

Recuadro 2: Una caracterización del riesgo cambiario de las firmas del sector real en Colombia en 2022

Álvaro David Carmona Duarte
Adrián Martínez Osorio
Jorge Niño Cuervo*

Introducción

La presencia de descalces cambiarios es un factor que puede incrementar la vulnerabilidad externa de la economía por la vía de la inversión, el crecimiento, la liquidez y la solvencia de las firmas que se ven sometidas a este fenómeno. En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023, se presentó un panorama general del estado del descalce cambiario negativo¹ de las firmas en Colombia. La segunda parte del ejercicio, la cual corresponde a este recuadro, realiza una estimación del nivel de riesgo que enfrentan las firmas colombianas a partir de sus hojas de balance. Los resultados sugieren que la mayoría de las firmas evaluadas² se clasifican como de riesgo medio (84%) y acumulan el mayor valor del descalce total (71%). Una pequeña porción de las firmas (4%) se ubican dentro del grupo de mayor riesgo cambiario, cuyo descalce conjunto representa el 10% del monto total del descalce negativo. Las firmas clasificadas en estos dos grupos pertenecen a sectores económicos con producción de bienes transables y con oferta exportadora (explotación de minas y canteras, industria manufacturera, comercio), así como a sectores regulados y con una participación de mercado concentrada en pocas firmas (suministro de electricidad, gas y agua, e información y comunicaciones).

En ese orden de ideas, este documento presenta, primero, las fuentes de información y la metodología de cálculo de los indicadores de riesgo para las firmas con descalce cambiario negativo y disponibilidad de información contable; luego, describe los resultados obtenidos para la muestra de firmas y finaliza con una conclusión general.

1. Metodología de cálculo del descalce

En el Recuadro 1 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2022, se define la metodología de cálculo y fuentes de información del descalce cambiario nominal, el cual es utilizado para el ejercicio realizado en el presente recuadro. A partir de los resultados del descalce nominal en dólares de las firmas y su información contable³, se calculan tres indicadores de riesgo que toman valores discretos de 1 a 3, y se sintetizan en una calificación global de riesgo por descalce cambiario que clasifica las firmas en tres niveles de riesgo.

El valor en dólares del descalce de una firma no permite interpretar la magnitud real de este fenómeno, de manera que una medida escalada incorpora la capacidad de clasificar y comparar los resultados entre distintas firmas. En este orden de ideas, en este análisis se calculan tres indicadores, por lo que la clasificación de riesgo considera tres niveles en función del tamaño relativo del descalce: bajo (3), medio (2) y alto (1) (Cuadro R2.1). El primer indicador corresponde al nivel de descalce negativo en dólares como proporción de los activos totales de la firma (*descalce/activos totales*). Este refleja una medida de escala del nivel de descalce de la firma.

* Los autores son miembros del Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República. Las opiniones aquí contenidas son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 El descalce cambiario se define como la diferencia entre los activos en moneda extranjera (m/e) y los pasivos en m/e. Cuando el resultado neto de las compras menos ventas de *forwards* es positivo, este monto se incluye dentro de los activos; mientras que, si es negativo, se incluyen dentro de los pasivos. Cuando los pasivos en m/e son mayores que los activos en m/e, el descalce cambiario se define como “negativo” debido al signo de la operación matemática.

2 La muestra de empresas evaluadas corresponde a aquellas firmas que tienen descalce negativo en dólares y, además, se dispone de su información contable.

3 La fuente para los balances es la información de las superintendencias de Sociedades, de Transportes, de Salud y Financiera; para el comercio exterior la información proviene del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), y para la participación de capital extranjero la fuente es el Banco de la República. Los datos de flujos corresponden a la suma del año 2022, y los de posición, al 31 de diciembre del mismo año.

Cuadro R2.1^{a/}

Grupo de riesgo	(a) Descalce negativo/ activos totales	(b) Balanza comercial/ ingresos operacionales	(c) Participación de capital extranjero
1	$x \geq 60\%$	$x \leq -50\%$	$x \leq 20\%$
2	$60\% \geq x \geq 20\%$	$0\% \geq x \geq -50\%$	$60\% \geq x \geq 20\%$
3	$x \leq 20\%$	$x \geq 0\%$	$x \geq 60\%$

a/ Balanza comercial = exportaciones - importaciones.
Fuente: Elaboración propia.

