



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ENCUESTAS AL SECTOR
CORPORATIVO PRIVADO

Septiembre de 2017

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

ENCUESTAS AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Felipe Clavijo Ramírez
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 aplicadas por el Banco de la República y Fedesarrollo a una muestra representativa de empresas¹.

1 Estructura de financiamiento

El presente estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en junio de 2017 a quinientas empresas² de los sectores de manufactura y comercio, agrupados en cuatro temas: 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.

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

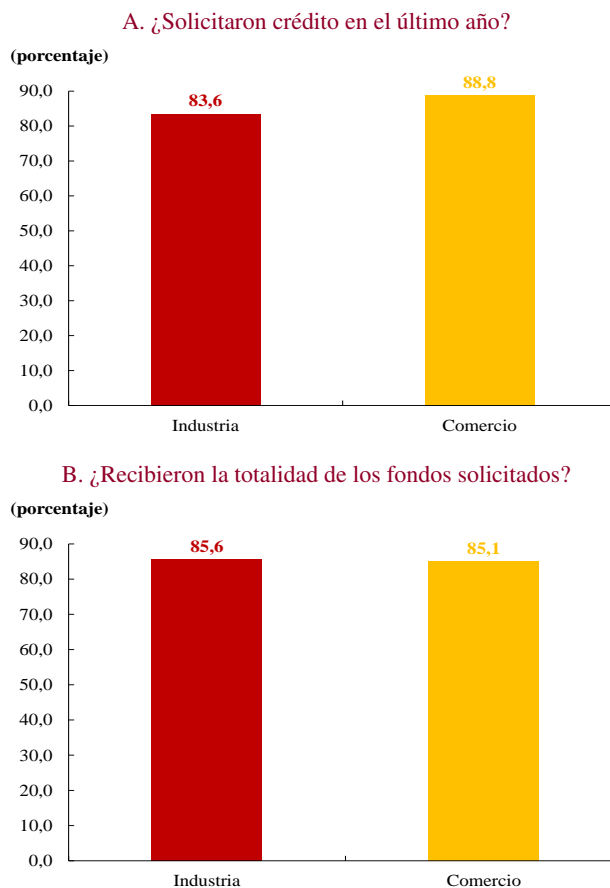
¹A partir de 2016 se cambió la periodicidad en la que se realizan las encuestas con el objetivo de ampliar la muestra. Actualmente las dos se realizan de forma anual a 500 firmas, mientras que antes la de estructura de financiamiento se hacía trimestralmente a aproximadamente 200 firmas y la de riesgo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

²A junio de 2017 las empresas encuestadas registraron un saldo de cartera comercial de COP 9,3 billones, lo cual representa el 4,3 % de la cartera comercial total otorgada al sector corporativo privado con corte a esa fecha. Las firmas del sector de comercio concentraron el 47,0 % de este saldo (COP 4,4 billones), lo cual representa el 10,1 % de la cartera comercial otorgada a corporaciones privadas de este sector. Por su parte, las industriales participaron con el restante 53,0 % (COP 4,9 billones), lo cual representa el 12,0 % del total de préstamos comerciales concedidos a empresas privadas de la rama manufacturera.

1.1 Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos durante el último año (entre junio de 2016 y junio de 2017), el 86,2 % respondió afirmativamente. De este porcentaje, la mayoría (85,4 %) manifestó haber recibido la totalidad de los fondos requeridos. Por sector, se observa que un porcentaje mayor de empresas comerciales (88,8 %) ha solicitado un crédito frente a las industriales (83,6 %), y se aprecia que a alrededor del 85,0 % de las firmas de cada rama económica

