



INFORME ESPECIAL DE
**ESTABILIDAD
FINANCIERA**

ENCUESTA AL SECTOR
CORPORATIVO PRIVADO

Septiembre de 2015

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

ISSN - 1692 - 4029

ENCUESTAS AL SECTOR CORPORATIVO PRIVADO

Felipe Clavijo Ramírez
 Angélica Lizarazo Cuéllar*

El presente informe analiza los resultados de la encuesta trimestral de estructura de financiamiento y la semestral 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 sobre una muestra representativa de empresas.

1 Encuesta trimestral de estructura de financiamiento

El presente estudio muestra los resultados de la encuesta aplicada en agosto de 2015 a 207 empresas¹ de los sectores de manufactura y comercio, 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 la realización de prepagos de deuda con el sistema financiero. El análisis se realiza por tamaño² y sector económico.

1.1 Demanda de crédito

Cuando se consultó a los empresarios si solicitaron créditos durante el trimestre que comprende los meses de mayo, junio y julio de 2015, el 44,0% respon-

dió afirmativamente. De este porcentaje, la mayoría (90,0%) manifestó haber recibido la totalidad de los fondos requeridos. En la clasificación por tamaño se observa que, al igual que en encuestas anteriores, las solicitudes se incrementan a medida que el tamaño de las empresas aumenta; así, el 58,0% de las grandes solicitaron crédito, mientras que el 43,1% de las medianas y el 30,0% de las pequeñas³ lo hicieron (Gráfico 1, panel A1). Con respecto a la encuesta de agosto de 2014, se destaca el incremento en el porcentaje de empresas pequeñas que solicitaron crédito (pasó de 24,7% a 30,0%) y que recibieron la totalidad de los fondos solicitados (pasó de 83,3% a 88,9%). Vale la pena resaltar la reducción en el porcentaje de firmas medianas que recibieron la totalidad del crédito solicitado, el cual pasó de 94,4% en agosto de 2014 a 83,9% doce meses después (Gráfico 1, panel A2).

Por sector, se observa que un porcentaje mayor de empresas comerciales (52,9%) ha solicitado un crédito frente a las industriales (35,2%). Al comparar con un año atrás, se observa que este porcentaje es menor para las firmas del sector industrial y mayor para las del sector de comercio. Asimismo, durante este lapso se aprecia que tanto para industria como comercio se presenta una disminución de los porcentajes de empresas que, en efecto, recibieron la totalidad de los fondos, al pasar en el primer caso de 95,3% a 91,9%, y en el segundo de 92,1% a 88,9% (Gráfico 1, panel B2).

Por su parte, las firmas que no solicitaron crédito identifican como principales razones para no hacerlo: el hecho de que no lo necesitaban (57,0%), que sustituyen la financiación con el sistema financiero por otras modalidades -por ejemplo, con crédito de proveedores⁴ (13,0%)-, que quieren reducir su endeudamiento

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

¹A junio de 2015 la cartera comercial con leasing financiero registraba 390.361 empresas privadas deudoras; por ende, la muestra de esta encuesta representa la percepción del 0,05% del total de los deudores.

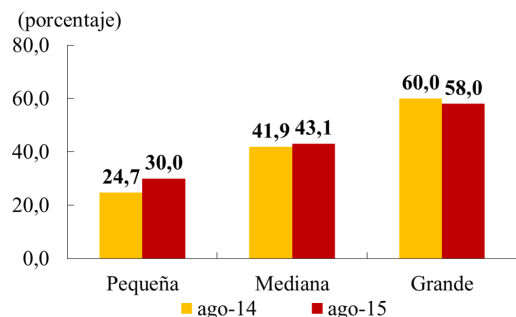
²De acuerdo con la Ley 905 de 2004, las empresas se pueden clasificar por el tamaño de sus activos, de la siguiente manera: i) micro: valor de los activos totales inferior a 500 SMMLV, excluyendo la vivienda; ii) pequeña: valor de los activos totales entre 501 y 5.000 SMMLV; iii) mediana: valor de los activos totales entre 5.001 y 30.000 SMMLV, y iv) grande: valor de los activos totales mayor que 30.000 SMMLV.

³En el grupo de empresas pequeñas también se incluyen las microempresas.