El segundo indicador corresponde al valor en dólares de la balanza comercial (*exportaciones – importaciones*) como proporción de los ingresos operacionales de la firma (*balanza comercial/ingresos operacionales*). La balanza comercial de la firma permite saber cuántos dólares en neto generan a partir de su actividad económica y que pueden ser potencialmente utilizados para cubrir sus obligaciones en moneda extranjera. A mayor dolarización de los ingresos, mayor cobertura tiene la firma ante eventos de riesgo cambiario. Por el contrario, una firma importadora neta enfrenta mayores riesgos ante estos eventos y estos serán mayores entre más alta sea la razón entre egresos netos de dólares e ingresos operacionales totales.

El tercer indicador corresponde a la participación de capital extranjero que posee la firma dentro de su patrimonio total. Aquel parte de la premisa de que una firma con mayor participación de capital extranjero puede tener mayor cobertura ante un riesgo de depreciación cambiaria debido a que su casa matriz extranjera, al transar internacionalmente con divisas, está en la capacidad de absorber parte del choque de forma consolidada (véase el Cuadro R2.1).

Una vez calculados los tres indicadores, y establecida la calificación discreta (1 a 3) para cada uno de ellos, se procede a calcular un promedio simple de las calificaciones para obtener el indicador total y su consiguiente nivel de riesgo. Si el promedio calculado resulta en un valor mayor a 2,5, la firma se considera de riesgo bajo o grupo de riesgo 3; si este valor está entre 1,5 y 2,5, la firma se considera de riesgo medio o grupo de riesgo 2; por último, si el valor es menor o igual a 1,5, la firma se considera de riesgo alto o grupo de riesgo 1 (véase el Cuadro R2.2).

Cuadro R2.2
Principales resultados del ejercicio

Grupo de riesgo	Indicador total
1	$y \leq 1,5$
2	$1,5 < y \leq 2,5$
3	$y > 2,5$

$$y = \frac{a + b + c}{3}$$

Fuente: Elaboración propia.

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

2.1 Firmas del sector privado real colombiano

A continuación, se describen los resultados del cálculo de los indicadores de riesgo relativos a la importancia del descalce cambiario negativo de las empresas privadas del sector real colombiano. Dentro de este análisis no se incluyen las firmas del sector financiero tanto depositario (bancos) como no depositario (otras empresas financieras), 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. Incluir estas últimas podría sesgar el análisis de riesgos cambiarios.

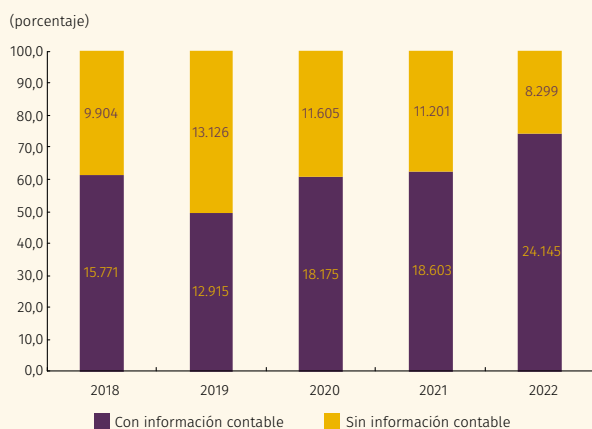
En 2022, se estima que 8.492 firmas colombianas presentaron descalce cambiario negativo por valor de USD 32.444 millones (m). Del total de firmas, para 2.980⁴ (35%) se cuenta con información de ba-

4 Para esta versión se dispone de información contable para firmas que reportan a las superintendencias de Transporte y Salud, por lo que la muestra aumentó con respecto a años anteriores.

