



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ENCUESTAS DEL SECTOR
CORPORATIVO

Marzo de 2013

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

ISSN - 1692 - 4029

ENCUESTAS DEL SECTOR CORPORATIVO

El presente informe contiene los resultados de las encuestas trimestrales de estructura de financiamiento y riesgo cambiario, las cuales fueron elaboradas por el Banco de la República y Fedesarrollo, y tienen como propósito profundizar el conocimiento sobre el financiamiento de las empresas y el uso de instrumentos derivados de tasa de cambio.

1. Encuesta trimestral de estructura de financiamiento

El presente estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en noviembre de 2012 a empresas de los sectores de manufactura y comercio, los cuales se encuentran 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 las posibles solicitudes de crédito durante los próximos tres meses. El análisis se realiza por tamaño y sector económico.

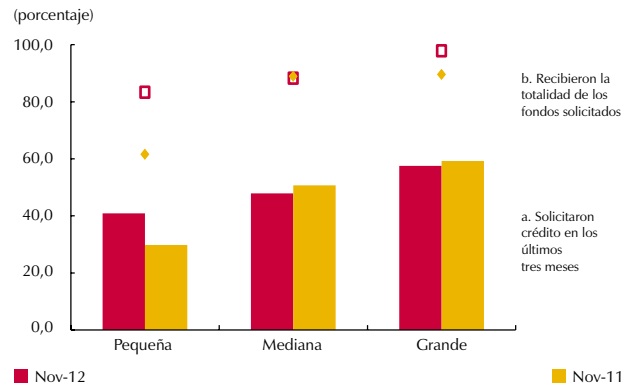
a. Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos durante los últimos tres meses (agosto, septiembre y octubre de 2012), cerca de la mitad respondió que lo había hecho. En la clasificación por tamaño se observa que, al igual que en encuestas anteriores, las solicitudes aumentan a medida que este incremento, obteniendo así que el 58% de las grandes solicitaron crédito, mientras que, en promedio, el 44% de las medianas y las pequeñas lo hicieron (Gráfico 1, panel A). Con respecto a 2011, se destaca el incremento en el porcentaje de empresas pequeñas que solicitaron crédito, pasando de ser 30% a 41% en 2012. Por sector se observa que un porcentaje mayor de empresas comerciales ha solicitado un crédito versus las industriales (Gráfico 1, panel B).

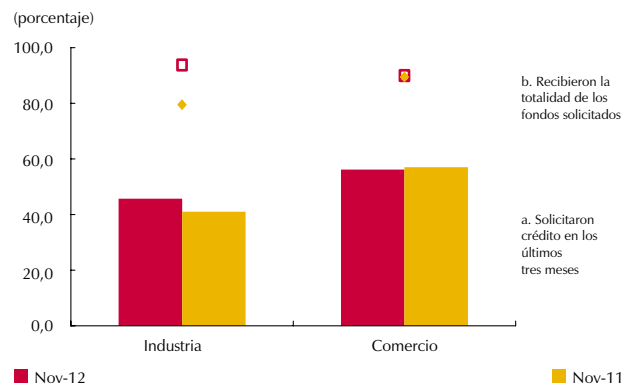
En cuanto al porcentaje del crédito efectivamente desembolsado, la mayoría de empresas (90%) afirma haber recibido la totalidad de los fondos solicitados (Gráfico 1). Vale la pena resaltar el incremento de las

Gráfico 1
Demanda de crédito

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.

empresas pequeñas, que pasaron a recibir la totalidad del crédito solicitado, porcentaje que se ubicaba en 30% en noviembre de 2011 y que doce meses después se sitúa en 62%. Nuevamente se encuentra una correlación positiva con el tamaño, de tal forma que la mayoría de las grandes (90%) reciben la totalidad del crédito.

