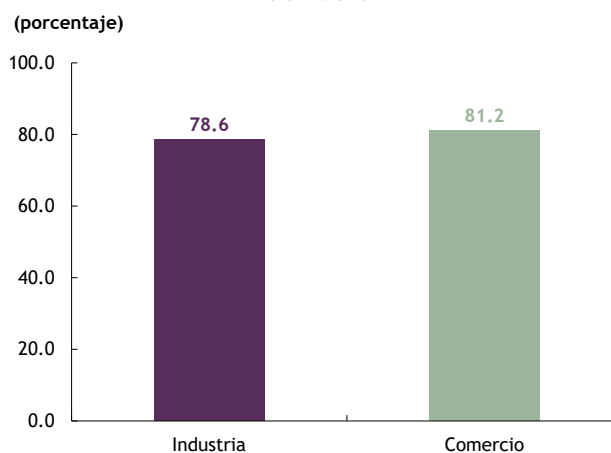
1.1 Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos durante el último año (entre junio de 2017 y junio de 2018), cerca del 80% respondió afirmativamente (Gráfico 1, panel A). De este porcentaje, la gran mayoría manifestó haber recibido la totalidad de los fondos requeridos. Por sector, se observa que un porcentaje ligeramente mayor de empresas

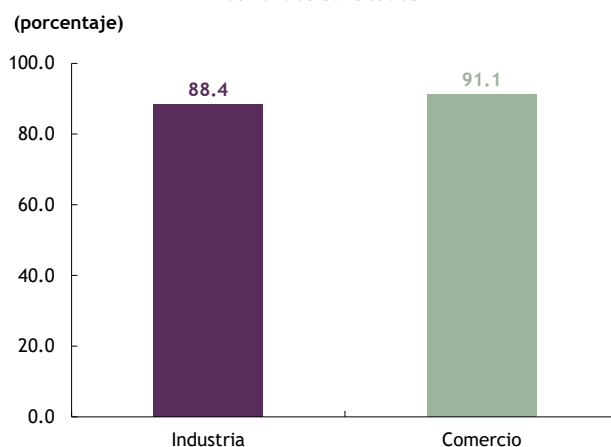
comerciales ha solicitado crédito y obtenido la totalidad de los recursos en comparación con las industriales (Gráfico 1, panel B).

Gráfico 1: Demanda de crédito por sector económico

Panel A: Proporción de entidades que solicitaron crédito en el último año



Panel B: Proporción de entidades que recibieron la totalidad de los fondos solicitados



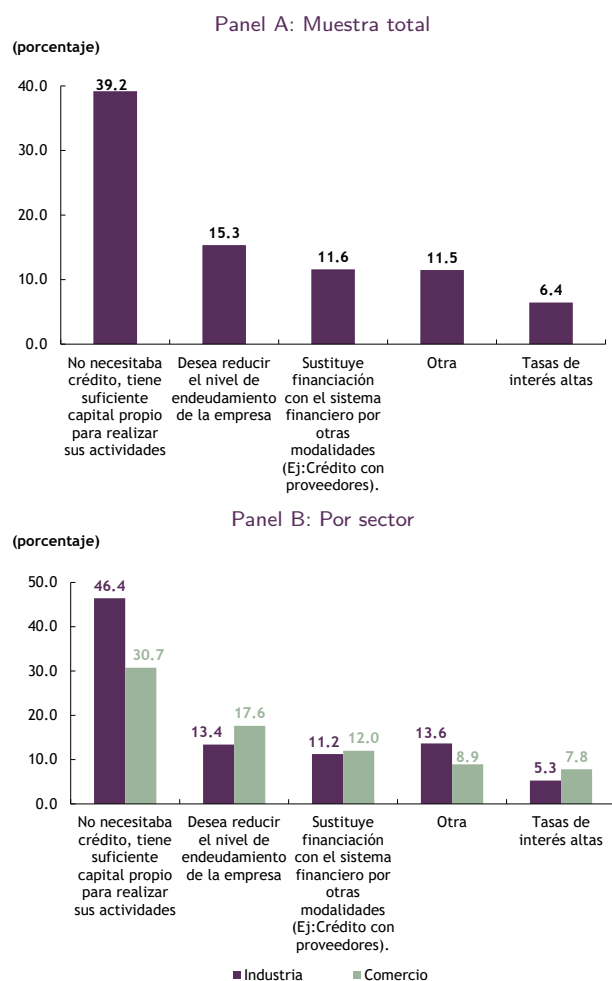
Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

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

¹ A junio de 2018 las empresas encuestadas registraron un saldo de cartera comercial de 7,2 billones, lo cual representa el 2,7% de la cartera comercial total otorgada al sector corporativo privado con corte a esa fecha.

