ADMINISTRACIÓN DE RIESGO CAMBIARIO

Por no instaurar una política de administración de riesgo cambiario, su empresa puede estar apostando con la tasa de cambio sin saberlo

- *En un informe pasado presentamos el concepto de una Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) como eje para tomar decisiones que involucren la gestión de la exposición a moneda extranjera*
- *En esta ocasión nos centramos en la exposición a riesgo de transacción, y alertamos que, en promedio, las empresas importadoras colombianas no parecen haber seguido una política de ARC clara en el pasado reciente*
- *Además, recomendamos pautas tanto para las empresas del sector real como para las entidades financieras con el fin de aumentar la robustez del mercado de coberturas cambiarias en el país*

El 2020 vino con nuevos niveles máximos de dólar ($4.230 pesos), producto del choque por el COVID-19. Aunque en lo corrido del 2021 no hemos vuelto a ver estas marcas, la incertidumbre política en Colombia y el aumento de las primas de riesgo país hace que no podamos descartar nuevos máximos de dólar frente al peso colombiano. Sin duda es una preocupación adicional para las compañías importadoras en Colombia, quienes pueden caer en actividades especulativas a la hora de administrar su riesgo cambiario. En el presente documento usted encontrará:

1) Un repaso a una guía rápida que le permita considerar qué tipo de Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) es la más adecuada dependiendo del perfil del accionista y de las necesidades de su empresa. (pag. 4)

2) Un ejemplo hipotético de las consecuencias que puede acarrear la falta de la implementación de una Política de ARC en las empresas importadoras expuestas al riesgo de tasa de cambio. (pág. 9)

3) Las recomendaciones del equipo de Finanzas Corporativas, tanto para el sector real como al sector financiero, para así aumentar la efectividad de las estrategias de coberturas en las empresas dedicadas al comercio exterior en Colombia (pag. 15)

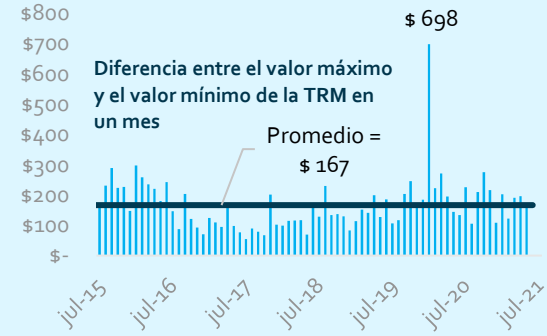
Como cada compañía tiene un perfil de riesgo diferente, lo invitamos a que se comunique con el equipo de Finanzas Corporativas de Investigaciones Económicas y la Mesa de Dinero de Corficolombiana, en donde analistas y *traders* experimentados incorporan los detalles de su negocio con el fin de evaluar la política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) que mejor se adapta a las necesidades de su empresa.

El (los) analista(s) certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación, Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

17%

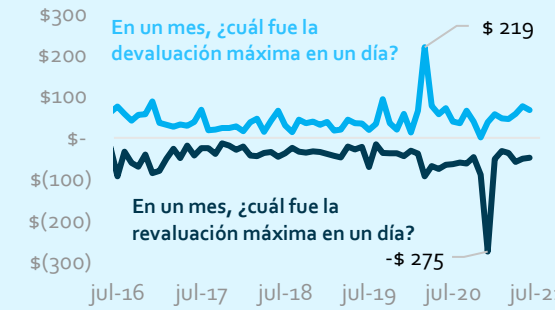
de las 5 mil firmas más grandes del sector real, utilizaba derivados financieros según un estudio del Banco de la República realizado en 2018

Si bien marzo de 2020 fue un mes atípico, las variaciones en la tasa de cambio observadas en 2021 no son extraordinarias



Fuente: Banco de la República, Cálculos Corficolombiana. Diferencia entre la TRM máxima y mínima de cada mes

El peso-dólar es volátil y es difícil saber a dónde irá



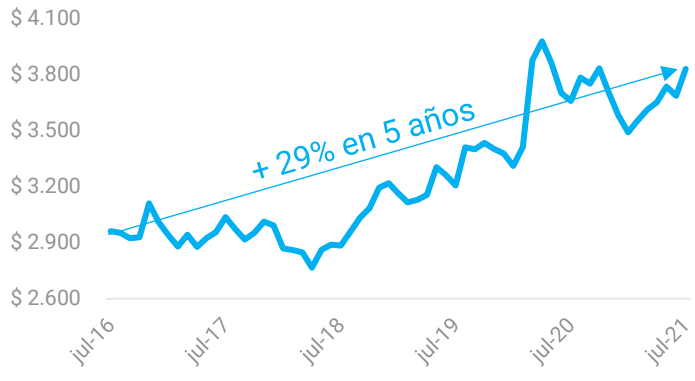
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Definición: Cuando es positivo, es la máxima devaluación (i.e. caída del peso contra el dólar) en un día. Cuando es negativo, es la máxima revaluación (i.e. subida del peso contra el dólar) en un día.

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Sergio Consuegra
Analista de Inteligencia Empresarial
(+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

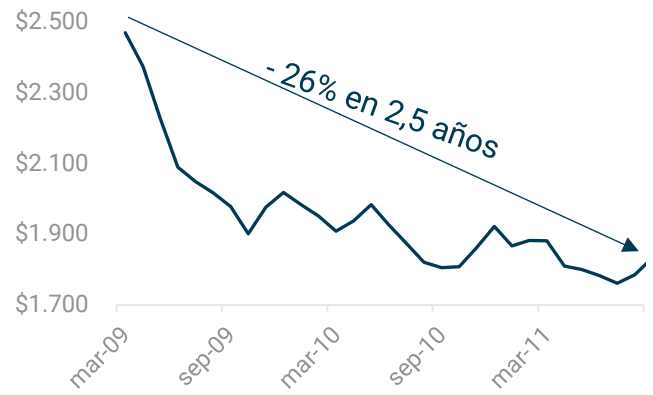
Rafael España Amador
Director de Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Gráfico 1. En los últimos 5 años, la tendencia del peso frente al dólar ha sido de devaluación. Se devaluó 29% desde $2.961 hasta $3.829



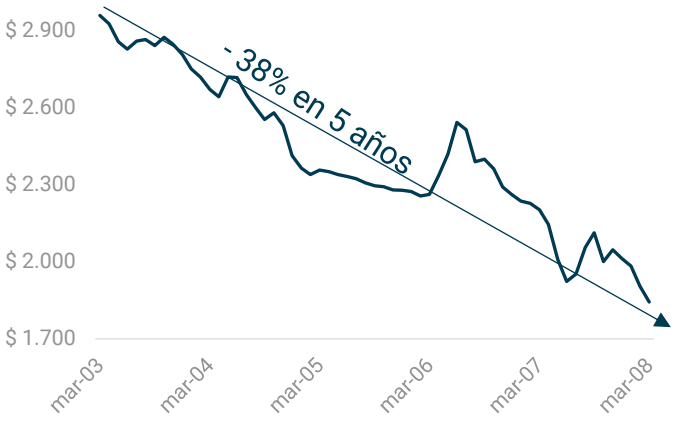
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 2. Sin embargo, la devaluación del peso colombiano frente al dólar no siempre ha sido la norma. Tuvimos momentos de revaluaciones aceleradas



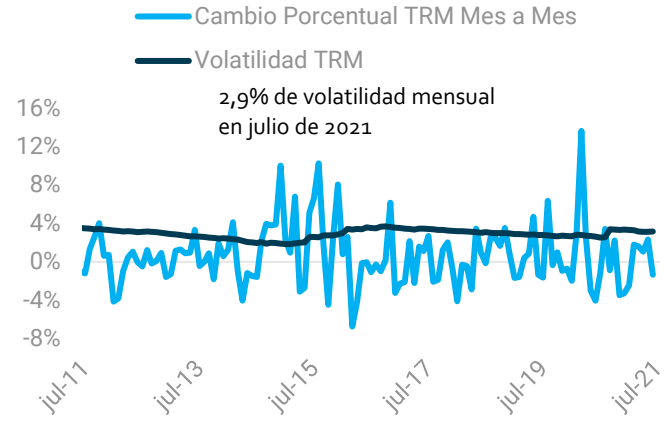
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 3. También se han visto periodos de revaluación que duraron varios años. La vida no es solo devaluación



