

# Finanzas corporativas

## Manual de estrategias para 2024

### Contenido

- 05 Editorial
- 07 Decisiones de inversión y rentabilidad
- 26 Decisiones de financiamiento
- 41 Gestión de riesgo cambiario de corto plazo
- 53 Indicadores de endeudamiento y costo de capital propio por sector



Director General	José Ignacio López Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas jose.lopez@corfi.com
Analista	Jaime Andrés Cárdenas Analista de Inteligencia Empresarial jaime.cardenas@corfi.com
Portada	Lukas Vargas
Diagramación	Consuelo Lozano González consuelo.lozano@formasfinales.com
Impresión	Citysphaera SAS Bogotá Colombia Noviembre de 2023

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas | Corficolombiana S.A.

Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia  
[www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas](http://www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas)

ISSN 2745-0386 21

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2023 Todos los derechos reservados ©



# Editorial: un kilómetro de resistencia para los empresarios

---

*José Ignacio López*  
*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*  
*jose.lopez@corfi.com*

Desde el año pasado, en este mismo espacio, advertimos de los retos que enfrentaría la economía colombiana en 2023. Ahora, con la mirada en el espejo retrovisor, vemos que algunos de los escenarios de riesgo se materializaron. En el ámbito local, 2023 fue un año de inflación persistente, altos costos financieros, tipo de cambio volátil y una marcada desaceleración de la economía.

Afortunadamente, el contexto externo resultó más favorable de lo anticipado, ya que las preocupaciones relacionadas con una recesión en Estados Unidos se fueron disipando a lo largo del año, en la medida que los datos del mercado laboral mostraron una economía más robusta. El descenso de la inflación en los países desarrollados, y algunos emergentes, también ayudó a mejorar la confianza de los inversionistas y en general el clima de los mercados financieros internacionales. La coincidencia, casi que mágica, de menor inflación y crecimiento más robusto, hicieron que, durante buena parte de este año, el sentimiento hacia países emergentes como Colombia fuera favorable. En este contexto experimentamos una apreciación del peso colombiano y una reducción en la prima de riesgo soberana de nuestro país. Los cálculos sobre la rentabilidad esperada del capital propio, que discutimos en detalle en este informe, muestran una corrección frente a los niveles observados a finales del año pasado.

Como puede verse, el panorama en 2023 ha sido mixto, pero las decisiones empresariales han tenido lugar en un contexto de ajuste macroeconómico. En nuestro informe anual de perspectivas discutimos el panorama para 2024, que esperamos sea el año donde ocurra la fase final del ajuste en curso. Para 2024 proyectamos un descenso en la inflación que le permitirá al Banco de la República iniciar el ciclo de recorte de tasas. Consumidores y empresarios se beneficiarán de un alivio en los costos financieros, pero bien entrado

el 2024. La fase final del ajuste económico inicia con el nuevo año, pero el último tramo será el más difícil.

Con este reto en mente, les presentamos una nueva edición de este Manual de Estrategias donde recorreremos los temas tradicionales en asuntos de Finanzas Corporativas: rentabilidad del capital, decisiones de financiamiento y manejo de riesgo, entre otros.

En la actual coyuntura, el manejo prudencial de riesgos, bajo la sombra de una eventual recesión global en 2024, una economía local enfriándose y un panorama de tasas e inflación más persistentes, será particularmente relevante. Esperamos que este informe sea un mapa de ruta útil para afrontar este último kilómetro, con premio de montaña, de ajuste de la economía colombiana.

Esperamos, que además de encontrar relevante este informe, nuestros lectores visiten con frecuencia la página de Finanzas Corporativas, donde de manera oportuna actualizaremos el contenido aquí presente. Les deseamos a nuestros clientes y a los empresarios del país la mejor de las suertes en la etapa financiera de 2024.

# DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

Autores | Jaime Andrés Cárdenas

- ▶ COSTO DE LA DEUDA ( $K_d$ )
- ▶ COSTO DEL CAPITAL PROPIO ( $K_e$ )
- ▶ COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL EN COLOMBIA (WACC)

## DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

*Jaime Andrés Cárdenas*

Cuando evaluamos la primera mitad de 2023, se puede concluir que este período ha estado marcado por una notable incertidumbre en los mercados financieros. La combinación de una economía estadounidense sólida y la disminución en la liquidez a nivel mundial ha tenido un impacto negativo en los mercados de capitales globales.

En Colombia, donde la incertidumbre es palpable, nos encontramos con una situación similar. El desafío radica en mantener bajo control la inflación, en línea con una política monetaria restrictiva implementada por el Banco de la República en medio de un ciclo de desaceleración económica.

Adicionalmente a esto, las condiciones de financiamiento en el país son menos flexibles que antes, pues el financiamiento para el sector empresarial se ha vuelto más restrictivo en comparación con los años 2020 y 2021, en cuanto al comportamiento de las tasas de interés para los créditos comerciales y emisiones de bonos corporativos.

Sin embargo, no deja de llamar la atención que, a pesar de los crecientes costos de financiamiento observados en los últimos años, el crédito bancario desembolsado no haya disminuido significativamente entre 2022 y lo que llevamos de 2023 (ver Tabla 1), este patrón contrasta

### ► 2023,

a pesar de ser un año marcado por las altas tasas de interés, el monto de créditos comerciales continuó al alza

### Tabla 1

CRÉDITOS COMERCIALES COLOCADOS A TODOS LOS PLAZOS  
(Cifras en miles de millones de pesos colombianos)

Año	Preferencial total	Ordinario total	Preferencial y ordinario	Variación
Oct 2018 - sept 2019	\$74.405	\$77.215	\$151.619,6	
Oct 2019 - sept 2020	\$81.482	\$72.362	\$153.843,8	1,5%
Oct 2020 - sept 2021	\$82.555	\$67.443	\$149.998,1	-2,5%
Oct 2021 - sept 2022	\$86.275	\$98.220	\$184.494,6	23,0%
Oct 2022 - sept 2023	\$83.758	\$136.440	\$220.198,0	19,4%

Fuente: Banco de la República.

Cálculos Corficolombiana. Corte 30 de septiembre de 2023.

## ► No hay

mejor seguro que tener liquidez para los tiempos difíciles

---

con las emisiones de bonos corporativos en el mercado público de valores, que han sido inferiores a los niveles de años anteriores. Factores como el mayor riesgo crediticio y la incertidumbre sobre el comienzo del ciclo descendente de las tasas de interés hacen que exista mayor preferencia por el crédito bancario comercial en lugar de la emisión de deuda corporativa.

Aunque nos encontramos con tasas de interés más altas en comparación con las observadas en años anteriores, asegurar el financiamiento para varios periodos sigue siendo una estrategia sólida. Aquellas compañías que aseguraron su liquidez para varios años a tasas más bajas de las que están hoy en día, cuentan con la seguridad de tener niveles aceptables de liquidez que les permite tomar la actitud *tranquila de esperar* a que las tasas de interés estén más bajas para los próximos años cuando se tenga que renovar sus créditos.

Es así como garantizar la liquidez no solo reduce los riesgos asociados con la obtención de recursos en el corto plazo y mitiga riesgos de liquidez, sino que también garantiza el capital de trabajo e inversiones de capital (CapEx) necesarias para mantener la operación del negocio.

## ► El costo

de los recursos propios permanece alto debido a la prima de riesgo país, cambiaria y tasa libre de riesgo

---

La elección de recursos por parte de los empresarios no se limita al uso de la deuda financiera, también existe el financiamiento con recursos propios. Decidir entre estas opciones y encontrar la combinación ideal entre ambas no es una tarea fácil. Por un lado, las tasas de interés asociadas a la deuda han aumentado considerablemente y, por otro lado, el costo de financiarse con recursos propios o patrimonio de los inversionistas se encuentra aún por encima de los niveles de finales de 2021, aunque todavía se sitúa por debajo de los niveles máximos alcanzados para el segundo semestre de 2022. Este patrón no es exclusivo de Colombia, ya que países como Chile, México y Perú han enfrentado situaciones similares.

El comportamiento de la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos a 10 años, la prima por riesgo cambiario del peso colombiano y aquella relacionada con el riesgo país han sido factores determinantes en la evolución del costo del capital propio o costo del patrimonio. En lo que llevamos de 2023, una menor aversión al riesgo y una menor prima de riesgo país han llevado a una reducción de la rentabilidad

demandada para invertir el capital propio en comparación con los máximos observados en octubre de 2022 (siendo Colombia el país con la rentabilidad esperada del capital propio más alta en comparación con sus pares de la región tanto en dólares como en moneda local).

Teniendo en cuenta que es probable que para el 2024 se ratifique la senda bajista de tasas de interés dado el control de la inflación, se hará evidente una reducción en los costos de financiamiento; sin embargo, si esto no ocurre y, por el contrario, las tasas de interés permanecen altas por más tiempo del previsto, se podrían prolongar condiciones financieras restrictivas o menos flexibles. Por lo tanto, es prudente asegurar un porcentaje de la liquidez necesaria para garantizar el funcionamiento de la compañía.

En este contexto, los empresarios colombianos deben evaluar minuciosamente los riesgos vinculados al financiamiento mediante deuda y/o capital propio y ponderar cuán dispuestos están a asumir costos de financiamiento más elevados en el presente frente a la posibilidad de quedarse sin los recursos necesarios para mantener en marcha sus negocios. De no ser así se podría afectar no solo las inversiones de capital, sino también los niveles de capital de trabajo, quizás solo por el hecho de esperar mejores condiciones financieras en el futuro.

En este capítulo, exploraremos exhaustivamente las diversas fuentes de financiamiento a las que un director financiero puede recurrir.

### **COSTO DE LA DEUDA (Kd)**

El año pasado, en este mismo informe, señalamos que el ciclo de la política monetaria no solo se encontraba revirtiendo un escenario de bajas tasas de interés, vistas en 2020 y 2021, sino que también se esperaba que las tasas de interés continuaran subiendo. Ahora, estas tasas se sitúan por encima de lo registrado en su historia reciente, siendo las más altas desde 2010.

Pese a esto, las empresas no pueden posponer sus decisiones de financiamiento indefinidamente únicamente debido a las altas tasas de interés. A la fecha de publicación de este informe, existe una ventana de oportunidad para asegurar parte de la liquidez de los próximos

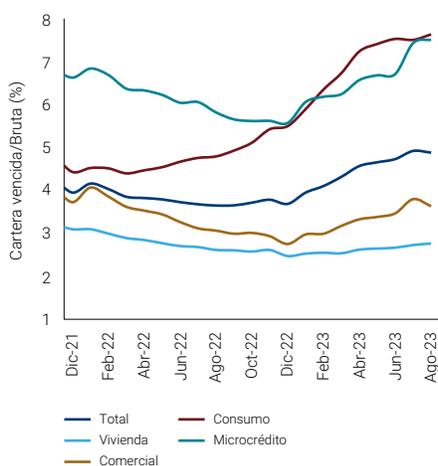
## **► Mantenerse**

al tanto de los riesgos garantiza que la empresa los pueda gestionar de mejor manera

---

## Gráfico 1

### CALIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Fuente: Superfinanciera.  
Cálculos Corfi Colombiana

años. Por un lado, la cartera comercial es la que menos se ha visto perjudicada en términos de calidad en comparación con las carteras de consumo y microcrédito por lo existe un espacio para prestar por parte del sector bancario (ver Gráfico 1) y, por otro lado, las tasas de interés de los créditos comerciales a plazos mayores de 5 años se encuentran por debajo de las de plazos menores.

Adicional a esto, existe la posibilidad de reactivar el financiamiento a través de la emisión de bonos corporativos, en la medida en que disminuyan las tasas de interés, en línea con la disminución del riesgo de crédito y liquidez, y se presente un punto de equilibrio entre inversores y emisores por algún indicador en específico (IPC e IBR) a cierto plazo. Todo esto asociado a la disminución de la incertidumbre en torno a la tendencia bajista de las tasas de interés y a que la inflación mantenga una trayectoria descendente.

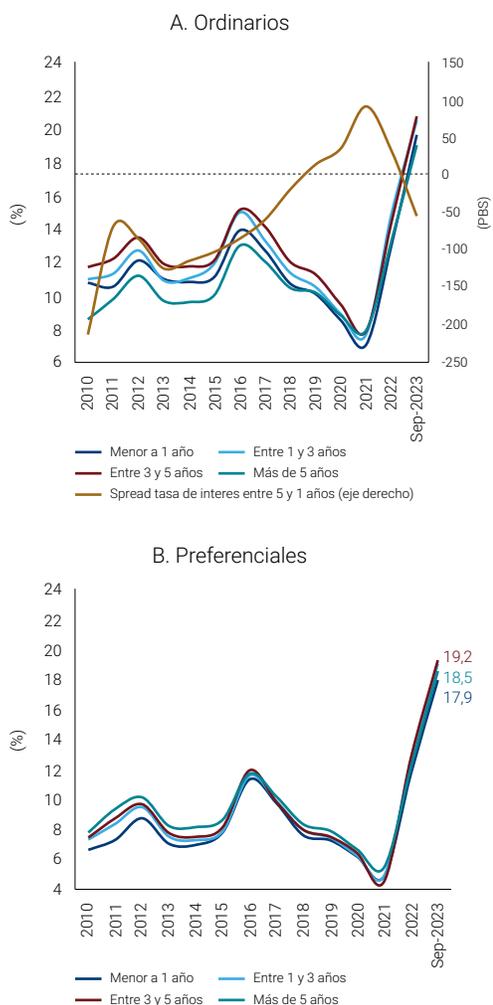
En la actualidad, todo director financiero cuenta con una amplia variedad de herramientas que brindan la capacidad de gestionar y aprovechar diversas situaciones en cualquier parte del ciclo económico. La estrategia de financiamiento de una empresa debe ser cuidadosamente planificada, pues los cambios en el apalancamiento afectan el valor de la empresa. Por eso, antes de considerar la deuda como fuente de financiamiento, es crucial tener en cuenta su costo asociado y la capacidad de pago que posea la compañía.

### ¿Es crucial preservar la liquidez de la empresa?

Absolutamente. La tarea diaria de un director financiero implica enfrentar múltiples prioridades, pero hay dos que destacan por encima de todo. En primer lugar, asegurar la liquidez suficiente para mantener la operación de la empresa y, en segundo lugar, optimizar las fuentes de financiamiento, buscando mantener los niveles adecuados de deuda y capital que generen valor a largo plazo para los accionistas.

En este capítulo nos enfocaremos en la primera de estas prioridades. Para esto, muchos directores financieros analizan las fuentes de recursos de las empresas: 1) el efectivo generado internamente por la firma y 2) el efectivo que se puede obtener externamente a través de los mercados de deuda y capital.

**Gráfico 2**  
TASA DE INTERÉS (E.A.) DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES



\* Las tasas de interés son un promedio ponderado acumulado del año.  
Corte 30 de septiembre de 2023.  
Fuente: Banco de la República.  
Cálculos Corfi Colombiana.

Cuando los fondos generados internamente no son suficientes, las compañías recurren a los mercados de deuda y capital. Desde una perspectiva financiera, la deuda suele ser la opción preferida por la mayoría de las empresas debido a que su costo por lo general es menor al de financiarse exclusivamente con capital propio, además de los beneficios que otorga por el llamado *escudo tributario*. (El cálculo del escudo tributario es la multiplicación entre la tasa impositiva y el gasto o cantidad que se deduce).

Es importante recordar que las razones para obtener un crédito van más allá de perseguir las bajas tasas de interés. Las empresas deben evaluar: 1) la estructura de capital deseada o el porcentaje ideal de deuda financiera y capital propio, 2) la capacidad de pago de la compañía con respecto a su flujo de caja libre y 3) el perfil de vencimientos de la deuda (deuda a plazos largos mitigan riesgos de liquidez).

En general, cuando los costos de la deuda están altos, como es el caso actualmente, la deuda tiende a ser vista de manera negativa, especialmente cuando factores macroeconómicos inciertos pueden aumentar aún más su costo y reducir el acceso al crédito a cierto sector, o simplemente permanecer alto por mucho más tiempo de lo esperado.

