

# REPORTE FINANCIERO



**asimet**

**Septiembre 2014**

# REPORTE FINANCIERO

Septiembre 2014



## El sector muestra un alza importante en su endeudamiento en la última década

### Introducción:

El manejo financiero de las empresas es cada día más importante para su desarrollo. La crisis del 2008 mostró que, por diversas razones, la economía mundial sí está expuesta a crisis en el mercado financiero y, por lo tanto, a recortes repentinos en las fuentes de financiamiento del capital de trabajo y de nuevos proyectos e inversiones.

Chile tiene una buena posición en lo que se refiere a la profundidad del financiamiento vía deuda y a los costos de ella. En el gráfico N° 1 y N° 2 se observa que Chile tiene una razón *Deuda/Patrimonio* alta y un costo de la deuda relativamente bajo. Lo anterior lo permite, entre otros, la estabilidad del sistema financiero chileno.

Los altos niveles de deuda no son un problema ni una ventaja en sí mismos: en la medida que se amparen en un negocio y sistema financiero estable, permiten obtener mayores rentabilidades. Sin embargo, el crecimiento de la deuda también aumenta el nivel de riesgo, es decir, aumenta la probabilidad de obtener resultados negativos.

Gráfico N°1: Deuda/patrimonio en Chile vs otros grupos de países<sup>i</sup>

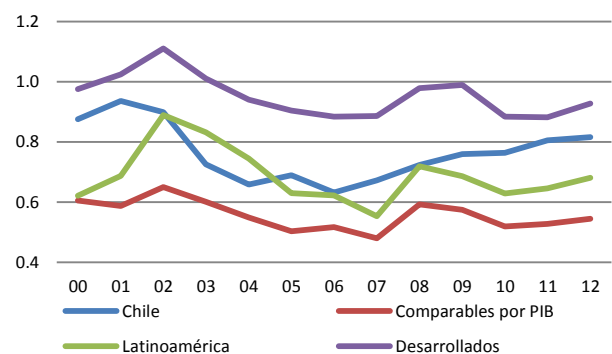
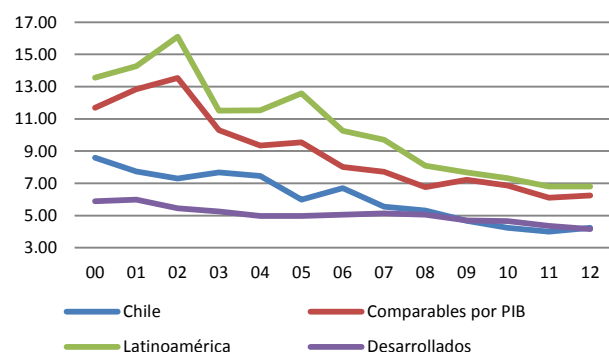


Gráfico N°2: Costo de la deuda en Chile vs otros grupos de países (gastos financieros/deuda financiera)



*A nivel sectorial, los números muestran un aumento importante de la deuda del sector metalúrgico metalmeccánico<sup>1</sup> entre 2006 y 2013. El saldo de las colocaciones bancarias del sector aumentó desde 950 mil millones a más de 2 billones de pesos.*

Producto de lo anterior, y considerando las dificultades que enfrenta actualmente el sector, es importante entender cómo se financia actualmente la industria metalúrgica manufacturera, por qué se financia de esta forma y cuáles son los principales riesgos que derivan de esta estructura.

La importancia aumenta si se considera el escenario actual de cambios en materia tributaria. La reforma propuesta disminuye la disponibilidad de recursos propios en las empresas y las obliga a salir a buscar financiamiento externo.

### Estructura y nivel de deuda en empresas chilenas

La decisión sobre la estructura y el nivel de deuda de una empresa tiene consecuencias importantes sobre la rentabilidad esperada y el riesgo de los negocios. En general, se espera que empresas que tienen un alto riesgo operacional tengan un nivel de deuda relativamente bajo. De esta forma se logra un equilibrio entre el riesgo operacional y el riesgo financiero de la empresa, minimizando la posibilidad de quiebra.