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfico 4. La única constante, es que el dólar es volátil. Hoy, no hay más volatilidad que la usual



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Mayor explicación sobre esta gráfica en nuestra nota metodológica

Tabla 1. Pronósticos de tasa USD-COP por parte de diversas entidades financieras

BANCO CONTRIBUYENTE	1 MES	3 MESES	6 MESES	1 AÑO
Corficolombiana*	3.708	3.664	3.617	3.588
BBVA	3.640	3.660	3.600	3.800
BNP Paribas GB	3.433	3.500	3.500	3.550
Barclays	3.673	3.600	3.625	3.750
Citigroup	3.720	3.618	3.694	3.663
Goldman Sachs	3.721	3.600	3.500	3.400
JP Morgan	3.725	3.750	3.800	3.900
Morgan Stanley	3.733	3.800	3.900	4.000

*Pronósticos extraídos de Bloomberg el 30 de julio de 2021. *Cálculos equipo macroeconómico de Investigaciones Económicas en Corficolombiana*

Por no instaurar una política de administración de riesgo cambiario, su empresa puede estar apostando con la tasa de cambio sin saberlo

En un informe pasado presentamos el concepto de una Política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) como eje al tomar decisiones que involucren la gestión de la exposición a moneda extranjera. En esta ocasión nos centramos en la exposición a un factor conocido como "riesgo de transacción", y alertamos que, en promedio, las empresas importadoras colombianas no parecen haber seguido una política de ARC clara recientemente.

Una Política de Administración de Riesgo Cambiario para ser sostenible en el tiempo

Algunas compañías importadoras

pudieron estar apostando con el dólar sin saberlo

El 2020 vino con nuevos niveles máximos de dólar ($4.230 pesos) producto del choque por el COVID-19. Aunque en lo corrido del 2021 no hemos vuelto a ver estas marcas, la incertidumbre política en Colombia y el aumento de las primas de riesgo país hace que no podamos descartar nuevos máximos de dólar frente al peso colombiano. Evidentemente, esto debería causar una preocupación para el empresariado involucrado en comercio exterior, especialmente las compañías importadoras a quienes les afecta más una devaluación del peso.

Aunque existen mecanismos de coberturas que le permiten a estas empresas garantizar la estabilidad de sus ingresos y sus costos, asegurando así la liquidez necesaria para el correcto funcionamiento de las operaciones, los datos históricos evidencian que en años recientes algunas compañías importadoras estuvieron apostándole al dólar sin saberlo al implementar estos mecanismos. Esto se evidenció en una reacción débil y tardía ante eventos de alta volatilidad del dólar, posiblemente causado por una falta de implementación de una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) enfocada en el accionista de la empresa.

La paradoja:

Las compañías importadoras, quienes más necesitaron estar cubiertas, son las que menos usaron coberturas cambiarias de forma regular, al compararlas con las exportadoras

La paradoja es que las compañías importadoras incurrirían en mayores pérdidas en los peores escenarios de la tasa de cambio en caso de haber estado descubiertas, hasta el doble que aquellas de las exportadoras, pero, según un estudio del Banco de la República realizado para el periodo 2003-2016 que puede revisar aquí, fueron las empresas exportadoras las que sí mostraron disciplina y consistencia al momento de usar coberturas cambiarias vía forwards [1] (Ver Glosario Cambiario parar encontrar la definición de forward). En otras palabras, **es una contradicción que las compañías importadoras, quienes más necesitan estar cubiertas debido a que los movimientos más fuertes se dan cuando el peso de devalúa, fueran las que menos usaron coberturas cambiarias de forma regular**. Es difícil explicar a ciencia cierta ese

[1] Vale la pena aclarar que en Colombia son pocas las empresas exportadoras. De acuerdo con un informe del Banco de la República, el comercio exterior de Colombia se encuentra concentrado en pocas empresas. En el caso de las exportaciones, el 80% del valor exportado en 2016 correspondió a las actividades de 132 firmas. En el caso de las importaciones, 157 empresas importaron el 50% del total en el mismo año.

comportamiento, sin embargo un enfoque desde el punto de vista de las finanzas conductuales, que estudia varios sesgos cognitivos de los participantes del mercado, puede dar algo de luz. Específicamente el sesgo de exceso de confianza y el sesgo de aversión a la pérdida.

En este informe usted encontrará una guía rápida que le servirá de punto de partida para analizar qué política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) se ajusta más a su empresa expuesta a moneda extranjera, más aún si es un importador expuesto a riesgo transaccional. De esta manera, ***podrá implementar una estrategia de riesgo cambiario que sea sostenible en el tiempo***, y no una respuesta a una crisis derivada por movimientos drásticos en la tasa de cambio.

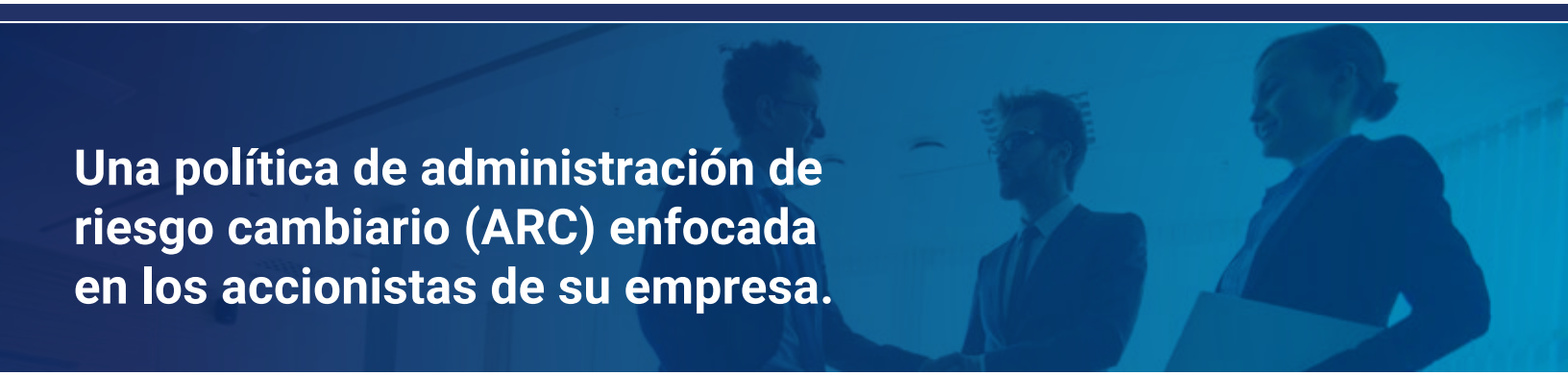
Guía rápida para determinar su Política de Administración de Riesgo Cambiario

La falta de una política

de administración de riesgo cambiario, a nivel corporativo, puede ser la razón detrás del comportamiento esporádico por parte de las compañías importadoras a la hora de implementar coberturas cambiarias

Cada compañía es única. Incluso aquellas que compiten en una misma industria y tienen un tamaño similar poseen unas características específicas que hacen que sus necesidades sean distintas. Más allá del funcionamiento de la empresa, sus accionistas tienen deseos y opiniones que hacen que crear una política de administración de riesgo cambiario específica para cada empresa sea aún más complicado. Por esta razón, creamos una guía rápida que le permite determinar qué tipo de política es la más adecuada: Para esto, es sumamente importante que el empresario pueda responder a la siguiente pregunta: **¿CUÁL ES EL PERFIL DEL ACCIONISTA DE LA EMPRESA?** Con esto en mente, podrá posicionarse en el diagrama de las siguientes páginas.

Corficolombiana



Una política de administración de riesgo cambiario (ARC) enfocada en los accionistas de su empresa.

¿Cuál es el perfil de los accionistas de su empresa?

Perfil A): **Accionista tipo empresario o emprendedor**

Es el tipo de accionista que no tolera pérdidas, generalmente su patrimonio está "apostado" en la compañía.

Paso 1: ¿A QUÉ TIPO DE EXPOSICIÓN ESTÁ EXPUESTA SU EMPRESA?