Ante este escenario, es posible que algunos directores financieros decidan correr el riesgo de quedarse sin los recursos necesarios en el presente para evitar costos mayores. Después de todo, existen posibilidades de que las tasas de interés disminuyan en el futuro.

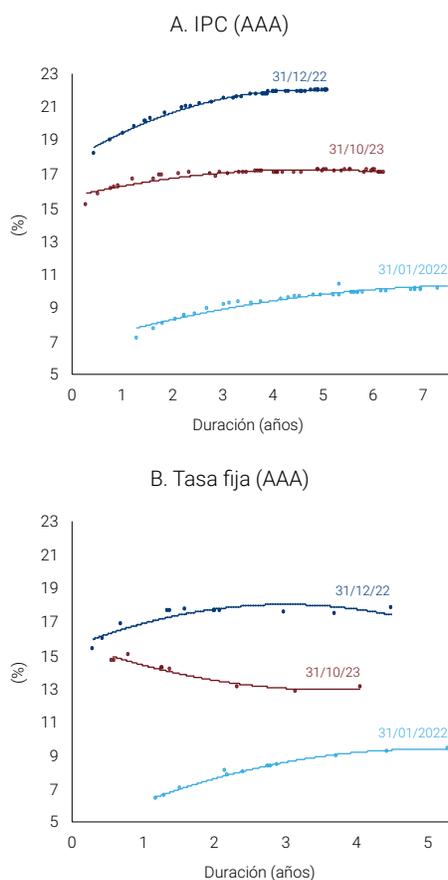
El acceso a los mercados de deuda varía según el tamaño de la empresa. Para el caso de las empresas pequeñas o medianas, su opción principal sería recurrir al mercado bancario. Por otro lado, las empresas grandes tienen la posibilidad de acceder tanto al mercado de capitales local como al internacional, permitiéndoles obtener mayores recursos en comparación con lo que podrían adquirir a través del sector bancario.

### Radiografía del comportamiento de los costos de financiamiento

Colombia ha observado un aumento significativo en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) pasando desde el 1,51% en marzo de

### Gráfico 3

COSTO DE LA DEUDA CORPORATIVA SECTOR REAL INDEXADA EN DIFERENTES FECHAS



Fuente: Proveedor de Precios Precia.  
Cálculos Corficolombiana.

2021 hasta alcanzar el 10,99% en septiembre de 2023, con un pico registrado en marzo de 2023 del 13,34%. Esta presión inflacionaria ha llevado a una reducción de la liquidez y a la implementación de una política monetaria más restrictiva por parte del Banco de la República, cuyas medidas se han transmitido a la economía. En efecto, el Banco de la República ha aumentado la tasa de intervención en 1.150 puntos básicos, llevándola desde el 1,75% en septiembre de 2021 hasta ubicarla en 13,25%. Todo lo anterior se ha traducido en el incremento de los costos de financiamiento.

Las tasas de interés para la deuda corporativa, tanto a tasa fija como para la deuda indexada a inflación (IPC), han experimentado aumentos en todos los plazos desde principios de 2022 hasta finales de ese mismo año, mostrando una disminución en todos los plazos para septiembre de 2023 y ubicándose aún por encima de los niveles registrados a finales de enero de 2022 (ver Gráfico 3A y 3B).

Si se consideran las primas por riesgo de crédito implícitas en el mercado de deuda corporativa, estas se encuentran por encima de los niveles observados de 2021, año en el cual se registraron niveles mínimos desde 2016. En 2023, el apetito de los inversores por prestar recursos en el mercado de capitales ha resultado bajo.

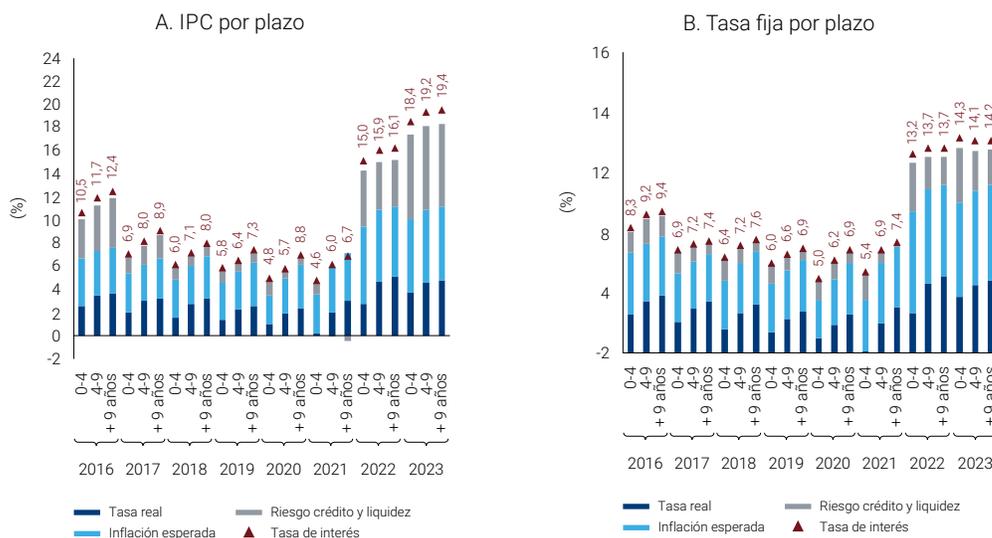
Desde una perspectiva histórica, las empresas se enfrentan a costos de financiamiento notablemente elevados tanto en la emisión de deuda como en la obtención de crédito bancario. Dichos incrementos se atribuyen principalmente a factores como la alta inflación y el incremento de las primas de riesgo de crédito y liquidez.

### Descifrando el misterio: alto volumen de crédito bancario y escasa emisión corporativa

Dado el aumento en las tasas de interés del que hemos hablado, no deja de llamar la atención que entre enero y septiembre de 2023 el monto de los créditos ordinarios desembolsados haya aumentado en un 25% frente al mismo periodo del año anterior, pasando de \$77.676 a \$96.799 millones de pesos. Los montos desembolsados del crédito comercial ordinario, comprendidos entre los meses de julio de 2022 y agosto de 2023, fueron los más altos con los registrados en meses anteriores desde enero de 2020 (ver Gráfico 5).

### Gráfico 4

#### COMPONENTES QUE EXPLICAN LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS



\* Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos indexados al IPC en el mercado secundario.

Fuente: Precia.

Cálculos Corfi colombiana. Corte 30 de septiembre de 2023.

### Tabla 2

#### CRÉDITOS COMERCIALES COLOCADOS A TODOS LOS PLAZOS

(Cifras en miles de millones de pesos colombianos)

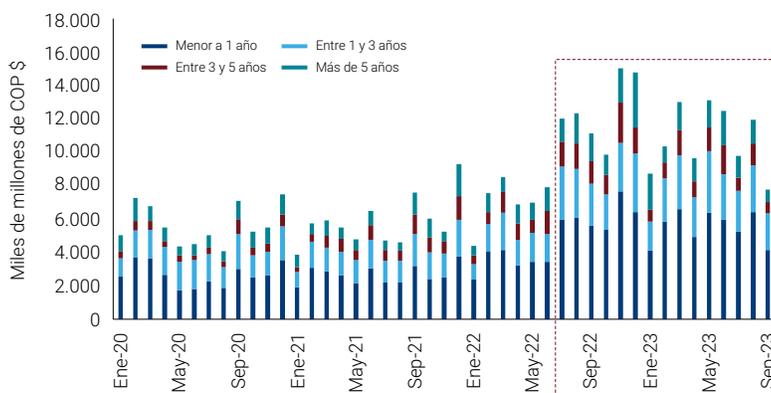
Año	Preferencial Total enero - septiembre	Ordinario Total enero - septiembre	Preferencial y Ordinario Total enero - septiembre	Variación (%)
2018	\$53.452	\$51.297	\$104.749	
2019	\$54.034	\$56.572	\$110.606	5,60%
2020	\$56.927	\$49.598	\$106.525	-3,70%
2021	\$62.040	\$49.233	\$111.273	4,50%
2022	\$65.189	\$77.676	\$142.865	28,40%
2023	\$63.253	\$96.799	\$160.052	12,00%

Fuente: Banco de la República.

Cálculos Corfi colombiana. Corte 30 de septiembre de 2023.

### Gráfico 5

MONTO DESEMBOLSADO POR ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITOS COMERCIALES ORDINARIOS POR PLAZO



Fuente: Banco de la República.

Cálculos Corfi Colombiana. Corte a 30 de septiembre de 2023.

Es importante destacar que el plazo que muestra el mayor monto desembolsado corresponde a créditos menores de un año. Ya sea por la necesidad de las compañías de recursos para financiar capital de trabajo o porque muchos empresarios y directores financieros, son más aversos al riesgo, y no ven con buenos ojos asegurar un costo de fondeo más alto por más de un año, prefieren esperar y ver si realmente las tasas de interés para el siguiente año continúan igual que ahora o bajan.

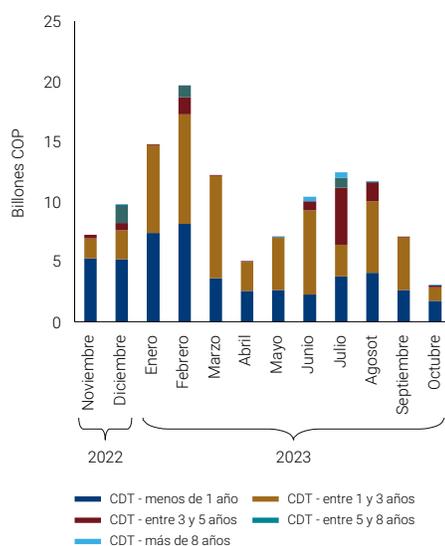
Asimismo, destaca el incremento progresivo de los créditos comerciales ordinarios a lo largo de los años, pasando de \$51.297 millones de pesos en 2018 a \$96.799 millones de pesos en 2023 en los primeros tres trimestres de cada año. Asimismo, en 2023, se observa un crecimiento del 12,0% en el total de créditos preferenciales y ordinarios durante el mismo periodo comparado con el año anterior.

### ► Al igual que la

cartera comercial, la emisión de CDTs se enfoca en plazos que van desde menos de 1 año hasta 3 años

Se podría esperar que, dada la alta inflación y los incrementos en la tasa de referencia, por parte del Banco de la República, la demanda por créditos disminuya; sin embargo, la cartera comercial ha crecido de forma significativa en 2022 y lo que llevamos de 2023. En contraste, se ha observado una disminución en el monto de emisiones de bonos corporativos en el mercado público de valores durante enero y septiembre de 2023 en comparación con los mismos periodos de

**Gráfico 6**  
EMISIÓN DE CDT MERCADO PRIMARIO



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.  
Cálculos Corficolombiana.

2021 y 2022 (ver Tabla 3). El monto total de deuda corporativa emitida por el sector no financiero en lo que va de 2023 ha sido inferior a los niveles observados durante todo el año 2021 y 2022 (ver Tabla 4). Las emisiones de 2023 corresponden a emisiones realizadas por UNE EPM Telecomunicaciones y Terpel.

Aunque el aumento sostenido en las tasas de interés de los créditos comerciales, del que hemos sido espectadores en los últimos años, puede haber restringido el apetito por crédito; la cartera comercial ha crecido de forma significativa entre la segunda y primera mitad de 2022 y 2023, aun cuando los bancos han tenido que realizar captaciones masivas en CDTs a costos financieros más altos, atados a diferentes indicadores (tasa fija, IBR e IPC), para cumplir con sus requerimientos regulatorios de fondeo<sup>1</sup> (ver Gráfico 6 y 7).

**Tabla 3**  
MONTO COLOCADO DE DEUDA CORPORATIVA EN EL MERCADO DE CAPITALES (Cifras en millones de pesos colombianos)

Año	2021 (Ene-sep)	2022 (Ene-sep)	2023 (Ene-sep)
Monto	8.623.285	2.018.271	1.415.601

Cálculos Corficolombiana. Corte a 30 de septiembre de 2023.  
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

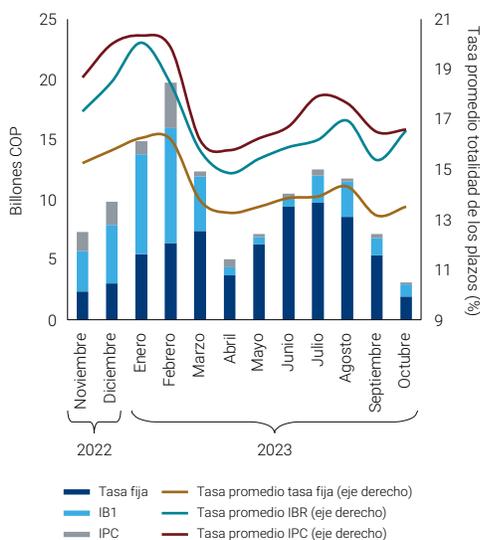
**Tabla 4**  
MONTO COLOCADO DE DEUDA CORPORATIVA EN EL MERCADO DE CAPITALES SECTOR NO FINANCIERO (Cifras en millones de pesos colombianos)

Año	2021 (Ene-dic)	2022 (Ene-dic)	2023 (Ene-sep)
Monto	2.032.180	979.739	648.723

\* Las emisiones de 2023 corresponden a emisiones realizadas por UNE EPM Telecomunicaciones y Terpel.  
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.  
Cálculos Corficolombiana. Corte a 30 de septiembre de 2023.

<sup>1</sup> La regulación exige que los bancos cumplan con el denominado Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN). En términos prácticos, la regulación exige que los bancos coloquen créditos que tengan características similares en términos de plazo a sus captaciones. Si se pretende colocar cartera es necesario tener fondeada la cartera a un plazo similar del crédito a colocar.

**Gráfico 7**  
EMISIÓN DE CDT POR INDICADOR



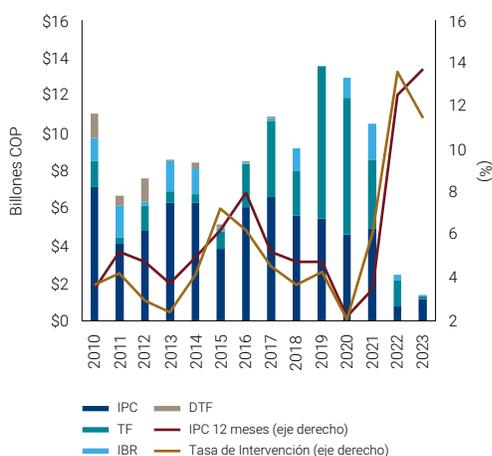
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.  
Cálculos Corficolombiana.

## Garantizar la liquidez empresarial: superar los desafíos de las tasas de interés

Como ya bien se sabe, las tasas de interés están más altas de lo que estuvieron en años anteriores, lo que no se sabe es en qué nivel podrían estar en el futuro. Es factible que las tasas de interés bajen si se materializan las probabilidades de que el Banco de la República flexibilice su política monetaria, dado un mayor control sobre las presiones inflacionarias para los próximos meses. No obstante, dada la incertidumbre actual, una buena estrategia para cualquier empresa es trabajar con lo que se sabe el día de hoy, con los niveles de tasas de interés que se conocen en el presente.

En este sentido, si una empresa necesita recursos para financiar su capital de trabajo o llevar a cabo inversiones de capital, es esencial que analice su capacidad de endeudamiento mediante indicadores como Deuda/Ebitda, Deuda Neta/Ebitda y Deuda/Patrimonio. Posteriormente, analizar cuál es la herramienta o estrategia más conveniente según sus necesidades financieras. Es crucial considerar los diferentes mecanismos disponibles para acceder a la liquidez necesaria y evaluar los costos asociados a cada opción.

**Gráfico 8**  
EMISIÓN DE DEUDA CORPORATIVA POR INDICADOR



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.  
Cálculos Corficolombiana.