Por su parte, las empresas que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo la falta de necesidad de contratarlos, el deseo

Gráfico 2: Razones por las cuales no se solicitó crédito formal



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

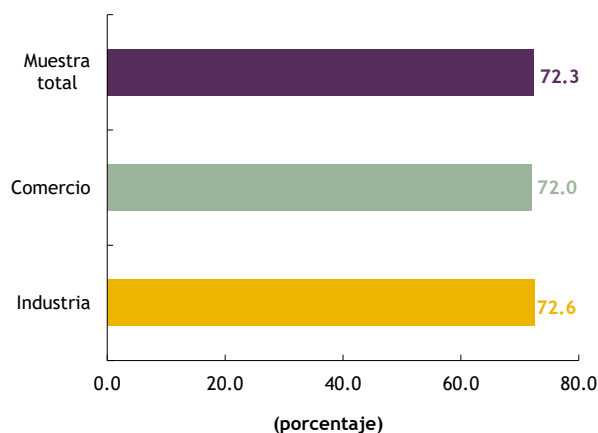
de reducir el endeudamiento de la firma, la sustitución de financiamiento con el sistema financiero por otras modalidades -por ejemplo, con crédito de proveedores-, y el alto nivel de las tasas de interés (Gráfico 2, panel A). Las entidades que eligieron la opción "otra"² indicaron en su mayoría que se acogieron a la ley 1116 de 2006 (insolvencia empresa-

²Tanto para la encuesta de estructura de financiamiento como para la encuesta de riesgo cambiario que se presenta más adelante, se realiza un ajuste para las opciones de "otra" u "otro", en el que se reclasifica la respuesta de los encuestados en caso que corresponda a una de las opciones disponibles.

rial). Por sector económico, se observa un comportamiento similar al de la muestra total, destacándose que para las firmas industriales la baja necesidad de crédito tiene una mayor relevancia (Gráfico 2, panel B).

Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en el próximo año, aproximadamente tres cuartas partes respondió que sí lo hará. Por sector económico, se encontraron resultados casi idénticos a los del agregado (Gráfico 3). Al indagar por las razones que las llevarían a solicitar más préstamos durante el próximo año, las empresas afirman que la principal razón sería la ejecución de nuevos proyectos, seguida por planes de expansión de la capacidad instalada, y por menores tasas de interés (Gráfico 4, panel A). Por sector económico se observa que el de industria mantiene las mismas preferencias que el agregado, mientras que para el comercio los planes de expansión de la capacidad instalada son menos importantes que las menores tasas de interés (Gráfico 4, panel B).

Gráfico 3: Proporción de entidades que piensan solicitar crédito en el próximo año