Exposición de CONVERSIÓN

Solución: Técnicas Contables

Su empresa requiere una política que involucre ya sea cambios en las estructuras de control societarias, el uso de precios de transferencia o cambios en la moneda funcional.

Exposición TRANSACCIONAL

Solución: Política de cobertura cambiaria

Su empresa requiere una política que regule el uso de coberturas cambiarias, regule el trading y las apuestas que toman los encargados de la ejecución, y gestione escenarios de pérdidas.

Exposición ECONÓMICA

Solución: Gestión operativa de la empresa

Su empresa requiere una política que implique la diversificación de las instalaciones de producción, atacar diferentes mercados de productos finales y/o asegurar acceso a financiamiento por diferentes fuentes.

Paso 2: ¿EN SU COMPAÑÍA ES COMÚN INTENTAR PREDECIR LA TASA DE CAMBIO?

NO

POLÍTICA PASIVA

Su empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias enfocada en limitar escenarios de pérdidas. Si hay un nivel de la tasa de cambio en el cual la empresa generaría pérdidas contables, debe cubrirse. Sin embargo, ganar dinero con operaciones de gestión de la tasa de cambio no es el objetivo.

SI

POLÍTICA ACTIVA

Su empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias. Es necesario que la política establezca un límite al trading y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución pues tienden a confiar mucho en su capacidad de proyectar la tasa de cambio y de implementar sus estrategias.

Corficolombiana

Perfil B): **Accionista corporativo o fondo de inversión**

Generalmente puede tolerar altas pérdidas en el corto plazo, siempre y cuando se mantenga una rentabilidad de largo plazo.

Paso 1:

¿EL ACCIONISTA TIENE O NO ACCESO A MERCADOS DE CAPITAL?

¿El accionista es un agente con acceso a los mercados de capitales?

Ejemplo: ¿es un fondo de pensiones, fondo de inversión o una empresa muy grande?

NO

SI

LIMITE EL USO DE DERIVADOS

Como el accionista puede gestionar directamente el riesgo cambiario o su portafolio está diversificado, en su empresa se requiere una política que limite el uso de derivados y que incluya mecanismos para evitar caer en la tentación de contratar personal de gestión de riesgo cambiario. Es el accionista el que debe y puede gestionar su exposición propia al riesgo cambiario, no la empresa.

Paso 2:

¿TIENE EL ACCIONISTA UN PORTAFOLIO SUFICIENTEMENTE DIVERSIFICADO?

NO

SI

Paso 3:

¿A QUÉ TIPO DE EXPOSICIÓN ESTÁ EXPUESTA SU EMPRESA?

Exposición de **CONVERSIÓN**

Solución: Técnicas Contables

Su empresa requiere una política que involucre ya sea cambios en las estructuras de control societarias, el uso de precios de transferencia o cambios en la moneda funcional.

Exposición **TRANSACCIONAL**

Solución: Política de cobertura cambiaria

Su empresa requiere una política que regule el uso de coberturas cambiarias, regule el trading y las apuestas que toman los encargados de la ejecución, y gestione escenarios de pérdidas.

Exposición **ECONÓMICA**

Solución: Gestión operativa de la empresa

Su empresa requiere una política que implique la diversificación de las instalaciones de producción, atacar diferentes mercados de productos finales y/o asegurar acceso a financiamiento por diferentes fuentes.

Paso 4:

¿EN SU COMPAÑÍA ES COMÚN INTENTAR PREDECIR LA TASA DE CAMBIO?

NO

SI

POLÍTICA PASIVA

Su empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias enfocada en limitar escenarios de pérdidas. Si hay un nivel de la tasa de cambio en el cual la empresa generaría pérdidas contables, debe cubrirse. Sin embargo, ganar dinero con operaciones de gestión de la tasa de cambio no es el objetivo

POLÍTICA ACTIVA

Su empresa requiere una política sobre el uso de coberturas cambiarias. Es necesario que la política establezca un límite al trading y a las apuestas que toman los encargados de la ejecución pues tienden a confiar mucho en su capacidad de proyectar la tasa de cambio y de implementar sus estrategias.

Los 3 tipos de exposición cambiaria a las que se enfrentan las empresas

El manejo del tipo de cambio por parte de las empresas expuestas a moneda extranjera da como resultado la exposición a tres tipos principales de riesgos: exposición a riesgo de conversión, exposición de riesgo económico y exposición a riesgo transaccional. Aunque a continuación explicamos brevemente cada una de ellas, en este informe nos centraremos en la número 3: exposición a riesgo de transacción.

→ *1. Exposición a riesgo de conversión:*

Surge cuando el valor contable del patrimonio, activos, pasivos o ingresos de una empresa cambia como resultado de la fluctuación en la tasa de cambio. Esto ocurre cuando una empresa denomina parte de su patrimonio, activos, pasivos o ingresos en una moneda extranjera, algo usual en compañías multinacionales. En la mayoría de los casos, la gestión del capital de trabajo no se afecta porque la empresa asuma riesgos de conversión de estados financieros.

Los contadores utilizan varios métodos para aislar a las empresas de este tipo de riesgos, como los cambios en las estructuras de control societarias, la optimización de precios de transferencia e incluso el cambio de moneda funcional a la divisa más expuesta.

→ *2. Exposición de riesgo económico:*

El efecto de fluctuaciones inesperadas del tipo de cambio puede afectar más que una transacción o la contabilidad: la estructura y viabilidad del negocio como tal. Por ejemplo, la capacidad adquisitiva de los agentes de la economía en la que una empresa opera se puede afectar por una devaluación permanente. Al ser un riesgo de naturaleza macroeconómica, **ni gestionar el capital de trabajo con estrategias de coberturas ni cambiar el enfoque contable son soluciones 100% efectivas para disminuir la exposición a un factor macroeconómico.**

La exposición económica puede mitigarse a través de estrategias operativas que implican la diversificación geográfica de las instalaciones de producción y mano de obra. De igual manera, se puede gestionar atacando los diferentes mercados de diferentes economías y asegurando acceso a financiamiento por diferentes fuentes en varias plazas financieras del mundo.

→ *3. Exposición a riesgo de transacción:*

Es aquella relacionada con el riesgo que los tipos de cambio fluctúen después de que una empresa ya haya asumido una obligación financiera. Las empresas involucradas en el comercio internacional, como las compañías importadoras y exportadoras, se exponen a que su capital de trabajo se afecte por fluctuaciones de la tasa de cambio. De igual manera están expuestas las empresas que tienen deuda financiera denominada en una moneda extranjera.

Una forma de limitar la exposición en sus transacciones es implementar una estrategia de cobertura, por medio del uso de derivados como opciones y forwards. Así pueden fijar una tasa de cambio y disminuir la exposición al riesgo cambiario.

Para efectos de este informe, **nos enfocaremos en la exposición a riesgo transaccional debido a que resulta imperativo que las compañías dedicadas al comercio internacional sean consistentes al momento de implementar estrategias de cobertura.**

Una aparente inconsistencia en el uso de coberturas por parte de las empresas importadoras en Colombia

El 17%

de una muestra de las empresas colombianas más grandes, utilizó derivados financieros forwards para cubrirse frente al riesgo cambiario

En el 2018, el Banco de la República publicó un estudio[2] que arrojó resultados llamativos sobre el uso de coberturas por parte de las empresas colombianas expuestas a riesgo transaccional. En este estudio encontraron que, para una muestra de las 5.122 firmas más grandes del sector real colombiano, tan sólo el 17% utilizó derivados financieros, específicamente coberturas forwards, para cubrirse frente al riesgo cambiario.

