

Una aproximación al ahorro empresarial¹⁸: Período 2001-2006

A partir de un “esquema de flujo de fondos” es posible realizar una estimación del ahorro empresarial, a fin de evaluar la dinámica de los fondos propios, del mercado financiero y del mercado de capitales en el financiamiento de las empresas¹⁹.

De acuerdo a dicho esquema, el ahorro empresarial se define como la porción de la variación de los activos de las empresas (aproximada mediante la inversión bruta fija del sector privado) que no es financiada ni por el sistema financiero ni por el mercado de capitales, tanto doméstico cuanto del exterior. Cabe anotar que esta aproximación permite analizar a las empresas en el sentido amplio (grandes, medianas, pequeñas y microempresas).

Así, partiendo de la identidad contable fundamental en términos de variación:

$$\Delta \text{ Activos} = \Delta \text{ Pasivos} + \Delta \text{ Patrimonio}$$

y del siguiente esquema de flujo de fondos:

$$\Delta \text{ Activos} = \Delta \text{ Créditos} + \Delta \text{ Bonos} + \Delta \text{ Préstamos del exterior} + \text{IED} + \text{Ahorro empresarial} + \gamma$$

se obtiene el ahorro empresarial:

$$\text{Ahorro empresarial} = \Delta \text{ Activos} - \Delta \text{ Créditos} - \Delta \text{ Bonos} - \Delta \text{ Préstamos del exterior} - \text{IED} + \gamma$$

Donde:

- Δ : Se lee “variación de”
- **IED (Inversión extranjera directa)**: Flujo anual de la inversión extranjera directa, excluyendo el flujo de las utilidades retenidas por las empresas en cada periodo.
- **Δ Activos**: Variación anual de los activos empresariales aproximado a través de la inversión bruta fija del sector privado en términos nominales de cada año, la cual incluye la inversión que ha sido efectuada tanto por las empresas cuanto por los hogares; sin embargo, no se dispone de la información relevante que permita hacer la desagregación pertinente.

No obstante ello, es importante destacar que debido a la vinculación de la microempresa con el sector informal, la inversión privada contenida en el rubro “hogares” incluiría en una importante proporción a la inversión efectuada por los microempresarios, tanto en labores de construcción y comercio como de manufactura (talleres, panaderías, peluquerías, carpinterías entre otras actividades).

- **Δ Créditos o flujo crediticio**: Variación anual del total del crédito del sistema financiero (bancos, cajas municipales, cajas rurales, empresas financieras y edpymes) a las empresas, entendido como el agregado de los créditos comerciales y a la microempresa.
- **Δ Préstamos del exterior**: Variación anual de los préstamos de largo plazo del exterior que están incluidos en la cuenta financiera del sector privado. Se considera que esta fuente de financiamiento está dirigida en gran medida hacia el sector no financiero. En cambio, las entidades financieras se financiarían principalmente a través de los adeudados de corto plazo que están señalados en las estadísticas de la cuenta financiera de capitales de corto plazo.

¹⁸ Referido al sector real de la economía.

¹⁹ Esta metodología es utilizada por Bebczuk, Ricardo (2001) “Corporate finance, financial development, and growth”. Central Bank Award “Rodrigo Gómez 2000”. CEMLA. Una extensión de dicha metodología se encuentra en Garmendia, Juan Alberto (2004) “Ahorro Corporativo y Decisiones Financieras”. Tesis de Maestría en Finanzas de la Universidad San Andrés (N° de legajo 6299), Buenos Aires, Argentina. Edición mimeografiada. Cabe resaltar que dicha tesis fue asesorada por Ricardo Bebczuk. Adicionalmente, se puede encontrar mayores desarrollos sobre la materia en Bebczuk, Ricardo (2003) “Asymmetric information in financial markets: introduction and applications”. Cambridge University Press.

INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 4 – 15 de noviembre de 2007

- **Δ Bonos:** Variación anual de los bonos del sector privado correspondientes a las entidades no financieras y que se han emitido en el mercado interno.
- **γ :** Representa los errores y omisiones en el flujo de fondos, que por simplificación se asume como cero, debido a que, presumiblemente, las otras fuentes de financiamiento empresarial sólo estarían financiando una reducida proporción de los activos de las empresas en comparación con las fuentes que sí están incorporadas explícitamente en el análisis.

Al respecto, las fuentes de financiamiento omitidas en el análisis son principalmente los aumentos de capital efectuados por los inversionistas nacionales y la emisión de bonos de las entidades no financieras en el exterior. De manera gruesa, se considera que los aportes de capital de los extranjeros están incorporados en las estadísticas de la inversión extranjera directa (no se ha filtrado la venta de instrumentos representativos de capital entre residentes y no residentes que haya ocurrido fuera de la Bolsa de Valores de Lima).

Cabe resaltar que si bien el “crédito de proveedores” es un rubro importante para el financiamiento de una serie de empresas, este crédito es provisto con los recursos propios del proveedor, quién a su vez se financia con otros proveedores o a través del mercado financiero, por lo que su efecto ya está incorporado implícitamente en las diversas fuentes de financiamiento de la inversión mencionadas en el análisis del ahorro empresarial.

De acuerdo con los datos obtenidos, **las utilidades retenidas son la principal fuente de financiamiento de la inversión de las empresas**, lo que reflejaría la gran importancia de las utilidades retenidas en el financiamiento de las inversiones de tales entidades.