Por su parte, las que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo: el hecho de que no lo necesitaban (62%), que querían reducir su endeudamiento (9%) y por considerar que la tasa de interés es alta (9%). Por tamaño, un porcentaje mayor de las grandes responde que no lo necesita (76%),

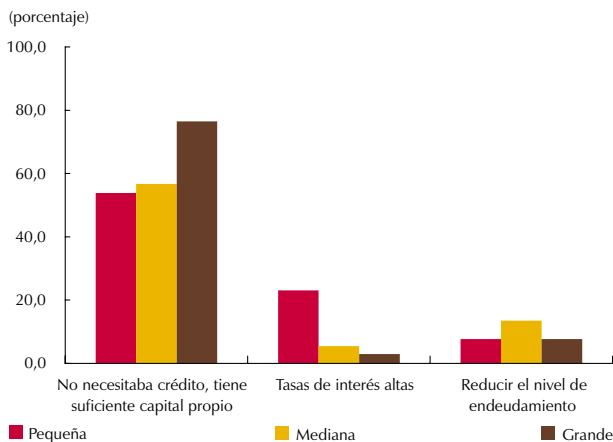
frente al 57% y 54% de medianas y grandes. La segunda razón más importante para las medianas es el deseo de reducir el endeudamiento (8%), mientras que en el caso de las pequeñas la tasa de interés resulta más importante en la demanda de crédito, obteniendo que el 23% afirma no haberlo hecho por las altas tasas (Gráfico 2, panel A). Por sector, el 63% de las industriales no necesitaba versus un 62% en el caso de las comerciales (Gráfico 2, panel B).

b. Restricciones al crédito

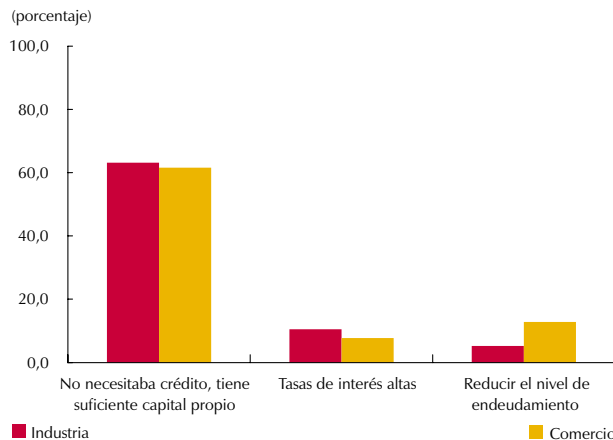
Con respecto a las restricciones al crédito, se continúa observando que la mayoría de encuestados perciben que aquel ha estado nada o poco restringido (79%). Este

Gráfico 2
Razones por las cuales no solicitó crédito

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.

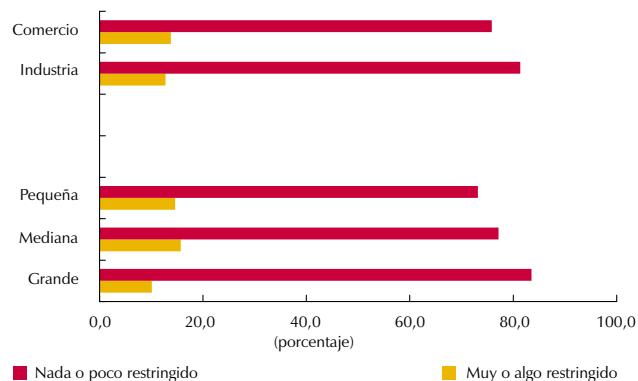
porcentaje aumenta con el tamaño, creyendo el 84% de las grandes que no estuvo restringido frente al 77% y 73% de las medianas y pequeñas, respectivamente. Por sector no se perciben grandes diferencias. Sobre las restricciones al crédito durante los próximos tres meses, los porcentajes son similares a los mencionados, aunque la industria y las empresas pequeñas lo perciben hacia futuro un poco más restringido (Gráfico 3).