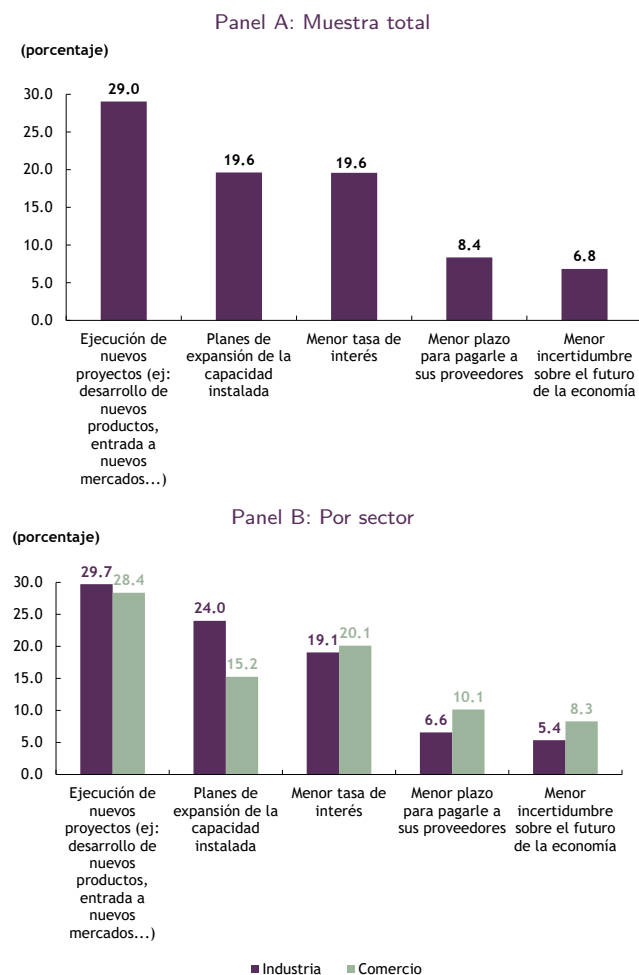


Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

1.2 Restricciones al crédito

Con respecto a las restricciones al crédito, se observa que aproximadamente dos terceras partes de los encuestados perciben que el crédito ha estado nada o

Gráfico 4: Razones que llevarían a los encuestados a ampliar sustancialmente la demanda por crédito



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

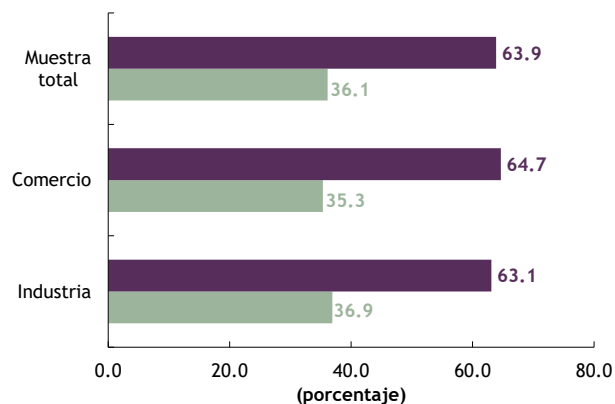
poco restringido. Por sector, los porcentajes son muy similares a los de la muestra total (Gráfico 5, panel A). Sobre las restricciones al crédito que se esperan durante los próximos doce meses, las proporciones de respuesta son similares a las observadas para el último año tanto para la muestra total como para los dos sectores analizados (Gráfico 5, panel B).

1.3 Tasa de interés

Del total de empresas, aproximadamente la mitad percibe que la tasa de interés de los créditos que

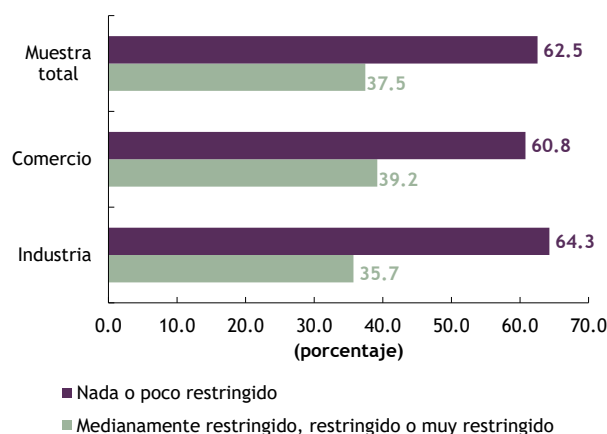
Gráfico 5: Restricciones al crédito

Panel A: ¿Qué tan restringido estuvo el crédito en el último año?



Panel B:

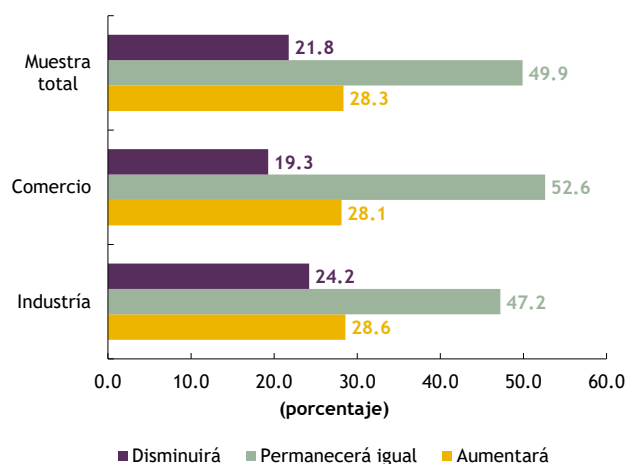
¿Qué tan restringido se espera que esté el crédito en el próximo año?