Proporción del financiamiento de la variación del activo de las empresas (%)

Rubro	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Δ Bonos	0,9	1,5	6,4	5,6	1,9	3,3
Flujo crediticio a las empresas	4,7	-0,2	-8,2	1,6	8,8	11,9
ΔPréstamos del exterior	2,4	-1,7	-1,8	-2,6	-7,9	1,1
IED	15,5	25,8	6,9	-2,4	-1,2	6,9
Ahorro empresarial	76,5	74,6	96,7	97,7	98,4	76,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Memorias institucionales y notas semanales del BCRP

Asimismo, a partir del 2004, se observa una creciente participación de los créditos en el financiamiento empresarial. Esta mayor participación ocurre en el contexto de una política monetaria que ha anclado las expectativas de inflación en la meta inflacionaria establecida por el BCRP, un alto dinamismo de la actividad económica y una continua reducción del riesgo país, lo que ha permitido abaratar el costo del crédito. Adicionalmente, en el dinamismo del crédito también habría jugado un rol relevante la mayor rapidez en la resolución de los procesos contenciosos por efectos de la operatividad de los juzgados comerciales debido a su especialización en asuntos financieros. Por otro lado, la mayor difusión del historial crediticio de las empresas a través de las bases de datos de las centrales de riesgo ha propiciado una mayor bancarización de las medianas, pequeñas y microempresas.

Por su parte, el reducido nivel de participación de los bonos en el financiamiento de las empresas obedecería a que dichos instrumentos estarían circunscritos a algunas empresas corporativas. En efecto, los altos costos de transacción de dichos instrumentos encarecen fuertemente el costo efectivo del financiamiento a través de esta modalidad, costos que solamente pueden reducirse en emisiones de montos significativos y que por su magnitud sólo pueden ser efectuadas por las empresas corporativas. Al respecto, se estima que el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de un bono corporativo fluctúa entre 28 puntos básicos a 136 puntos básicos, dependiendo del monto a emitir, en este caso para el equivalente en moneda extranjera de US\$ 50 millones y US\$ 5 millones, respectivamente (Reporte de Estabilidad Financiera Diciembre 2006, pp. 53-55).



INFORMES ESPECIALES DEL BCRP

No. 4 – 15 de noviembre de 2007

A ello se agrega que la propiedad en la mayoría de empresas en nuestro país es familiar y por consiguiente difícilmente cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo. Asimismo, el hecho de que las empresas emisoras de bonos colocados mediante ofertas públicas estén obligadas a publicar sus estados financieros sería una de las razones por las que algunas empresas preferirían evitar este tipo de financiamiento, dado que dichas entidades no estarían dispuestas a revelar sus estados financieros al público.

A partir de los resultados hallados es posible observar que existiría espacio para el crecimiento de los créditos a las empresas y al financiamiento directo de éstas mediante la emisión de valores en el mercado de capitales²⁰. Para ello, es importante que el sistema financiero opere en un marco de estabilidad de reglas, en donde exista respeto y equilibrio en los derechos de los deudores y acreedores en caso de controversias e incumplimientos. En este aspecto, le cabe al Poder Judicial un rol protagónico a efectos de ofrecer las garantías y los mecanismos necesarios para la solución de los conflictos.

Asimismo, es importante que las pequeñas, medianas y microempresas migren con una mayor rapidez desde la gestión familiar hacia la profesional y que mejoren sus prácticas de buen gobierno corporativo, particularmente en el establecimiento de reglas y políticas internas que faciliten el manejo de los conflictos de interés, la estructura de capital, esquemas de remuneración e incentivos de la fuerza laboral, la revelación de información, entre otros aspectos que inciden en la capacidad de la empresa de generar valor agregado para sus accionistas y para la sociedad en su conjunto, lo que les facilitaría un mayor acceso al crédito y al financiamiento a través del mercado de capitales.

Por otro lado, a partir de una muestra de empresas, principalmente corporativas, que publican sus estados financieros a través de la CONASEV y que están disponibles en la base de datos de ECONOMATICA para el periodo 2003-2006, se observa que tales entidades registran un apalancamiento (deuda sobre patrimonio) decreciente en promedio, con excepción de las empresas de energía eléctrica y las siderúrgicas, lo cual sugeriría que habría un mayor espacio para el financiamiento de sus inversiones a través de los recursos provenientes de los mercados financieros.

Sector económico	Número de empresas	Deuda / Patrimonio (%)			
		2003	2004	2005	2006
Azucareras	8	25,6	21,9	19,9	8,7
Alimentos y bebidas	11	79,2	59,0	43,8	36,8
Construcción	3	88,2	60,3	54,7	34,3
Energía eléctrica	8	35,1	37,3	62,6	69,4
Maquinaria Industrial	5	55,7	55,1	49,9	34,1
Minerales no metálicos	6	49,0	38,8	34,1	29,6
Minería	16	48,8	38,7	34,1	28,7
Química	4	35,8	30,1	35,3	30,5
Siderurgia	5	51,7	45,7	40,7	57,1
Textil	9	95,4	91,5	96,0	60,2

Fuente: Economática

Elaboración: BCRP

²⁰ Bebczuk (2001) reporta para Chile que en el periodo 1990 y 1995, las utilidades retenidas habrían financiado el 60,2% del incremento del activo de las empresas chilenas mientras que el endeudamiento empresarial representa el 38,2% de la inversión privada. Posteriormente, Alfaro y otros en un trabajo presentado en la sexta conferencia de Industria Bancaria y Transmisión de Política Monetaria, diciembre 2002, comprueban que, para el caso chileno, el canal de préstamos bancario amplifica los efectos de una política monetaria restrictiva, teniendo impactos significativos a nivel macroeconómico ("The Bank Lending Channel and the Monetary Transmisión Mechanism: The Case of Chile", Banco Central de Chile, diciembre 2002).