Gráfico 1: Demanda de crédito por sector económico

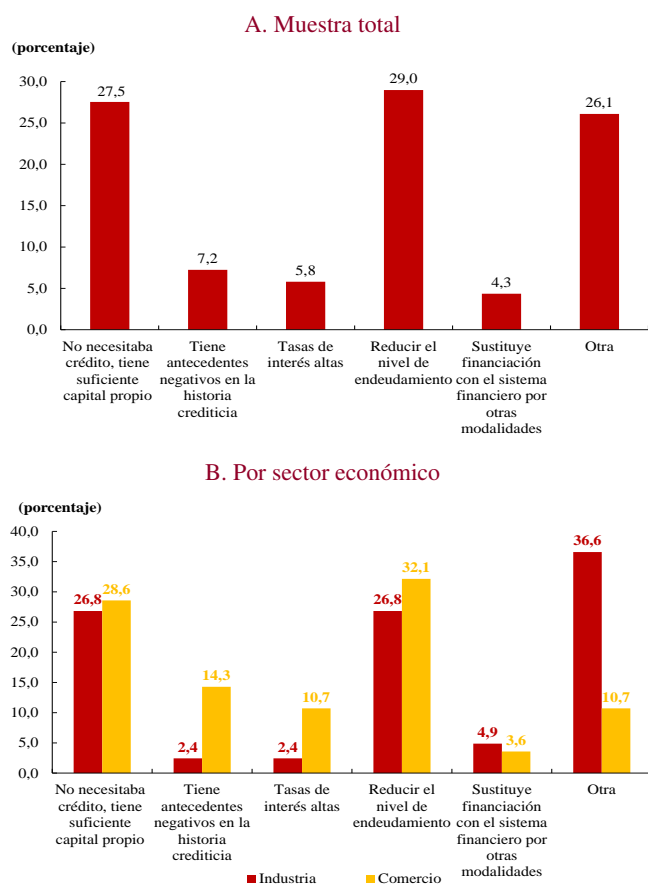


Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

le fue desembolsada la totalidad de los recursos solicitados (Gráfico 1).

Por su parte, las corporaciones que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo la reducción de su nivel de endeudamiento (29,0%); el hecho de que no lo necesitaban porque manifestaban tener suficiente capital propio (27,5%); la presencia de antecedentes negativos en su historia crediticia (7,2%); porque consideran que la tasa de interés es alta (5,8%), y porque sustituyen la financiación con el sistema financiero por otras modalidades —por ejemplo, con crédito de proveedores (4,3%; Gráfico 2, panel A)—. Adicionalmente, un 26,1% de los encuestados aduce otras razones, como por ejem-

Gráfico 2: Razones por las cuales no solicitó crédito formal

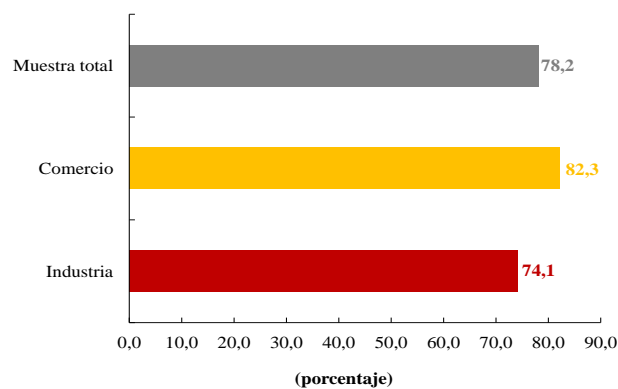


Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

plo que la empresa se encuentra en ley de reorganización, se financia con los accionistas, ya tiene préstamos, no necesita deuda adicional, no cuenta con historial crediticio, o porque tiene incertidumbre sobre el futuro de la economía. Por sector económico se observa un comportamiento similar al de la muestra total, destacándose que según las firmas comerciales tienen una mayor relevancia los antecedentes negativos en el historial de crédito y las altas tasas de interés (Gráfico 2, panel B).

Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en el próximo año, la mayoría respondió que sí lo hará (78,2%). Por sector económico, el 82,3% de las firmas de comercio piensan solicitar crédito en el futuro, mientras que un 74,1% de las industriales lo hará (Gráfico 3). Al indagar por las razones que las llevarían a solicitar más préstamos durante el próximo año, las empresas afirman que la principal sería la ejecución de nuevos proyectos (31,6%), seguida por la expansión de la capacidad instalada (23,9%) y por expectativas de menores tasas de interés (18,6%, Gráfico 4, panel A). Por sector económico se observa que las de industria y comercio tendrían preferencia por más crédito con el objetivo principal de ejecutar nuevos proyectos (31,6% y 31,7%, respectivamente). En el caso de las industriales, la segunda razón más importante sería expandir la capacidad instalada (30,7%),

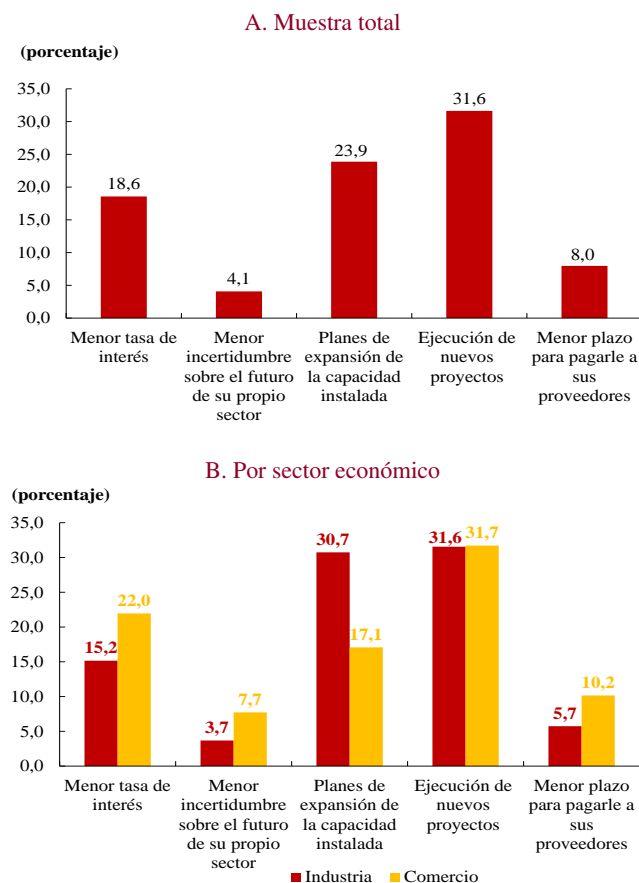
Gráfico 3: ¿Piensa solicitar crédito en el próximo año?



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

mientras que para las comerciales serían las expectativas de menores tasas de interés (22,0%, Gráfico 4, panel B).

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



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

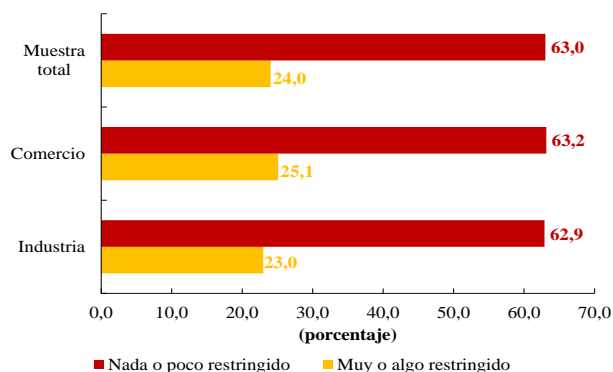
1.2 Restricciones al crédito

Con respecto a las restricciones al otorgamiento de préstamos, se observa que gran parte de los encuestados perciben que el crédito ha estado nada o poco restringido (63,0%). Por sector, los porcentajes son muy similares a los de la muestra total (Gráfico 5, panel A). Para los próximos tres meses, el 61,7% de las firmas considera que va a seguir estando nada o poco restringido. Por rama económica, el porcentaje se reduce para las firmas industriales, pues el 59,2% espera

