

Recuadro 1. Caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2024

1. Introducción

Durante 2024 las firmas colombianas que acudieron a fuentes de financiamiento internacional se enfrentaron a una depreciación del peso frente al dólar del 15,3%¹. Este fenómeno puede ser un factor de vulnerabilidad externa para la economía por el posible impacto que puede tener en la inversión, el crecimiento, la liquidez y la solvencia de las firmas que tienen descalces cambiarios negativos. Una empresa sufre este fenómeno cuando sus pasivos en moneda extranjera son mayores a sus activos en moneda extranjera. En ese sentido, un descalce cambiario negativo expone financieramente a las firmas ante depreciaciones inesperadas de la moneda local. Asimismo, al afectar potencialmente su capacidad de pago, estas vulnerabilidades pueden impactar el sistema financiero local y generar presiones sobre los indicadores de calidad de la cartera.

La coyuntura actual está marcada por una depreciación del dólar, en un entorno de alta incertidumbre global y local. La política comercial más restrictiva de Estados Unidos y los efectos que puede tener sobre el comercio internacional y la persistencia de los conflictos geopolíticos pueden afectar la volatilidad y el comportamiento del dólar a nivel global. Por su parte, la debilidad en el frente fiscal podría afectar las condiciones financieras locales en Colombia. La evolución de estos factores va a ser determinante en el comportamiento de la tasa de cambio, por lo que es fundamental comprender las implicaciones que tendría una eventual corrección del dólar sobre las firmas que presentan descalces negativos y, en consecuencia, sobre el sistema financiero colombiano.

Considerando el contexto anterior, este recuadro caracteriza las firmas del sector real privado y público en Colombia que presentan descalce cambiario negativo². En la siguiente subsección se realiza una descripción de la dinámica del año 2024 de los descalces cambiarios negativos del universo de firmas colombianas del sector real³. Luego, se categoriza por nivel de riesgo una muestra de firmas para las cuales se dispone de información contable⁴. Por último, se analiza la exposición de los establecimientos de crédito (EC) a las firmas con descalces cambiarios negativos, y se finaliza con las conclusiones.

2. Resultados del descalce cambiario negativo: panorama general

A continuación, se describen los resultados del descalce negativo de las empresas privadas del sector real colombiano⁵. En los últimos diez años el descalce cambiario negativo medido en dólares estadounidenses ha tendido a ampliarse. Esta dinámica se explica por el crecimiento de la actividad económica, que hace que las firmas requieran de mayor capital de trabajo, y por sus mayores necesidades de financiamiento para realizar inversiones productivas. El mayor acceso a mercados internacionales que ha propiciado la apertura de líneas de crédito externas, los vínculos con casas matrices y las mayores necesidades de liquidez en

1 Tasa representativa del mercado (TRM) fin de 2024 frente a la de fin de 2023.

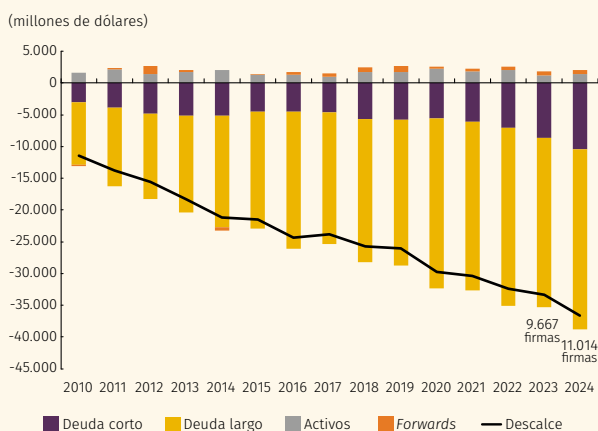
2 Solo se analizan las firmas con descalce cambiario negativo. Las firmas con descalce cambiario positivo o nulo no son objeto de estudio del presente documento.

3 En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre del año 2022 se detallan las fuentes de información y la metodología de cálculo.