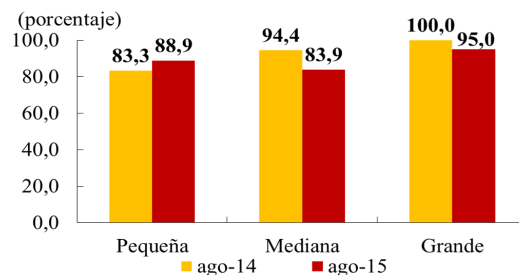
⁴La opción "Sustituye financiación con el sistema financiero por otras modalidades (p. e.: crédito con proveedores)" se empezó a incluir desde la encuesta aplicada en febrero de 2014.

Gráfico 1: Demanda de crédito

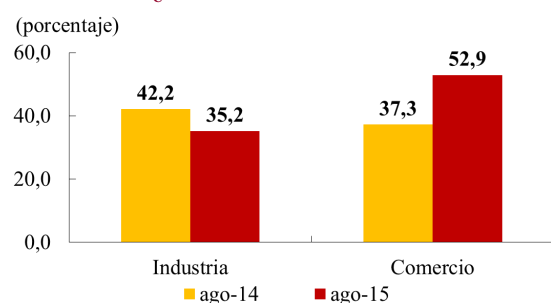
A1. Por tamaño ¿Solicitaron crédito en los últimos tres meses?



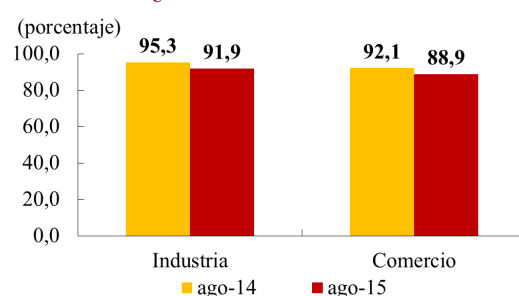
A2. Por tamaño ¿Recibieron la totalidad de los fondos solicitados?



B1. Por sector ¿Solicitaron crédito en los últimos tres meses?



B2. Por sector ¿Recibieron la totalidad de los fondos solicitados?



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

(6,0%), por considerar que la tasa de interés es alta (4,0%) y por tener incertidumbre sobre el futuro de la economía (3,0%). Para todos los tamaños y sectores se observa un comportamiento similar al de la muestra total (Gráfico 2, paneles A y B).

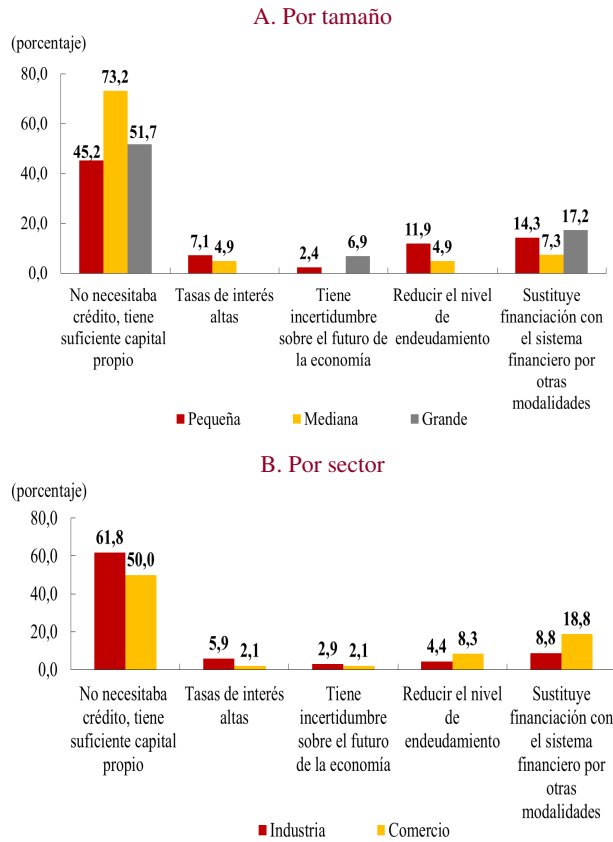
Ante la pregunta de si piensan solicitar crédito en los próximos tres meses, menos de la mitad respondió que sí lo hará (36,0%). Al desagregar por tamaño, se encuentra que el 49,3% de empresas grandes respondieron afirmativamente, mientras que para las medianas y pequeñas estos porcentajes se situaron en 38,9% y 20,0%, respectivamente. Con respecto a hace un año, las proporciones fueron menores para las grandes y pequeñas, mientras que para las medianas fue mayor. Por sector, el porcentaje de firmas de comercio que piensan solicitar crédito en el futuro se redujo levemente, pasando de 38,6% a 37,3%, mientras que en el caso de las industriales aumentó de 30,7% a 34,3% (Gráfico 3).