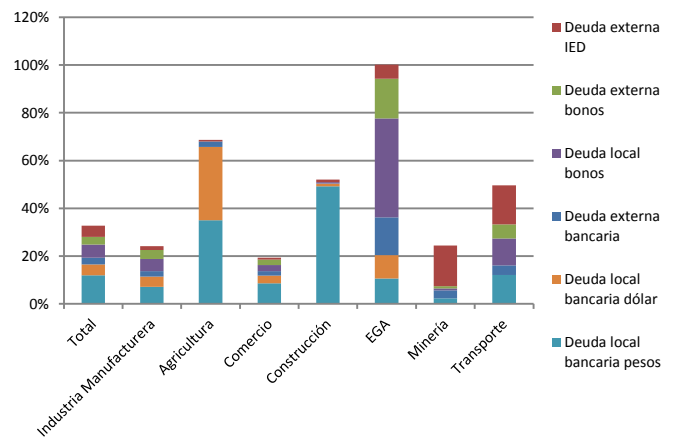
El gráfico N° 3 muestra el nivel de deuda en relación a las ventas por sector económico. Este indicador entrega una visión general del nivel de endeudamiento proporcional al tamaño del sector.

La industria manufacturera destaca por tener un nivel de endeudamiento bajo, levemente por sobre el 20% de sus ventas anuales durante el 2013. Esto se explica en parte por la necesidad de invertir en maquinaria y equipos que suelen elevar los costos fijos –y por lo tanto el riesgo operacional– de la empresa. También se caracteriza por tener una estructura de financiamiento equilibrada, donde la fuente más importante (deuda local bancaria en pesos) no supera el 30% del total de la deuda. Lo anterior tiene relación con la heterogeneidad del sector y la gran diversidad de rubros que comprende la industria.

Distinto es el caso de la agricultura, donde la deuda alcanza cerca del 70% de las ventas anuales y se concentra principalmente en dos fuentes: la deuda local bancaria en pesos y la deuda local bancaria en dólares. La primera

representa cerca de un 53% del total de la deuda agrícola, mientras la segunda supera el 40%.

Gráfico N°3: Estructura de la deuda según sector de actividad económica<sup>2</sup>



Fuente: IEF Banco Central

El alto nivel de deuda agrícola se puede explicar por la posibilidad de los agricultores de hipotecar los terrenos en los que trabajan, logrando mayores garantías y por lo tanto mejor acceso al crédito. Además, la relativa estabilidad que ha mostrado el sector en los últimos 30 años ha permitido mantener niveles de deuda relativamente altos. Desde el 1985 a la fecha, la agricultura fue el sector que menos volatilidad mostró en su crecimiento del PIB anual<sup>ii</sup>. Por otra parte, el alto porcentaje de deuda contraída en dólares se explica por la necesidad de cubrir el riesgo de sus exportaciones frente a las variaciones en el tipo de cambio.

El sector de la electricidad, gas y agua presenta altos niveles de endeudamiento, equivalentes a más del 100% de sus ventas en 2013. Buena parte del sector enfrenta regulaciones en sus tarifas y presenta características de monopolio natural. Además, la demanda que enfrenta el sector es relativamente estable. Lo anterior implica bajos niveles de riesgo operacional y por tanto permite a las empresas mantener un mayor nivel de deuda. A estas razones se puede añadir la importancia de las grandes empresas en el sector, donde según el Ministerio de Economía, el 98,8% de las ventas las generan las empresas de mayor tamaño<sup>iii</sup>. Esto también explica que alrededor del 50% del financiamiento se consiga en el exterior, fuente a la que difícilmente pueden acceder empresas medianas o pequeñas de otros sectores.

Por su parte el comercio es el sector que muestra niveles de endeudamiento más bajos, por debajo del 20% de sus ventas anuales. De ese total de deuda, casi un 50% corresponde a deuda bancaria local. El bajo apalancamiento financiero se

<sup>1</sup> Para esta medición se consideró dentro del sector a minerales no metálicos y a otras industrias manufactureras, debido a la forma en que la SBIF presenta los datos. En cualquier caso, lo relevante al respecto es la tendencia de los saldos más que su valor absoluta.

<sup>2</sup> Se excluyen actividades financieras y de servicios

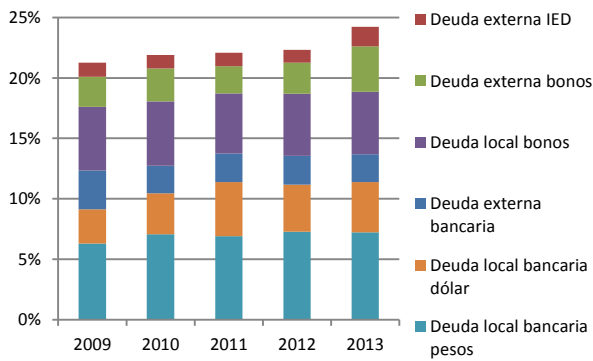
explica, en parte, por la importante volatilidad en sus ventas y los altos gastos de administración y ventas que enfrenta el comercio.