A lo largo de los ciclos económicos, las empresas implementan diversas estrategias para obtener financiamiento, adaptándose a las condiciones imperantes de cada ciclo. Por ejemplo, es común observar que, en periodos de bajas tasas de interés, se emitan bonos a tasa fija, con el fin de asegurar recursos para varios años (largo plazo). En cambio, en momentos de tasas de interés más altas, se recurre a emisiones indexadas, como IPC (Gráfico 8).

Si se analiza el nivel actual del costo de financiamiento podemos afirmar que tanto la deuda bancaria como la que se adquiere a través del mercado de capitales se encuentran en niveles más asequibles en comparación con lo observado a comienzos de 2023.

Si bien es cierto que el crédito comercial parece ser el más utilizado por parte de las empresas. En muchos casos su otorgamiento depende de la facilidad con la que el sector financiero otorgue recursos

a un sector en específico y hoy en día el acceso al crédito comercial sigue siendo bueno, dado un menor deterioro en su calidad.

En cuanto al financiamiento mediante emisión de bonos en el mercado de capitales este se encuentra reducido por el bajo apetito de los inversores. Esto se ve reflejado tanto en el aumento de las primas por riesgo de crédito y liquidez, como por los altos costos asociados con la emisión a tasa variable y tasa fija, pues no hay suficiente evidencia para descartar que en el futuro los costos financieros asociados a la emisión de deuda corporativa no sean menores a los observados hoy en día.

## ► El financiamiento

a costos altos puede revertirse si las tasas de interés disminuyen en el futuro

---

Aunque, hoy el financiamiento resulta costoso para las empresas, las compañías no pueden darse el lujo de no asegurar la liquidez necesaria para su correcto funcionamiento, solo por el hecho de enfrentar mayores costos.

Las empresas que requieran recursos pueden financiarse a pesar de que las tasas no son las mejores. Las empresas pueden gestionar sus riesgos teniendo en cuenta la demanda y las preferencias de los agentes del mercado, respecto a ciertos indicadores (tasa fija, IPC e IBR) y plazos que puedan ser atractivos para diferentes inversores y beneficiosos en costos para la compañía.

## ► Acceder al

crédito es crucial para las empresas. Sin opciones de financiamiento las compañías pueden enfrentar dificultades para realizar sus proyectos

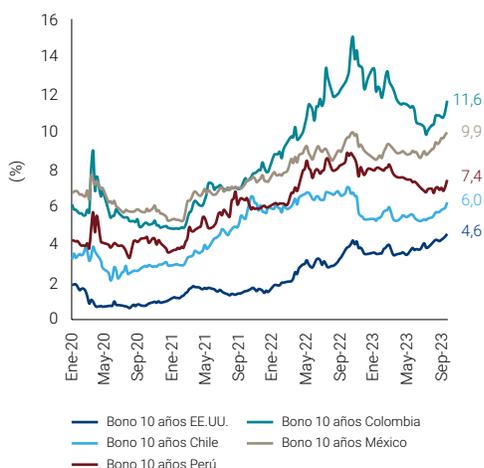
---

Hoy en día, los empresarios cuentan con una variedad de productos y estrategias que les permiten refinanciar sus deudas sin necesidad de aumentar su nivel de endeudamiento y así garantizar el financiamiento necesario para su operación futura. Es importante recordar que toda estrategia de financiamiento empresarial debe ser cuidadosamente planificada, puesto que afecta la estructura de capital y el valor de la firma.

### COSTO DEL CAPITAL PROPIO (Ke)

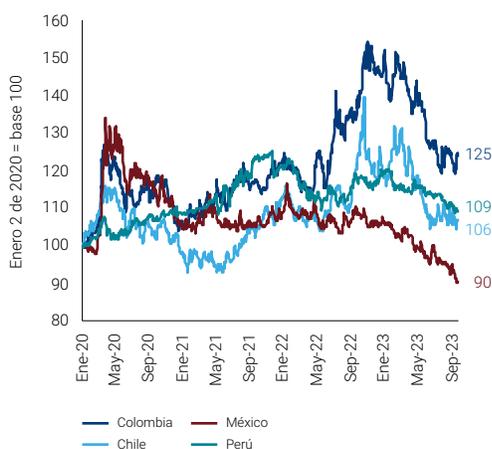
A pesar de que el costo de endeudamiento de las empresas colombianas ha alcanzado su punto más alto desde 2010, la disminución en la aversión al riesgo y la prima de riesgo país ha resultado en una reducción en la rentabilidad requerida para invertir capital propio, en

**Gráfico 9**  
RENDIMIENTOS BONOS A 10 AÑOS  
(Moneda local)



Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 10**  
EVOLUCIÓN TIPO DE CAMBIO LATAM



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.  
Cálculos Corficolombiana.

comparación con los niveles observados de finales de 2022, tanto en Colombia como en varios países de la región.

Este hecho se ha visto impulsado por el creciente interés de inversores diversificados en explorar oportunidades en América Latina. Se puede atribuir en parte a la incertidumbre por conflictos geopolíticos o a la búsqueda de mayores rendimientos a través de estrategias como el *carry trade*<sup>2</sup>, que busca aprovechar los diferenciales entre las tasas de interés disponibles en los bonos soberanos (ver Gráfico 9) y el fortalecimiento de las monedas frente al dólar (ver Gráfico 10) tal y ha venido ocurriendo en algunos países de Latinoamérica.

### El camino de Colombia hacia un menor costo del patrimonio Ke

Apesar de la disminución generalizada de la rentabilidad esperada del capital propio en moneda local en varios países de la región, Colombia continúa presentando costos más elevados en comparación con sus pares. El Gráfico 11 muestra cómo la rentabilidad esperada del capital propio en Colombia ha retrocedido después de alcanzar niveles históricamente altos en septiembre y octubre de 2022, situándose en un **19,6%** para septiembre de 2023. Aunque Colombia ha reducido sus costos de financiamiento con capital, países latinoamericanos han seguido la misma tendencia, con rentabilidades esperadas en septiembre de 2023 para **México (17,9%)**, **Perú (13,8%)** y **Chile (12,2%)**, todas por debajo de Colombia. Esto quiere decir que hoy en día para convencer a un inversionista de invertir en una empresa colombiana es necesario ofrecerle una mayor rentabilidad de lo que ofrece México, Chile y Perú.

<sup>2</sup> El Carry Trade es una estrategia que implica tomar posiciones largas (compradoras) en monedas con tasas de interés elevadas, como lo son el COP, CLP, PEN y MXN, mientras se adoptan posiciones cortas (vendedoras) en monedas con tasas de interés más bajas, como el USD. Esta estrategia se basa en la acumulación gradual del diferencial de tasas de interés como fuente de ganancias, independientemente de la volatilidad del tipo de cambio. Por lo general, en períodos de baja volatilidad, los inversores suelen sentirse más seguros de que las fluctuaciones en el tipo de cambio no comprometerán la acumulación constante del diferencial de tasas de interés. Se realiza en títulos de Renta Fija con alta calidad crediticia (bonos soberanos). Evidencia histórica demuestra que las estrategias de carry trade han generado rendimientos positivos durante largos periodos.

### Gráfico 11

RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN MONEDA LOCAL PARA COLOMBIA, CHILE, MÉXICO Y PERÚ



Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana.



### Tabla 5

RENTABILIDAD EXIGIDA POR LOS RECURSOS PROPIOS PARA COLOMBIA

Rentabilidad de capital propio	Diciembre 2022	Septiembre 2023
Tasa Libre de Riesgo	3,9%	4,6%
Beta Apalancado	1	1
Prima de mercado EE. UU.	5,2%	5,1%
Prima de riesgo de mercado accionario colombiano	3,8%	3,3%
<b>Rentabilidad Ke (USD)</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,1%</b>
Prima Cambiaria	7,5%	5,8%
<b>Rentabilidad Ke (COP) Rango al 95% de confianza</b>	<b>19,9% - 22,7%</b>	<b>18,2% - 21,0%</b>

Cálculos Corficolombiana. Datos semanales. 29 de septiembre de 2023.  
Fuente: Refinitiv Eikon.

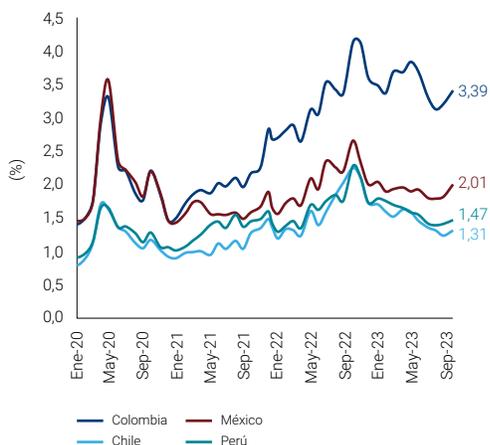
Al analizar el resultado del cálculo teórico de la rentabilidad del capital propio, se identifican factores que contribuyeron a que los elevados niveles observados en el segundo semestre de 2022 se fueran disipando. Los principales componentes que hacen que el Ke de Colombia tenga niveles más altos frente a los demás países de la región se dividen en los que afectan a todo el mundo por igual, como la **tasa libre de riesgo** y los particulares a cada país como el costo de hacer una **cobertura cambiaria y la prima de riesgo país**.

Las primas de riesgo país elevadas se reflejan en la disminución de los precios de los activos, y es plausible que factores políticos y macroeconómicos contribuyan a un aumento del riesgo en los mercados financieros.

Como puede verse en el Gráfico 12 los seguros de incumplimiento de los bonos (CDS<sup>3</sup>), después de aumentar desde finales de 2020 empezaron a ceder a partir del último trimestre de 2022. En lo que va de 2023, los seguros de incumplimiento han caído sustancialmente para los bonos soberanos de Colombia, Chile, México y Perú los cuales poseen diferentes calificaciones crediticias (Colombia BB+ (S&P y Fitch), Chile A (S&P), Perú BBB (S&P y Fitch) y México BBB (S&P).

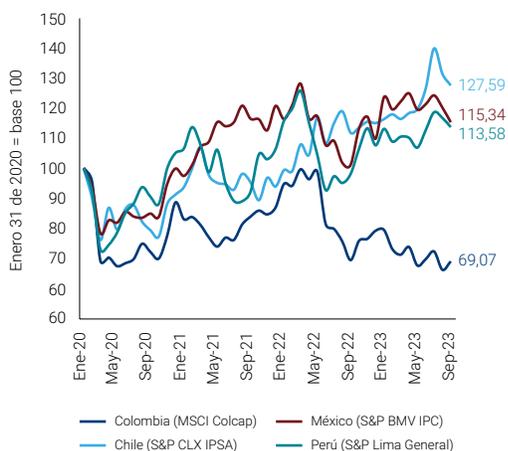
<sup>3</sup> El CDS es un seguro que permite cubrir el riesgo de impago de un activo de renta fija, en este caso los bonos soberanos de un país.

**Gráfico 12**  
COMPORTAMIENTO DE LOS CREDIT  
DEFAULT SWAPS A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana. Datos mensuales.

**Gráfico 13**  
COMPORTAMIENTO ÍNDICES  
ACCIONARIOS



Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana. Datos mensuales.

En cuanto a los mercados de valores, se observó una disminución en el comportamiento de los índices accionarios de cada país durante el primer semestre de 2020, seguido de un período de crecimiento, siendo Colombia el único que presentó un decrecimiento.

Por otra parte, el Gráfico 14 ilustra el cambio en puntos básicos (pbs) que ha experimentado la rentabilidad del capital propio desde finales de 2020 hasta septiembre de 2023. En él se destaca que el componente que ha ejercido el mayor impacto en el Ke es la tasa libre de riesgo, registrando un incremento de aproximadamente 370 puntos básicos.

Este aumento puede atribuirse tanto a una política monetaria más restrictiva en EE.UU., diseñada para restaurar la inflación a los niveles objetivos de largo plazo del 2%, (lo que ha llevado a la tasa libre de riesgo a niveles no vistos en casi 16 años), como a la fortaleza de la economía y al deterioro de los estándares del gobierno, debido a los problemas con el límite de la deuda.

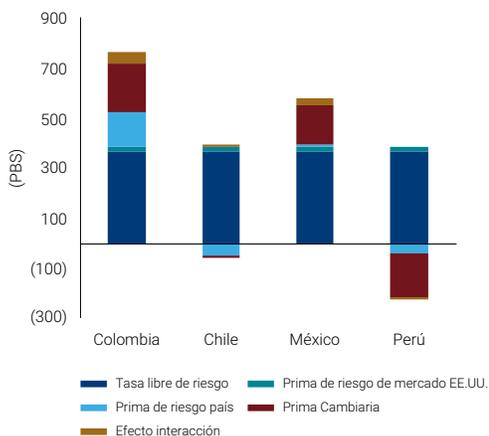
Además, es importante señalar que, en Colombia, tanto la prima de riesgo país como la prima cambiaria, tienen un peso significativamente mayor en el comportamiento de la rentabilidad esperada del capital en comparación con los demás países.

En nuestra estimación del Ke en pesos colombianos, para el mes de septiembre de 2023, encontramos que el punto medio en dólares se encuentra en 13,1% E.A. El rango en que mayor probabilidad tiene de encontrarse el Ke en pesos colombianos se encuentra entre el 18,2% y el 21,0% E.A. El punto medio en pesos colombianos del rango estimado subió desde 11,9% en diciembre de 2020 hasta ubicarse en 19,6% en septiembre de 2023, un aumento equivalente a 772 puntos básicos (pbs).

### Trazando el camino: desafíos de financiamiento y rentabilidad a ofrecer en Colombia

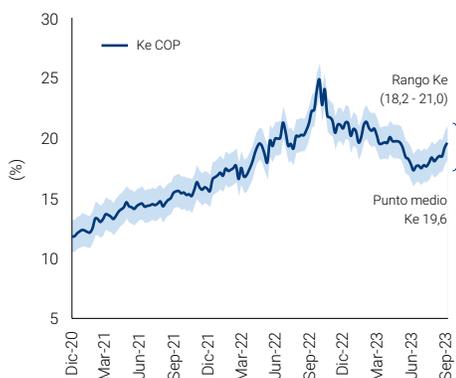
Colombia exhibe la rentabilidad esperada del capital propio más alta en moneda local en comparación con sus contrapartes de la región. Esto dificulta que las empresas colombianas logren encontrar financiamiento de capital, contrario a como lo hace una empresa en México, Chile o Perú.

**Gráfico 14**  
COMPONENTES DEL KE Y SU COMPORTAMIENTO (Dic 2020 - Sep 2023)



El efecto interacción es el resultado de componer tasas. Recuerde que la fórmula de la rentabilidad esperada en moneda local es igual a  $((1 + Ke_{USD}) \times (1 + Prima\ Cambiaria)) - 1$   
Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 15**  
COMPORTAMIENTO DEL RANGO DE LA RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN COLOMBIA EN PESOS COLOMBIANOS



Fuente: Refinitiv Eikon.  
Cálculos Corficolombiana. Datos mensuales.

En un contexto de incertidumbre caracterizado por una desaceleración económica, tasas de interés elevadas y la probabilidad de que la Bolsa de Valores de Colombia sea reclasificada como mercado frontera en 2024, las empresas enfrentan mayores desafíos al buscar financiamiento de capital propio, pues muchos inversionistas migran hacia opciones más atractivas como lo es la renta fija. En este sentido, los empresarios colombianos que buscan obtener recursos de capital deben considerar que, dadas las condiciones económicas locales e internacionales y los posibles riesgos presentes para 2024, deberán ofrecer una rentabilidad considerablemente más alta en comparación con México, Perú y Chile, lo que puede resultar atractivo para los inversores con una tolerancia al riesgo un poco mayor a la media.

Para reducir los costos financieros asociados con la obtención de capital, resulta imperativo que la prima de riesgo país de Colombia continúe en descenso, se presente una caída de las tasas libre de riesgo o que se reduzca el diferencial de tasas de interés entre el peso colombiano (COP) y el dólar americano (USD), que reduzca el costo de realizar una cobertura cambiaria. Colombia, dado el nivel de tasas de interés y de inflación en comparación con sus pares de la región, necesita abordar este aspecto para mejorar las condiciones de financiamiento con capital en el país.