4 En el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del año 2022 se detallan las fuentes de información y la metodología de cálculo del riesgo de las firmas con descalce nominal negativo.

5 Dentro de este análisis no se incluyen establecimientos de crédito ni instituciones financieras no bancarias; 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.

Gráfico R1.1
Desagregación del descalce cambiario negativo



Fuentes: Banco de la República, DANE, DIAN, MHCP; cálculos del Banco de la República.

divisas han generado que la deuda en moneda extranjera contratada por empresas colombianas haya aumentado, sin que lo hagan en la misma proporción sus activos en esta denominación. Por otro lado, las condiciones de los mercados financieros también han afectado el endeudamiento en moneda extranjera, por lo que la depreciación del peso frente al dólar durante 2024 y las menores tasas de interés internacionales han sido factores que han impulsado dicho aumento.

En 2024 el 69,8% de las firmas del sector real con endeudamiento externo⁶ presentó un descalce cambiario negativo. Este porcentaje agrupa 11.014 firmas, las cuales acumulan un descalce cambiario negativo por valor de USD36.668 millones (m), cifra superior a la observada en el año 2023, cuando 9.667 firmas acumularon un descalce negativo de USD33.387 m (Gráfico R1.1). El 10% de estas firmas concentra alrededor del 91% de su valor. La caracterización del valor del descalce estará determinada en gran medida por estas firmas. La alta concentración del descalce negativo se ha presentado recurrentemente en los diferentes años de estudio. Por componentes, este incremento anual se explica por el aumento de la deuda tanto de corto como de largo plazo (USD3.474 m), efectos compensados parcialmente por un aumento en la tenencia de activos financieros (USD136 m) y la mayor posición neta de *forwards*⁷ (57 m).

Por sectores económicos, el descalce negativo está distribuido, principalmente, en su orden, en industria manufacturera, comercio, suministro de electricidad y gas, transporte y almacenamiento, y el sector de información y comunicaciones. Las empresas que operan en estos sectores representan el 65,5% del valor total del descalce cambiario negativo en el año 2024.

3. Resultados de la clasificación por riesgo de descalce cambiario negativo

Esta sección describe los resultados del cálculo de los indicadores de riesgo del descalce cambiario negativo de las empresas privadas del sector real colombiano. Estos indicadores miden la importancia relativa del descalce individual de las firmas con respecto a sus hojas de balance (activos, ingresos, etc.) y tienen como fin clasificar las firmas por su nivel de riesgo de descalce cambiario negativo. En esta clasificación, el nivel 1 se interpreta como el de mayor riesgo, mientras que el 3, como el de menor riesgo. Para cada firma, cada uno de los siguientes indicadores de riesgo se clasifica en nivel 1, 2 o 3: nivel del descalce como proporción de sus activos totales, balance comercial como proporción de sus ingresos operacionales y porcentaje de participación de capital extranjero⁸.

Del total de las 11.014 firmas con descalce cambiario negativo en 2024, se cuenta con información de balances para el 34% de ellas, las cuales representan el 76% del monto total del descalce cambiario negativo. Estas proporciones son similares a las observadas desde el año 2016 en el número de firmas, mientras que el monto del descalce oscila

6 En este ejercicio se tiene el universo de firmas colombianas del sector real con endeudamiento externo gracias a la fuente de información utilizada. Se pueden consultar más detalles en el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre del año 2022.

7 Los activos en moneda extranjera corresponden a los préstamos activos, bonos y depósitos, mientras que la posición neta de *forwards* de divisas es la diferencia entre operaciones de compras y ventas. Cuando el resultado neto de las compras menos ventas de *forwards* de divisas es positivo, este monto se incluye dentro de los activos; mientras que si es negativo, se incluyen dentro de los pasivos.

8 Para mayor detalle del cálculo de los indicadores, ver el Recuadro 3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del año 2022.

entre el 49 % y el 76 %. A partir de esta submuestra de firmas, se calculan los indicadores y se clasifican de acuerdo con su nivel de riesgo.