c. Tasa de interés

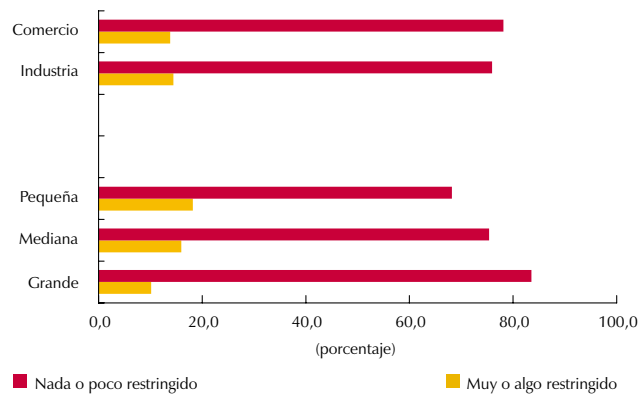
Del total de empresas tan solo el 13% considera que las tasas de interés de sus créditos aumentarán, cifra que es significativamente inferior al porcentaje observado un año atrás (48%). El guarismo de quienes

Gráfico 3
Restricciones al crédito

A. ¿Qué tan restringido estuvo el crédito en los últimos tres meses?



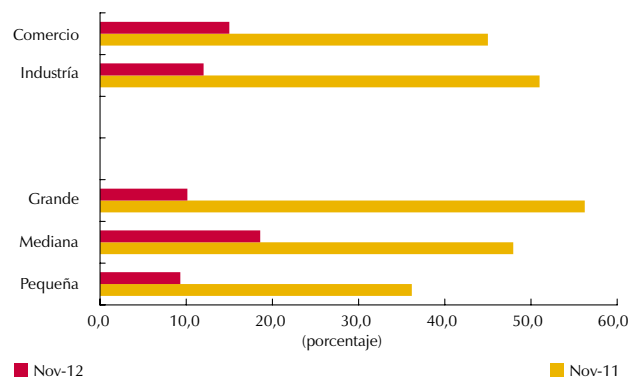
B. ¿Qué tan restringido espera que esté el crédito en los próximos tres meses?



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

piensan que permanecerán en el mismo nivel aumentó de 49% en 2011 a 72% en 2012. Por sector y tamaño no se encuentran grandes diferencias, aunque la mayor proporción que creen que la tasa se incrementará son las medianas (19%) (Gráfico 4).

Gráfico 4
Tasa de interés^{a/}



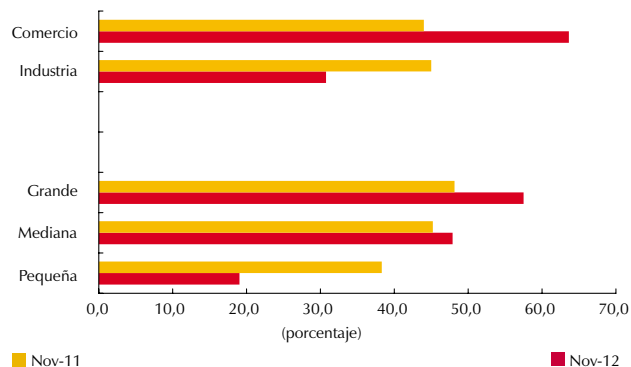
a/ ¿Percibe que la tasa de interés de sus créditos aumentará?
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

d. Solicitudes de crédito en el futuro

Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en los próximos tres meses, un poco más de la mitad respondió que no lo hará (54%). Sin embargo, al desagregar por tamaño, se encuentra que un alto porcentaje de empresas grandes (58%) sí lo harán, frente al 48% y 19% de las medianas y pequeñas. Por sector se observa una gran diferencia entre la proporción de empresas de comercio que afirman que demandarán crédito (64%) versus el bajo porcentaje de las industriales que lo harán (31%) (Gráfico 5).