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

espera solicitar durante el próximo año permanecerá igual. Por su parte, el 21,8% piensa que disminuirá, y el restante 28,3% espera incrementos. Por sector, se observan porcentajes similares a los del agregado, aunque el porcentaje de firmas que espera estabilidad en la tasa es ligeramente mayor en las comerciales (Gráfico 6).

Gráfico 6: Proporción de firmas que creen que en el próximo año la tasa de interés para sus créditos:

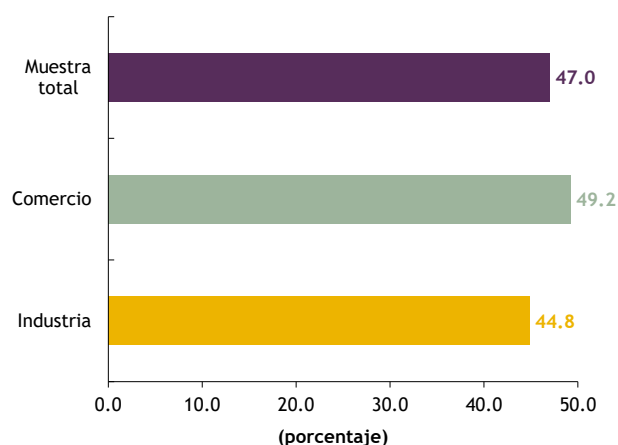


Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

1.4 Prepagos de deuda con el sistema financiero

Al indagar por la realización de prepagos con el sistema financiero, cerca de la mitad de las empresas encuestadas afirmó haberlos hecho. Por sector, se observan resultados similares a los del agregado, aun-

Gráfico 7: Proporción de firmas que prepagaron deuda con el sistema financiero en el último año

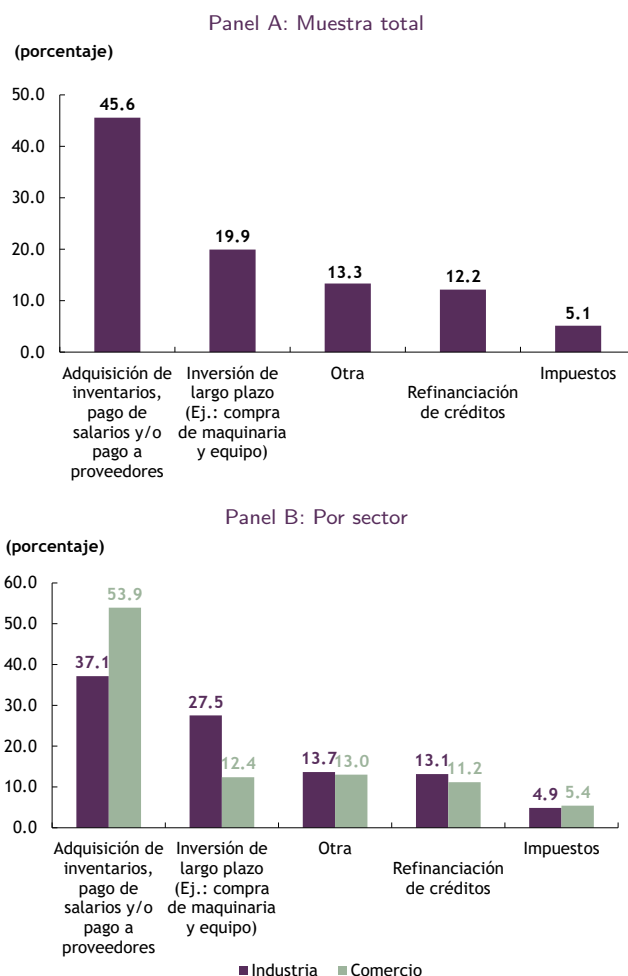


Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

que las empresas comerciales superaron a las industriales en la utilización de esta forma de pago (Gráfico 7). Las firmas que contaron positivamente afirmaron que la principal razón para haber realizado prepagos fue aprovechar la posibilidad de refinanciación con créditos a tasas más bajas, seguido de disminuir el nivel de endeudamiento de la empresa.