*En definitiva, se observa un sector manufacturero con un nivel de deuda bajo en comparación al resto del país y diversificado respecto de sus fuentes.*

Al analizar la evolución de esta estructura entre el 2009 y el 2013 vemos en los gráficos N° 4 y N° 5 que, similar al promedio nacional, la deuda ha aumentado en su nivel y mantenido su estructura relativamente estable. Una leve diferencia se ve en el aumento de importancia de la inversión extranjera directa (IED) a nivel nacional, donde pasó de representar un 7% del total de la deuda en 2009 a más de un 14% en el 2013, mientras en el sector manufacturero pasó de un 6% a un 7%.

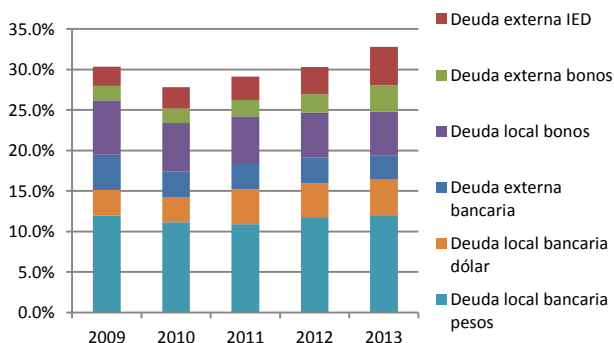
Cabe mencionar que el financiamiento de la deuda a través de IED puede tener externalidades positivas en el sector, principalmente a través de la transmisión tecnológica y de la apertura hacia nuevos mercados.

Gráfico N°4: Evolución de la estructura y el nivel de deuda en la industria manufacturera



Fuente: IEF Banco Central

Gráfico N°5: Evolución de la estructura y el nivel de deuda a nivel Nacional



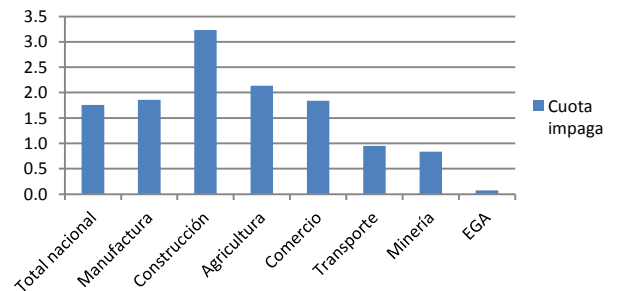
Fuente: IEF Banco Central

### Pago de la deuda

Una de las herramientas para analizar si los cambios en la deuda son sostenibles es analizar la capacidad de pago de la misma. El gráfico N° 6 muestra el índice de cuota impaga<sup>iv</sup> (porcentaje respecto del total de las colocaciones) según sector de actividad económica. En él se observa que la industria manufacturera tiene un índice de cuota impaga de 1,86% a marzo de 2014, similar al comercio y al promedio de la economía y muy por debajo del 3,2% que tiene la construcción. Este indicador muestra que si a la industria manufacturera se le prestan 100 pesos, en promedio hay 1,86 que tienen un atraso mayor a 90 días y que con una alta probabilidad no se van a pagar.

La evolución de este indicador ha sido similar en la industria manufacturera y el resto de la economía, aunque los cambios son más volátiles en la industria.

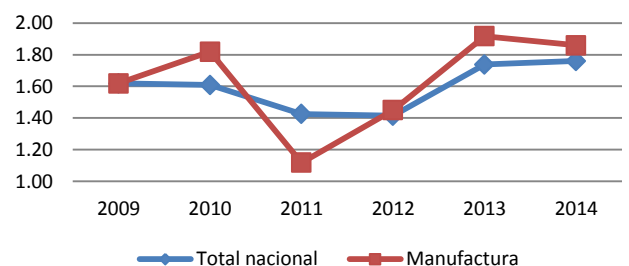
Gráfico N°6: Índice de cuota impaga (como porcentaje del total de colocaciones)



Fuente: IEF Banco Central

En el gráfico N° 7 se observa que tras la crisis de 2008 y hasta el año 2012 el indicador fue bajando impulsado por los buenos resultados económicos. En diciembre de 2013 se observa un alza importante del no pago de la deuda a nivel nacional y de manera acentuada en el sector manufacturero. La observación del 2014 corresponde a marzo, por lo que no se observan grandes cambios con respecto de diciembre de 2013, pero es de esperar que a diciembre de este año el indicador aumente debido a la desaceleración económica.