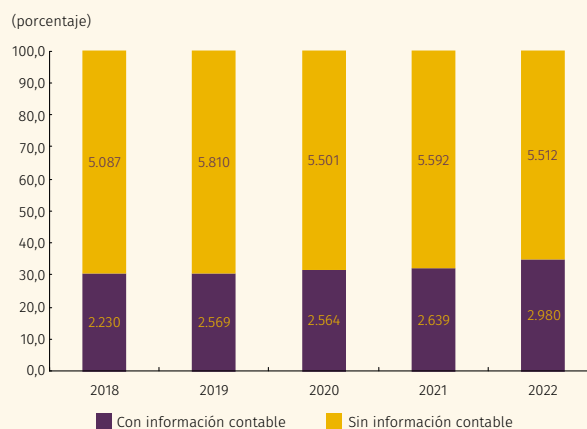
lances, las cuales responden por el 74 % (USD 24.145 m) del monto total del descalce cambiario negativo, proporciones similares a las observadas en los últimos años en el número de firmas y mayores en el monto del descalce debido al aumento de cobertura de firmas con información contable (véase el Gráfico R2.1). A partir de esta muestra de firmas se calculan los indicadores y se clasifican de acuerdo con su nivel de riesgo.

Gráfico R2.1
Descalce cambiario negativo: información contable

A. Descalce cambiario negativo (millones de dólares)



B. Número de firmas con descalce cambiario negativo



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología.

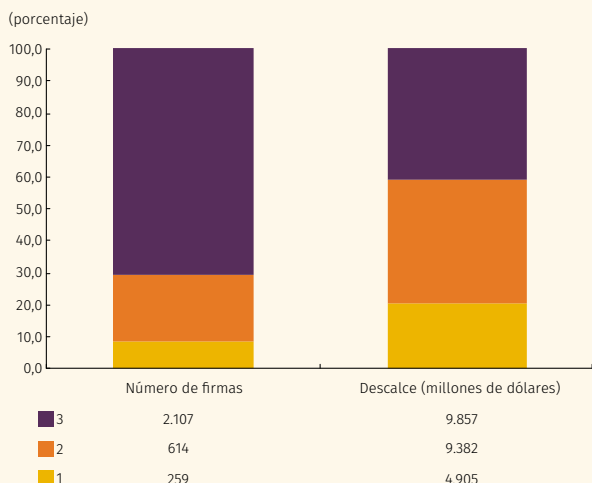
Los resultados de los componentes (véase el Gráfico R2.2) muestran que los principales factores de riesgo para las firmas son la proporción de descalce sobre activos totales y la participación de capital extranjero. Si bien la mayoría de las firmas se clasifican en el menor nivel de riesgo en el primer indicador, el valor del descalce es significativamente más bajo en proporción, frente a las firmas con un nivel de riesgo mayor, según este indicador. Por otro lado, en la participación de capital extranjero la mayoría de las firmas se clasifican en el nivel más alto de riesgo y su nivel de descalce es ligeramente superior al de los otros dos grupos de riesgo (niveles 2 y 3), en donde se clasifican un menor número de firmas en proporción. Por otro lado, el indicador del balance comercial como proporción de los ingresos operacionales evidencia que el 43 % del número de firmas y el 38 % del valor del descalce se clasifican en el nivel de riesgo más bajo. Esto indica que, si bien algunas firmas están expuestas a un mayor riesgo por los dos primeros indicadores, pueden estar cubiertas por su baja exposición cambiaria de flujos.

A partir de los tres componentes, se construye el indicador de riesgo global, el cual promedia las calificaciones resultantes. El nivel 1 se interpreta como el de mayor riesgo, mientras que el nivel 3 el de menor. Los resultados sugieren que (Gráfico R2.2), tanto por nivel de descalce como por número de firmas, la principal clasificación obtenida para las firmas analizadas es el nivel medio. Las firmas con una exposición alta que pueden llegar a tener problemas de liquidez o solvencia que ponga en riesgo su estabilidad ante depreciaciones cambiarias son una proporción baja tanto en número de firmas como en monto de descalce, proporción muy parecida al nivel de riesgo definido como bajo. Con respecto al año anterior, la proporción de firmas en el grupo de riesgo más alto se redujo (de 5% a 4%), representando, también, una menor proporción de descalce (18% a 10%). Por otro lado, el grupo de menor riesgo se mantuvo en proporciones similares a las del año pasado, tanto en número de firmas como en proporción de descalce.