Al indagar por las razones que las llevarían a aumentar sustancialmente la demanda de crédito en los próximos tres meses, las empresas medianas afirman que la principal sería la expansión de su capacidad instalada. Por su parte, las grandes y pequeñas manifiestan que se endeudarían más con el fin de ejecutar nuevos proyectos (Gráfico 4, panel A). Por sector económico se observa que las firmas industriales tendrían preferencia por más crédito con el objetivo de expandir la capacidad instalada (27,8%) y ejecutar nuevos proyectos (24,4%). Por su lado, el 28,0% de las empresas comerciales afirma que demandarían crédito con el fin de ejecutar nuevos proyectos, mientras que el 20,4% lo haría por un menor plazo para pagarle a sus proveedores (Gráfico 4, panel B).

1.2 Restricciones al crédito

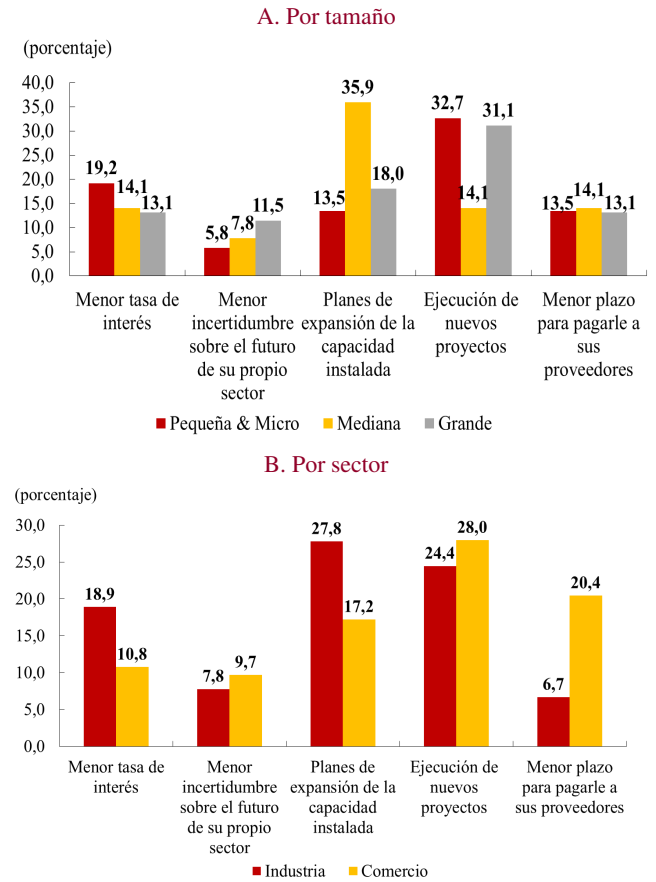
Con respecto a las restricciones al crédito, se continúa observando que gran parte de los encuestados perci-

Gráfico 2: Razones por las cuales no solicitó crédito formal



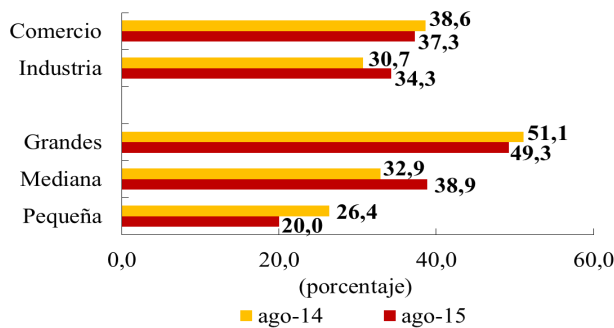
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República..

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



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

Gráfico 3: ¿Piensan solicitar crédito en los próximos tres meses?

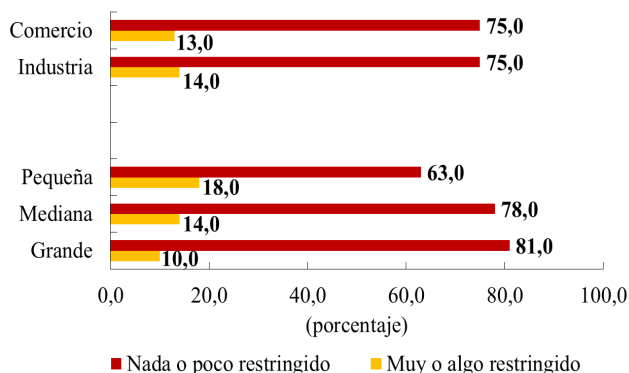


Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República..