En cuanto a la permanencia o consistencia del uso de forwards por parte de estas empresas, los resultados mostraron un número considerable de compañías salientes e intermitentes (ver Tabla 2), es decir, que decidieron dejar de hacer coberturas o que las implementaron esporádicamente. Este comportamiento sugiere que **la compra y venta de dólares a plazo no es una estrategia financiera habitual por parte de las empresas colombianas al intentar cubrirse frente a la exposición a riesgo cambiario de transacción.**

Tabla 2. Permanencia de las empresas colombianas del sector real en el mercado de forwards[3]

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Entrantes	122	116	108	138	128	185	184	188	136	136	198	226
Permanentes	200	263	304	339	407	455	548	611	640	667	679	733
Salientes	92	59	75	73	70	80	92	121	159	109	124	144
Intermitentes	84	78	82	92	95	114	90	104	117	81	97	81
No participó	1.817	1.799	1.746	1.673	1.615	1.481	1.401	1.291	1.263	1.322	1.217	1.131
Total	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315	2.315

Fuente: Banco de la República

Asimismo, al segmentar el comercio internacional en empresas importadoras y exportadoras (Ver graficos 10 y 11 en el Anexo), los datos muestran que las compañías importadoras fueron más reactivas frente al riesgo cambiario mientras que sus pares

[2] Alfonso Corredor, Viviana (2018). "El uso de forwards peso dólar en las empresas colombianas del sector real". Banco de la República. Consultado en: https://www.banrep.gov.co/es/borrador-1058. Fecha de consulta: Junio 28 de 2021.

[3] Las compañías permanentes son aquellas que realizaron forwards con los bancos colombianos durante tres años consecutivos: t-1, t y t+1. Las compañías entrantes son aquellas que no transaron forwards en el año t-1 pero sí en t y t+1. Las compañías salientes son aquellas que negociaron forwards en t-1 y t, pero no en t+1. Las compañías intermitentes son aquellas que negociaron forwards en t, pero no en t-1 ni en t+1.

Las compañías importadoras

usaron coberturas de manera tardía cuando el dólar ya había iniciada una tendencia al alza

exportadoras fueron más proactivas. De hecho, las empresas importadoras realizaron coberturas cambiarias cuando la tasa de cambio ya había iniciado una tendencia definida al alza, sugiriendo una reacción débil y tardía. Por otro lado, las compañías exportadoras en general mantuvieron la práctica de usar coberturas independientemente de lo que pasara con la tasa de cambio, denotando una estrategia estructural frente al riesgo cambiario[4].

El patrón anterior nos permite inferir que las empresas relacionadas con el comercio exterior, específicamente las compañías importadoras, posiblemente no han implementado una política de Administración de Riesgo Cambiario. Esto no solo conlleva a la utilización de coberturas cambiarias de manera ineficiente sino que puede ser indicación de que, a pesar de tener una política que regule el uso de forwards dentro de la firma, no hay un área delegada por la junta, CEO o departamento financiero que se encargue de su cumplimiento.

Un ejemplo didáctico de cómo una compañía importadora termina usando forwards de manera esporádica

Las compañías exportadoras

mostraron una estrategia estructural frente al riesgo cambiario

En la siguiente sección encontrará un ejemplo hipotético de una compañía importadora llamada AutosTioSam SAS con exposición a riesgo transaccional, que no contaba con una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) para gestionar su exposición a la tasa de cambio dólar-peso, y que no acostumbraba a usar coberturas como forwards. De repente, en el ejemplo, el peso sufrió un periodo de devaluación fuerte y en su desesperación por estabilizar sus pasivos, AutosTioSam SAS entró en un forward con una entidad financiera. Pero cuando lo hizo fue muy tarde y el dólar no sólo había tocado su pico máximo versus el peso, sino que también empezó un camino descendente que llevó a la compañía a incurrir pérdidas porque usó tarde los derivados. Estas pérdidas desincentivaron a la empresa a seguir usando coberturas cambiarias, y la convirtió en una estadística más de las tantas compañías colombianas que usaron esporádicamente los forwards.

AutosTioSam SAS es una compañía colombiana importadora de carros desarrollados en Estados Unidos. Esta mantiene sus estados financieros consolidados en pesos colombianos e importa su mercancía, los automóviles, cada tres meses, siendo el primero de enero de 2020 la primera importación del año. De igual manera, AutosTioSam SAS recibe una cuenta por pagar a 3 meses por US $1 millón de dólares, con una tasa de cambio en **$3.277 pesos por dólar**.

[4] Al calcular la correlación entre las compras netas a plazo de las empresas con comercio internacional y la tasa de cambio, la analista líder del informe del Banco de la República encontró que, para compañías importadoras en periodos de apreciación, esta fue negativa y para periodos de depreciación, resultó positiva. Por otra parte, para las exportadoras, la correlación fue positiva tanto en periodos de apreciación como depreciación. Acceda al informe del Banco de la República en el siguiente link.

Si la tasa de cambio se mantiene en $3.277 pesos por dólar, el pasivo que debe saldar AutosTioSam tres meses despúes, en pesos colombianos, es de $3.400 millones, como es posible apreciar en la tabla 3.

Tabla 3. Balance inicial de AutosTioSam SAS, 1 de enero de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3.277 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	0	Cuenta por pagar (US$ 1 millón)	3.277
Inventario (US$1 millón)	3.277	Patrimonio	2.500
Total activo corriente	3.277		
Otros activos	2.500		
Total activos	5.777		

Aquí la compañía cuenta con un patrimonio inicial de $2.500 millones de pesos y una cuenta por pagar a 3 meses para comprar los automóviles en EEUU

AutosTioSam SAS

no se cubrió y el dólar sube 787 pesos. El pasivo corriente aumenta en $787 millones, representado en una diferencia en cambio (utilidad negativa) por $787 millones de pesos

Sin embargo, entre el 1 de enero y el 31 de marzo de 2020, día en que AutosTioSam debe liquidar su cuenta por pagar en los EEUU, el peso se devaluó 787 pesos hasta llegar a los **$4.064 pesos por dólar**, producto de la criris por el COVID-19. Ahora, la deuda que debe pagar la compañía es de $4.064 millones de pesos.

En las tablas 4.1 y 4.2 encontramos los estados financieros de AutosTioSam dada esta devaluación y suponiendo unas ventas estables trimestrales de **$5 mil millones de pesos**. AutosTioSam no genera otras cuentas por cobrar o pagar a lo largo del trimestre. En el balance general, encontramos un activo en la cuenta de efectivo por $339 millones de pesos y patrimonio por $2.839 millones de pesos. En el estado de Pérdidas y Ganancias (PyG), AutosTioSam reporta una utilidad neta de $339 millones de pesos. La utilidad sería superior si la devaluación del peso no hubiera generado una utilidad por diferencia en cambio negativa por un valor de $787 millones.

Tabla 4.1 PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de enero y 31 de marzo de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 4.064 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias	
Ventas	5.000
Costo de ventas	3.277
Utilidad Bruta	1.723
Gastos Operacionales	431
Ingresos y gastos financieros netos	0
Utilidad por diferencia en cambio	-787
Utilidad antes de impuestos	505
Impuestos (33%)	167
Utilidad neta	339

Estado de flujo de caja	
Actividad operacional	339
Partidas que no representan efectivo	0
Flujo Operación	339
Flujo Financiamiento	0
Flujo Inversión	0
Flujo de Caja Disponible	**339**

En este caso, la compañía vendió el inventario (los automóviles) y pagó su deuda con el proveedor a $4.064 pesos por dólar. La pérdida por diferencia en cambio surge por la devaluación de $787 pesos.

Tabla 4.2 Balance final de AutosTioSam al 31 de marzo de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 4.064 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo final	339	Cuenta por pagar (la pagó)	0
Inventario (lo vendió)	0	Utilidad Acumulada	339
Total activo corriente	339	Total Patrimonio	2.839
Otros activos	2.500	Los accionistas pueden disponer de $2.839 millones de pesos	
Total activos	2.839		

La caída en utilidades

debido a la diferencia en cambio, lleva a AutosTioSam SAS a considerar el uso de coberturas cambiarias

Como es posible ver en las tablas 4.1 y 4.2, el primer trimestre de 2020 fue uno difícil para AutosTioSam. **La devaluación encarece 24% sus cuentas por pagar en el extranjero,** y esto lleva a la compañía a estar casi al borde de tener utilidades negativas. Para colmo de males, en el gremio se habla que el COVID-19, que recién está empezando a mostrar sus efectos negativos en las economías, puede incluso llevar el dólar a los $5.000 pesos.

Por tal razón, el director financiero de AutosTioSam le propone a la junta directiva de la compañía el uso de coberturas cambiarias para así mitigar el riesgo de tasa de cambio presente en el mercado. Pasaron los meses y la junta solo llegó a aprobar el uso de derivados, específicamente forwards, a partir del último trimestre del 2020.