Es esencial tener presente que en el país existen riesgos en cuanto al crecimiento económico, la reclasificación de Colombia como mercado frontera<sup>4</sup>, disciplina fiscal (regla fiscal), la pérdida del atractivo del *carry trade*<sup>5</sup> y riesgos asociados a los efectos que pueden tener para los mercados de capitales las posibles reformas de gobierno, que podrían ejercer alguna presión al alza sobre la prima de riesgo país en el cálculo del Ke para el año 2024.

<sup>4</sup> Según el documento "Análisis de los posibles impactos de una reclasificación de MSCI Perú de mercado emergente a frontera y propuestas para reducir la probabilidad que suceda", elaborado por la Bolsa de Valores de Lima, se exponen tres posibles impactos para el caso de Perú: 1) la incorporación de una prima de riesgo dentro del costo de capital, pues se asocia con países con malas calificaciones en riesgo crediticio, 2) el tipo de cambio se puede afectar en el corto plazo por la salida de flujos de capital y 3) a nivel macroeconómico habría un efecto de riqueza negativo para diversos agentes que invierten en acciones locales.

<sup>5</sup> El *carry trade* perderá atractivo en economías emergentes en la medida que comiencen a recortar tasas de interés antes que la Reserva Federal lo haga.

## COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL EN COLOMBIA (WACC)

Como podemos observar en las Tablas 6 y 7, el costo de endeudamiento ha subido y el costo de capital propio ha disminuido con respecto a diciembre de 2022, el rango del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por su sigla en inglés) disminuyó levemente. El cálculo del WACC lo hacemos para una empresa colombiana con un  $\beta^6$  igual a 1 y suponiendo que logra financiarse en el mercado bancario en un plazo de más de 5 años.

Sin embargo, es importante para las empresas enfocarse en la mezcla de las fuentes de financiación, una combinación óptima además de disminuir los costos de financiación también puede reducir algunos riesgos financieros y aumentar así el valor de la compañía.

Encontrar la combinación que más se adecúe a la capacidad de endeudamiento de la compañía permitirá optimizar la estructura de capital de cada una de ellas y por ende favorecer la generación de valor para los accionistas.

Actualmente, los costos de endeudamiento pueden disminuirse cuando se cumple con criterios de sostenibilidad (ASG) o se recurre a financiamiento con entidades multilaterales. Eso sí, que existan condiciones financieras flexibles en el sistema bancario no implica que las compañías puedan adquirir nuevos créditos sin haber efectuado la evaluación crediticia que en muchos casos puede demorar los procesos de consecución de financiamiento.

Mantener márgenes de capacidad de pago e indicadores de liquidez óptimos permitirán proteger el capital de la empresa y el de todas sus partes interesadas (*stakeholders*). Esto también aplica para atraer inversionistas con perfiles de riesgo conservador, pues para reducir la rentabilidad esperada que exige un inversionista es necesario

---

<sup>6</sup> Medida de sensibilidad que permite conocer la variación relativa de rentabilidad de un activo financiero en relación a un índice de referencia o benchmark.

reducir los niveles de riesgo de la compañía y una forma de hacerlo es mejorar su perfil de liquidez y así mitigar riesgos mediante las herramientas mencionadas anteriormente.

### Tabla 6

COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL PROPIO WACC: SIN IMPUESTOS, LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ES IRRELEVANTE\*

Rentabilidad del capital propio	Diciembre 2022	Septiembre 2023
Costo de la deuda (Crédito Comercial ordinario más de 5 años)	18,34%	19,17%
Costo del capital propio	19,91% - 22,71%	18,25% - 21,00%
Deuda / (Deuda + Patrimonio)**	41,78%	43,46%
Patrimonio / (Deuda + Patrimonio)	58,22%	56,54%
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	19,25% - 20,88%	18,65% - 20,20%

\* Según Modigliani y Miller la estructura de capital es irrelevante ante la falta de impuestos, bajo la siguiente preposición: *El valor de mercado de una empresa no se ve afectado por la estructura de capital de la compañía*. Lo que en pocas palabras equivale a que el valor de una compañía apalancada es igual al valor de una compañía desapalancada.

\*\* Corresponde a la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiamiento. En un mundo sin impuestos el valor de una compañía no es afectada por la estructura de capital de la firma.

Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Capital IQ, *Refinitiv Eikon*, Banco de la República.

### Tabla 7

TASA IMPOSITIVA Y EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL PROPIO WACC

Rentabilidad del capital propio	Diciembre 2022	Septiembre 2023
Tasa impositiva	35%	35%
Costo de la deuda (Crédito Comercial ordinario más de 5 años)	18,34%	19,17%
Costo del capital propio	19,91% - 22,71%	18,25% - 21,00%
Deuda / (Deuda + Patrimonio)*	41,78%	43,46%
Patrimonio / (Deuda + Patrimonio)	58,22%	56,54%
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	16,57% - 18,20%	15,73% - 17,29%

\* Corresponde a la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiamiento.

Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Capital IQ, *Refinitiv Eikon*, Banco de la República.



# DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Autores | *Jaime Andrés Cárdenas*

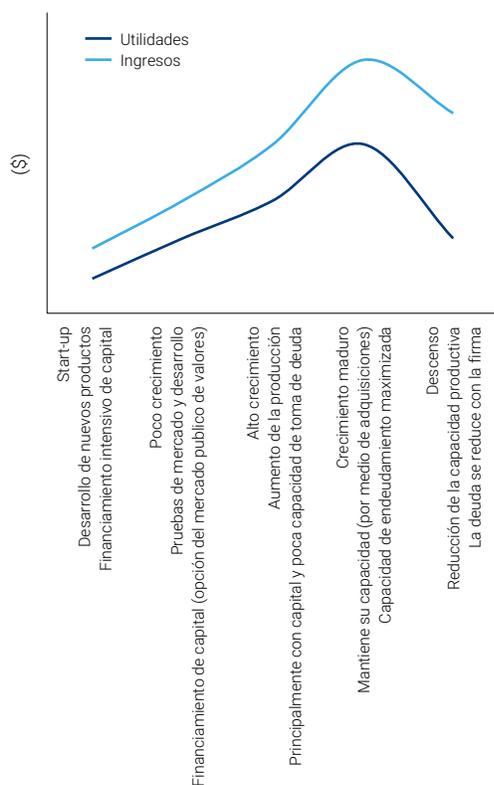
- ▶ OPTIMIZAR EL FINANCIAMIENTO: UNA MIRADA MÁS ALLÁ DEL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS
- ▶ COMPORTAMIENTO DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS MÁS IMPORTANTES DE LATINOAMERICA

## DECISIONES DE FINANCIAMIENTO

Jaime Andrés Cárdenas

### Gráfico 16

CICLO DE VIDA CORPORATIVO (TEÓRICO)  
 (Enfoque financiero de una empresa en las políticas de financiamiento e inversión)



Fuente: elaboración Corfi Colombiana.

Una de las decisiones empresariales más cruciales para maximizar el valor de una empresa radica en la elección de qué productos fabricar y/o qué servicios ofrecer. La decisión sobre cómo financiar las inversiones, la adquisición de maquinaria, equipo e inventarios, ocupa el segundo lugar en importancia.

Por su parte, la estrategia de financiamiento se encuentra directamente relacionada con la estructura de capital de una compañía. La estructura de capital representa la combinación de deuda y capital propio que una empresa utiliza para financiar sus operaciones y esta combinación varía a lo largo del ciclo de vida de la compañía (Gráfico 16).

El objetivo de tomar una decisión financiera sobre la estructura de capital es poder determinar el nivel de apalancamiento financiero que maximiza el valor de la empresa<sup>1</sup> al mismo tiempo que minimiza el costo promedio ponderado del capital, mejor conocido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), según su ciclo de vida.

### Liquidez y valor empresarial

De acuerdo con la teoría de las finanzas corporativas, las empresas dependen principalmente de dos fuentes de financiamiento: la deuda y el capital propio o patrimonio.

<sup>1</sup> El rol fundamental de un director financiero en una empresa radica en actuar en beneficio de los accionistas, adoptando decisiones estratégicas que aumenten el valor de las acciones. El objetivo primordial de un director financiero se resume en la maximización del valor actual por acción. En términos más amplios, el valor total de las acciones de una empresa es igual al valor de los propietarios. En consecuencia, una formulación más holística del objetivo consiste en la maximización del valor de mercado de los fondos propios existentes. En esencia, se persigue que todo director financiero sirva de manera más efectiva a los propietarios de la empresa al identificar estrategias que añadan valor a la compañía.

## ► Estamos en un mundo

donde la liquidez adicional juega un papel crucial

---

Por lo general la deuda se considera más económica frente al capital propio, entre estas dos opciones de financiamiento; sin embargo, un exceso de apalancamiento puede aumentar el riesgo de quiebra o insolvencia. Para evitar esto, las empresas constantemente buscan un equilibrio entre capital propio y deuda financiera que garantice no solo la estabilidad, sino que minimice los riesgos asociados con la quiebra y la falta de liquidez.

En la actualidad, una decisión de endeudamiento debe incorporar el hecho de que los costos de financiamiento se encuentran altos frente a años anteriores y a que la disponibilidad de recursos es menos flexible que antes.

Indudablemente, los años 2022 y 2023 representaron desafíos significativos para el sector empresarial en nuestro país, dada la incertidumbre, la limitada liquidez y las altas tasas de interés.

Sin embargo, se mantiene el llamado de atención para que las empresas no descuiden su liquidez y tengan un manejo prudencial de la misma, pues afrontar periodos de estrés e incertidumbre con baja liquidez aumenta riesgos de operación y de incumplimiento.

**El principal objetivo es encontrar la combinación que permitirá no solo asegurar la liquidez sino favorecer la generación de valor a la empresa en el largo plazo, de acuerdo, con el ciclo de vida de la compañía.**

En este capítulo exponemos los factores que deben considerar las empresas para elegir la estructura de capital y cómo ha sido la evolución de la capacidad de pago, liquidez y el apalancamiento financiero de los últimos años en algunas de las compañías más importantes de Latinoamérica.

### OPTIMIZAR EL FINANCIAMIENTO: UNA MIRADA MÁS ALLÁ DEL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS

Como lo explicamos en el capítulo anterior *Decisiones de inversión y rentabilidad*, las empresas se han enfocado en obtener financiamiento de corto plazo o menor a un año. **Parece que las preferencias de los**

## ► La estructura de capital

no se optimiza únicamente al asegurar el financiamiento de un ciclo operacional

---

**directores financieros o quizás la coyuntura de las tasas de interés influyen en las decisiones sobre la estructura de capital de las empresas, más que el mismo interés de minimizar el costo promedio ponderado del capital (WACC).** Esta forma subóptima de gestionar la estructura de capital se resume en dos teorías que explican los procesos de decisión financiera y son conocidas como *hipótesis de ordenamiento básico* e *hipótesis de oportunidades de mercado*.

**La hipótesis de ordenamiento básico** sugiere que los gerentes o directores financieros de las empresas prefieren utilizar primero las fuentes de financiamiento en las que menos autorizaciones deban solicitar a entes regulatorios, como lo son las juntas directivas o los accionistas. En otras palabras, buscan fondos propios de la empresa, mediante utilidades retenidas, seguido de endeudamiento y finalmente buscar financiamiento vía emisión acciones para asegurar recursos de largo plazo.

Por otra parte, **la hipótesis de oportunidades de mercado** propone que los gerentes de las empresas prefieren el endeudamiento solo cuando las tasas de interés están en niveles inferiores a los observados en periodos anteriores. Desafortunadamente, estas dos formas de elección del nivel de endeudamiento no necesariamente maximizan el valor de la firma, dado que su objetivo principal no es minimizar el Costo promedio ponderado del capital, sino que se busca seguir el comportamiento de las tasas de interés y de evitar mayores procedimientos para acceder a recursos.

Llamamos la atención de los directivos para que las compañías no se limiten al comportamiento de las tasas de interés. En la actualidad, existen diversas herramientas financieras disponibles, como el financiamiento vía deuda a tasa fija o variable, la deuda bancaria o el uso de capital propio. Estas opciones permiten a las empresas no solo adaptarse de manera más efectiva a las condiciones macroeconómicas del momento, sino a tomar decisiones financieras más informadas y estratégicas, sin descuidar sus inversiones en CapEx y capital de trabajo.

## El rol del endeudamiento a largo plazo en la gestión financiera

A veces, optar por el endeudamiento a corto plazo puede resultar tentador debido a su aparente menor costo y facilidad de acceso en comparación con los préstamos a largo plazo. Esta alternativa se convierte en un recurso crucial para las empresas que requieren liquidez de forma inmediata.

Sin embargo, una empresa que recurre a este tipo de financiamiento se expone al riesgo de refinanciamiento a corto plazo, que se materializa cuando llega el momento de renovar los créditos. En este escenario, existe la posibilidad de que la entidad bancaria se niegue a refinanciar el préstamo, o lo haga a tasas significativamente más altas de lo que estaban en un periodo anterior. **La deuda de corto plazo, aunque puede ser una solución inmediata, puede tener un costo significativo como elevar el costo y limitar la disponibilidad de financiamiento para la compañía.**

### ► La cantidad de impuesto

sobre la renta a pagar se reduce cuando se pagan los intereses de las deudas financieras. Sin embargo, el pago de dividendos no tiene impacto en la reducción del impuesto sobre la renta a pagar

---

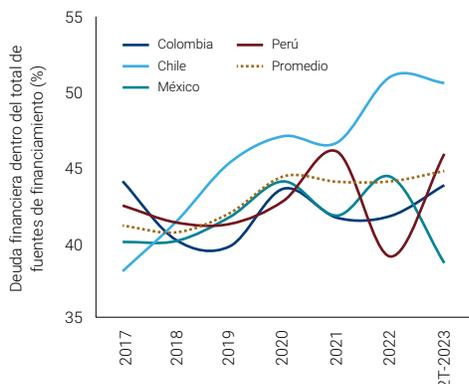
Por esta razón, se dice que el endeudamiento de largo plazo no solo puede reducir el riesgo de liquidez, sino que también logra minimizar el riesgo de consecución de recursos en el corto plazo. Al brindar recursos frescos a la compañía hoy, sin generar presiones en el flujo de caja al cierre del ciclo operacional cuando se deba refinanciar la deuda, pues el riesgo se diluye en varios ciclos.

Pero eso no es todo, la deuda de largo plazo permite liberar recursos que pueden utilizarse en inversión de proyectos menos líquidos, de mayor plazo y más rentables, o en entregar dinero a los accionistas bien sea en dividendos o vía recompras de acciones.

Algunos de los beneficios asociados con el uso de financiamiento a través de deuda a largo plazo, en lugar de depender del capital propio o patrimonio, o deuda a corto plazo, incluyen:

- Reduce el Costo promedio ponderado de capital versus otras fuentes (capital propio) sin incrementar el riesgo de liquidez.

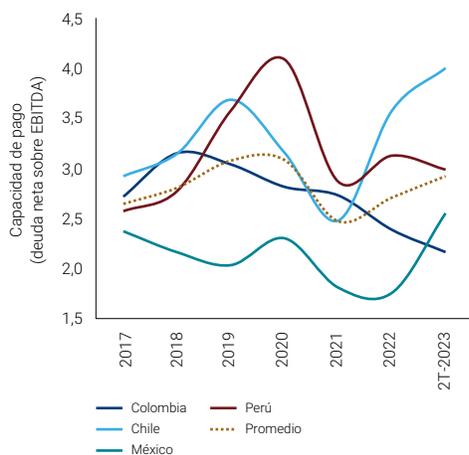
**Gráfico 17**  
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN (*Deuda/Deuda + Patrimonio*)



Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Se tomaron 132 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales.