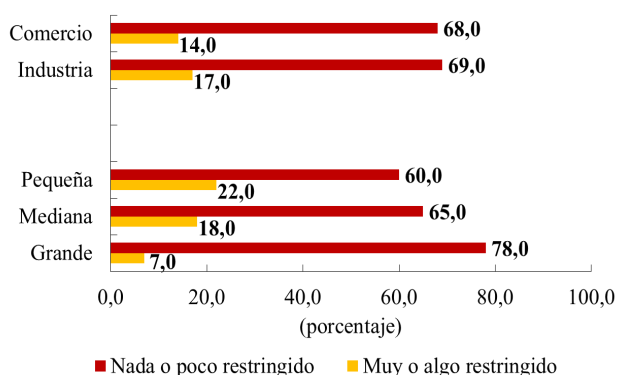
ben que el crédito ha estado nada o poco restringido (75,0%). Este porcentaje aumenta con el tamaño, donde el 81,0% de las grandes y el 78,0% de las medianas consideran que no estuvo restringido, frente al 63,0% de las pequeñas. Por sector no se observan diferencias, pues tanto para comercio como industria el 75,0% de las firmas percibe que ha estado nada o poco restringido. Sobre las restricciones al crédito que se esperan durante los próximos tres meses, el 60,0% de la firmas considera que va a estar nada o poco restringido. Por tamaño y por sector esta percepción es similar a la observada para los últimos tres meses (Gráfico 5, paneles A y B).

Gráfico 5: 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?



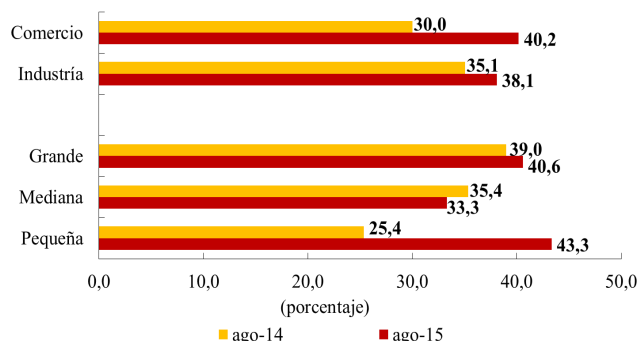
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

1.3 Tasa de interés

Del total de empresas el 56,0% percibe que la tasa de interés de los créditos que espera solicitar durante los próximos tres meses permanecerá igual, mientras que el 39,0% piensa que aumentará. Por tamaño, se encuentra que, en comparación con la encuesta de hace un año, el porcentaje de firmas que considera que la tasa aumentará se incrementó para las grandes y pequeñas, en especial para estas últimas, donde pasó de 25,4% a 43,3%. De igual manera, por sector, los porcentajes fueron mayores a los de doce meses atrás, ubicándose en 38,1% para las industriales y en 40,2%

para las de comercio (Gráfico 6).

Gráfico 6: ¿Percibe que la tasa de interés de sus créditos aumentará?



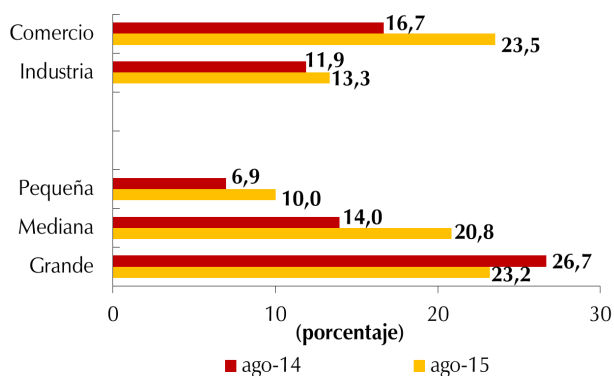
Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta trimestral de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

1.4 Pre-pagos de deuda con el sistema financiero

Al indagar por la realización de prepagos con el sistema financiero, el 18% de las empresas encuestadas afirmó haberlos hecho. Por tamaño, se observa que las empresas grandes son las que suelen realizar más prepagos (23,2%), seguidas por las medianas (20,8%) y las pequeñas (10,0%). Con respecto a la encuesta realizada hace un año, los anteriores porcentajes se redujeron para las grandes, mientras que para las medianas y pequeñas aumentó. Por sector, en comparación con lo registrado hace doce meses, se observa un incremento del porcentaje de firmas industriales y comerciales que prepagaron deuda, situándose en 13,3% y 23,5%, en su orden (Gráfico 7).