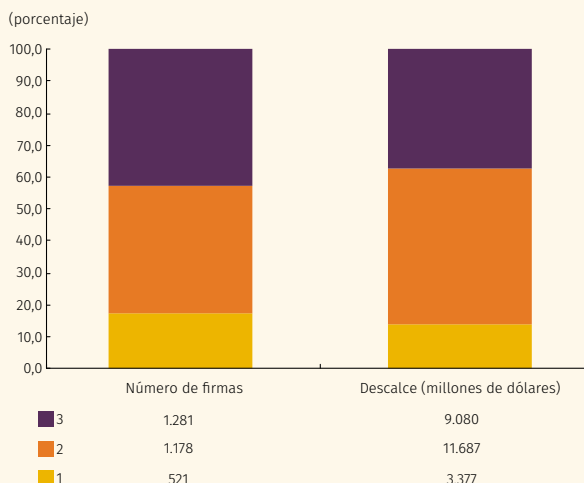
Dado que los niveles 1 y 2 podrían estar en riesgo ante situaciones de volatilidad económica, estas firmas se clasifican por sectores económicos para un mayor análisis. Tres de los cuatro principales sectores que agrupan el 54 % de las firmas y el 43 % del valor de descalce son de producción de bienes transables y con oferta exportadora (véase el Gráfico R2.3). Lo anterior, indica que estas firmas poseen algún grado de cobertura contra eventos de depreciación debido a la capacidad de tener ingresos en dólares. Esto se evidencia principalmente en el sector de explotación de minas y canteras, en donde una gran proporción de la producción se destina a la exportación y está concentrada en pocas firmas.

Gráfico R2.2
Firmas del sector privado real colombiano

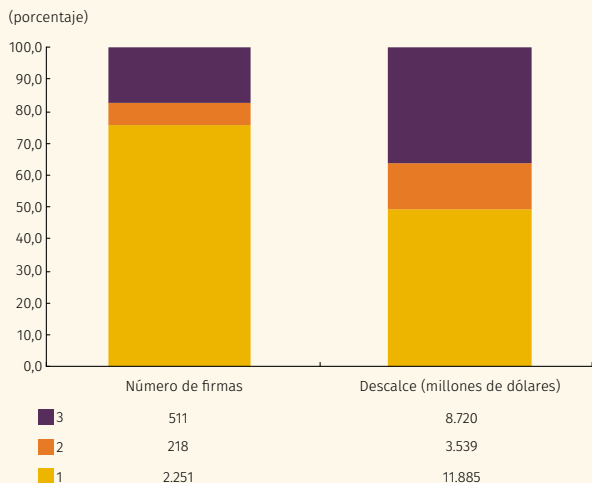
A. Descalce (USD)/activos totales



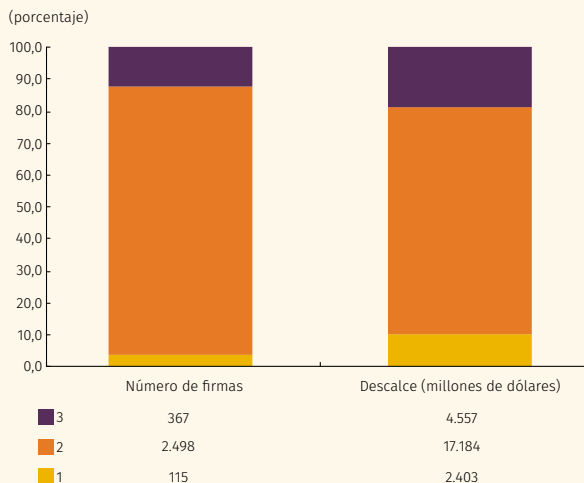
B. Balance comercial/ingresos operacionales



C. Participación de capital extranjero



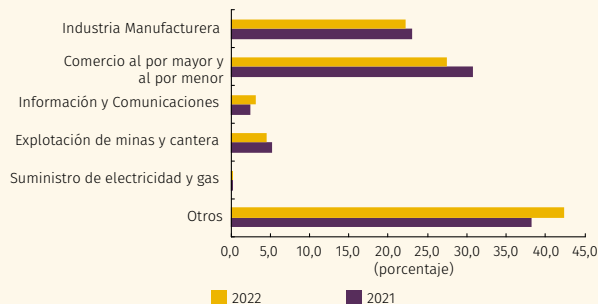
D. Indicador total



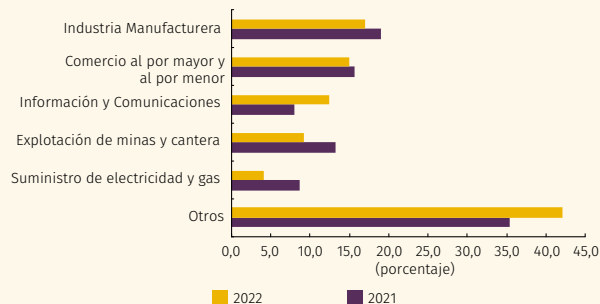
Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología.