Fuente: Capital IQ.  
Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 18**  
EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE PAGO (*Deuda Neta/EBITDA*)



Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Se tomaron 132 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La Deuda Neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Fuente: Capital IQ.  
Cálculos Corficolombiana.

- ▶ Facilita el mantenimiento de una sólida relación crediticia con una entidad financiera. En numerosas ocasiones, obtener un crédito requiere proporcionar más detalles que simplemente los estados financieros de la empresa. En este contexto, mantener una relación comercial con la entidad financiera se convierte en la mejor carta de presentación para asegurar el respaldo crediticio necesario.
- ▶ Reduce el monto de impuesto de renta a pagar dado que el gasto de intereses se deduce de impuestos.

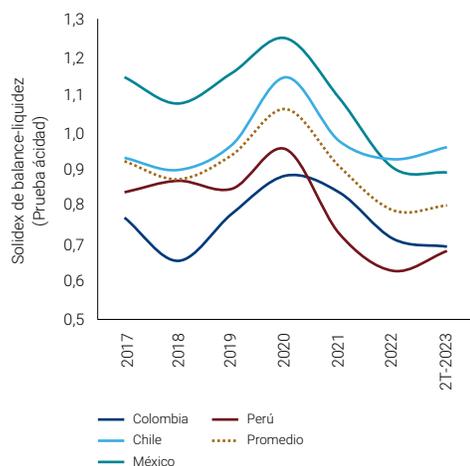
### COMPORTAMIENTO DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS MÁS IMPORTANTES DE LATINOAMERICA

En un análisis llevado a cabo con una muestra de 132 empresas latinoamericanas que poseen algún producto financiero en sus respectivas bolsas de valores y excluyendo aquellas del sector financiero de Colombia, Chile, México y Perú. Al evaluar la gestión de la estructura de capital, la capacidad de pago y los niveles de liquidez de las principales empresas del sector real, hemos encontrado que, en los últimos años, estas empresas han aumentado su nivel de endeudamiento de manera similar. Esto se ha dado en un contexto donde la capacidad de pago apenas ha experimentado cambios significativos, mientras que los niveles de liquidez han experimentado una disminución.

Los Gráficos 17, 18 y 19, ilustran la evolución del apalancamiento, la capacidad de pago y los niveles de liquidez en cada uno de los países del análisis durante los últimos años.

Aunque cada país presenta un número distinto de emisores, diferentes participaciones de cada sector en sus respectivas bolsas de valores, múltiples expectativas económicas, tasas de inflación y políticas monetarias, los resultados de nuestro estudio nos permiten afirmar que existen resultados de indicadores similares entre las empresas de los países analizados. Se observa que tanto los niveles de liquidez como la estructura de capital se comportan de manera similar a pesar de los diferenciales entre países.

**Gráfico 19**  
EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ  
(Prueba ácida)



Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Se tomaron 132 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La prueba ácida, corresponde a  $(\text{activos corrientes} - \text{inventario}) / \text{pasivo corriente}$ .

Fuente: Capital IQ.

Cálculos Corfi colombiana.

A manera de conclusión al evaluar las empresas del sector real de Colombia, Chile, México y Perú, se puede afirmar que las empresas en general registran menores niveles de liquidez en relación con el año 2020, un indicador Deuda Neta/EBITDA que viene en aumento desde 2021 y una estructura de capital que se encuentra relativamente estable desde 2020 y el cual venía en ascenso desde 2017.

### Alcanzando la recta final: la etapa más difícil pero la más estratégica

Al observar en retrospectiva los años 2022 y 2023, tanto en Colombia como en todo el mundo es innegable afirmar que estos años han sido sumamente desafiantes en términos económicos, marcados por la gran incertidumbre. Después de dos años particularmente retadores surge una pregunta inevitable: ¿cuánto falta para ver la calma?

Parece ser que nos encontramos en el tramo final de un camino que ha sido difícil para todos, no solo para Colombia, sino también para sus pares de la región.

Un período caracterizado por una serie de eventos que han creado un panorama complejo. Desde altas tasas de interés, que encarecen el financiamiento comercial, hasta presiones inflacionarias y diferencias entre las tasas de interés de los bonos soberanos locales y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, favoreciendo así el *carry trade*. Además, hemos observado una disminución en la aversión al riesgo, una economía estadounidense que, a pesar de las altas tasas de interés, sigue estando robusta, indicando que el tan ansiado *soft landing* que las autoridades monetarias buscaban finalmente está teniendo lugar. También hemos sido testigos de la apreciación de las monedas latinoamericanas frente al dólar, y cambios recientes en las políticas monetarias en países como Chile y Perú, donde se han adoptado enfoques más flexibles.

Este complejo panorama sugiere que el último tramo podría ser más extenso de lo que inicialmente pensamos. Los últimos tramos suelen presentar desafíos especiales, y este caso no es la excepción. Esta fase final puede resultar desafiante, especialmente para el sector empresarial colombiano, por lo que es imperativo reflexionar sobre el

futuro y prepararse para alcanzar la meta superando los obstáculos que aún podrían surgir en el camino.

Rendirse a escasos metros del objetivo sería profundamente desalentador, sobre todo cuando se podría estar a punto de alcanzarlo. Mantener la perseverancia y la determinación en este último trayecto nos permitirá superar cualquier dificultad que se interponga en el camino.

Es de vital importancia que además de mantener el funcionamiento del negocio que dirigen, los directores financieros no descuiden la liquidez ni las fuentes de generación de valor en la empresa (inversiones en capital de trabajo y CapEx), y al mismo tiempo velen por minimizar los costos ponderados de financiamiento, incluso si esto implica enfrentar diversos desafíos en el corto plazo, como los actuales.

La flexibilidad y adaptabilidad en las decisiones financieras según el contexto macroeconómico son cualidades fundamentales que debe poseer todo director financiero para estar preparado ante cualquier coyuntura, sin descuidar las perspectivas de largo plazo en la generación de valor. Estas habilidades ayudarán a las empresas a superar los altibajos financieros que puedan surgir en el camino día a día hacia el éxito empresarial.

### Estructura de capital y solidez financiera de las empresas colombianas

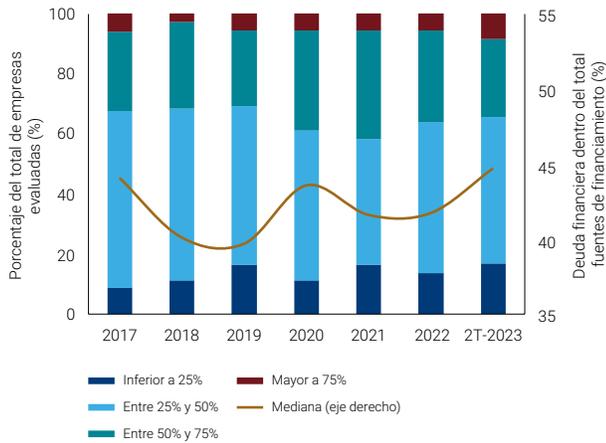
Como se observa en el Gráfico 20A, la mediana de la deuda financiera como parte del total de fuentes de financiamiento se ha incrementado desde 2021 hasta el segundo trimestre de 2023, ubicándose alrededor del 44%, en una muestra compuesta por 36 empresas evaluadas. La mayoría de las empresas consideradas en el análisis desde 2018 han mantenido una sólida posición financiera, evidenciada por su capacidad para cumplir con sus obligaciones financieras (Gráfico 20B), con un indicador Deuda Neta/EBITDA menor en el segundo trimestre de 2023.

No obstante, al analizar los niveles de liquidez a través de la prueba ácida (Gráfico 20C), la liquidez aumentó desde 2018 hasta 2022, al pasar de 0,65x a 0,88x, para luego caer a segundo trimestre de 2023 y ubicarse en 0,69x.

## COLOMBIA

**Gráfico 20A**

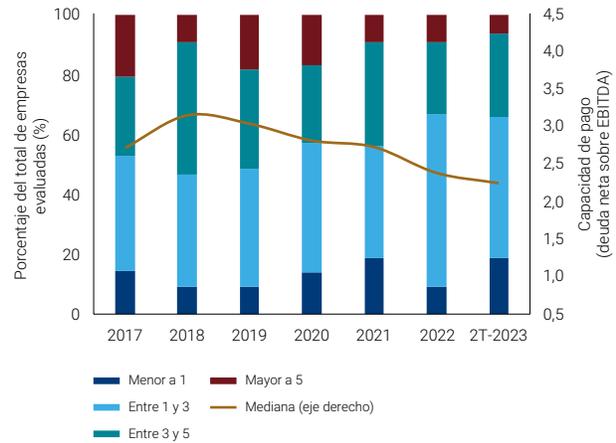
DEUDA FINANCIERA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN (Colombia)



Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 20B**

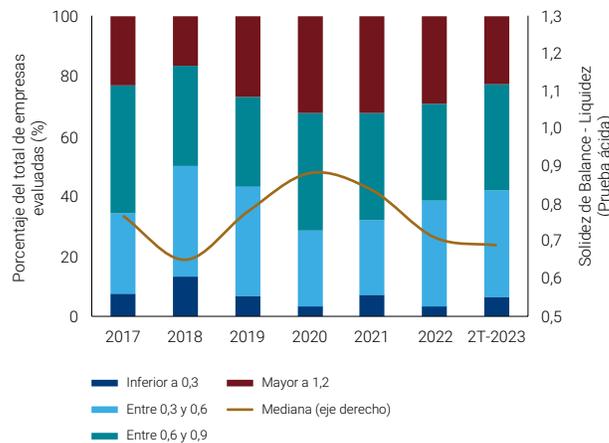
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (Deuda neta/EBITDA) (Colombia)



Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 20C**

DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA LIQUIDEZ MEDIDA POR MEDIO DE LA PRUEBA ÁCIDA (Colombia)



Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La prueba ácida, corresponde a (activos corrientes -inventario)/pasivo corriente. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

## Estructura de capital y solidez financiera de las empresas chilenas

La mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para una muestra de 30 empresas chilenas, se ha incrementado desde 2017 hasta alcanzar su punto más alto en 2022 y 2023 (Gráfico 21A). Al analizar la capacidad de pago de las empresas, en general se evidencia un deterioro en el indicador Deuda Neta/EBITDA desde 2021 ubicándose en niveles por encima de 2019 como se puede apreciar en el Gráfico 21B.

Por otra parte, el nivel de liquidez de las empresas analizadas en su mayoría (Gráfico 21C) aumentó desde 2017 hasta 2020, al pasar de 0,93x a 1,14x, para luego caer en el segundo trimestre de 2023 y ubicarse en 0,96x.

## Estructura de capital y solidez financiera de las empresas mexicanas

En cuanto a las empresas mexicanas, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación para una muestra de 36 empresas evaluadas evidenció una disminución desde 2022 hasta el segundo trimestre de 2023. Por otra parte, la capacidad de pago de las empresas evaluadas en el segundo trimestre de 2023 muestra un deterioro al ubicar el indicador deuda neta sobre EBITDA en 1,76x (Gráfico 22B).

La liquidez de las empresas analizadas en su mayoría (Gráfico 22C) aumentó desde 2017 hasta 2020, al pasar de 1,15x a 1,25x, para luego caer en el segundo trimestre de 2023 y ubicarse en 0,89x, niveles por debajo de los observados en 2017.

## Estructura de capital y solidez financiera de las empresas peruanas

Por último, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para una muestra de 30 empresas evaluadas, presenta incrementos desde 2017 hasta 2021. En 2022, el financiamiento a través de deuda financiera disminuyó a niveles cercanos del

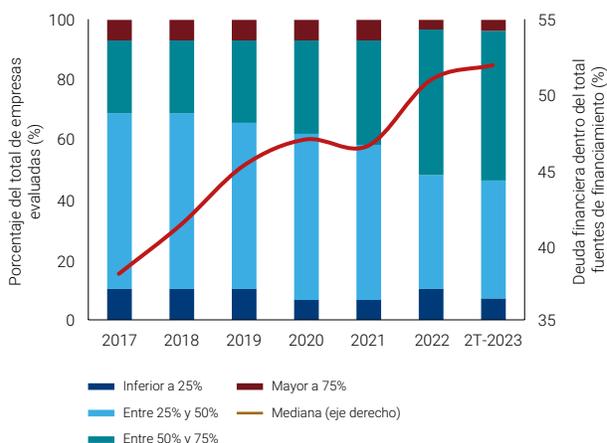
39% para luego ubicarse a corte segundo trimestre de 2023 en los niveles observados en 2021. Por el lado de la capacidad de pago, en general las empresas desde 2020 hasta junio de 2023 han evidenciado una mejoría.

La liquidez de las empresas analizadas en su mayoría aumentó desde 2017 hasta 2020, para luego caer en el segundo trimestre de 2023 y ubicarse en 0,68x.

## CHILE

**Gráfico 21A**

DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN (Chile)



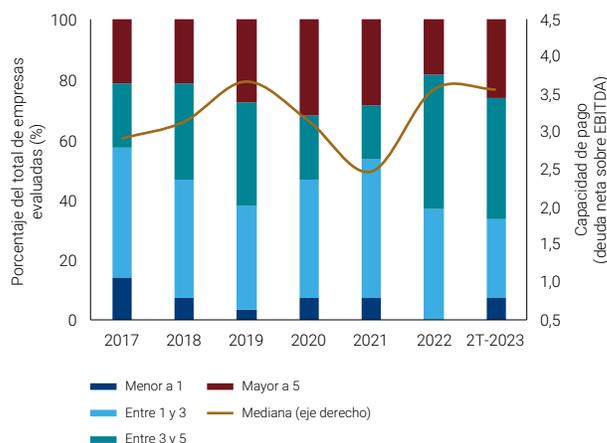
Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales.

Fuente: Capital IQ.

Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 21B**

DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (Deuda neta/EBITDA) (Chile)



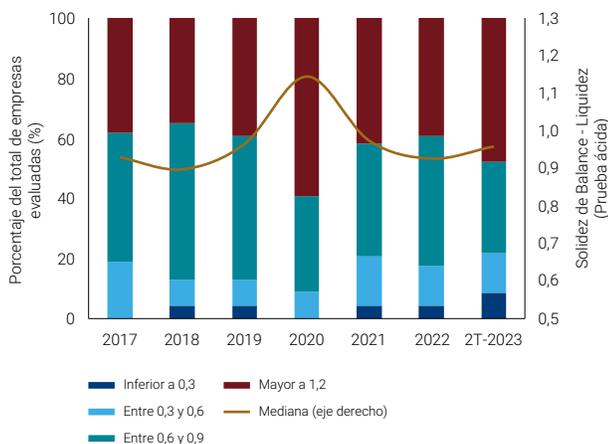
Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Fuente: Capital IQ.

Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 21C**

DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA LIQUIDEZ MEDIDA POR MEDIO DE LA PRUEBA ÁCIDA (Chile)



Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La prueba ácida, corresponde a (activos corrientes - inventario)/pasivo corriente.

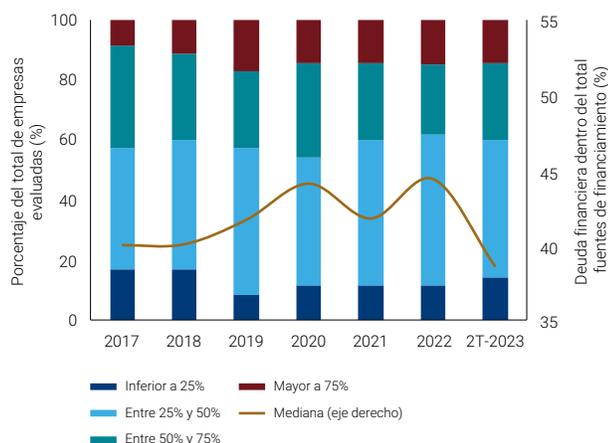
Fuente: Capital IQ.

Cálculos Corficolombiana.