En síntesis, los resultados de la encuesta de estructura de financiamiento de agosto de 2015 muestran que entre mayo y julio menos de la mitad de los empresarios encuestados solicitó crédito, pese a que la mayoría de ellos considera que el crédito no está restringido. De aquellos que lo hicieron, una alta proporción recibió la totalidad de los recursos solicitados; mientras que los que no solicitaron préstamos manifiestan que no lo necesitaban o que utilizaron otra fuente de financiación. En cuanto a la situación entre agosto y octubre de 2015, una menor proporción de firmas espera ad-

Gráfico 7: ¿Ha pre-pagado deuda con el sistema financiero en los últimos tres meses?



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

quirir algún préstamo y manifiestan que lo harán con el fin de ejecutar nuevos proyectos y expandir la capacidad instalada.

2 Encuesta semestral de 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 no esperado de la tasa representativa del mercado (TRM).

Con el propósito de evaluar el uso, frecuencia y motivos que llevan a las empresas a utilizar instrumentos derivados⁵ para cubrirse ante movimientos indeseados

⁵De 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

y fuertes de la tasa de cambio, se realiza una encuesta semestral de riesgo cambiario. La versión más reciente se aplicó a 152 firmas que por la naturaleza de su deuda u operaciones en el extranjero se encuentran expuestas al riesgo cambiario. A junio de 2015, el 96,7% de las empresas encuestadas fueron deudoras del sistema financiero, con una representatividad del 1,7% del saldo total de la cartera comercial y del 4,6% en el portafolio de créditos comerciales denominados en moneda extranjera.

A continuación se presenta un análisis de los resultados más recientes, correspondientes a la encuesta aplicada en abril de 2015.

2.1 Uso de derivados como instrumento de cobertura

Los resultados indican que más de la mitad de las empresas encuestadas (58,6%) afirma haber usado derivados para cubrir el riesgo cambiario entre abril de 2014 y el mismo mes de 2015. Dicha cifra es superior a la de la encuesta de octubre de 2014 (54,4%), aunque similar a las registradas en encuestas anteriores⁶. Si bien los resultados de encuestas anteriores han sugerido que los derivados de tasa de cambio están siendo incorporados dentro de las decisiones corporativas de algunas de las empresas, su falta de uso por un porcentaje significativo podría obedecer a una percepción de menor exposición al riesgo cambiario o a un desconocimiento de estos instrumentos, entre otras razones.

Al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, se encuentra que el 33,6% de las encuestadas son exportadoras netas, y el restante está dividido entre importadoras netas (55,9%) y firmas que no

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".

⁶A partir de la encuesta de abril de 2015 se realizaron cambios sobre los criterios para definir la muestra de empresas a encuestar, por lo cual los resultados no son estrictamente comparables. En versiones anteriores a esta fecha, la muestra estaba constituida por 75 empresas industriales y otras 75 firmas del sector de comercio. Actualmente, está conformada por empresas que comercian con el exterior y/o tienen deuda en moneda extranjera.

comercian con el extranjero (10,5%)⁷. Frente a los resultados de octubre de 2014, se encuentra que en abril del año en curso la participación de los importadores aumentó significativamente, mientras que las de los exportadores y los agentes que no transan en el exterior disminuyeron⁸. Esta distinción se realiza con el propósito de medir el desbalance cambiario de las empresas encuestadas, calculado como la diferencia entre exportaciones e importaciones (exportaciones netas). Los resultados muestran que la mayoría de empresas consultadas cuentan con un monto expuesto que se ubica en el rango de USD 0 a USD 5 millones (38,2% de las importadoras y 25,7% de las exportadoras) (Gráfico 8). Vale la pena aclarar que el monto expuesto corresponde a las exportaciones netas expresadas en términos absolutos.