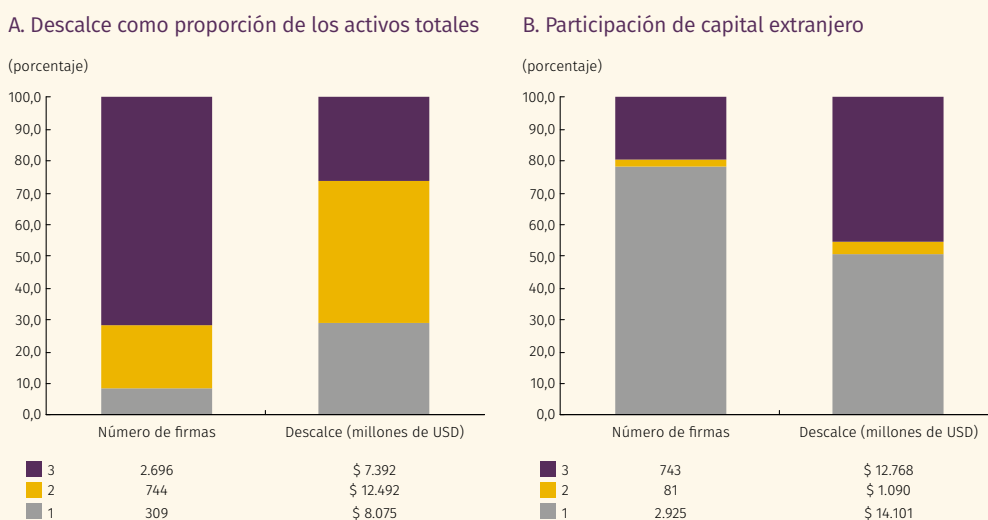
Los resultados muestran que, para 2024, en términos del valor total del descalce negativo, el indicador que muestra un mayor riesgo para las firmas es la proporción del descalce sobre sus activos totales (Gráfico R1.2, panel A). Solamente 309 empresas (8,2 % del total) mostraron un nivel de riesgo alto según este indicador. Sin embargo, estas firmas concentran el 29 % del monto total de descalce para las empresas que reportaron balances.

Respecto a la participación de capital extranjero (Gráfico R1.2, panel B), si bien el 78 % de las firmas se clasifica en el nivel más alto de riesgo⁹ (2.925 firmas), el valor del descalce que estas acumulan es igual a la suma de los otros dos niveles de riesgo más moderado (niveles 2 y 3). En estos se clasifican un menor número de firmas, pero con niveles de participación de capital extranjero más altos.

Finalmente, el indicador de balance comercial como proporción de los ingresos operacionales (Gráfico R1.2, panel C) refleja que el 44 % de las firmas y el 41 % del valor del descalce se clasifican en el nivel de riesgo más bajo; *i. e.*: estas empresas tienen una balanza comercial positiva, por lo que, ante una depreciación, recibirían mayores ingresos en pesos. Solo 443 firmas (12 %) presentan una balanza comercial negativa mayor al 50 % de sus ingresos operacionales.