Gráfico N°7: Índice de cuota impaga (como porcentaje del total de colocaciones)



Fuente: IEF Banco Central

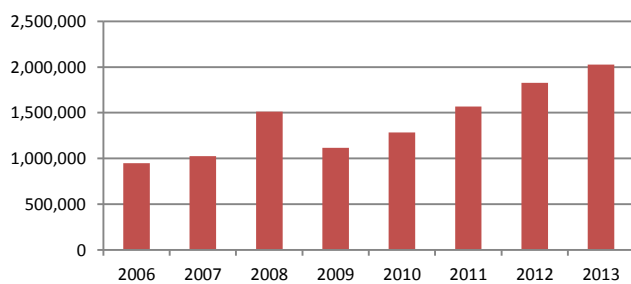
### Deuda en el sector metalúrgico metalmeccánico

Existen algunas restricciones de datos para profundizar el análisis en el sector metalúrgico metalmeccánico (M-M). El nivel de desagregación de los datos contenidos en el Informe de Estabilidad Financiera no incluye al sector M-M. Sin embargo, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras sí entrega un reporte mensual de las colocaciones totales<sup>v</sup> (en moneda nacional y extranjera) de la industria metalúrgica metalmeccánica.

El gráfico N°8 muestra cómo han aumentado las colocaciones bancarias en el sector metalúrgico metalmeccánico desde 2006 hasta la fecha.

*El alza, nominal, está por sobre el 100% y es la mayor dentro de la industria manufacturera.*

Gráfico N°8: Evolución de las colocaciones del sector metalúrgico metalmeccánico<sup>vi</sup> en bancos locales (millones de pesos corrientes)



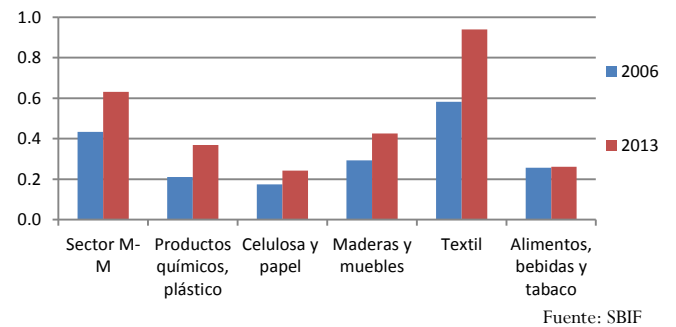
Fuente: SBIF

Sin embargo, el alza en la deuda podría explicarse por aumentos en el PIB del sector. En el gráfico N°9, vemos la razón *deuda bancaria/PIB* para los distintos subsectores de la industria manufacturera en el año 2006 y en el año 2013. En él se observa que todos los subsectores aumentaron su nivel de deuda sobre el PIB.

Destaca el fuerte aumento del sector textil, sin embargo, la principal explicación para el aumento del indicador es la fuerte reducción en el PIB del sector. De hecho, en términos nominales la deuda del sector textil disminuyó entre 2006 y 2013.

*La evidencia muestra que el sector metalúrgico metalmeccánico ha aumentado su nivel de deuda por sobre el crecimiento del PIB, fenómeno que se ha repetido en otros subsectores de la industria manufacturera, pero que se da con especial énfasis en la industria metalúrgica metalmeccánica.*

Gráfico N°9: Colocaciones bancarias en los distintos subsectores de la industria manufacturera



Fuente: SBIF

### Reforma tributaria y desafíos para el sector

La reforma tributaria aprobada en el congreso introduce profundos cambios en el sistema tributario y sin duda va a afectar las decisiones de financiamiento de las empresas.

Por una parte, se aumenta el impuesto de primera categoría (TAX) desde 20% a 25% en el caso de elegir el sistema de renta atribuida (SRA) y de 20% a 27% si se elige el sistema parcialmente integrado (SPI). Este aumento de impuesto genera en sí mismo una disminución en la posibilidad de financiarse con recursos internos.

En segundo lugar, si se opta por el SRA es probable que el monto de utilidades que los socios decidan retirar aumente. Por lo tanto, las empresas que elijan el SRA tendrán menos recursos por pasar de un TAX de 20% a 25% y por los mayores retiros que decidan sus socios. En el caso que la empresa opte por el SPI, el aumento del TAX es mayor que en el otro sistema, pero los incentivos de los socios a retirar sus utilidades son menores que en el SRA.

La conveniencia para la empresa de elegir uno u otro sistema depende principalmente de la naturaleza de los retiros que haga. Para una empresa que requiere de la reinversión de sus utilidades para financiar la operación, el SPI tiene ventaja, ya que no exige que las utilidades reinvertidas paguen los impuestos finales (posterga el pago). Al contrario, para una empresa que retira gran parte de las utilidades, es preferible elegir el SRA donde los impuestos finales que pagan los socios son menores que bajo el SPI.