Al analizar el uso de los derivados de tasa de cambio, los resultados de la encuesta muestran que el 58,6% de las empresas emplearon estos instrumentos en los últimos seis meses (60,0% de los importadores netos, 64,7% de los exportadores netos y 31,3% de las empresas que no comercian con el exterior)⁹. Para los importadores y exportadores netos, distinguiendo por el monto expuesto, se encuentra que para ambos grupos, a medida que aumenta la exposición con el exterior, la proporción de firmas que usan instrumentos derivados se incrementa. En particular, para montos expuestos mayores a USD 10 millones, el 83,3% de los consultados afirmaron haberlos usado en el caso de los importadores y el 87,5% para los exportadores netos (Gráfico 9).

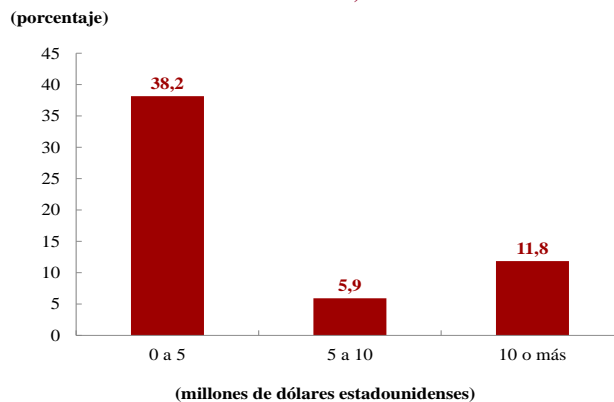
⁷Una empresa es importadora neta cuando sus importaciones son mayores que sus exportaciones; en caso contrario, se considera que es exportadora neta.

⁸Para la encuesta de octubre de 2014 la participación de las importadoras netas fue de 42,7%, para las exportadoras netas esta cifra se ubicó en 36,0% y para las que no comercian con el extranjero era de 21,3%.

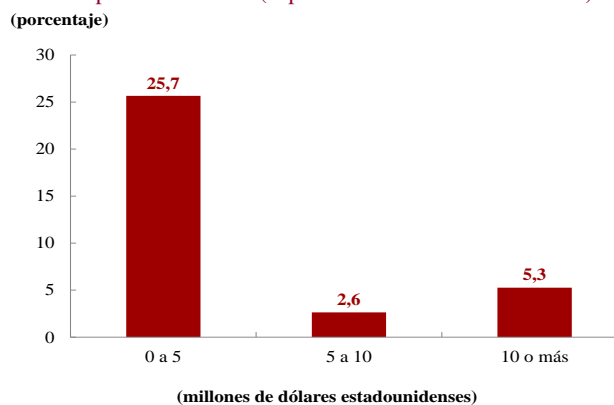
⁹A octubre de 2014 el 62,5% de los importadores netos, el 61,1% de los exportadores netos y el 28,1% de las empresas que no comercian con el exterior manifestaron emplear instrumentos derivados.

Gráfico 8: Distribución de las exportaciones netas por importadores y exportadores netos

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



B. Exportadores netos (superavit de la balanza comercial)



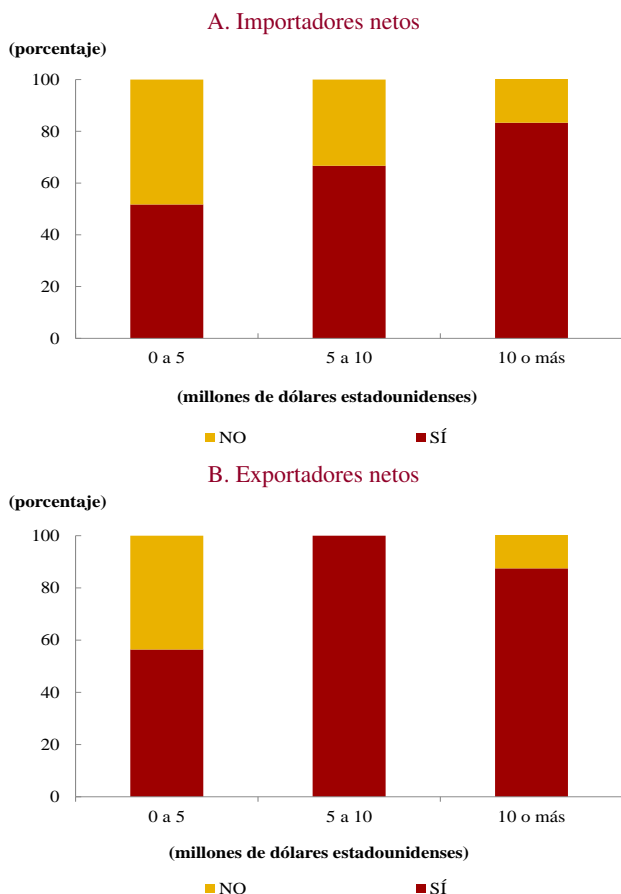
Fuente: Encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015; cálculos del Banco de la República.