1.5 Destino de los créditos solicitados al sector financiero

Gráfico 8: Destino de los créditos solicitados al sector financiero



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

Al preguntarle a los encuestados sobre el principal destino de los recursos adquiridos a través de crédi-

tos con el sector financiero, la mayoría indicó que se utilizaron en la adquisición de inventarios, pago de salarios y/o pago a proveedores (Gráfico 8, panel A). En segundo lugar, las firmas usaron sus créditos para realizar inversiones de largo plazo. Una proporción menor indicó otros destinos, que se concentraron en la adquisición de capital de trabajo. Por sector se observa que para las empresas industriales la adquisición de inventarios, pago de salarios y/o pago a proveedores tiene una mayor importancia, y que los otros destinos superaron a las inversiones de largo plazo en el segundo lugar (Gráfico 8, panel B).

1.6 Principales fuentes de financiación

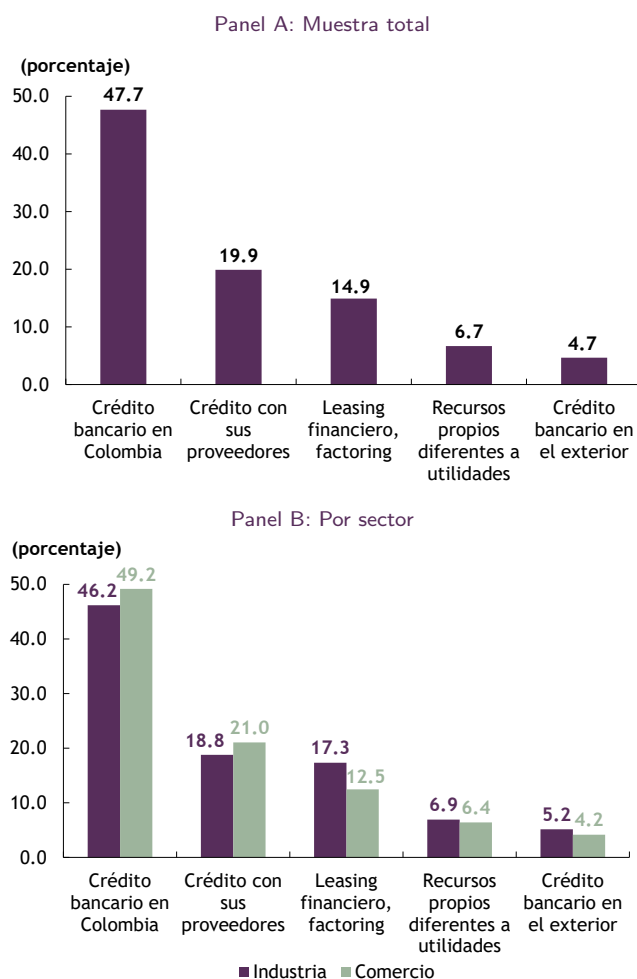
Los encuestados indicaron que las principales fuentes de financiación usadas en el último año fueron el crédito bancario en Colombia, el crédito con proveedores y las modalidades de *leasing* financiero y *factoring*, la utilización de recursos propios diferentes de las utilidades y el crédito bancario en el exterior (Gráfico 9, panel A). Por sector se encuentra que las firmas industriales y comerciales tienen respuestas homogéneas (Gráfico 9, panel B).

2 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

Gráfico 9: Principales fuentes de financiación utilizadas en el último año



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

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 503 firmas que por la natura-

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"

leza 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 vigente en M/E). A junio de 2018, el total de las empresas encuestadas fueron deudoras del sistema financiero, con una representatividad del 8,6% del saldo total de la cartera comercial y del 10,6% 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 2018.