## MÉXICO

**Gráfico 22A**

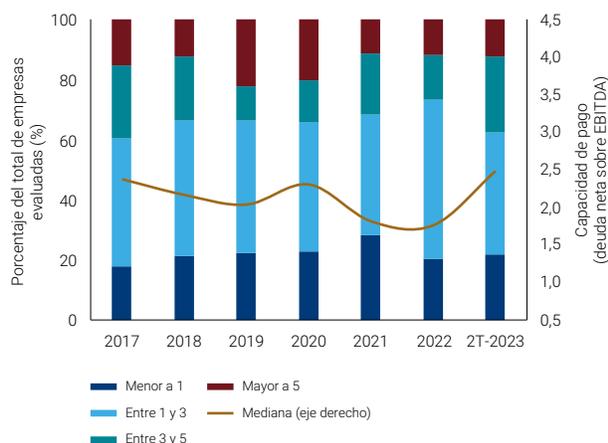
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN (México)



Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 22B**

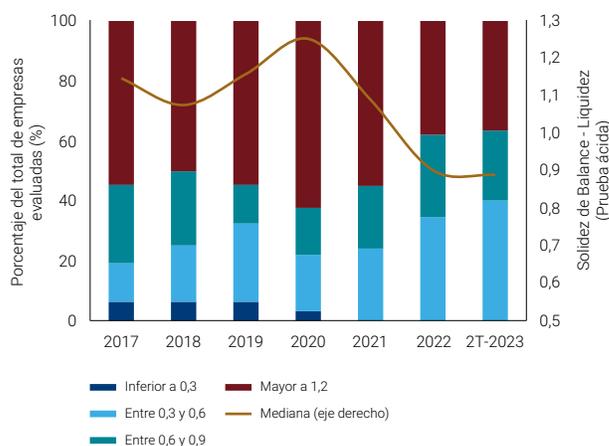
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (Deuda neta/EBITDA) (México)



Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 22C**

DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA LIQUIDEZ MEDIDA POR MEDIO DE LA PRUEBA ÁCIDA (México)

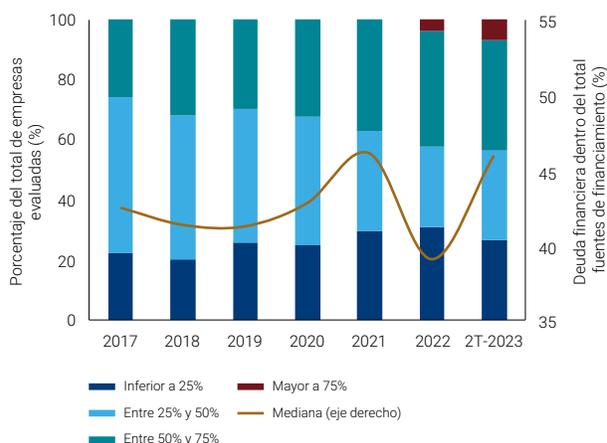


Se tomaron 36 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La prueba ácida, corresponde a (activos corrientes -inventario)/pasivo corriente. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

PERÚ

**Gráfico 23A**

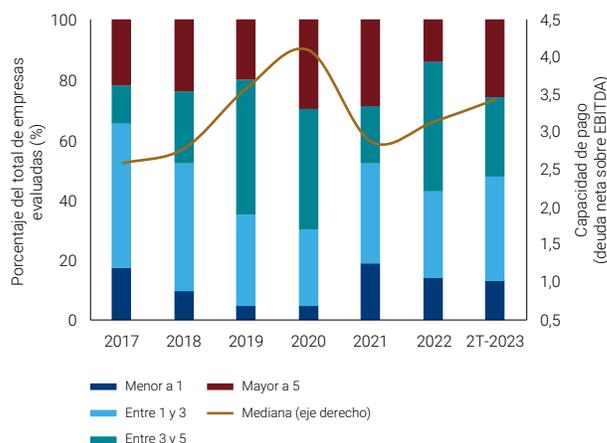
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN (Perú)



Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 23B**

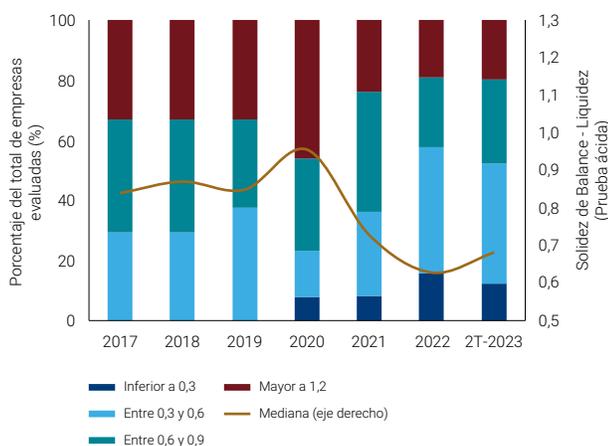
DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (Deuda neta/EBITDA) (Perú)



Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 23C**

DISTRIBUCIÓN HISTÓRICA DE LA LIQUIDEZ MEDIDA POR MEDIO DE LA PRUEBA ÁCIDA (Perú)



Se tomaron 30 empresas de diferentes sectores excluyendo sector financiero que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. La prueba ácida, corresponde a (activos corrientes -inventario)/pasivo corriente. Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.



# GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO DE CORTO PLAZO

Autores | Jaime Andrés Cárdenas

- ▶ LA IMPORTANCIA DE OPERACIONES DE COBERTURA Y EL ANALISIS DE LOS CONTRATOS *FORWARD*
- ▶ PERFIL DE RIESGO: EJE FUNDAMENTAL DE CUALQUIER POLITICA DE RIESGO CAMBIARIO

## GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO DE CORTO PLAZO

*Jaime Andrés Cárdenas*

En el pasado Informe Anual de Finanzas Corporativas publicado a finales de 2022, bajo un ambiente de tasas de interés al alza, presiones inflacionarias, reducción de la liquidez en los mercados globales, y una economía con un fuerte crecimiento económico. En él expusimos que, ante la imposibilidad de anticipar la duración de una política monetaria restrictiva y un ciclo de desaceleración que recién empezaba, era necesario que las empresas aumentaran y preservaran la estabilidad del capital de trabajo mediante el uso de diferentes productos financieros disponibles. Actualmente, ante un ciclo de desaceleración económica, una inflación que continua alta frente a su rango meta y unas tasas de interés no vistas en el pasado reciente, es importante recordar cuales son los instrumentos y estrategias que le permitirán a las empresas ser sostenibles y aportar al crecimiento del país.

Este año, el lector notará que tanto los capítulos de Decisiones de inversión y rentabilidad como el de Decisiones de financiamiento se enfocan de forma indirecta en la gestión de la liquidez. Estos capítulos enfatiza en la necesidad de asegurar la liquidez para el capital de trabajo de los próximos años preferiblemente mediante el financiamiento de mediano o largo plazo, buscando el aprovechamiento de la prima por plazo de los créditos bancarios (diferencia entre tasas de largo plazo y las de corto plazo), los recursos que ofrece la emisión de bonos a tasa fija o tasa variable, según su plazo, así como el financiamiento con entidades multilaterales y emisión de deuda denominada en dólares, la deducción de impuestos que otorga la deuda dado el gasto de intereses, y la optimización de la estructura de capital al reducir el costo promedio de capital (WACC).

Así, de cara a este capítulo nos enfocaremos en el riesgo cambiario de corto plazo. En particular de cara a la administración del capital de trabajo derivado de las operaciones en moneda extranjera, en un ambiente de altas tasas de interés, restricciones de liquidez a

### ► La tasa de cambio

pone en riesgo el capital de trabajo de empresas de comercio exterior cuando la volatilidad aumenta más de lo normal

---

nivel mundial, una economía americana robusta, menores niveles de aversión al riesgo y la incertidumbre de cuánto durará el ciclo de desaceleración económica.

Creemos que los riesgos financieros relacionados con escenarios cambiantes como el que se vive actualmente afectan el comportamiento del tipo de cambio se deben gestionar bajo un esquema de gestión del riesgo y la definición de una política de coberturas cambiarias.

### Bipolaridad del mercado: debilidad versus fortaleza de cara a 2024

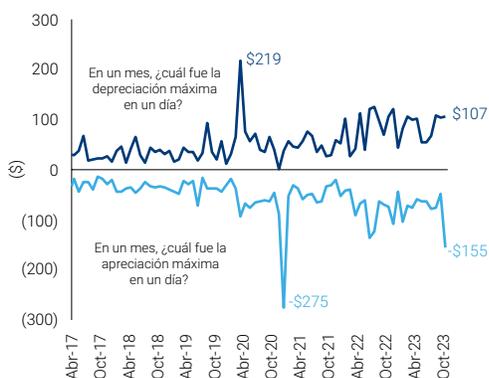
El año 2023 ha sido un período de gran volatilidad que recuerda los movimientos de una montaña rusa. Por ejemplo, para principios de año en EE. UU. ya existía una incertidumbre significativa sobre si el aumento de la inflación observada en 2022 persistiría, así como sobre si la economía se encaminaba directo hacia una recesión. En la primera mitad del año, tuvimos sorpresas positivas en diferentes frentes para la economía americana, por un lado, la inflación cayó más rápido de lo esperado y, por otro lado, la economía se mantuvo resistente. A pesar de esa recuperación, la incertidumbre sobre la inflación y la economía seguían sin resolverse. No obstante, esa incertidumbre se convirtió en parte de la historia del mercado para el segundo semestre de 2023 dados los consensos del mercado sobre un *soft landing*, sin recesión y con una inflación bajo control.

Por otra parte, en este mismo año, otros países sufrieron de alguna manera los efectos de la inflación y Colombia no fue la excepción. Después de reportar una de las inflaciones más bajas para un periodo de 12 meses (1,49% noviembre de 2020), en marzo de 2023 la inflación llegó a ubicarse en 13,34%. En efecto esto ocasionó que el Banco de la República respondiera aumentando la tasa de intervención a 13,25% desde 1,75% en septiembre de 2021.

Después de un año caracterizado por diferentes eventos locales e internacionales, el tipo de cambio USD/COP ha presentado una notable variación, evidenciando una apreciación del peso colombiano (Gráfico 24). En el periodo comprendido entre enero y octubre de 2023, el tipo de cambio USD/COP ha mostrado una apreciación de

#### Gráfico 24

DURANTE UN MES, ¿CUÁL FUE LA APRECIACIÓN/DEPRECIACIÓN MÁXIMA EN UN DÍA?

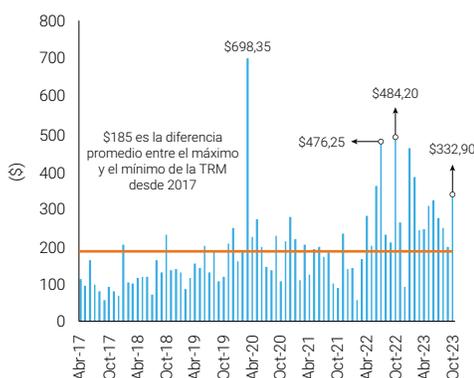


Cálculos Corfi Colombiana.

Fuente: Banco de la República.

### Gráfico 25

EN 2023, LA TRM PRESENTA VARIACIONES DIARIAS DE MAGNITUDES MENORES A LAS OBSERVADAS EN 2022



Cálculos Corficolombiana.  
Fuente: Banco de la República.

alrededor del 18,4% E.A. La TRM ha caído desde su máximo histórico registrado a principios de noviembre de 2022 (\$5.061,21) hasta \$4.060,83 a finales de octubre de 2023 (Gráfico 25), como resultado de una menor aversión al riesgo, una menor prima de riesgo país y la búsqueda de mayores rendimientos por parte de inversionistas a través de estrategias como el *carry trade*, el peso colombiano ha logrado recuperar valor perdido en años anteriores, al disminuir la brecha del USD/COP frente a sus pares regionales.

Para 2024, se vislumbra un panorama desafiante en el tipo de cambio USD/COP, ya que a mediano plazo persisten factores de riesgo que mantendrán elevada su volatilidad. Tanto factores externos, como la percepción de una posible recesión significativa en Estados Unidos, la pérdida del atractivo en economías emergentes del *carry trade* en la medida que se empiece a recortar tasas de interés antes que la Reserva Federal lo haga, y la persistencia de precios elevados en los *commodities*; como factores internos, que incluyen la disminución de la inflación en Colombia y la corrección del déficit en cuenta corriente, serán determinantes en el comportamiento de la TRM para los próximos meses.

### Coberturas cambiarias para estabilizar las obligaciones de corto plazo

Las áreas de investigaciones económicas de las entidades financieras suelen recibir con frecuencia solicitudes de proyecciones de la tasa de cambio para diversos periodos. Esta solicitud no carece de fundamento, pues una variación abrupta en la tasa de cambio podría resultar perjudicial para aquellas empresas que tienen cuentas por pagar u otros pasivos corrientes vinculados a monedas extranjeras, llegando incluso a enfrentar problemas de iliquidez.

Debido a que las variaciones en las tasas de cambio pueden impactar a las compañías de diferentes formas, es necesario identificar la mejor manera de protegerlas. En algunos casos, productos como los derivados financieros permiten mitigar estos riesgos, sin embargo, cabe mencionar que no aplica en todos los casos. Por eso es importante recordar que los 3 tipos de riesgo cambiario a los que se pueden exponer las empresas son: 1) riesgo de conversión o conta-

ble, 2) riesgo económico y 3) riesgo transaccional. Este último es el que más afecta el capital de trabajo de las empresas exportadoras e importadoras además de aquellas compañías que tienen deuda financiera denominada en moneda extranjera.

A continuación, se explica de manera general algunos de los derivados financieros que tienen a su disposición las empresas para gestionar el riesgo cambiario transaccional.

- ▶ **Forward de divisas:** un *forward* de divisas es un contrato que se negocia de forma bilateral entre dos contrapartes, por ejemplo, una entidad financiera y una empresa. Bajo este tipo de contratos, las dos partes involucradas llegan a un acuerdo de compra o venta de dólares a una tasa de cambio pactada con anterioridad.
- ▶ **Futuro de divisas:** son muy similares a los forwards, con la diferencia de que son contratos estandarizados que se negocian en mercados secundarios (Bolsas de Valores) que proporcionan un marco regulatorio en términos de precios, liquidaciones y garantías. Generalmente es necesario que al inicio del contrato se otorguen unas garantías que se deben valorar a precios de mercado todos los días.
- ▶ **Opción de divisas:** son contratos que otorgan al comprador el derecho, pero no la obligación de comprar o vender una determinada divisa a un tipo de cambio específico en una fecha determinada o antes. Por este derecho, se paga una prima al vendedor al inicio del contrato. La gran diferencia entre las opciones, los forwards y futuros, es que con los primeros el comprador o vendedor tiene la opción, más no la obligación de ejercer el contrato mientras que con las otras dos herramientas de cobertura es obligatorio cumplir el acuerdo.

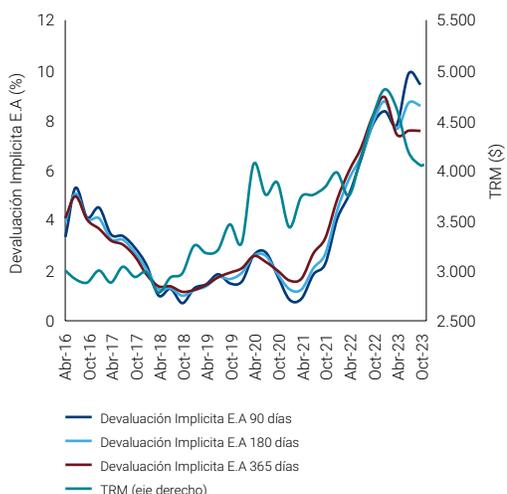
Por medio de una combinación de opciones se puede realizar operaciones de cobertura como los llamados *Risk Reversal* o *Collar*<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Esta estrategia protege contra movimientos de precios desfavorables en el tipo de cambio USDCOP, al limitar el movimiento del tipo de cambio tanto a la baja como al alza y se compone de opciones put y opciones call.