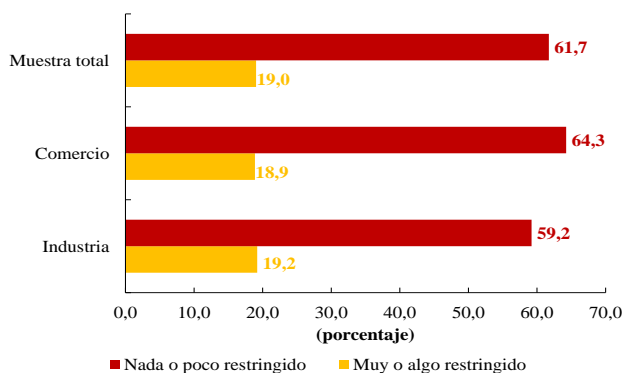
que la oferta de crédito esté poco o nada restringida, mientras que para las comerciales esta proporción es mayor (64,3%, Gráfico 5, panel B).

Gráfico 5: Restricciones al crédito

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



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

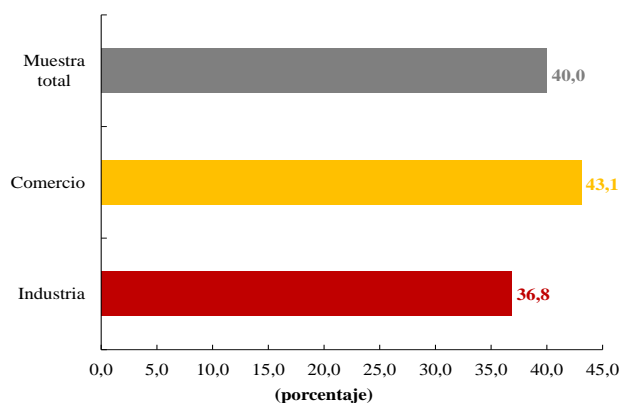


Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

1.3 Tasa de interés

Del total de empresas, el 35,5% percibe que la tasa de interés de los créditos que espera solicitar durante el próximo año permanecerá igual, mientras que el 40,0% piensa que disminuirá. Por sector, el porcentaje de firmas que espera que la tasa disminuya es mayor en las comerciales (43,1% frente al 36,8% de las industriales), mientras que un porcentaje similar al de la muestra total, en los dos tipos de empresas, considera que la tasa se mantendrá constante (Gráfico 6).

Gráfico 6: ¿Percibe que la tasa de interés de sus créditos se reducirá durante el próximo año?

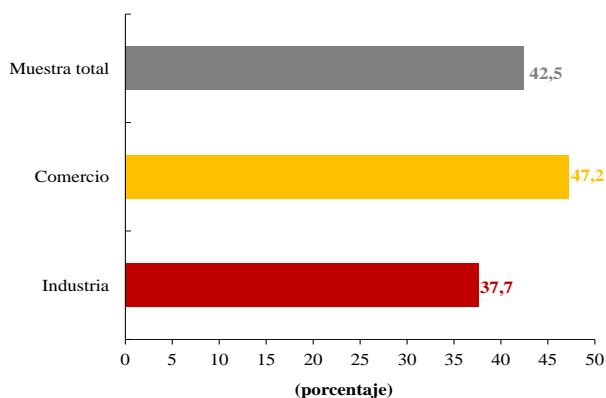


Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

1.4 Prepagos de deuda con el sistema financiero

Al indagar por la realización de prepagos con el sistema financiero, el 42,5% de las empresas encuestadas afirmó haberlos hecho. Por sector, se observa que durante el último año el 47,2% de las firmas comerciales realizó prepagos, cifra 9,5 puntos porcentuales (pp) superior a la registrada para las industriales (Gráfico 7).

Gráfico 7: ¿Ha prepagado deuda con el sistema financiero en el último año?