Al indagar por las razones que los llevarían a aumentar sustancialmente la demanda de crédito en los próximos tres meses (Gráfico 6) los resultados son diversos. Por un lado, las empresas grandes afirman que la ejecución de nuevos proyectos (25%) y planes de expansión de la capacidad instalada (23%) serían las principales razones; mientras que para las medianas lo serían la expansión de la capacidad instalada (28%) y el menor plazo para pagarles a sus proveedores (20%). En cuanto a las empresas pequeñas, la principal razón que las llevaría a aumentar su demanda es una menor tasa de interés (30%), seguida de

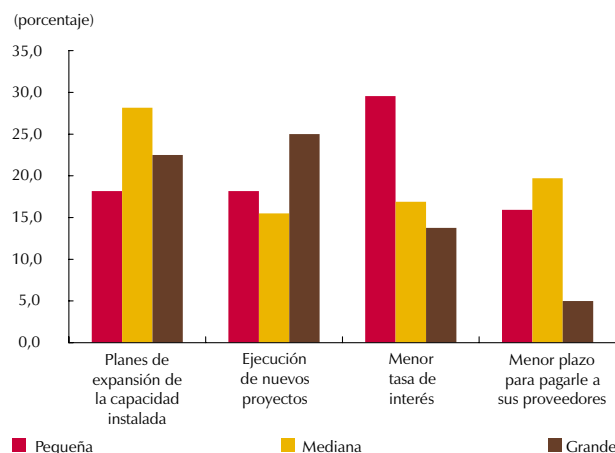
Gráfico 5
Solicitudes de crédito en el futuro^{a/}



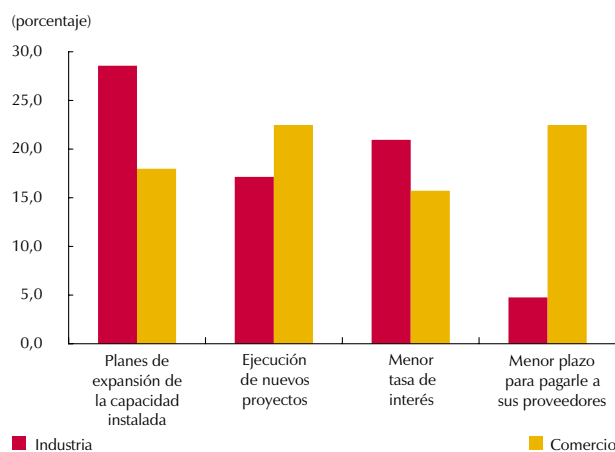
a/ ¿Piensan solicitar crédito en los próximos tres meses?
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6
Razones que lo llevarían a ampliar sustancialmente la demanda por crédito

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.

la ejecución de nuevos proyectos (18%). Por sector económico se observa que las de industria tienen preferencia por más crédito si tuvieran planes de expansión de la capacidad instalada (29%), mientras que las de comercio lo harían si tuvieran menor plazo para pagarles a sus proveedores (21%).

2. Encuesta trimestral de riesgo cambiario

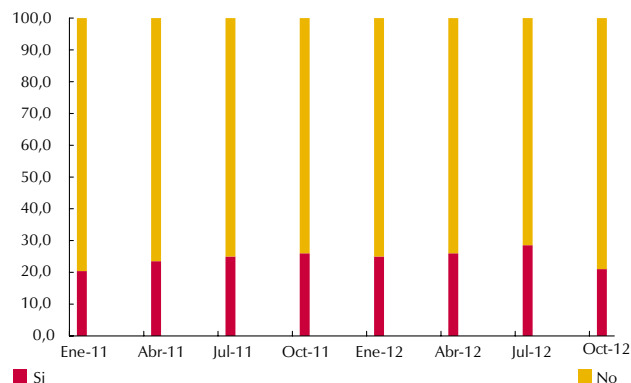
Desde 1999 y hasta la actualidad, la tasa de cambio está sujeta a un régimen flexible, en el cual el Banco de la República permite que el precio del dólar sea determinado por el mercado, aunque tiene la facultad de intervenir cuando se vea amenazada su estabilidad. Este hecho impone un reto a las empresas 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 y un aumento para los pasivos).