Un forward

fue la elección de AutosTioSam SAS para mitigar la subida del dólar en tiempos de emergencia económica

Casualmente debido a los seis meses que le tomó a la junta directiva autorizar el uso de forwards, periodo que comprendió desde principios de abril de 2020 a finales de septiembre del mismo año, AutosTioSam SAS se benefició de un peso que se revaluó en ese lapso de tiempo, al pasar de $4.064 pesos por dólar a $3.865 (ver las tablas 9 a la 12 en el Anexo). Con esta novedad positiva para la empresa en cuanto a la caída del dólar, la compañía no tenía la certeza si realmente debía hacer uso de un forward para cubrirse en el último trimestre del año. Sin embargo, en el gremio **se estimaba que era buen momento de aprovechar el rebote porque la tendencia del dólar en el largo plazo era seguir subiendo y este respiro era una gran oportunidad para protegerse de la tendencia.**

Así, llegó el primero de octubre de 2020, la tasa de cambio se encontraba en **$3.865 pesos por dólar** y la tabla 5 muestra el balance inicial del último trimestre del año.

Tabla 5. Balance inicial de AutosTioSam SAS, 1 de octubre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3.865 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	1.555	Cuenta por pagar	3.865
Inventario (US$1 millón)	3.865	Utilidad Acumulada	1.555
Total activo corriente	5.420	Total Patrimonio	4.055
Otros activos	2.500		
Total activos	7.920		

En este momento AutosTioSam estructura una cobertura: entra en un contrato forward para cubrir su pasivo corriente.

El dólar

ya había iniciado su tendencia al alza. La cobertura que utilizó AutosTioSam SAS no sólo fue tardía, sino que incluso trajo consigo utilidades negativas, lo cual fue desalentador para la compañía

De esta manera, en el último trimestre del año, AutosTioSam vuelve a importar US$1 millón de dólares en automóviles norteamericanos, pero en esta ocasión, decide entrar en un contrato forward con una entidad financiera del país, bajo las siguientes características:

- Precio forward USD/COP: $4000 pesos por dólar
- Vencimiento: 31 de diciembre de 2020

Con esto en mente, pase lo que pase con el dólar en los próximos 3 meses, AutosTioSam asegura el valor a pagar por su pasivo en el extranjero por un total de $4.000 millones de pesos. Sin embargo, al final de trimestre la tasa de cambio se redujo hasta $3.432 pesos por dólar, **¡568 pesos por debajo del precio pactado en el forward!**

Tabla 6.1. PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de octubre y 31 de diciembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio en 3.432 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias		Estado de flujo de caja	
Ventas	5.000	Actividad operacional	99
Costo de ventas	3.865	Partidas que no representan efectivo	0
Utilidad Bruta	1.135	Flujo Operación	99
Gastos Operacionales	284	Flujo Financiamiento	0
Ingresos y gastos financieros	-135	Flujo Inversión	0
Utilidad por diferencia en cambio	-568	**Flujo de Caja Disponible**	**99**
Utilidad antes de impuestos	148		
Impuestos (33%)	49		
Utilidad neta	99		

Aquí la compañía vio reducidas sus ganancias debido a una revaluación del peso que afectó el valor del forward

Tabla 6.2. Balance final de AutosTioSam al 31 de diciembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3.432 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo final	1.654	Cuenta por pagar (se pagó)	0
Inventario	0	Utilidad Acumulada	1.654
Total activo corriente	1.654	Total Patrimonio	4.154
Otros activos	2.500		
Total activos	4.154		

Usar coberturas

sin tener una estrategia sostenible en el tiempo, puede llevarlo a "perseguir el dólar" y cometer errores costosos

Nuevamente, los ingresos de AutosTioSam se ven golpeados, presentando una pérdida por diferencia en cambio de $568 millones de pesos (ver Tabla 6.1). Sin embargo, en esta ocasión no es por una devaluación sino por el uso del forward que los compromete a pagar su deuda a una tasa de $4.000 pesos por dólar mientras que la tasa presente en el mercado se ubicaba en $3.432 pesos por dólar. La junta y el director financiero, decepcionados por los resultados, deciden no volver a implementar forwards en el futuro cercano y AutosTioSam se convierte en una compañía importadora colombiana que, **al no tener una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) instaurada a nivel corporativo, terminó usando los forwards de manera esporádica y no como una estrategia estructural y sostenible para gestionar el riesgo cambiario.**

La razón y la lógica sobre las emociones: que los sesgos cognitivos no le priven de implementar una Política de Administración de Riesgo Cambiario

Existe la posibilidad de que las juntas, gerentes y/o financieros de las compañías importadoras sufran de sesgos cognitivos particulares a las finanzas conductuales cuando se trata de manejar el riesgo de tasa de cambio, específicamente como lo son el **sesgo de exceso de confianza** y el **sesgo de aversión a la pérdida**.

Los sesgos cognitivos

particulares a las finanzas conductuales pueden explicar el comportamiento irracional de los importadores a la hora de cubrirse

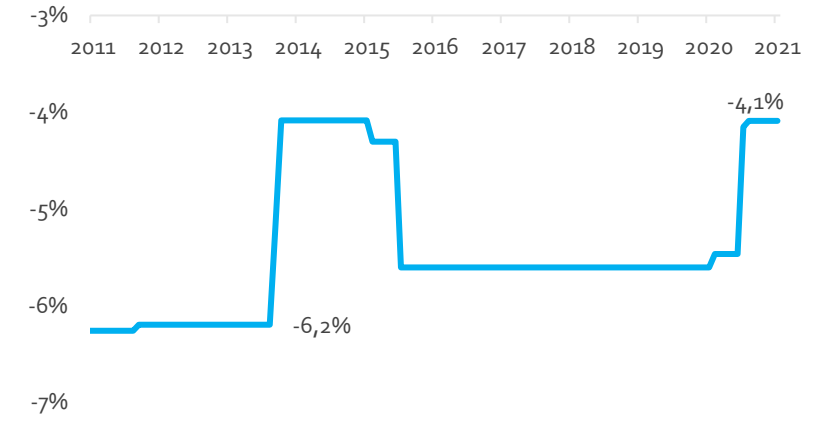
Por un lado el sesgo de exceso de confianza consiste en creer que uno tiene conocimientos, habilidades y acceso a la información superiores, de tal manera que la empresa importadora no se cubre en períodos "calmados" porque sobreestima su capacidad de predecir hacia donde se dirige la tasa de cambio. Por otro lado, el sesgo de aversión a la pérdida plantea que los inversionistas le temen tanto a las pérdidas que se centran en tratar de evitar una pérdida incluso por encima de obtener ganancias.

Este sesgo se puede manifestar en el caso de un importador que decide no utilizar coberturas porque puede soportar una pérdida dada una devaluación del peso. No obstante, una vez se superan ciertos niveles de pérdida, empieza a cubrirse porque no puede jugarse el pellejo más de lo que ya ha perdido, quizá en niveles muy altos. Pero como bien indica el informe del Banco de la República, en los últimos años estas

empresas de comercio exterior tienden a tomar acción cuando ya es muy tarde. Tal es el caso hipotético de AutosTioSam SAS que solo decide cubrirse cuando las pérdidas pasan un umbral con el que la compañía no se siente a gusto y se cubre únicamente cuando el dólar ya tocó un pico.

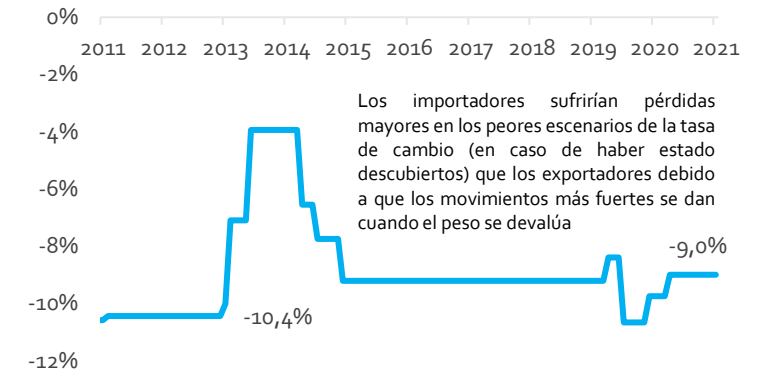
Los datos históricos evidencian que, en momentos inusuales o extremos, las compañías importadoras incurrirían en pérdidas hasta dos veces mayores que sus pares exportadoras en caso de haber estado descubiertas (ver gráficos 5 y 6). Esta información es posible gracias al cálculo del TVaR (Valor en riesgo en la cola o *Tail Value-at-Risk*, por sus siglas en inglés) el cual tiene como objetivo mostrar las pérdidas esperadas en situaciones extraordinarias.