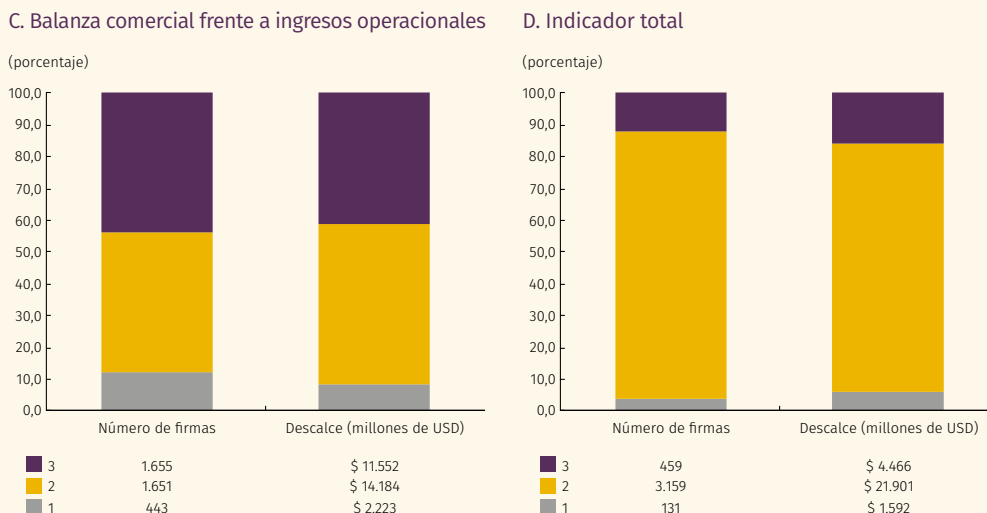
A partir de los tres componentes, se construyó el indicador de riesgo global, el cual promedia y aproxima los tres indicadores previamente descritos (Gráfico R1.2, panel D). Los resultados sugieren que, tanto por nivel de descalce como por número de firmas, la principal clasificación obtenida para las firmas analizadas es el nivel de riesgo medio. Las firmas con una exposición alta (que pueden llegar a tener problemas de liquidez o solvencia), la cual pone en riesgo su estabilidad ante depreciaciones, representan una proporción baja tanto en número de firmas (3 %) como en monto de descalce en dólares (6 %). Esto indica que, en promedio, las empresas con descalce negativo buscan mitigar su exposición ante depreciaciones repentinas del peso colombiano compensando entre su desbalance comercial, el tamaño relativo de su descalce negativo y su capacidad de obtener divisas de una casa matriz en el exterior. Frente a los resultados del año anterior se observa un aumento tanto en el número de firmas (87) como en el monto del descalce (USD 1.000 m); sin embargo, la proporción de firmas con este alto nivel de riesgo sigue siendo bajo.

Gráfico R1.2
Indicadores de riesgo



9 Riesgo más alto corresponde a una baja o nula participación de capital extranjero dentro de la composición accionaria de la firma.

Gráfico R1.2 (continuación)
Indicadores de riesgo



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y el Banco de la República; elaboración propia.

Con el fin de identificar las actividades económicas más expuestas ante una fuerte depreciación del peso, se desagregaron por sectores las firmas que presentan indicadores de riesgo medio (2) o alto (1). Dos de los cinco principales sectores, que agrupan el 73,6% de las firmas y el 72,3% del valor del descalce, son industrias manufactureras y comercio. Por su parte, las actividades dedicadas al suministro de servicios públicos (transporte y comunicaciones, y electricidad, gas y agua) no poseen cobertura natural por la ausencia de ingresos en divisas; sin embargo, la alta concentración de la producción en pocas firmas de estos sectores les permite utilizar los recursos de sus ventas internas para apalancar sus compromisos en dólares.

En 2024 el descalce negativo de las empresas del sector público, las cuales suman catorce firmas, asciende a USD 21.119 millones, superior al nivel del año 2023 en 9,2% (USD 1.776 m). El 96% de este monto se concentra en tres conglomerados que pertenecen al sector mineroenergético, y de suministro de electricidad, gas y agua. Las firmas que concentran el descalce participan activamente en la exportación de bienes, por lo que cuentan con coberturas naturales. En general, estas empresas 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 permitiría transferir a sus consumidores los mayores costos asociados con una hipotética depreciación del peso. Lo anterior permite que estas firmas se ubiquen en el menor nivel de riesgo.

4. Exposición del sistema financiero local a las firmas privadas con descalce cambiario negativo

Esta sección analiza la exposición individual de los EC a las firmas del sector corporativo privado que presentan descalce cambiario negativo. Lo anterior es relevante dado que los ingresos de estas firmas pueden verse afectados ante una depreciación del peso frente al dólar, lo que puede deteriorar su capacidad de pago y, en consecuencia, la calidad de la cartera del sistema financiero. El análisis se enfoca en dos grupos:

1. Las firmas con información contable disponible, clasificadas en el mayor nivel de riesgo (nivel 1).
2. Las firmas que no cuentan con información contable y no es posible calcular su nivel de riesgo¹⁰.