Con el propósito de evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados¹ para cubrirse ante la tasa de cambio, se realiza una encuesta trimestral de riesgo cambiario. Esta se encuentra dirigida a firmas manufactureras que por la naturaleza de su capital u operaciones en el extranjero se encuentran expuestas al riesgo cambiario. A continuación se presentan los resultados de la encuesta aplicada en octubre de 2012.

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

Los resultados indican que un bajo porcentaje de las empresas encuestadas hacen uso de derivados para cubrir el riesgo cambiario al que podrían exponerse. El Gráfico 7 muestra que solo el 21% afirma haberlos

Gráfico 7
Uso de derivados de tasa de cambio



Fuente: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012); cálculos del Banco de la República.

utilizado en los tres meses más recientes. Por una parte, vale la pena mencionar que esta cifra se ubica por debajo del promedio calculado para las encuestas de 2011 y lo corrido de 2012 (24%). Por otra, esta participación es baja, teniendo en cuenta que todas las empresas consultadas tienen alguna cuenta en moneda extranjera. Lo anterior sugiere que los derivados de tasa de cambio no han sido incorporados dentro de las políticas corporativas de la mayoría de empresas del sector de manufactura, lo que podría obedecer a una baja exposición al riesgo o al desconocimiento de estos instrumentos, entre otras razones.

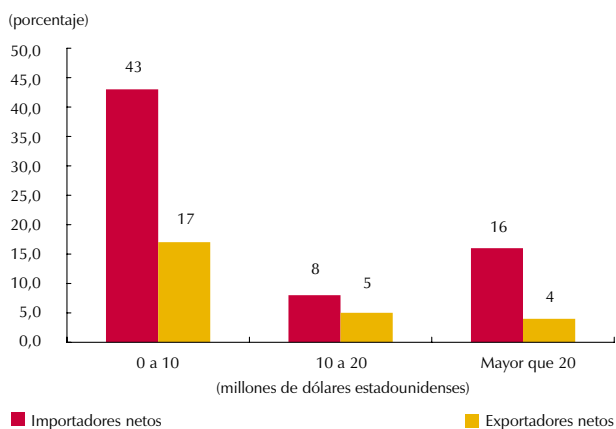
Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que la mayoría son importadoras netas (67%), y el restante está dividido entre exportadoras netas (26%) y firmas que no comercian con el extranjero (7%)² (Gráfico 8). Esta distinción se realiza con el propósito de medir el descalce cambiario de las empresas encuestadas, calculada como la diferencia entre importaciones y exportaciones. Cabe anotar que frente a los resultados de julio de 2012 se encuentra que en octubre de ese mismo año la participación de los importadores aumentó, mientras que la de los exportadores disminuyó³. Adicionalmente, se observa

1 De acuerdo al Capítulo XVIII de la Circular Básica Contable y Financiera, un instrumento derivado que se utiliza con fines de cobertura es aquel que “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.

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

3 Para la encuesta de julio de 2012 la participación de las importadoras netas era de 56% y para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 38%.

Gráfico 8
Distribución por comercio exterior y uso de derivados de tasa de cambio



Fuente: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012); cálculos del Banco de la República.

que la mayoría de empresas consultadas tienen montos expuestos que se ubican en el rango de US\$0 a US\$10 millones (m) (43% de las importadoras y 17% de las exportadoras).