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta anual de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

En síntesis, los resultados de la encuesta anual de es-

tructura de financiamiento muestran que entre junio de 2016 y un año después la mayoría de los empresarios encuestados solicitó crédito. De aquellos que lo hicieron, una alta proporción recibió la totalidad de los recursos solicitados, lo cual es acorde con la percepción que tienen de que el crédito no estuvo restringido. Las empresas que no solicitaron préstamos manifiestan que no lo hicieron principalmente porque quieren reducir su nivel de endeudamiento o porque no lo necesitaban. En cuanto a las expectativas del próximo año, la mayoría de firmas espera adquirir algún préstamo con una tasa de interés más baja, teniendo como principal objetivo la ejecución de nuevos proyectos y la expansión de la capacidad instalada.

2 Riesgo cambiario

En esta sección se muestran los resultados de la encuesta aplicada en junio de 2017 a quinientas 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 o tienen deuda vigente en moneda extranjera: M/E). El objetivo es evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados³ para cubrirse ante movimientos de la tasa de cambio. A junio de 2017 el total de las empresas encuestadas fueron deudoras del sistema financiero colombiano, con una representatividad del 8,6% del saldo total de la cartera comercial.

La encuesta pregunta sobre la utilización de derivados financieros, el tipo de instrumento que se usó para realizar la cobertura cambiaria, la finalidad con la que se usan y los motivos por los cuales algunas firmas, a pesar de su exposición, no utilizan coberturas por medio

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".

de derivados financieros. A continuación se presenta un análisis de los resultados más recientes.

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 cerca de la mitad de las empresas (48,2%) afirma haberlos usado para cubrir el riesgo cambiario entre junio de 2016 y el mismo mes de 2017. Dicha cifra es inferior a la registrada en la encuesta de junio de 2016 (53,0%).

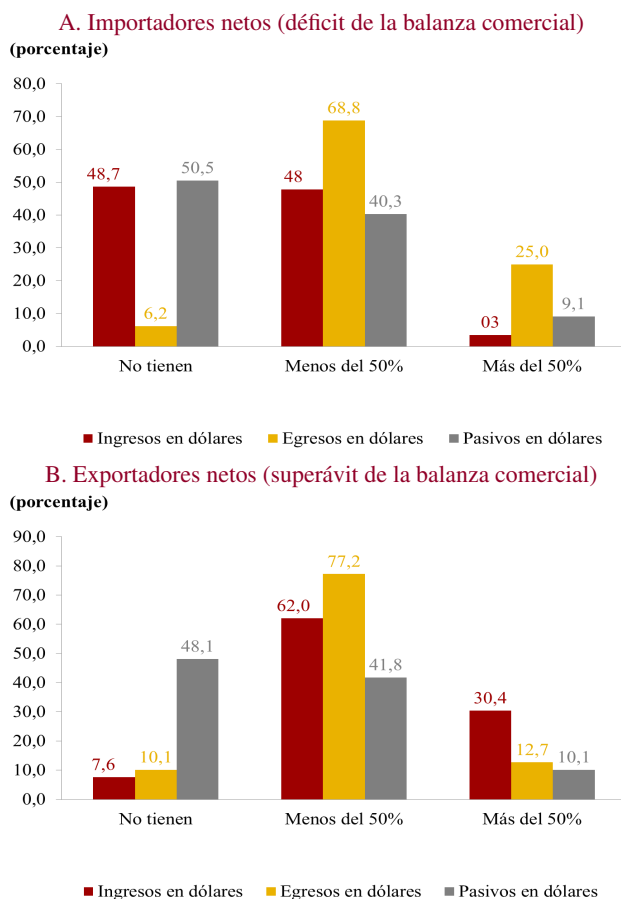
Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que el 74,4% de las encuestadas son importadoras netas, el 15,8% son exportadoras netas y el 9,8% son firmas que no comercian con el extranjero pero tienen deuda en M/E⁴. Los resultados también muestran que la participación de los exportadores y de los agentes que no transan en el exterior aumentó, mientras que la de los importadores disminuyó⁵. En el Gráfico 8 se presenta la participación de los ingresos, egresos y pasivos totales en dólares 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, cerca de la mitad aseguran no tener ingresos ni pasivos en dólares, igual que los exportadores en este último rubro.