Gráfico 5. Porcentaje de pérdida incurrida por un exportador en el peor escenario de los últimos 5 años a la fecha de cálculo (TVaR Mensual Histórico Dólar-Peso)



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre 31 de 2021

Gráfico 6. Porcentaje de pérdida incurrida por un importador en el peor escenario de los últimos 5 años a la fecha de cálculo (TVaR Mensual Histórico Dólar-Peso)



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Octubre 31 de 2021

La gran paradoja

es que los exportadores colombianos, quienes pierden menos en eventos extremos, son los que emplean los derivados de forma consistente y disciplinada

Con esto en mente, es válido inferir que los importadores colombianos se acostumbran a estar "tranquilos" por mucho tiempo, es decir, sufren de un sesgo de exceso de confianza. Sin embargo, cuando llegan los eventos extremos, estos resultan ser más dolorosos para ellos que para los exportadores, e implementan forwards de manera tardía como resultado de un sesgo de aversión a la pérdida. La gran paradoja es que los exportadores colombianos, quienes pierden menos en eventos extremos, son los que emplean los derivados de forma consistente y disciplinada.

De tal manera, es importante para las empresas importadoras colombianas implementar una política de Administración de Riesgo Cambiario (ARC) enfocada en el accionista, ya que incluso estar descubierto puede ser deseable. En caso tal de que el uso de coberturas sea el camino a seguir, esta política debe limitar las apuestas que toman los encargados de la ejecución de forwards debido a que pueden excederse en su capacidad de proyectar la tasa de cambio y de implementar sus estrategias.

Tanto las entidades financieras como las empresas dedicadas al comercio exterior deben poner de su parte

El desarrollo de coberturas

requiere una infraestructura profesional y un conocimiento financiero considerable, que debe venir acompañado de expertos como los que encuentras en Corficolombiana

Ahora, regresando al estudio realizado por el Banco de la República sobre el uso de coberturas en Colombia, encontramos otra posible razón que lleva a las empresas relacionadas con el comercio exterior a no tener una estrategia clara para mitigar el riesgo cambiario. La analista líder de la investigación indica que, a pesar de que entre el 2003 y el 2016 el número de empresas que realizaron contratos forwards aumentó casi 200 veces, **el valor negociado se concentró en su mayoría en las mismas 100 empresas**. **De estas 100, un alto número son empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia.**

Como bien explica el estudio, esta información deja claro que **el desarrollo de estrategias de cobertura requiere una infraestructura profesional y un conocimiento financiero mayor que se puede encontrar en empresas que han emitido acciones y/o deuda corporativa en el mercado público de valores**. Además, cuando una entidad financiera decide realizar una cobertura con un cliente, esta necesita tener una estimación del riesgo de contrapartida. Recordemos que los fondos utilizados por estas entidades en operaciones sofisticadas como forwards provienen del ahorro de los colombianos y se deben manejar con alta responsabilidad para asegurar el buen funcionamiento del sistema financiero y la economía.

Resulta más atractivo

para una entidad financiera suscribir contratos de coberturas cambiarias con empresas con experiencia financiera y calificaciones crediticias disponibles

Así**, resulta más atractivo para una entidad financiera suscribir contratos de coberturas cambiarias con empresas con experiencia financiera y calificaciones crediticias disponibles**, algo que es posible encontrar en las empresas que han participado en el mercado público de valores.

¿Deberían desanimarse las empresas que no hacen parte de este grupo al buscar hacer coberturas cambiarias? Para nada. Por el contrario, **debería ser un aliciente para estas compañías saber que las empresas más exitosas de Colombia implementan una política de Administración de Riesgo Cambiario que involucra el uso de coberturas para mitigar el riesgo de tasa de cambio**. Como sabemos que existen muchas empresas con poca experiencia al suscribir contratos de coberturas, en nuestro informe "**Las 9 prácticas infalibles para que su empresa pueda acceder a hacer operaciones sofisticadas con una entidad financiera**" explicamos cómo incluso las PYMES pueden seguir ciertas pautas para suplir esta falta de experiencia financiera y llegar mejor posicionadas a un análisis de riesgo crediticio con una entidad financiera.

De igual manera, resulta esencial que las tesorerías y mesas de dinero de las entidades financieras acompañen y eduquen a los departamentos financieros en las ventajas y riesgos que trae consigo el uso de coberturas para así evitar el éxodo de empresas, más aún las importadoras, que no terminan de acomodarse con una estrategia de coberturas clara. ***Recordemos que es responsabilidad de todos los agentes, tanto entidades financieras como compañías del sector real, desarrollar la robustez del mercado de coberturas colombiano.***

Glosario Cambiario

COBERTURAS CAMBIARIAS:

Herramientas financieras que permiten al inversionista o empresa protegerse de los cambios en una moneda

FORWARD COMO INSTRUMENTO FINANCIERO:

Contrato a plazo entre dos partes para comprar o vender un activo (ej.: dólar) en un futuro a un precio predeterminado.

STOP LOSS:

Orden que se le da a un trader para detener pérdidas en una posición abierta.

MESA DE TRADING:

O mesa de operaciones, es la ubicación en donde se producen las transacciones con divisas por parte de los traders.

OPCION CALL (de dólar)

Instrumento financiero de cobertura cambiaria que otorga al comprador el derecho (más no la obligación) de comprar en el futuro un activo (en este caso dólar) al vendedor de la opción (puede ser a un banco o entidad financiera) a un precio determinado previamente.

VALOR RAZONABLE DE UN ACTIVO:

Es el valor de mercado de un activo.

TASA SPOT (de una divisa):

Es el precio que es pactado para transacciones (compras o ventas) de manera inmediata.

NIIF 9:

Estructura los requisitos de clasificación y valoración, reconocimiento y contabilidad de las coberturas en una empresa.

ORI (Otro Resultados Integrales):

Clasificación para los artículos que no se pueden incluir en los cálculos de pérdidas y ganancias típicos porque no provienen de las actividades y operaciones comerciales regulares de la compañía.

17 de agosto de 2021

Nota Metodológica

En esta nota metodológica le contamos cómo definimos la variación y la volatilidad de la tasa de cambio (TRM).

Variación de la TRM: en este documento definimos la TRM como el cambio porcentual entre dos TRM en dos fechas distintas. En nuestro gráfico 4 la variación de la TRM la calculamos al mirar el cambio porcentual de la TRM promedio de un mes, con la TRM promedio del mes anterior. En comparación, en la tabla 7 computamos el cambio porcentual de la TRM promedio del año y la TRM promedio del año inmediatamente anterior.

Volatilidad de la TRM: con volatilidad hacemos referencia a "dispersión respecto a un valor". Si la TRM no fuera volátil sería totalmente estática, por ejemplo permanecería siempre en los $3.000 por dólar. Ahora, si la TRM es muy volátil no solo se moverá, sino que se moverá en grandes magnitudes respecto a su promedio. No es lo mismo que la tasa de cambio se mueva todos los días $100 si el nivel promedio son $3.000 a si el nivel promedio son $1.000.

Para dar nociones de volatilidad usamos tres métricas diferentes. La primera es una diferencia entre máximos y mínimos mensuales de la TRM. Esta métrica se puede ver en el el primer gráfico de este informe y en el gráfico 8. Estos dos gráficos difieren en que mientras uno muestra la diferencia en pesos, el otro muestra la diferencia como el porcentaje de la TRM promedio. Nuevamente, no es lo mismo que la diferencia sean $10 si la TRM promedio es de $3.000 que si es de $30.