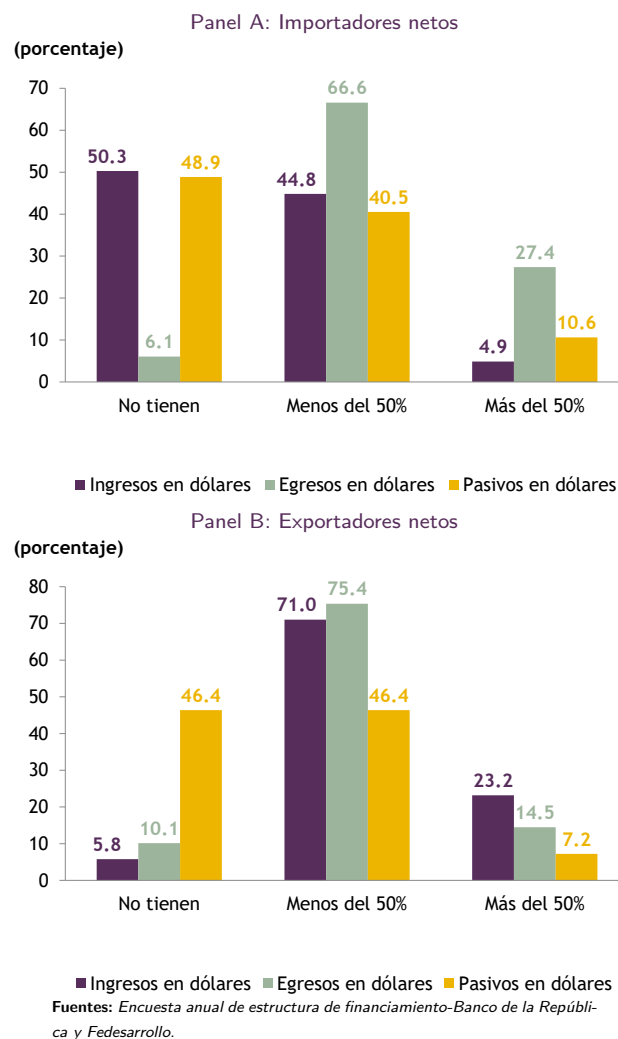
2.1 Uso de derivados como instrumento de cobertura

Al preguntarle a los encuestados cómo ha sido el uso de instrumentos derivados en el último año, los resultados indican que un 44,9% de las firmas encuestadas afirma haber usado derivados para cubrir el riesgo cambiario entre junio de 2017 y el mismo mes de 2018. Dicha cifra es inferior a la registrada en la encuesta de agosto de 2017 (48,2%). La caída fue producto de una disminución en el porcentaje de firmas importadoras netas que usa derivados para cubrir el riesgo cambiario. Según ellos, esto lo hicieron, principalmente, porque consideran que su exposición al riesgo cambiario es baja. Entre tanto, exportadores y empresas que no tienen comercio exterior, incrementaron el uso de derivados para cubrir su riesgo cambiario.

Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que el 69,2% de las encuestadas son importadoras netas, el 13,7% son exportadoras netas y el 17,1% son firmas que no comercian con el extranjero pero tienen deuda en M/E⁴. En el Gráfico 10 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 exporta-

doras 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.