### Gráfico 26

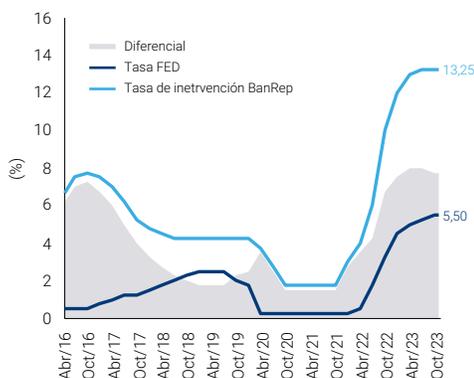
COSTO DE HACER UNA COBERTURA CAMBIARIA SEGÚN SU PLAZO



Cálculos Corficolombiana.  
Fuente: Precia. Proveedor de precios de valoración. Banco de la República.

### Gráfico 27

DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS (Colombia - EE.UU.)



Cálculos Corficolombiana.  
Fuente: Banco de la República.

La variedad de productos financieros y de estrategias utilizados de cara a una gestión de riesgo cambiario es amplio. Los tres productos listados aquí son los más utilizados por las empresas en Colombia, permitiendo reducir y mitigar el riesgo transaccional de forma importante.

### LA IMPORTANCIA DE OPERACIONES DE COBERTURA Y EL ANALISIS DE LOS CONTRATOS FORWARD

En el ámbito del comercio internacional, numerosas empresas se ven obligadas a llevar a cabo transacciones en moneda extranjera, lo que las expone a la volatilidad en los tipos de cambio. Lamentablemente, prever la dirección de estos cambios resulta sumamente complejo. Ante la incertidumbre, a los empresarios colombianos les conviene realizar operaciones de cobertura que les ayuden a mitigar los riesgos cambiarios asociados a sus transacciones internacionales para no afectar sus flujos de caja y mejorar su posición financiera en el largo plazo.

Productos financieros como los *forwards* y los puntos derivados de ellos<sup>2</sup>, permiten estimar de forma implícita el valor al que se realizará la compra y venta de dólares en el futuro y las expectativas del mercado frente al tipo de cambio.

Al analizar el costo de implementar una cobertura cambiaria en el país, por medio de los contratos *forward*, se observa que proteger el flujo de caja frente a las variaciones de tasa de cambio<sup>3</sup> en los últimos años ha incrementado (Gráfico 26), para diferentes plazos de vencimientos. Este aumento es atribuible principalmente al diferencial de tasas de interés entre Colombia y EE. UU., determinante primordial de dicha cobertura (Gráfico 27).

<sup>2</sup> Los puntos forward son los puntos básicos que se deducen o se añaden al tipo de cambio actual (*spot*) para determinar el tipo de cambio exacto en que se liquidará el contrato.

<sup>3</sup> Los costos de realizar un forward se obtienen de la devaluación implícita correspondiente a la variación porcentual en términos efectivos anual entre el precio de hoy y el precio futuro del tipo de cambio USDCOP en un determinado plazo.

Mediante el uso de contratos *forward*, no solo es posible calcular los costos asociados con la adquisición y venta de dólares en el futuro, así como las expectativas relacionadas con el tipo de cambio. También estos proporcionan la capacidad de identificar los plazos de vencimiento más empleados por empresas del sector real, así como los meses en los que suelen llevar a cabo más transacciones netas de compras o ventas<sup>4</sup>.

Al examinar el volumen de operaciones *forward* a través de las compras netas realizadas por el sector real a lo largo de varios años, se puede afirmar que los primeros tres meses y el último mes del año destacan como los meses en los cuales, en promedio, el sector real efectúa las mayores compras netas en el mercado *forward* (Tabla 8), y los meses de agosto y octubre como los meses de mayores ventas netas en promedio.

En cuanto a los plazos de vencimientos preferidos para los contratos *forward* realizados en lo que va del año 2023 (Gráfico 28), se observa que, en todos los meses, la mayoría de las compras netas se concentran en plazos de 3 a 14 días y especialmente en el mes de abril, se destacan los plazos de 91 a 180 días y de más de 180 días.

Aunque, los contratos *forward* incorporan las expectativas del mercado, es importante destacar que estos no pueden ser la única base para la proyección del tipo de cambio. La volatilidad y otros factores macroeconómicos pueden afectar el valor del tipo de cambio.

**Tabla 8**  
COMPRAS NETAS MERCADO FORWARD  
(Sector real)

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Promedio Total 2003-2023	430	344	494	243	34	-4	-25	-134	52	-56	-51	387
Promedio 2010-2014	482	379	423	253	-317	69	126	-484	-161	-55	-314	306
Promedio 2014-2018	407	427	1158	584	146	84	269	271	142	-298	137	451
Promedio 2019-2023	882	557	783	239	580	558	103	-34	383	458	338	1126

Montos en millones de dólares.

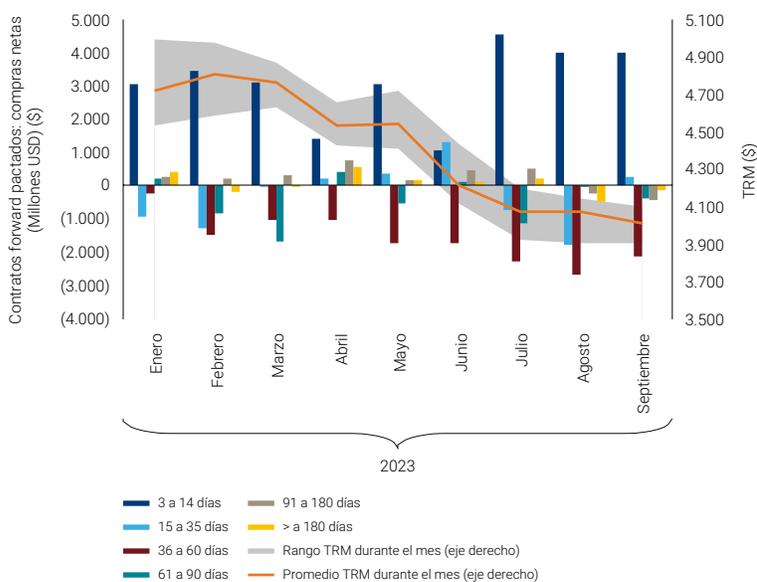
Valores positivos correspondientes a compras netas y valores negativos a ventas netas de forward sector real.

Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Banco de la República.

<sup>4</sup> Compras netas corresponden a la diferencia entre compras y ventas de operaciones en el mercado forward.

**Gráfico 28**  
CONTRATOS FORWARD PACTADOS  
(Compras netas por rango de días)



Montos en millones de dólares. Operaciones forward correspondientes a Otros agentes.  
Cálculos Corfi Colombiana.  
Fuente: Banco de la República.

Por lo que establecer una política de riesgo cambiario es lo primero que se debe hacer para administrar la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio.

## PERFIL DE RIESGO: EJE FUNDAMENTAL DE CUALQUIER POLÍTICA DE RIESGO CAMBIARIO

### ¿Qué debe tener una Política de Riesgo Cambiario?

Antes de realizar cualquier operación de cobertura y delinear un plan para saber cuál cobertura es la correcta para una empresa, se debe realizar un proceso de gestión del riesgo (Gráfico 29) para establecer una política formal y auditable que establezca un marco para la gestión a exposiciones internacionales, de acuerdo con el nivel de tolerancia al riesgo que posean los accionistas.

A este proceso se le conoce como *Política de Riesgo Cambiario*, la cual ayuda tanto a los directores financieros como a las áreas financieras

a formalizar sus metas corporativas, determinar las mediciones de desempeño, identificar la tolerancia al riesgo -como eje fundamental- y proporcionar una base aprobada por la Junta Directiva para examinar las implicaciones de las coberturas cambiarias en la protección de variables como el flujo de efectivo, las utilidades, el presupuesto o los ingresos de la firma.

La mayoría de las Políticas de Riesgo Cambiario incluyen cinco componentes comunes que son los siguientes:

- ▶ **Objetivos:** en este componente se exponen los objetivos, los cuales deben ser claros, concisos y pertinentes. Estos deben incluir todo lo relacionado con los objetivos financieros, definición de la principal variable a cubrir (**flujo de efectivo, presupuesto, ingresos o utilidades**), nivel de tolerancia al riesgo de la Junta Directiva y la principal exposición cambiaria que se necesita cubrir.
- ▶ **Definiciones:** en este componente se especifican los términos y conceptos claves para garantizar un enfoque coherente de la Política de Riesgo Cambiario.
- ▶ **Estrategias:** en esta sección se incluye generalmente las diferentes fuentes de exposición cambiaria y los productos que se pueden utilizar para mitigarlos. En este componente se especifica qué clase de derivados se pueden utilizar (*forwards*, opciones o alguna combinación de opciones utilizadas para reducir costos

### Gráfico 29

#### PROCESO DE GESTIÓN DEL RIESGO



Elaboración Corficolombiana.

Fuente: Proceso de Gestión del Riesgo ISO 31000.

de primas como es el caso del Collar), especificación de los indicadores de eficiencia de la cobertura, cumplimiento de objetivos dada la reducción del riesgo cambiario, montos de las coberturas a realizar (si son constantes o si son a discreción dentro de un rango) y bajo qué criterios o análisis se necesitan para tomar la decisión de realizar una cobertura. Todos estos parámetros deben ser definidos y aprobados explícitamente por la Junta Directiva.

- ▶ **Responsabilidades:** en esta sección se debe especificar que individuos de la organización son los encargados de realizar las operaciones de cobertura en nombre de la empresa. Adicionalmente a esto se debe identificar: 1) la creación de un comité que regule las operaciones realizadas. 2) quiénes son los miembros de este comité. 3) con qué frecuencia se reunirá el comité. 4) quién revisa y hace control de las operaciones de derivados y con qué periodicidad son revisados y 5) qué niveles de aprobación de la Junta Directiva son necesarios para la realización de coberturas de varias exposiciones (riesgos de corto plazo versus riesgos de largo plazo).
  
- ▶ **Control y monitoreo:** en este componente se definen los aspectos clave del programa de coberturas cambiarias, entre los que se encuentran las responsabilidades de la divulgación de información, qué información se va a divulgar y cada cuanto se va a realizar, valoraciones financieras, cuándo y quién debe informar a la Junta Directiva de la gestión de la actividad del tipo de cambio, cómo se confirman las operaciones y por quién, cómo se realizará el monitoreo de la efectividad de las coberturas y el cumplimiento de los límites de operación. Adicionalmente, en esta sección se puede documentar la contabilidad correspondiente a la contabilidad de coberturas expuesta en la NIIF 9.

Toda empresa que realice transacciones en moneda extranjera siempre debe enfrentar decisiones bajo riesgo e incertidumbre con la información que dispone. Dado que los resultados dependen tanto de elecciones individuales como de procesos aleatorios, tomar decisiones óptimas y eficientes en relación con el nivel del dólar más conveniente para una empresa resulta difícil de lograr.

Por esta razón, una *Política de Riesgo Cambiario* está destinada a proporcionar una gestión de riesgos que se acomode y se personalice de acuerdo con las necesidades de la empresa. Las Políticas de Riesgo Cambiario pueden variar sustancialmente entre compañías en función de la naturaleza del riesgo según el modelo de negocio, el grado de flexibilidad para cumplir los objetivos de la gestión de riesgos, el nivel deseado de detalle en las responsabilidades del comité y sus miembros, y las estrategias a utilizar por la organización.



# INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y COSTO DE CAPITAL PROPIO POR SECTOR

*Autores* | *Jaime Andrés Cárdenas*

- ▶ TABLAS SECTORIALES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL POR PAÍS
- ▶ TABLAS DE RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO POR PAÍS

## TABLAS SECTORIALES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL POR PAÍS

**Tabla 9**  
 ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN COLOMBIA

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2022 (%)	2T-2023 (%)	2022	2T-2023	2022	2T-2023
<b>Energía</b>	Petróleo y gas integrados	Ecopetrol S.A.	50,27	51,57	1,3x	1,4x	1,1x	1,0x
	Almacenamiento y transporte de petróleo y gas	Promioriente SA ESP	41,64	32,51	0,6x	0,3x	1,4x	1,5x
<b>Materiales</b>	Acero	Acerías Paz del Río S. A.	20,22	20,98	1,1x	1,3x	0,6x	0,5x
	Materiales de construcción	Grupo Argos S.A.	32,03	33,28	2,5x	2,2x	0,5x	0,7x
		Cementos Argos S.A.	40,54	43,23	3,7x	3,0x	0,7x	0,7x
		Manufacturas de Cemento S.A.	22,70	21,15	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x
	Oro	Mineros S.A.	11,95	10,91			0,8x	0,5x
	Embalaje de papel y plástico	Carvajal Empaques S.A.	36,93	38,96	1,0x	0,9x	1,0x	0,9x
		Compañía de Empaques S.A.	30,25	25,30	1,7x	1,8x	0,9x	0,7x
Productos químicos básicos	Enka de Colombia S.A.	31,18	26,12	3,6x	3,6x	0,6x	0,8x	
<b>Servicios públicos</b>	Empresas de electricidad	CELSIA S.A. E.S.P.	41,93	44,49	2,6x	2,6x	0,4x	0,4x
		Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	53,83	53,77	3,6x	3,2x	2,5x	1,6x
		Enel Colombia S.A. E.S.P.	32,62	37,22	1,1x	0,9x	0,6x	0,5x
		TRANSELCA S.A. E.S.P.	35,10	38,36	1,4x	1,5x	1,9x	1,1x
	Servicios públicos de gas	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	49,01	48,94	6,6x	4,9x	1,2x	1,0x
		Promigas S.A. E.S.P.	62,51	61,42	4,3x	4,4x	1,4x	1,3x
		Gas Natural del Oriente S.A., ESP	47,44	47,48	1,9x	2,0x	1,3x	1,2x
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	71,54	75,59	3,5x	5,4x	1,9x	1,6x		
<b>Industrial</b>	Construcción e ingeniería	Construcciones El Condor S.A.	46,83	46,83	6,3x	6,3x	1,0x	1,0x
		Constructora Concreto S.A.	38,43	35,15	2,4x	2,3x	0,6x	0,9x
		Odinsa S.A.	26,69	24,92	8,9x		1,3x	2,3x
		Construcciones Civiles S.A.	4,69	12,82	0,0x	0,3x	1,5x	1,4x
	Empresas comerciales y distribuidores	Primax Colombia S.A.	55,88	56,88	2,6x	3,4x	0,7x	0,5x
<b>Consumo masivo</b>	Hipermercados y Super Centros	Almacenes Éxito S.A.	26,96	33,44	1,0x	2,0x	0,4x	0,4x
	Alimentos envasados y carnes	Grupo Nutresa S. A.	33,20	35,24	2,4x	2,3x	0,9x	0,7x
		Alpina Productos Alimenticios S.A.	66,52	68,50	3,0x	3,0x	0,5x	0,6x
		Colombina S.A.	77,39	81,45	3,2x	3,4x	0,4x	0,4x
		Riopaila Castilla S.A.	49,17	47,31	1,5x	1,2x	0,5x	0,5x
		Mayagüez S.A.	59,83	58,71	2,1x	2,0x	0,3x	0,3x
<b>Consumo discrecional</b>	Suministro de gasolina	Organización Terpel S.A.	60,36	62,69	3,5x	4,5x	0,7x	0,7x
	Venta al por menor de productos para el hogar	Sodimac Colombia S.A.	51,23	49,96	2,1x	2,1x	0,2x	0,3x
<b>Telecomunicaciones</b>	Servicios integrados de telecomunicaciones	Empresa Telecom. de Bogotá S.A. E.S.P.	30,40	27,67	1,1x	2,1x	0,7x	0,6x
		UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	87,86	97,44	3,0x	3,2x	0,3x	0,3x
		Colombia Telecomunicaciones S. A. E.S.P. BIC	57,80	60,71			0,5x	0,4x
	Radiodifusión	Caracol Televisión S.A.	19,44	22,63		0,5x	2,0x	1,6x
		RCN Televisión S.A.	50,53	54,05	2,7x		1,1x	0,7x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba Ácida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D + E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacíos corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacío.