La segunda, muestra la diferencia entre el máximo del mes y el valor promedio, y el valor promedio y el mínimo del mes. De esta forma se puede analizar "qué tanto sube y qué tanto baja la TRM respecto al promedio". Esta métrica está presente en el segundo gráfico de este informe y en el gráfico 9. La diferencia entre estos gráficos es que el segundo gráfico de este informe muestra la diferencia en pesos y el segundo como porcentaje de la TRM promedio del mes.

La última métrica, que se encuentra en el gráfico 4, se construyó como un promedio móvil ponderado conocido como EWMA. La idea de esta medida es que hay periodos de alta volatilidad y periodos de mayor calma. Para tener en cuenta este fenómeno y darle más peso a la pasado reciente se toma una promedio en el que los datos del pasado lejano tienen menor importancia que los del pasado reciente. Para estimar este EWMA calculamos el promedio ponderado de la variación mes a mes de la TRM promedio del mes neto de la variación mes a mes promedio de la última década usando como insumo 60 observaciones, es decir, 60 meses. A este número le encontramos su raíz cuadrada la cual sería la volatidad ponderada. La fórmula completa es:

$$EWMA = \sqrt{\sum_{i=0}^{60} (1-\delta)\delta^i \, (r_{t-i} - \bar{r})^2}$$

En pocas palabras el EWMA no es otra cosa que un promedio ponderado de la variación de la TRM respecto a un promedio de largo plazo en distintos periodos.

Anexo

Tabla 7. Comportamiento anual de la TRM

Año	TRM Promedio	Variación YoY TRM Promedio Anual	Volatilidad mensual promedio
2014	$ 2.000,33	7,0%	2,6%
2015	$ 2.743,39	37,1%	3,5%
2016	$ 3.050,98	11,2%	4,3%
2017	$ 2.951,32	-3,3%	4,1%
2018	$ 2.956,43	0,2%	3,7%
2019	$ 3.281,09	11,0%	3,5%
2020	$ 3.704,14	12,9%	3,9%

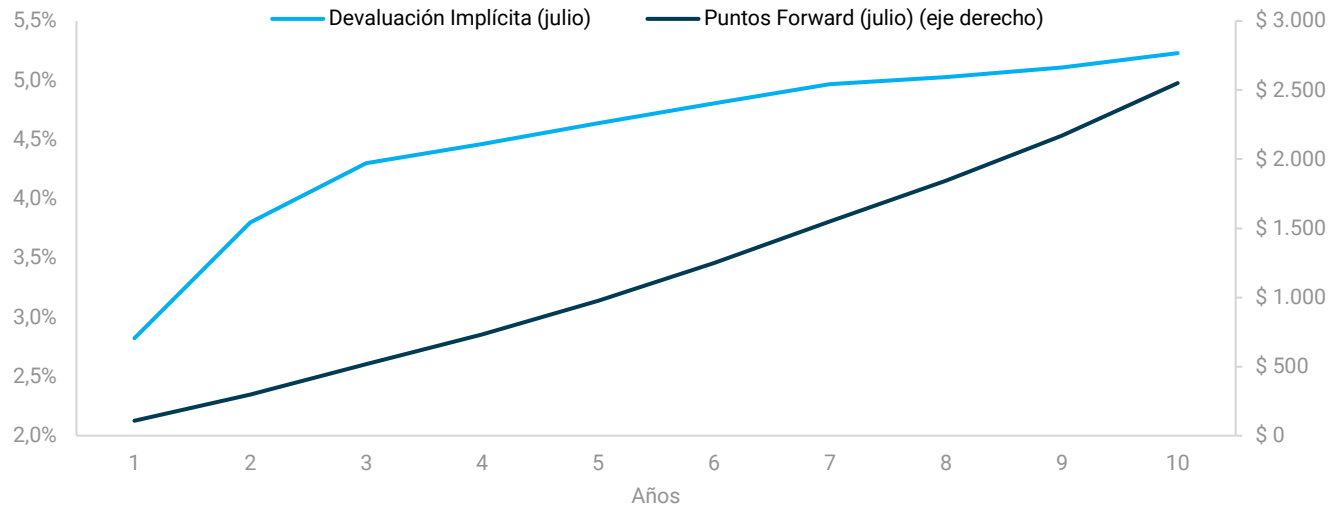
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Tabla 8. Devaluación implícita por plazos

Días	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
7	8,7%	3,4%	2,1%	1,6%	1,1%	0,7%
14	7,1%	3,4%	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
30	7,6%	3,8%	2,1%	1,5%	1,0%	0,4%
60	7,0%	3,3%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%
90	6,3%	3,1%	1,7%	2,0%	2,4%	2,7%
180	5,7%	2,9%	1,5%	2,5%	3,4%	4,4%
270	5,6%	2,7%	1,6%	2,6%	3,6%	4,6%
365	5,1%	2,6%	1,6%	2,7%	3,7%	4,8%

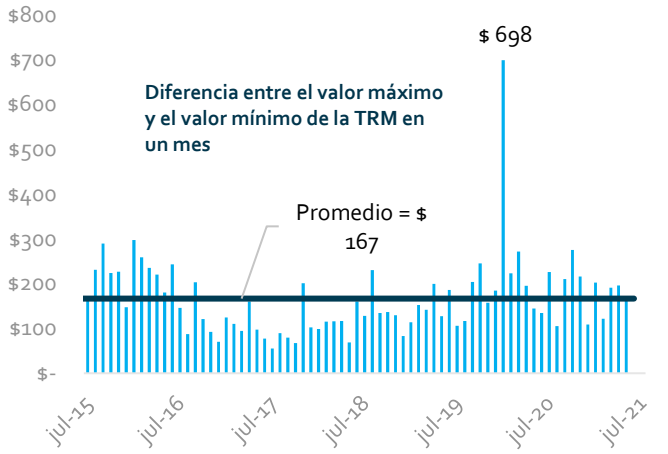
Fuente: Consenso de Brockers Colombianos, cálculos Corficolombiana

Gráfico 7. Diferenciales en tasas de interés apuestan por una devaluación



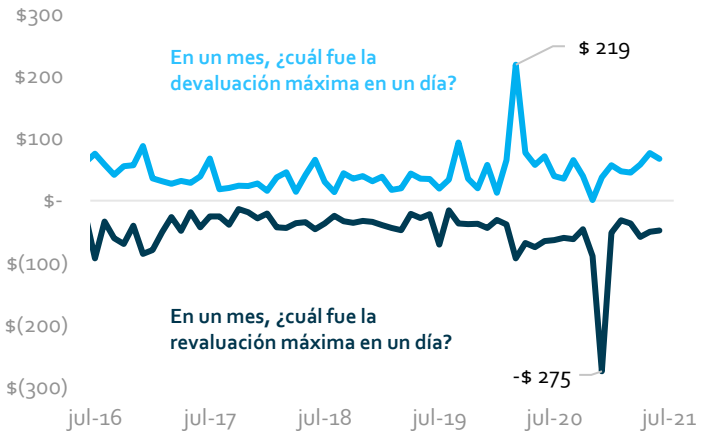
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana al 31 de julio de 2021

Gráfico 8. La diferencia típica entre la TRM máxima y mínima de un mes, es de $167 pesos. Marzo de 2020 fue un mes excepcional



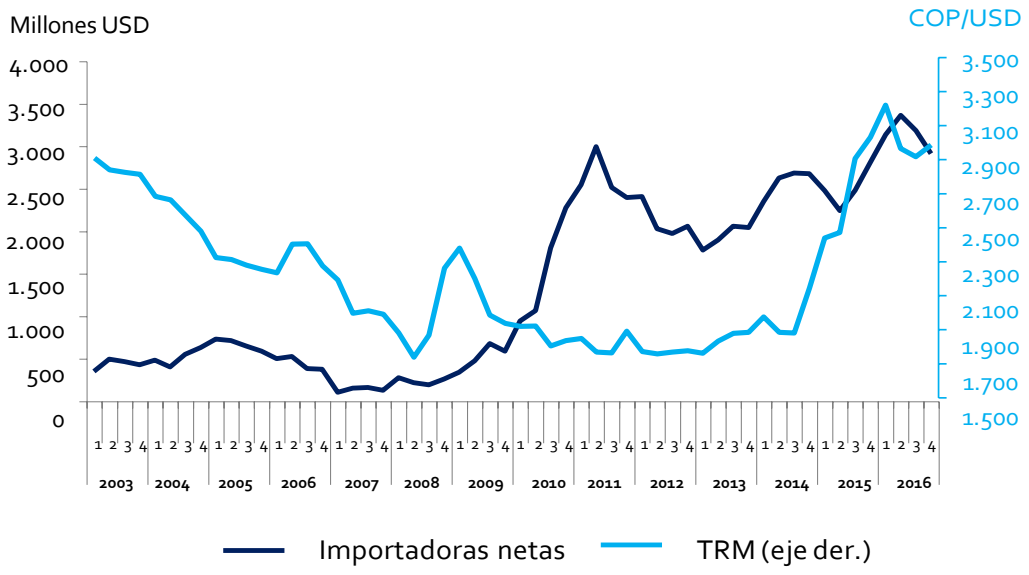
Fuente: Banco de la República, Cálculos Corficolombiana. Diferencia entre la TRM máxima y mínima de cada mes