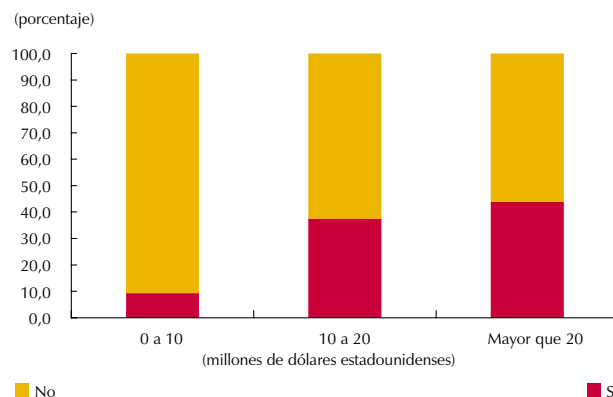
Al analizar el uso de los derivados de tasa de cambio por los importadores y exportadores, se encuentra que el porcentaje de utilización se incrementa a medida que aumenta el monto expuesto (Gráfico 9). No obstante, esta cifra es inferior al 50% en todas las categorías, a excepción de las exportadoras netas con montos mayores a US\$20 millones, para las cuales, el 75% sí los utiliza. Es de destacar que ninguna de las exportadoras con exposición de US\$10 a US\$20 millones de dólares, hace uso de derivados. Adicionalmente, para los dos grupos, los porcentajes más bajos de uso se encuentran para las empresas con montos expuestos por debajo de US\$10 millones, siendo para los importadores de 9,3% y ubicándose en 17,6% para los exportadores.

Por otra parte, las empresas consultadas se pueden caracterizar por tamaño y por su participación en los créditos comerciales otorgados por el sistema financiero. En primer lugar, el 92% de las empresas encuestadas fueron vigiladas por la Superintendencia de Sociedades en 2011; y al clasificarlas por tamaño⁴ se encuentra que

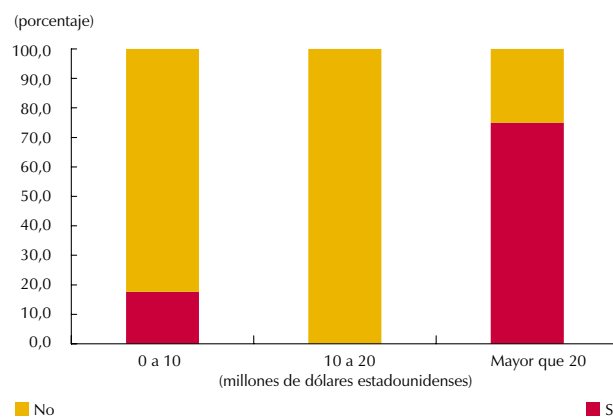
4 De acuerdo con la Ley 905 de 2004, las empresas se pueden clasificar por el tamaño de sus activos, de la siguiente manera: i) pequeña: valor de los activos totales entre 501 y 5.000 SMMLV;

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

A. Importadores netos



B. Exportadores netos



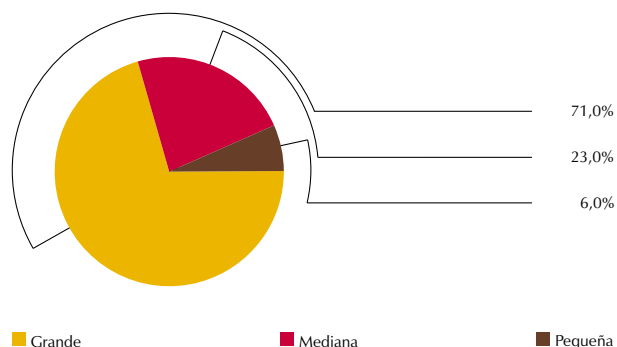
Fuentes: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012) y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

la mayoría son grandes (71%), mientras que la participación restante se distribuye entre las medianas (23%) y pequeñas (6%) (Gráfico 10). Este resultado hace pertinente aclarar que las respuestas de la encuesta reflejan el uso de derivados en las empresas de mayor tamaño.