2.2 Instrumentos derivados utilizados por las empresas

De las empresas que usaron instrumentos derivados¹⁰, se encontró que el *forward* es el instrumento más utilizado, donde el 50,4% de los encuestados afirmaron haber usado *forwards* de compra y el 24,0% manifes-

¹⁰Para las empresas consultadas, los instrumentos de mayor uso para cubrirse ante el riesgo cambiario son: *forwards*, futuros, *swaps* y opciones. Para 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.

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



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015; cálculos del Banco de la República..

taron que utilizaron *forwards* de venta.

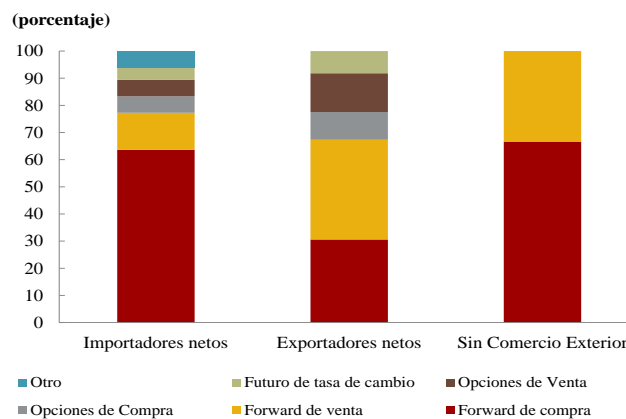
Cuando las respuestas se distinguen por grupo expuesto, se encuentra que, de las firmas que afirmaron haber usado derivados, el 63,6% de los importadores y el 50,4% de las firmas que no comercian con el exterior usa *forwards* de compra, mientras que el 36,7% de los exportadores que emplearon derivados utiliza *forwards* de venta¹¹ (Gráfico 10). Lo anterior está acorde con lo esperado, debido a la naturaleza de su negocio¹². Sin embargo, es importante resaltar que, con

¹¹Cabe aclarar que una misma empresa puede utilizar más de un tipo de instrumento derivado para cubrirse.

¹²Un importador necesita dólares para pagar los productos que in-

respecto a la encuesta anterior, se observa un incremento en la cifra para los importadores y una reducción en la de los exportadores. Por otra parte, los resultados más recientes muestran un mayor uso de contratos menos sencillos, tales como las opciones de venta y compra.

Gráfico 10: Tipos de contratos que utilizan las empresas para cubrirse



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015; cálculos del Banco de la República..

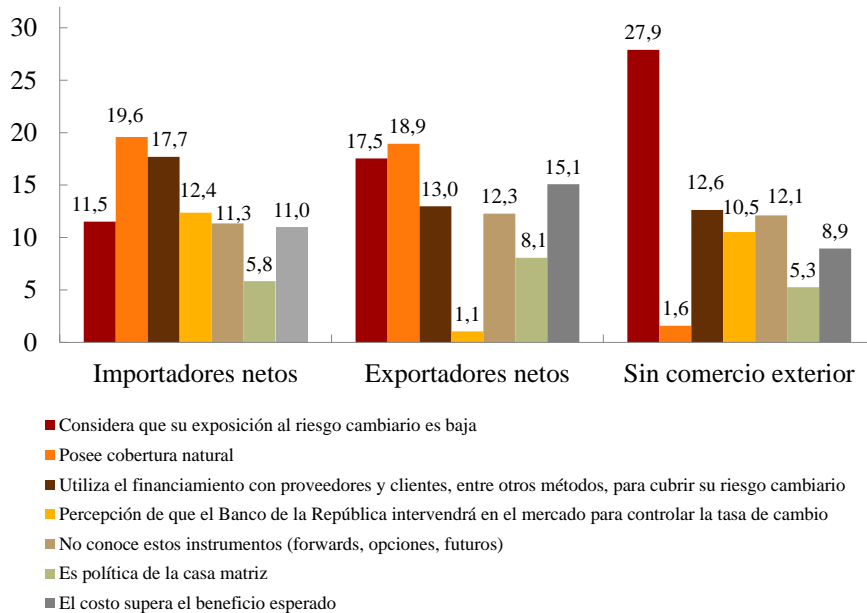
Otro aspecto importante es la finalidad que persiguen las empresas al emplear derivados como mecanismo de cobertura. La encuesta sugiere que los principales objetivos fueron cubrir las cuentas de balance (62,6%) y anticipar transacciones a menos de un año que se desean cubrir (12,2%), lo cual minimiza la volatilidad del flujo de caja. Al distinguir entre importadores netos, exportadores netos y firmas que no comercian con el exterior, se encuentra que para los tres grupos existe una preferencia por cubrir cuentas de balance (Gráfico 11).