Gráfico 10: Exposición en dólares

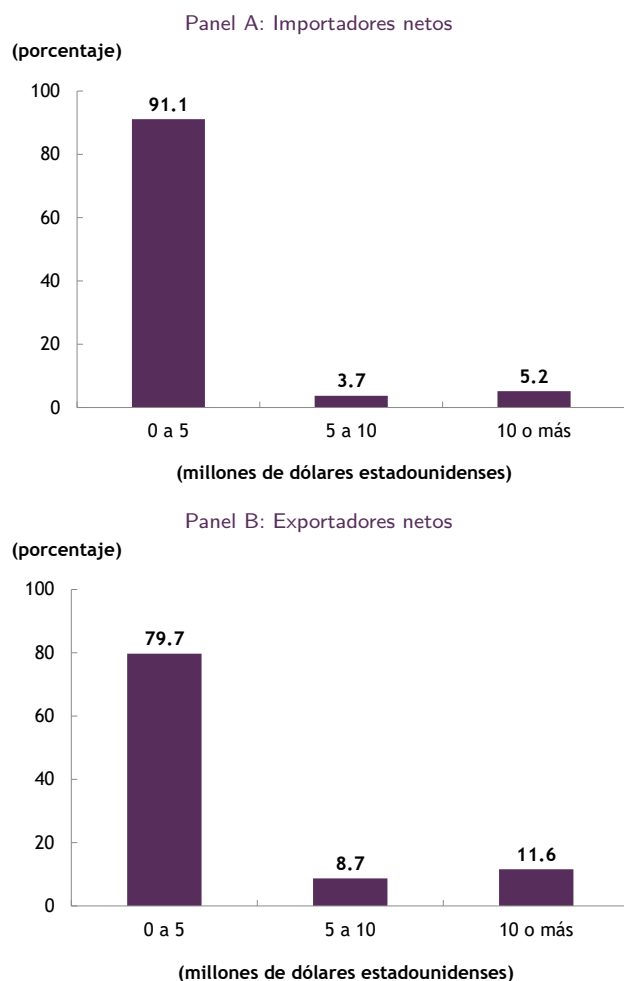


Con el propósito de medir el desbalance cambiario se calcula el monto de exportaciones netas (diferencia entre exportaciones e importaciones) para cada firma. Los resultados indican que la mayoría de empresas encuestadas cuentan con un monto expuesto que se ubica en el rango de US\$0 a US\$5 millones (m) (Gráfico 11).

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

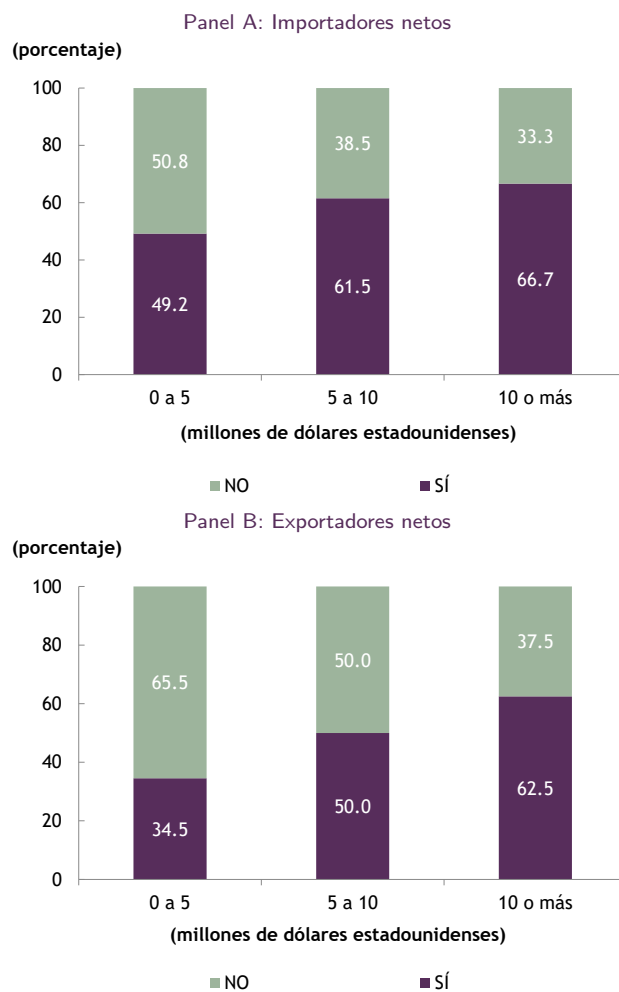
Con respecto al uso de instrumentos derivados en el último año, el 50,6% de los importadores netos, el 39,1% de los exportadores netos y el 27,1% de las empresas que no comercian con el exterior afirmaron haberlos empleado. Para los importadores y exportadores netos se encuentra que el porcentaje de empresas que usa derivados incrementa conforme aumenta el monto en valor absoluto de su balanza comercial. Esta participación es más alta para el caso de los importadores en todos los niveles (Gráfico 12).

Gráfico 11: Distribución de las exportaciones netas para importadores y exportadores netos



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

Gráfico 12: Uso de derivados netos por exportaciones netas y grupo de análisis



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

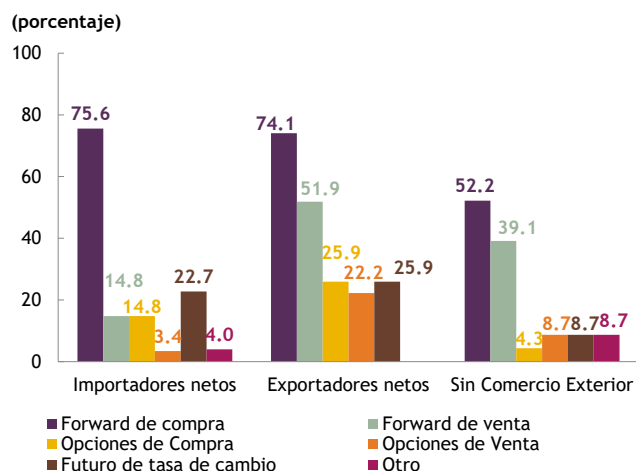
2.2 Instrumentos derivados utilizados por las empresas