Con el propósito de medir la exposición al riesgo cambiario derivada de la actividad comercial de las encuestadas, se calcula el monto de exportaciones netas (diferencia entre exportaciones e importaciones) para

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

⁵Para la encuesta de junio de 2016 la participación de las importadoras netas fue del 67,2%, para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 15,2% y para las que no comercian con el extranjero era de 10,7%. El restante 6,9% corresponde a empresas que respondieron la encuesta de manera anónima, por lo cual no fue posible identificar su balance comercial.

Gráfico 8: Exposición en dólares



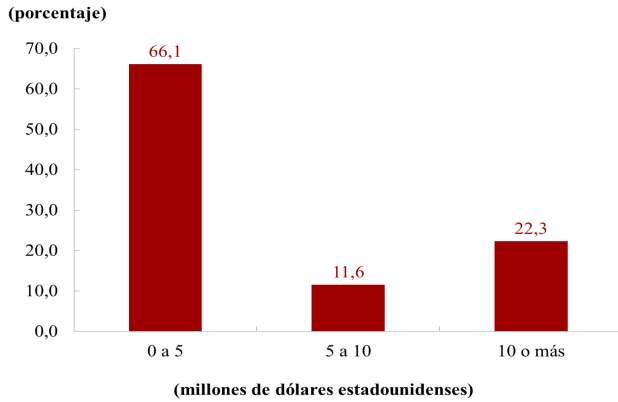
Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario; cálculos del Banco de la República.

cada firma. Los resultados indican que la mayoría de empresas encuestadas cuentan con un monto expuesto de máximo USD 5 millones (m) —66,1% de las importadoras y 62,0% de las exportadoras netas (Gráfico 9)—.

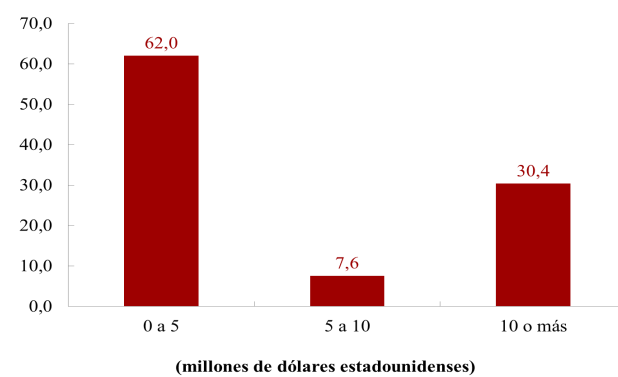
Con respecto al uso de instrumentos derivados en el último año, el 53,8% de los importadores netos, el 36,7% de los exportadores netos y el 24,5% de las empresas que no comercian con el exterior afirmaron haberlos empleado. Para los importadores y exportadores netos, distinguiendo por el monto de su balanza comercial en valor absoluto, se encuentran resultados heterogéneos: para los primeros el uso de derivados es cercano al 40,0% para exposiciones menores a USD

Gráfico 9: Distribución de las exportaciones netas por importadores y exportadores netos

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



B. Exportadores netos (superávit de la balanza comercial en valor absoluto)

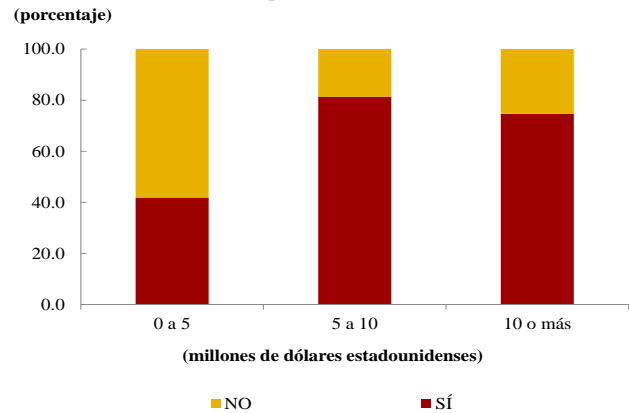


Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario; cálculos del Banco de la República.