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 instru-

menta 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 -un *forward* de compra peso-dólar es un 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.

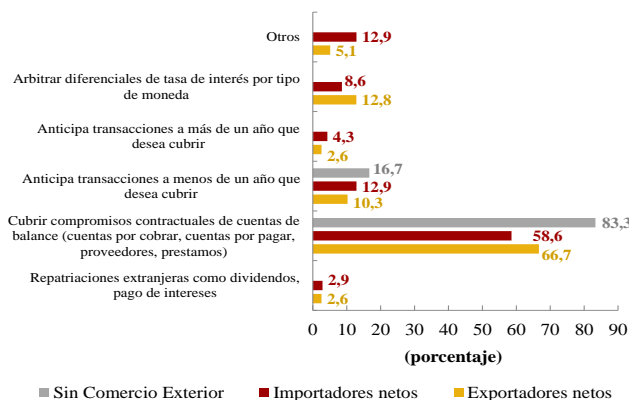
Gráfico 12: Demanda de crédito

Motivos que las empresas exponen para no usar instrumentos derivados contra el riesgo cambiario (porcentaje)



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11: Finalidad de emplear los instrumentos derivados como mecanismo de cobertura



Fuente: Encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015; cálculos del Banco de la República.

mentos debe estar encaminada a la disminución 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, 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 entre los motivos más importantes está contar con cobertura natural (16,2%) y el considerar la exposición al riesgo cambiario baja (16,1%). Le siguen, en orden de importancia: la utilización del financiamiento con proveedores y clientes, entre otros métodos, para

cubrir su riesgo cambiario (15,5%), la percepción de que el costo supera el beneficio esperado y por último el desconocimiento de estos instrumentos (11,7% en ambas opciones).

Cuando las respuestas se analizan por grupo expuesto, la opción más importante por parte de los importadores y exportadores netos es la de contar con cobertura natural (19,6% y 18,9%, respectivamente), mientras que para las empresas que no tienen comercio con el exterior, la principal razón para no usar derivados es considerar que su exposición al riesgo cambiario es baja (27,9%). Adicionalmente, todos los grupos señalan como principal razón la utilización de financiamiento con proveedores y clientes. Para los importadores netos, la percepción de que el Banco de la República intervendrá en el mercado para controlar la tasa de cambio es la tercera razón en orden de importancia, mientras que para los exportadores netos el considerar que la exposición al riesgo cambiario es baja es la segunda respuesta más común (Gráfico 12).

En síntesis, los resultados de la encuesta de riesgo cambiario de abril de 2015 muestran que, frente a lo reportado en octubre de 2014, una mayor proporción de las empresas consultadas está haciendo uso de instrumentos derivados para cubrirse ante el riesgo cambiario. Esto evidencia que durante el último año el comportamiento volátil de la tasa de cambio impactó la toma de decisiones sobre la utilización de este tipo de instrumentos para las firmas con alguna cuenta de su balance denominada en moneda extranjera. Por último, al distinguir las empresas por sus actividades con el exterior, la mayoría de exportadores e importadores netos tuvo preferencia por el uso de estos derivados, mientras que la mayor parte de las empresas que no tienen comercio con el exterior no los emplea. Para mayor información sobre el uso de derivados en Colombia véase Cardozo et. al. (2014), trabajo en el cual se concluye que los importadores netos son los principales participantes en este mercado y que presentan una menor volatilidad en sus posiciones con respecto a los exportadores, quienes exhiben una mayor sensibilidad a los precios.

Referencias

Cardozo, N., Rassa, J.S. and Rojas, J.S. (2014). “Caracterización del Mercado de Derivados Cambiarios en Colombia”. Banco de la República. *Borradores de economía*, no. 860.