Por último, es importante mencionar el efecto en la actividad económica que tiene la reforma tributaria. El menor crecimiento que deriva de la reforma impacta en las ventas, las utilidades y por ende la disponibilidad de recursos propios para financiar la operación.

La menor disponibilidad de recursos propios aumenta la demanda por las alternativas de financiamiento, ya sea capital o deuda. Además, los cambios tributarios y los malos

resultados económicos presionan a los bancos a disminuir la oferta de crédito. En este escenario, es probable que los costos de la deuda local aumenten.

*En los últimos años, el sector metalúrgico metalmecánico ha aumentado su nivel de deuda. La reforma tributaria generará una mayor necesidad por financiamiento externo y eso llevará, probablemente, a un aumento en su costo.*

De todas formas, es importante destacar que la reforma se aplica de manera gradual, lo que permite a las empresas adaptar su estrategia de financiamiento a las nuevas condiciones tributarias. En el cuadro N°1 se muestran los aumentos en la tasa del impuesto de primera categoría.

Sistema	Año				
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Renta atribuida</b>	21%	22,5%	24%	25%	25%
<b>Parcialmente integrado</b>	21%	22,5%	24%	25,5%	27%

Fuente: Ministerio de Hacienda

## Productos financieros

Otra fuente de datos a nivel de empresas la provee la segunda Encuesta Longitudinal, realizada durante el 2011.

En el cuadro N° 2 se muestra el uso de distintos productos financieros en el sector manufacturero vs el promedio nacional. Nuevamente, el sector manufacturero tiene una composición similar al promedio de la economía.

*Sin embargo, en la industria manufacturera destaca un alto uso del factoring como instrumento de financiamiento, llegando a cerca del 10% de las empresas, frente a un promedio menor al 6% a nivel nacional.*

Cuadro N°2: Uso de productos financieros en la industria manufacturera y a nivel nacional<sup>vii</sup>

Producto Financiero	Uso	
	Manufactura	Promedio nacional
<b>Cuenta corriente</b>	82%	76%
<b>Línea de crédito</b>	44%	36%
<b>Tarjeta de crédito bancaria</b>	23%	18%
<b>Tarjeta de crédito casa comercial</b>	8%	9%
<b>Cuenta vista/RUT</b>	12%	9%
<b>Factoring</b>	10%	6%
<b>Leasing</b>	8%	5%

<b>Depósito a plazo</b>	8%	6%
<b>Boleta de garantía</b>	8%	7%
<b>Forwards y opciones</b>	2%	1%
<b>Fondos mutuos</b>	9%	8%
<b>Otros</b>	7%	14%

Fuente: Segunda encuesta longitudinal de empresas

## Conclusiones

Los datos muestran que el sector metalúrgico metalmecánico ha aumentado de manera importante sus niveles de deuda, por sobre el crecimiento en el PIB. Esta realidad no representa necesariamente un problema, pero debe ser monitoreada con el objetivo de mantener el riesgo financiero acotado.

Dada la actual recesión del sector, los indicadores de incremento en el nivel de deuda son una señal de alarma adicional. Si el mayor endeudamiento ha sido el resultado de una estrategia para sobrevivir a la reducción de la demanda y la mala situación económica se mantiene, la posibilidad de quiebra aumenta de manera importante.

Las nuevas presiones al endeudamiento impuestas por la reforma tributaria limitarán aún más el margen de acción por parte de las empresas. Es de esperar que la gradualidad de los aumentos impositivos permita a las empresas adaptarse y a la economía recuperar el ritmo de crecimiento.

*De no ser así, la caída en la actividad, el aumento en la deuda, las presiones tributarias y el aumento esperado en los costos de la deuda ponen al sector metalúrgico metalmecánico en una situación financiera preocupante.*

<sup>i</sup> Informe Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile 2014

<sup>ii</sup> De los sectores mostrados en el gráfico, según cálculos propios en base al estudio La República en Cifras. Luders, Díaz. Instituto de Economía PUC

<sup>iii</sup> Boletín empresas por tamaño y sector de actividad. Ministerio de Economía

<sup>iv</sup> Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año.

<sup>v</sup> Colocaciones por actividad económica, marzo 2014 SBIF

<sup>vi</sup> Para esta medición se consideró dentro del sector a minerales no metálicos y a otras industrias manufactureras, debido a la forma en que la SBIF presenta los datos. En cualquier caso, lo relevante al respecto es la tendencia de los saldos más que su valor absoluta.

<sup>vii</sup> Segunda Encuesta Longitudinal de Empresas, Ministerio de Economía.