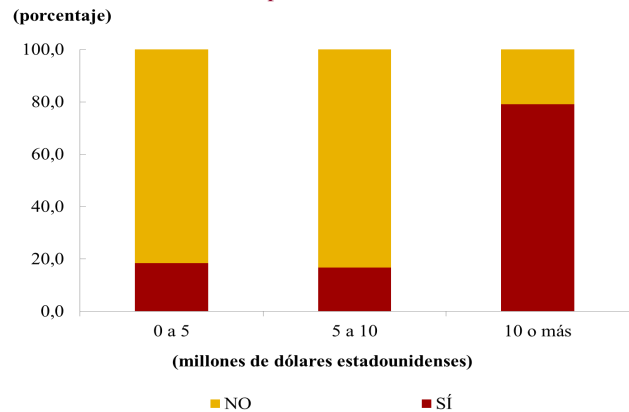
5 m, y tiene un salto importante para balanzas comerciales superiores a este saldo, siendo la utilización de estos instrumentos superior al 70,0%. Para los exportadores netos, en contraste, el quiebre se presenta en exposiciones mayores a los USD 10 m, pasando de una utilización inferior al 20% a una cercana al 80,0% (Gráfico 10).

Gráfico 10: Uso de derivados netos por exportaciones netas y grupo de análisis

A. Importadores netos



B. Exportadores netos



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

2.2 Instrumentos derivados utilizados por las empresas

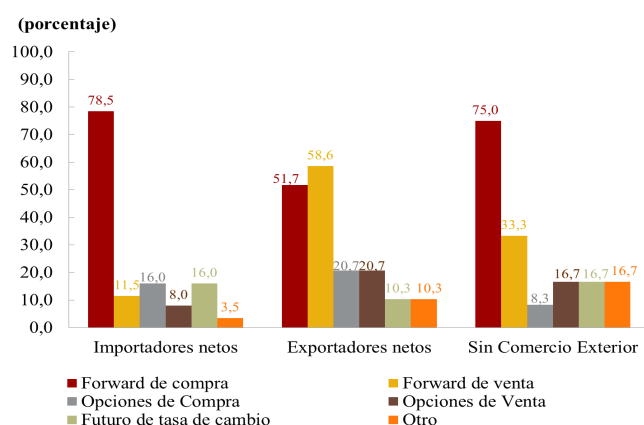
De las empresas que usaron instrumentos derivados⁶, se encontró que el *forward* es el más utilizado, donde el 75,1% de los encuestados afirmaron haber usado *forward* de compra y el 18,3% *forward* de venta.

Cuando las respuestas se distinguen por grupo, se encuentra que de las firmas que afirmaron haber usado

⁶Para 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.

derivados, el 78,5% de los importadores y el 75,0% de las firmas que no comercian con el exterior usan forwards de compra, mientras que el 58,6% de los exportadores utilizan los de venta (Gráfico 11). Lo anterior es acorde con lo esperado, debido a la naturaleza de su negocio⁷. Con respecto a la encuesta anterior, se observan incrementos en la utilización de *forwards* de compra y venta para los exportadores y de los importadores netos, en su orden. Por otra parte, los resultados más recientes muestran estabilidad en el uso de futuros de tasa de cambio en los tres grupos analizados.

Gráfico 11: Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse



Nota: aquellas firmas que respondieron "Otro" mencionaron los *swaps*, sintéticos y futuros de *commodities* como instrumento de cobertura.