¹⁰ Esta es una medida ácida de la exposición de los EC al riesgo de crédito de las firmas con descalce cambiario negativo; por tanto, es una métrica más completa de la exposición de los EC, teniendo en cuenta la ausencia de información contable para algunas firmas.

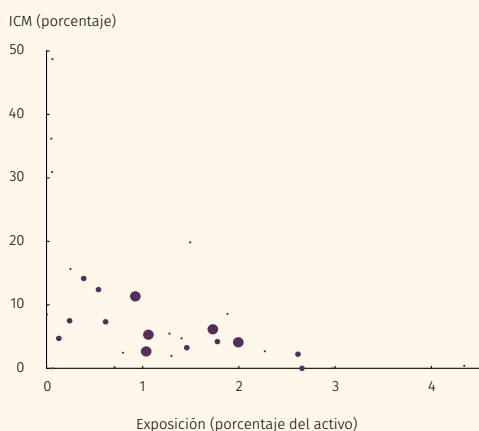
Para calcular la exposición de los EC se utiliza el grupo de firmas descrito que tiene como corte de información diciembre de 2024. Para ello, se utilizan los balances y las exposiciones individuales de aquellos EC que tienen cartera vigente con este grupo al mismo corte¹¹.

En 2024, la exposición de los EC a las firmas con descalce cambiario negativo, medida como la cartera a firmas con descalce negativo sobre el activo, fue en promedio del 0,2% para las firmas con nivel de riesgo 1, y del 1,2% para las que no tienen información contable. Respecto al año anterior, se observó estabilidad para el primer grupo (0,2% en 2023), y un aumento para el segundo grupo (1,0% en 2023). A nivel individual, la mayoría de las entidades registraron una baja exposición, que fue inferior al 4% para ambos grupos. En cuanto a la calidad de la cartera de las firmas con descalce negativo, los EC que presentan una mayor exposición (mayor al 2%), son pequeñas y medianas entidades, y presentan bajos niveles de morosidad (Gráfico R1.3, panel A). Por su parte, las entidades con cartera con ICM más alto (15%) son pequeñas, y tienen baja exposición a estas firmas (en promedio 0,4%). Lo anterior indica que los EC son cuidadosos en su colocación a firmas con grandes exposiciones cambiarias, lo que atenúa el riesgo de crédito ante una depreciación del peso frente al dólar. Al realizar el seguimiento de la cartera otorgada a las firmas con descalce negativo, para junio de 2025 se evidencia un incremento en el ICM promedio tanto para el total de firmas descalzadas (13,18% en junio de 2025 vs. 9,69% en diciembre de 2024), como para las de mayor riesgo (13,37% en junio de 2025 vs. 10,06% en diciembre de 2024). Sin embargo, la exposición frente a estas firmas permanece en niveles bajos, especialmente para las que presentan altos niveles del ICM.

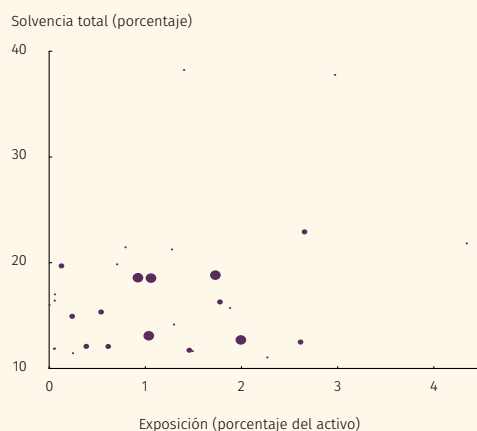
En cuanto a la cobertura¹² de la cartera descalzada en mora, esta se ubicó en promedio en un 53,1%. Sin embargo, gran parte de estos créditos cuentan con garantías idóneas, cuyo valor permite cubrir una parte del crédito, por lo que, en el agregado, al tener en cuenta las provisiones y las garantías, los EC cuentan con suficientes recursos para enfrentar el riesgo de crédito. Por otro lado, en términos de capital, los EC más expuestos tienden a tener mayores niveles de solvencia total (en promedio, los EC con exposición mayor al 1% cuentan con niveles de solvencia del 18%, aproximadamente) (Gráfico R1.3, panel B). Por tanto, se encuentra que los EC cuentan con suficientes recursos para enfrentar la materialización de riesgos relacionados con el deterioro de la cartera de las firmas descalzadas ante un escenario de alta volatilidad de la tasa de cambio.