Finalmente, es importante resaltar que a septiembre de 2012 el 86% de las empresas encuestadas eran deudoras del sistema financiero. El monto total de créditos que acumulan estas firmas tienen una baja representatividad dentro del saldo de la cartera comercial (1,44%);

ii) mediana: valor de los activos totales entre 5.001 y 30.000 SMMLV, y iii) grande: valor de los activos totales mayor que 30.000 SMMLV.

Gráfico 10
Distribución de la muestra por tamaño



Fuentes: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012) y Superintendencia de Sociedades; cálculos del Banco de la República.

no obstante, su participación en el portafolio de créditos comerciales denominados en moneda extranjera es de 8,2%, lo cual podría estar asociado con el hecho de que la mayoría de las empresas son grandes.

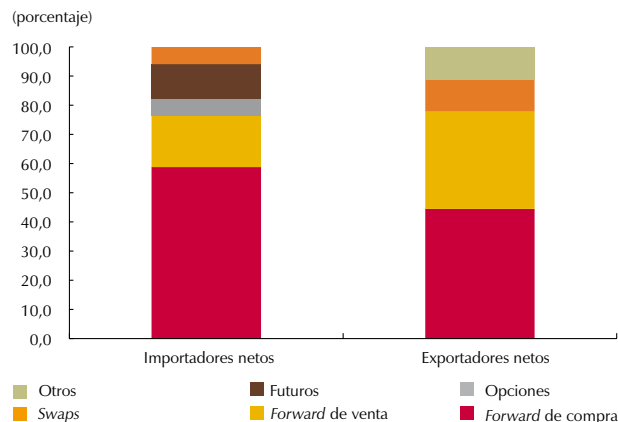
b. Instrumentos derivados utilizados por las empresas

Al preguntarle a las empresas por el tipo de contrato que usaron para hacer la cobertura⁵, se encontró que el *forward* es el instrumento más utilizado, donde el 66% cuenta con *forwards* de compra, y el 29% con *forwards* de venta. El elevado porcentaje de los primeros puede estar asociado con el hecho de que la mayoría de las empresas son importadoras netas, tal como se mencionó.

El Gráfico 11 presenta la distribución para importadores y exportadores netos por instrumento. Como se puede observar, para los importadores netos es clara la preferencia hacia los *forwards* de compra (59% lo utilizan), mientras que los exportadores se reparten entre este instrumento (44%) y los *forwards* de venta (33%). Los instrumentos menos utilizados son los futuros, opciones (que son empleadas únicamente por

5 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 11
Distribución de la muestra por tamaño

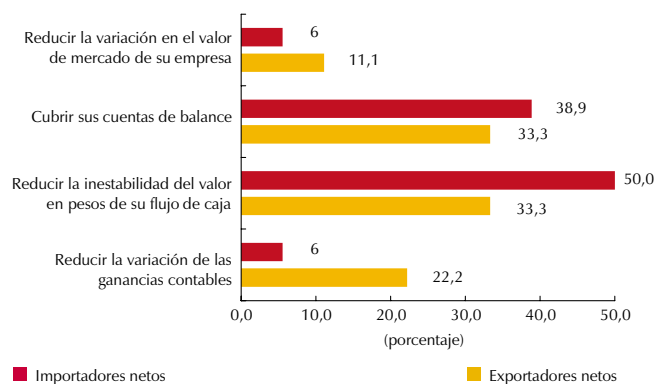


Fuente: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012); cálculos del Banco de la República.

las importadoras) y *swaps*. Estos resultados pueden estar asociados con la preferencia por instrumentos más sencillos y con el deseo de las firmas de elegir derivados que se ajusten a sus necesidades.

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 minimizar la volatilidad del flujo de caja (45%) y cubrir las cuentas de balance (38%). Al distinguir entre importadores y exportadores netos, se encuentra que para los exportadores los objetivos más importantes fueron tanto cubrir el flujo de caja como las cuentas de balance, mientras que para los importadores existe una preferencia por cubrir los flujos (Gráfico 12).