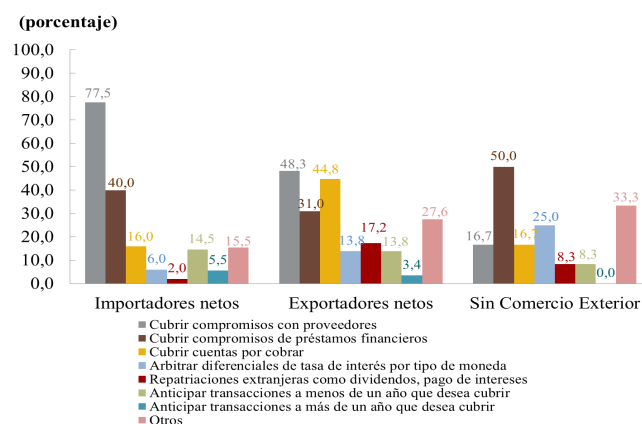
Fuente: Encuesta anual de riesgo cambiario; cálculos del Banco de la República.

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 compromisos con proveedores (77,5%) y cubrir préstamos financieros (39,4%). Al distinguir por posición de balanza comercial, se en-

⁷Un 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 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. Para el caso de las firmas que no comercian, el pago de su deuda financiera sería el principal incentivo para realizar *forwards* de compra.

cuentra que los importadores netos tienen preferencias similares a las del agregado, mientras que para los exportadores cubrir sus cuentas por cobrar y sus compromisos con proveedores son los motivos principales para usar estos instrumentos. Las empresas sin comercio exterior, por su parte, cubren sus compromisos en préstamos financieros y arbitran diferenciales de tasa de interés por tipo de moneda (Gráfico 12).

Gráfico 12: Finalidad de emplear los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura



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

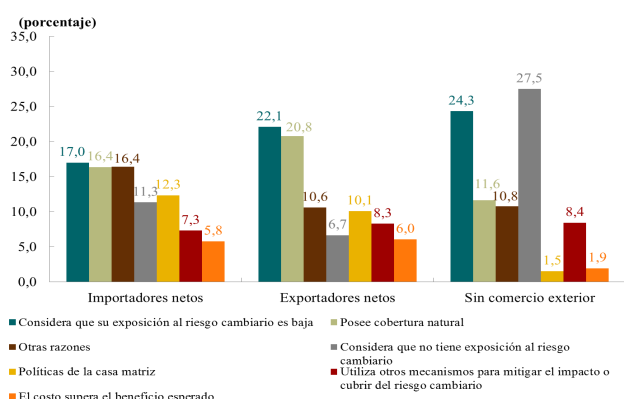
Lo anterior coincide con las predicciones de la literatura sobre el uso de derivados, que sugiere que la prioridad de las empresas al hacer uso de estos instrumentos es reducir la volatilidad de su balance de ingresos y egresos, así como la de su patrimonio (Stulz, 2004). Por otra parte, los resultados 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 que esta exposición es baja (19,0%) y contar con cobertura natural (16,5%). Le siguen, en orden de importancia, considerar que no están expuestas al

riesgo cambiario (12,7%), políticas de la casa matriz que impiden utilizarlos (10,4%) y emplear otros mecanismos de cobertura (7,6%). Cuando las respuestas se analizan por grupo expuesto, los encuestados manifiestan lo mismo que el agregado, con la excepción de las empresas sin comercio exterior, donde la opción más señalada fue considerar que no tienen riesgo cambiario (27,5%, Gráfico 13).

Gráfico 13: Motivos que las empresas exponen para no usar instrumentos derivados para cubrir el riesgo cambiario



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

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de junio de 2017 muestran que, frente a lo reportado hace un año, una proporción ligeramente menor de las empresas consultadas está 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, mientras que la mayor parte de los exportadores netos y empresas que no tienen comercio con el exterior no los emplean. Finalmente, aquellas firmas que aseguran haber usado derivados tienen como principal objetivo cubrir diferentes 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 una baja o inexistente exposición al riesgo cambiario y contar con cobertura natural.

Referencias

Stulz, R.M. (2004). “Should We Fear Derivatives?”. *The Journal of Economic Perspectives*, vol.18, núm. 3, pp.173-192.