Gráfico R2.3

A. Número de firmas



B. Descalce



Fuente: Elaboración propia.

Con respecto al año anterior, los sectores de industria manufacturera, comercio, explotación de minas y canteras, y suministro de electricidad y gas redujeron su participación tanto en número de firmas como en valor de descalce, mientras que información y comunicaciones y otros sectores las aumentaron.

2.2 Firmas del sector público colombiano

En 2022 el descalce negativo de las empresas del sector público, las cuales suman dieciséis firmas, asciende a USD 19.343 millones, 96 % del cual se concentra en tres conglomerados que pertenecen al sector minero energético 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 permite transferir a sus consumidores los mayores costos asociados con una depreciación del peso (véase el Gráfico R1.3 del *Reporte de Estabilidad Financiera* del primer semestre de 2023).

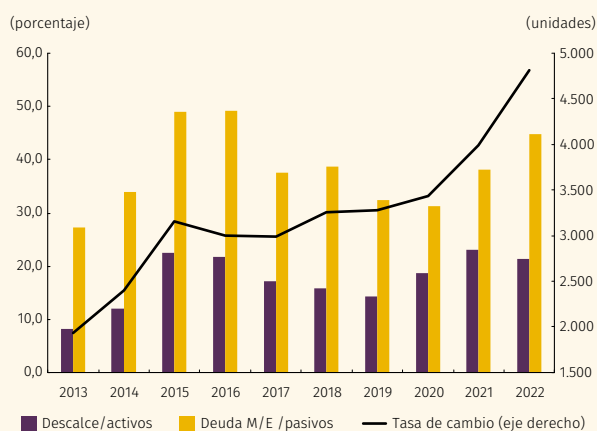
Con respecto a 2021, la reducción del descalce fue del 8,3% (USD 1.760 m), explicada, principalmente, por la constitución de inversiones financieras en el exterior por parte de firmas del sector de hidrocarburos. Escalando el descalce a los activos totales de 2022, este alcanza el 21%, 2 puntos porcentuales (pp) menos que el año inmediatamente anterior (Gráfico R2.4).

En cuanto al indicador de riesgo, las dieciséis firmas públicas analizadas mostraron un comportamiento homogéneo, ubicándose en el grupo de menor riesgo⁵. Puede decirse lo mismo si la información se agrupa por conglomerados empresariales. El bajo nivel de riesgo obedece a que no poseen déficits de comercio exterior o porque registran un descalce respecto a los activos menor al 20 %.

3. Conclusión

Los resultados sugieren que la mayoría de las firmas evaluadas se clasifican como de riesgo medio, y acumulan el mayor valor del descalce total. Una pequeña porción se ubica dentro del grupo de mayor riesgo cambiario, con un descalce conjunto que representa el 10% del monto total del descalce negativo, 8 pp menos que en el año anterior⁶. Estas firmas (ambos grupos) pertenecen a sectores económicos con producción de bienes transables y con oferta exportadora (explotación de minas y canteras, industria manufacturera, comercio), así como a sectores regulados y con una participación de mercado concentrada en pocas firmas (suministro de electricidad y gas, e información y comunicaciones). A pesar de la depreciación del peso observada en el año 2022, los niveles de riesgo por descalce cambiario medidos en este ejercicio se mantuvieron en niveles similares a los observados el año pasado. Este resultado es favorable para la estabilidad financiera y para la política monetaria y cambiaria. Por último, 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.

Gráfico R2.4



Fuente: Elaboración propia. Con base en las fuentes descritas en la metodología.

5 Por este motivo, en esta sección no se presentan los resultados tal y como se construyen para el sector privado.

6 Tenga en cuenta que la muestra de firmas y la proporción del descalce con información contable para el año 2022 es mayor que en el año 2021.