Gráfico 12
Distribución de la muestra por tamaño



Fuente: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012); cálculos del Banco de la República.

Lo anterior coincide con las predicciones de la literatura sobre el uso de derivados. En esta se establece que la prioridad de las empresas al hacer uso de estos instrumentos debe estar encaminada hacia la disminución de la volatilidad del flujo de caja, en la medida en que esto permite contar con los fondos internos suficientes para realizar proyectos de inversión, y contribuye a mitigar los problemas provenientes de las asimetrías de información. Por otra parte, los resultados muestran que la reducción de la variación tanto de las ganancias contables como del valor de mercado de la firma, son los objetivos menos comunes entre las empresas encuestadas.

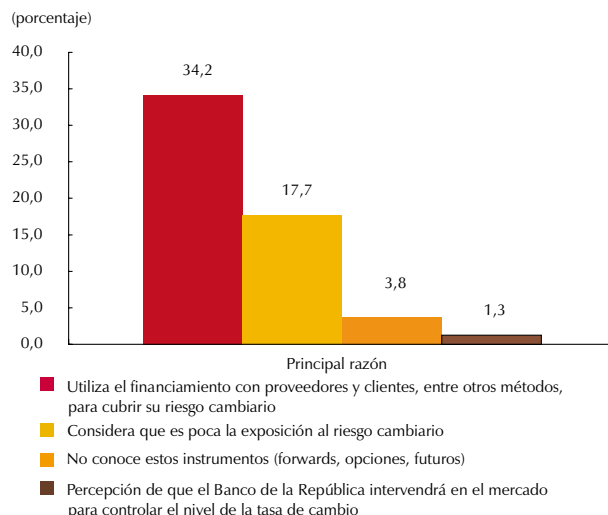
c. Empresas que no utilizan derivados para cubrirse ante el riesgo cambiario

Como se mencionó, el bajo grado de uso de derivados tasa de cambio puede obedecer a una baja percepción de la exposición al riesgo cambiario y al desconocimiento de estos instrumentos, entre otras razones. Para corroborar estas hipótesis se preguntó a los empresarios por la principal razón que tuvieron para no utilizar este tipo de instrumentos.

Como se observa en el Gráfico 13, los motivos más importantes que las empresas exponen para no usar derivados de tasa de cambio son que utilizan diferentes métodos de cobertura, tal como el financiamiento con proveedores y clientes (34,2%), y el hecho de que consideran que su exposición es baja (17,7%). Le siguen en orden de importancia el desconocimiento de los instrumentos (3,8%) y la percepción de que el Banco de la República intervendrá el mercado cambiario (1,3%).

En cuanto a las demás explicaciones para no usar derivados, cabe resaltar que ninguna firma seleccionó como razón principal que la forma en la que se conta-

Gráfico 13
Distribución de la muestra por tamaño^{a/}



a/ Se excluye la opción "otras" y respuestas en blanco.
Fuente: encuesta de riesgo cambiario (octubre de 2012); cálculos del Banco de la República.

bilizan estos instrumentos no es clara. Adicionalmente, cabe resaltar el alto porcentaje de los encuestados que respondieron que otros factores determinaron su decisión (43%). Dentro de este grupo se encuentran respuestas asociadas con el pago y recibo de contado, con las políticas de la casa matriz, y con el uso y deseo de mantener cobertura natural, entre otras razones.

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de octubre de 2012 muestran que el uso de instrumentos derivados en el manejo de riesgo cambiario es una práctica poco usual entre las empresas manufactureras. Lo anterior puede explicarse por el bajo grado de exposición que tienen las empresas y una alta preferencia a hacer uso de cobertura natural, sin embargo, vale la pena mencionar que esto no implica que no se encuentren expuestas a sufrir pérdidas por movimientos inesperados en la tasa de cambio.