Dentro de las empresas que usaron instrumentos derivados⁵, el forward es el instrumento más utilizado. La mayoría de importadores, exportadores y empresas sin comercio exterior usa el forward de compra

⁵Para 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.

en mayor medida. El segundo instrumento más utilizado por exportadores y empresas sin comercio es el forward de venta, mientras que los futuros de tasa de cambio representan el segundo tipo de derivados más usado por los importadores (Gráfico 13).

Gráfico 13: Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse

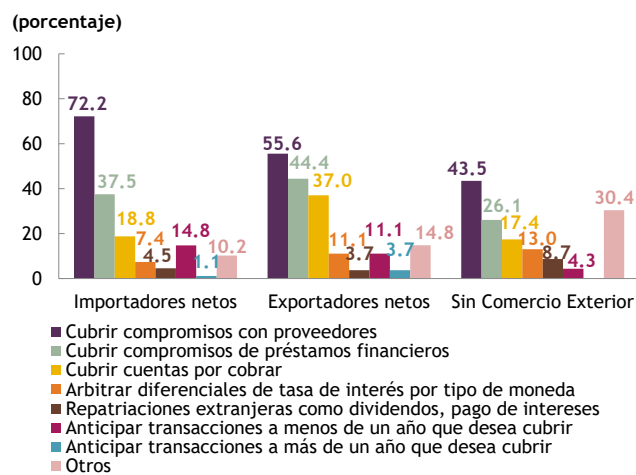


Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

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 compromisos con proveedores (67,3%) y cubrir préstamos financieros (37,2%). Al distinguir por posición de balanza comercial, se encuentra que tanto los importadores netos tienen preferencias similares a las del agregado, mientras que para los exportadores netos cubrir sus cuentas por cobrar es un motivo de igual manera importante para usar estos instrumentos. Las empresas sin comercio exterior, por su parte, cubren sus compromisos con proveedores y mencionan otros motivos (Gráfico 14). Dentro de estos últimos, estaban respuestas como garantizar presupuestos, y mitigar volatilidad.

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

Gráfico 14: Finalidad de emplear los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.

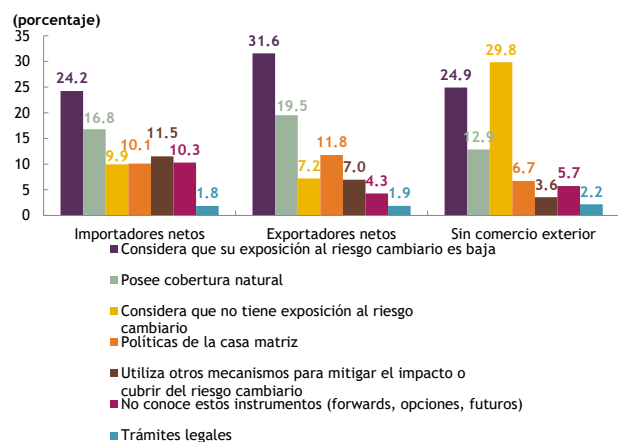
de la volatilidad del flujo de caja, en la medida en que esto permite contar con los fondos internos suficientes para ejecutar proyectos de inversión. Por otra parte, los resultados muestran que las repatriaciones extranjeras y anticipar las transacciones a más de un año y a menos de un año, son los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

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 (16,3%). Le siguen, en orden de importancia: considerar que no están expuestas al riesgo cambiario (13,8%), políticas de la casa matriz que impiden utilizarlos (9,6%) y utilizar otros mecanismos de cobertura (9,0%). Cuando las respuestas se analizan por grupo expuesto, las respuestas de los encuestados reflejan los mismos resultados del agregado, con la excepción de las empresas sin comercio exterior, donde la opción más señalada fue considerar que no tienen riesgo cambia-

rio (Gráfico 15).

Gráfico 15: Motivos que las empresas exponen para no usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo cambiario



Fuentes: Encuesta anual de estructura de financiamiento-Banco de la República y Fedesarrollo.