Gráfico R1.3
Exposición de los EC a las firmas con descalces cambiarios negativos (diciembre de 2024)

A. ICM y exposición a la cartera de firmas con descalce cambiario negativo



B. Solvencia total y exposición a la cartera de firmas con descalce cambiario negativo



Nota: el tamaño de los puntos hace referencia al tamaño de los EC. Hay tres categorías: pequeños (activo total menor a 10 b), medianos (activo total entre 10 b y 50 b) y grandes (activo total mayor a 50 b). Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

11 La información de la exposición de los EC proviene del Formato 341, "Informe individual por deudor: operaciones activas de crédito", de la Superintendencia Financiera de Colombia. El análisis se centra en la información a diciembre de 2024, teniendo en cuenta que la información de descalces es de periodicidad anual y los últimos balances de las firmas están a 2024.

12 La cobertura se define como las provisiones sobre la cartera en mora.

5. Conclusiones

En un contexto de depreciación nominal del peso entre 2023 y 2024 (15,3%), se observa un incremento en el monto total del descalce cambiario negativo (crecimiento del 9,8% en el último año) en el mismo periodo. Lo anterior se debió, principalmente, a un incremento en el endeudamiento en moneda extranjera, que puede explicarse por un entorno de menores tasas de interés internacionales respecto de las locales y de recuperación de la actividad económica. Esto cobra relevancia, teniendo en cuenta un contexto como el actual en donde se ha visto un debilitamiento del dólar, lo cual implica un riesgo ante una posible corrección de esta tendencia, que podría afectar los ingresos de las firmas descalzadas y, a su vez, deteriorar la cartera de los EC. Los resultados de la clasificación de las firmas privadas con descalce cambiario negativo sugieren que la mayoría se clasifica como de riesgo medio, y acumula 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 6% del monto total del descalce negativo: 3,3 pp más que en el año anterior. Las firmas de riesgo alto y medio pertenecen a la industria manufacturera, comercio y turismo, así como a sectores regulados, y tienen una participación de mercado concentrada en pocas empresas (transporte y comunicaciones, y electricidad, gas y agua). Por su parte, 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. Finalmente, se encuentra que los EC tienen una baja exposición a las firmas con descalce cambiario clasificadas como de riesgo alto (en promedio el 0,2% para las firmas de riesgo 1, y el 1,2% para el grupo sin información contable), pese a que esta exposición aumentó frente a 2023. Esto indica que, ante fuertes movimientos de la tasa de cambio, que tengan implicaciones en los ingresos de las firmas descalzadas, el sistema financiero no se vería afectado de manera considerable y de forma directa a través de este canal. Por último, dado que el descalce cambiario tiende a aumentar por las mayores necesidades de financiamiento para realizar inversiones productivas, derivado del crecimiento de la actividad económica, el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias permitiría atenuar los riesgos asociados con la volatilidad de la tasa de cambio para las firmas descalzadas¹³.

Referencias

- Carmona-Duarte, A.; Martínez-Osorio, A.; Niño-Cuervo, J. (2022). “Descalce cambiario negativo del sector real en Colombia en 2021”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Recuadro 1, primer semestre.
- Carmona-Duarte, A.; Martínez-Osorio, A.; Niño-Cuervo, J. (2022). “Una caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2021”, *Reporte de Estabilidad Financiera*, Recuadro 3, segundo semestre.

13 Para más detalle de la asistencia técnica realizada por el Fondo Monetario Internacional con respecto al mercado de coberturas cambiarias, ver el reporte.