Gráfico 9. El peso-dólar es volátil y es difícil saber a dónde irá



Fuente: *Banco de la República, cálculos Corficolombiana. Definición: Cuando es positivo, es la máxima devaluación (i.e. caída del peso contra el dólar) en un día. Cuando es negativo, es la máxima revaluación (i.e. subida del peso contra el dólar) en un día.*

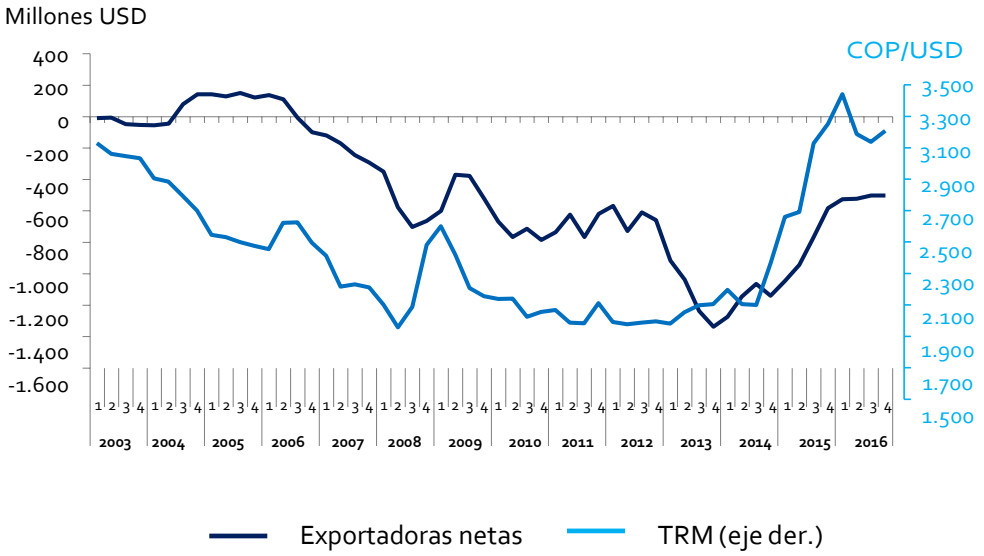
Gráfico 10. Compras netas[5] de dólares a plazo. Empresas importadoras.



Fuente: Cálculos Banco de la República

[5] Las compras netas equivalen a la diferencia entre las compras y ventas de dólares en el mercado forward. Este indicador tomará valores mayores a 0 cuando las empresas estén realizando más compras que ventas a futuro y se mantendrá en terreno negativo cuando se prefiera vender dólares a los bancos colombianos.

Gráfico 11. Compras netas de dólares a plazo. Empresas exportadoras.



Fuente: Cálculos Banco de la República

Tabla 9. Balance inicial de AutosTioSam SAS, 1 de abril de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 4.054 pesos por dólar)

Activo		Pasivo y Patrimonio	
Efectivo inicial	339	Cuenta por pagar	4.054
Inventario (US$1 millón)	4.054	Utilidad Acumulada	339
Total activo corriente	4.393	Total Patrimonio	2.839
Otros activos	2.500	Los accionistas pueden disponer de $2.839 millones de pesos	
Total activos	6.893		

Tabla 10.1. PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de abril y 30 de junio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio en 3.759 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias	
Ventas	5.000
Costo de ventas	4.054
Utilidad Bruta	946
Gastos Operacionales	237
Ingresos y gastos financieros	0
Utilidad por diferencia en cambio	295
Utilidad antes de impuestos	1.005
Impuestos (33%)	331
Utilidad neta	673

Estado de flujo de caja	
Actividad operacional	673
Partidas que no representan efectivo	0
Flujo Operación	673
Flujo Financiamiento	0
Flujo Inversión	0
Flujo de Caja Disponible	**673**

Aquí la compañía se vio favorecida por la revaluación del peso, al mostrar una utilidad por diferencia en cambio

Tabla 10.2. Balance final de AutosTioSam al 30 de junio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3.759 pesos por dólar)

Activo	
Efectivo final	1.012
Inventario	0
Total activo corriente	1.012
Otros activos	2.500
Total activos	3.512

Pasivo y Patrimonio	
Cuenta por pagar (se pagó)	0
Utilidad Acumulada	1.012
Total Patrimonio	3.512

Los accionistas pueden disponer de $3.512 millones de pesos

Tabla 11. Balance inicial de AutosTioSam SAS, 1 de julio de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3756 pesos por dólar)

Activo	
Efectivo inicial	1.012
Inventario (US$1 millón)	3.756
Total activo corriente	4.768
Otros activos	2.500
Total activos	7.268

Pasivo y Patrimonio	
Cuenta por pagar	3.756
Utilidad Acumulada	1.012
Total Patrimonio	3.512

Los accionistas pueden disponer de $3.512 millones de pesos

Tabla 12.1. PyG y Estados de flujo de caja entre el 1 de julio y 30 de septiembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio en 3.878 pesos por dólar)

Estado de Pérdidas y Ganancias	
Ventas	5.000
Costo de ventas	3.756
Utilidad Bruta	1.244
Gastos Operacionales	311
Ingresos y gastos financieros	0
Utilidad por diferencia en cambio	-122
Utilidad antes de impuestos	811
Impuestos (33%)	268
Utilidad neta	543

Estado de flujo de caja	
Actividad operacional	543
Partidas que no representan efectivo	0
Flujo Operación	543
Flujo Financiamiento	0
Flujo Inversión	0
Flujo de Caja Disponible	**543**

Aquí la compañía tuvo una pérdida por diferencia en cambio dada por la devaluación del peso

Tabla 12.2. Balance final de AutosTioSam al 30 de septiembre de 2020 (cifras en millones de pesos colombianos – tasa de cambio 3.878 pesos por dólar)

Activo	
Efectivo final	1.555
Inventario	0
Total activo corriente	1.555
Otros activos	2.500
Total activos	4.055

Pasivo y Patrimonio	
Cuenta por pagar (se pagó)	0
Utilidad Acumulada	1.555
Total Patrimonio	4.055

Los accionistas pueden disponer de $4.055 millones de pesos

17 de agosto de 2021

Equipo de Investigaciones Económicas

José Ignacio López, PhD
Director Ejecutivo
(+57-1) 3538787 Ext. 6165
Jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero
Economista Jefe
(+57-1) 3538787 Ext. 6105
julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto
Especialista Renta Fija
(+57-1) 3538787 Ext. 6138
ana.vera@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra
Analista de Investigaciones
(+57-1) 3538787 Ext. 6196
laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica
Analista de Investigaciones
(+57-1) 3538787 Ext. 6107
jose.mojica@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista
Practicante de Investigaciones Económicas
(+57-1) 3538787 Ext. 6112
laura.bautista@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez
Gerente de Renta Variable
(+57-1) 3538787 Ext. 6163
andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador
Director de Finanzas Corporativas
(+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra
Analista Inteligencia Empresarial
(+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

Contacto Mesa de Dinero

Mauricio Alberto Acevedo Montalvo
Director Comercial Corporativo
(+57-1) 2863300 Ext. 7406
mauricio.acevedo@corficolombiana.com

17 de agosto de 2021

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPILADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.