Fuente: Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte 30 de junio de 2023.

**Tabla 10**  
**ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN CHILE**

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2022 (%)	2T-2023 (%)	2022	2T-2023	2022	2T-2023
<b>Energía</b>	Exploración y producción de petróleo y gas	Empresa Nacional del Petróleo	73,92	69,34	3,1x	3,2x	0,8x	0,9x
	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Empresas Copec S.A.	44,85	46,41	2,6x	4,0x	0,9x	0,9x
<b>Inmobiliario</b>	Empresas operadoras de bienes raíces	Parque Arauco S.A.	47,61	50,57	5,3x	5,5x	1,5x	1,0x
		Plaza S.A.	40,92	33,77	3,9x	4,2x	2,3x	2,4x
<b>Materiales</b>	Cobre	Corporación Nacional del Cobre de Chile	60,12	62,38	2,9x	4,4x	1,1x	1,2x
	Componentes y equipos eléctricos	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	37,66	41,09		0,2x	1,6x	1,4x
	Productos de papel	Empresas CMPC S.A.	39,18	40,27	2,6x	3,2x	1,0x	1,4x
	Acero	CAP S.A.	23,92	28,36	1,0x	2,0x	0,5x	0,4x
<b>Servicios públicos</b>	Compañías eléctricas	Empresa Eléctrica Cochrane SpA.	84,57	83,25	3,7x	3,2x	1,2x	1,3x
		Enel Américas S.A.	34,43	31,02	1,7x	1,4x	0,8x	0,6x
		Enel Chile S.A.	47,72	47,69	2,8x	3,1x	0,8x	0,8x
		Engie Energía Chile S.A.	52,15	52,48	5,5x	4,1x	0,8x	0,9x
		Transelec S.A.	64,90	62,50	4,1x	3,5x	0,8x	2,4x
	Productores independientes de energía y comerciantes de energía	AES Andes S.A.	69,01	73,49	3,6x	4,5x	1,0x	0,9x
		Colbún S.A.	42,22	40,67	1,5x	1,6x	2,9x	3,5x
	Servicios de agua	Aguas Andinas S.A.	60,94	60,12	3,8x	3,6x	1,1x	1,0x
		Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	54,10	53,42	4,0x	3,8x	1,1x	1,0x
	<b>Tecnología</b>	Consultoría informática y otros servicios	Sonda S.A.	38,25	37,46	1,7x	2,2x	1,4x
<b>Consumo masivo</b>	Alimentos, Bebidas y Tabaco	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	49,14	49,01	2,3x	2,3x	1,4x	1,6x
		Viña Concha y Toro S.A.	37,14	38,77	3,1x	4,4x	0,7x	0,6x
		Embotelladora Andina S.A.	56,37	56,40	1,7x	2,0x	0,8x	0,7x
	Comercio minorista de alimentos	SMU S.A.	56,94	56,01	4,4x	5,0x	0,3x	0,2x
		Cencosud S.A.	54,95	56,21	3,4x	4,0x	0,3x	0,3x
<b>Consumo discrecional</b>	Distribución y comercio minorista de consumo discrecional	Falabella S.A.	50,99	46,81	5,6x	5,6x	1,8x	2,3x
		Ripley Corp S.A.	68,49	69,69	52,6x		0,7x	0,7x
<b>Telecomunicaciones</b>	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica Chile S.A.	8,19	10,76		0,3x	0,9x	1,0x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	64,55	64,18	4,2x	5,3x	0,9x	0,7x
		Telefonía Móviles Chile S.A.	51,34	53,24	3,6x	6,4x	0,7x	0,5x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba Ácida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D + E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacíos corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.

Deuda Neta/EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacío.

Fuente: Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte 30 de junio de 2023.

**Tabla 11**  
ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN MÉXICO

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2022 (%)	2T-2023 (%)	2022	2T-2023	2022	2T-2023
<b>Inmobiliario</b>	Empresas operadoras de bienes raíces	Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	36,24	29,50	5,5x	3,2x	2,6x	0,9x
<b>Materiales</b>	Materiales de construcción	CEMEX, S.A.B. de C.V.	44,72	38,08	3,5x	2,7x	0,4x	0,5x
		GCC, S.A.B. de C.V.	26,67	24,77			3,3x	3,8x
	Metales preciosos y minerales	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	36,39	37,38	1,5x	2,3x	1,5x	1,3x
	Metales y minería diversificados	Grupo México, S.A.B. de C.V.	30,56	30,37	0,4x	0,4x	4,5x	5,0x
		Minera México, S.A. de C.V.		49,38		1,8x	0,4x	0,4x
	Productos químicos básicos	Orbia Advance Corporation, S.A.B. de C.V.	59,93	62,98	2,2x	2,8x	1,1x	0,9x
	ALPEK, S.A.B. de C.V.	45,00	43,08	1,3x	2,8x	0,7x	0,7x	
<b>Tecnología</b>	Servicios e infraestructuras de Internet	SixSigma Networks Mexico SA de CV		64,87		4,3x	0,8x	0,8x
<b>Industrial</b>	Autopistas y vías férreas	Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.	22,73	21,74	0,3x		2,9x	4,6x
		Red de Carreteras de Occidente, S.A.P.I. de C.V.	87,60	90,54	3,6x	3,4x	1,9x	1,6x
	Conglomerados industriales	Alfa S.A.B. de C.V.	66,37	68,42	2,3x	3,7x	0,6x	0,6x
	Servicios aeroportuarios	Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	63,47	64,65	1,4x	1,1x	2,2x	1,1x
		Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	23,70	19,90	0,1x		2,9x	2,4x
		Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	55,20	60,23	1,1x	1,1x	0,9x	1,2x
	Aerolíneas	Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	92,70	96,28	19,8x	10,6x	0,7x	0,6x
<b>Telecomunicaciones</b>	Servicios integrados telecomunicaciones	Axtel, S.A.B. de C.V.	80,67	77,15	4,0x	3,8x	0,9x	0,7x
	Serv. de telecomunicaciones inalámbricas	América Móvil, S.A.B. de C.V.	59,56	60,06	1,8x	1,9x	0,7x	0,6x
	Cable y satélite	Megacable Holdings, S. A. B. de C. V.	29,73	36,50	1,2x	1,7x	0,6x	0,7x
		Grupo Televisa, S.A.B.	44,08	41,82	2,5x	2,6x	2,2x	1,6x
<b>Consumo masivo</b>	Alimentos, bebidas y tabaco	Becle, S.A.B. de C.V.	26,10	30,10	1,7x	2,3x	1,2x	0,9x
	Venta al por menor de mercancías de consumo básico	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	26,59	30,23	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x
		Refrescos y bebidas no alcohólicas	Arca Continental, S.A.B. de C.V.	24,58	26,59	0,5x	0,6x	1,1x
		Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	38,90	37,18	1,1x	1,1x	1,1x	0,9x
		Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	45,77	39,12	2,6x	0,9x	0,8x	1,3x
	Alimentos envasados y carnes	Gruma, S.A.B. de C.V.	57,95	54,39	2,3x	1,8x	0,9x	0,8x
		Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	47,02	54,36	2,0x	2,3x	0,5x	0,4x
		Sigma Alimentos, S. A. de C. V.	72,64	74,50	2,9x	3,1x	0,6x	0,4x
	Productos para el hogar	Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	87,21	90,89	1,6x	1,0x	1,6x	1,1x
	<b>Consumo discrecional</b>	Venta al por menor de línea amplia	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	24,65	23,47	0,7x	0,9x	1,1x
Restaurantes		Aisea, S.A.B. de C.V.	85,24	83,82	4,7x	3,9x	0,4x	0,3x
Electrodomésticos		Controladora mabe S.A. de C.V.	34,62	37,23	0,8x	1,0x	0,4x	0,5x
Repuestos y equipos para automóviles		Metalsa, S.A. DE C.V.		30,88		0,4x	1,3x	1,3x
<b>Salud</b>	Productos farmacéuticos	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	38,82	37,83	1,4x	1,4x	0,9x	1,2x
<b>Servicios públicos</b>	Compañías eléctricas	Comisión Federal de Electricidad	62,79	55,66	14,3x	7,1x	0,7x	0,7x
	Servicios públicos de gas	Infraestructura Energética Nova, S. A. P. I. de C. V.		32,99		3,2x	0,5x	0,5x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba Ácida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D + E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%). Valores vacíos corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacío.

Fuente: Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte 30 de junio de 2023.

**Tabla 12**  
**ESTRUCTURA DE CAPITAL, ENDEUDAMIENTO Y LIQUIDEZ DE COMPAÑÍAS EN PERÚ**

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2022 (%)	2T-2023 (%)	2022	2T-2023	2022	2T-2023
<b>Energía</b>	Exploración y producción de petróleo y gas Refinación y comercialización de petróleo y gas	Hunt Oil Company Of Peru L.L.C., Sucursal del Perú		83,88		1,7x	0,7x	0,7x
		Peru LNG S.R.L.		47,83			1,0x	1,0x
		Petróleos del Perú - PETROPERÚ S.A.	68,92	72,45			0,4x	0,3x
<b>Inmobiliario</b>	Actividades inmobiliarias diversificadas	Inversiones Centenario S.A.A.	32,95	32,19	4,5x	4,2x	0,4x	0,5x
<b>Materiales</b>	Materiales de construcción	Cementos Pacasmayo S.A.A.	57,20	55,80	3,1x	3,3x	0,2x	0,3x
		Unacem Corp S.A.A.	39,77	42,89	2,2x	2,7x	0,5x	0,4x
	Metales y minería diversificados	Minsur S.A.	38,41	34,66	0,9x	0,9x	0,9x	1,2x
		Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	20,67	16,72	1,1x		0,9x	0,9x
	Oro	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	18,93	18,41	3,7x	4,1x	1,3x	1,2x
	Acero	Corporacion Aceros Arequipa S.A.	52,69	50,79	3,5x	4,7x	0,5x	0,5x
		Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	18,50	32,40	0,4x	1,8x	0,4x	0,8x
	Contenedores de metal y vidrio	San Miguel Industrias PET S.A.		60,41		3,4x	0,9x	0,9x
<b>Industrial</b>	Empresas comerciales y distribuidores Construcción e ingeniería	Ferreycorp S.A.A.	47,35	41,60	2,8x	2,1x	0,6x	0,6x
		Aenza S.A.A.	56,60	57,62	18,9x	52,5x	0,8x	0,8x
<b>Salud</b>	Centros de salud	Auna S.A.A.	71,19	65,78	9,7x	5,2x	0,3x	0,8x
<b>Servicios públicos</b>	Empresas de electricidad	Enel Distribución Perú S.A.A.	37,07	37,81	1,8x	1,8x	0,4x	0,4x
		Fenix Power Perú S.A.	58,96	57,67	4,0x	5,3x	0,8x	0,7x
		Kallpa Generación S.A.		73,93		2,6x	1,4x	1,4x
		Consorcio Transmantaro S.A.	70,45	72,49	6,4x	6,2x	0,7x	0,5x
	Empresas de gas Productores independientes de energía y comerciantes de energía Electricidad renovable	Gas Natural de Lima y Callao S.A.	66,16	71,59	3,3x	3,8x	0,5x	1,1x
		Engie Energía Perú S.A.	35,24	32,13	3,0x	2,1x	1,1x	1,5x
		Enel Generación Peru S.A.A.	22,61	21,08	0,4x	0,3x	0,5x	0,6x
<b>Consumo masivo</b>	Venta al por menor de mercancías de consumo básico	InRetail Perú Corp.	66,72	65,95	4,2x	3,8x	0,4x	0,4x
	Alimentos y carnes envasados	Alicorp S.A.A.	63,04	68,73	2,6x	4,1x	0,5x	0,5x
		Casa Grande S.A.A.	26,36	27,12	1,1x	1,0x	0,8x	0,4x
<b>Telecomunicaciones</b>	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica del Perú S.A.A.	81,95	70,12	3,9x	3,8x	0,2x	0,2x

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba Ácida = Activo Corriente / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D + E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a libros), Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento ( ). Valores vacíos corresponden a datos no disponibles o a valores negativos del patrimonio.

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago. En el indicador, si el numerador o el denominador es negativo se deja vacío.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corfiocolombiana. Corte 30 de junio de 2023.



TABLAS DE RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO POR PAÍS

**Tabla 13**  
COLOMBIA: RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL MSCI COLCAP (%)

Industria	Empresa	Desviación estándar retornos semanales (Volatilidad anualizada) (%)	Beta desapalancado COP	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrimonio o relación de capital (%)	Beta		Rentabilidad del Capital Propio beta		Rango Rentabilidad del Capital Propio beta	
						Apalancado COP	Ajustado COP	Apalancado USD (%)	Ajustado USD (%)	Apalancado COP (%)	Ajustado COP (%)
<b>Energía</b>	CELSA S.A. E.S.P.	26,3	0,32	33,7	80,5	0,50	0,66	10,5	11,4	16,2 - 17,6	16,9 - 18,7
	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	25,7	0,25	15,5	95,6	0,46	0,64	10,3	11,2	16,1 - 17,3	16,8 - 18,6
	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	34,0	0,44	22,2	119,1	0,85	0,90	12,3	12,6	17,6 - 20,0	17,8 - 20,3
	Promigas S.A. E.S.P.	27,2	0,29	28,0	158,0	0,63	0,75	11,2	11,8	16,8 - 18,5	17,3 - 19,3
<b>Financiero</b>	Bancolombia S.A.	43,6	N.a	28,8	12,5 Banco	1,47	1,32	15,5	14,7	20,2 - 24,2	19,5 - 23,1
	Banco de Bogotá S.A.	32,2	N.a	12,3	10,1 Banco	0,78	0,85	11,9	12,3	17,3 - 19,5	17,6 - 20,0
	Banco Davivienda S.A.	33,6	N.a	28,3	15,3 Banco	0,90	0,93	12,6	12,7	17,9 - 20,3	18,0 - 20,6
	Bolsa de Valores de Colombia S.A.	26,5	0,27	37,4	14,3	0,30	0,53	9,5	10,7	15,4 - 16,3	16,4 - 17,8
Grupo Aval Acciones y Valores S.A.	29,0	n.a	35,3		0,79	0,86	12,0	12,3	17,4 - 19,6	17,7 - 20,0	
<b>Holdings Inversoras</b>	Corporación Financiera Colombiana S.A.	32,4	0,56	41,8	123,5	0,96	0,98	12,9	13,0	18,1 - 20,8	18,2 - 20,8
	Grupo Argos S.A.	57,2	0,51	31,9	51,0	0,69	0,80	11,5	12,0	17,0 - 18,9	17,4 - 19,6
	Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	47,0	0,78	21,9	33,1	0,98	0,98	13,0	13,0	18,2 - 20,8	18,2 - 20,9
	Grupo Bolívar S.A.	31,7	n.a	26,2		0,67	0,78	11,4	12,0	16,9 - 18,8	17,4 - 19,5
<b>Cementeras</b>	Cementos Argos S.A.	48,7	0,86	45,8	69,0	1,18	1,12	14,0	13,7	19,0 - 22,2	18,7 - 21,8
<b>Petróleo y gas</b>	Canacol Energy Ltd	28,6	0,21	71,4	228,3	0,34	0,56	9,7	10,8	15,6 - 16,6	16,5 - 18,0
	Ecopetrol S.A.	43,1	0,73	35,8	106,7	1,23	1,15	14,2	13,9	19,2 - 22,6	18,9 - 22,0
<b>Retail bebida y alimentos</b>	Grupo Nutresa S.A.	45,2	0,39	27,2	49,9	0,53	0,69	10,7	11,5	16,4 - 17,8	17,0 - 18,9
<b>Metales y minería</b>	Mineros S.A.	31,6	0,59	53,5	13,6	0,63	0,75	11,2	11,8	16,8 - 18,5	17,3 - 19,3
<b>Retail petróleo y gas</b>	Organización Terpel S.A.	23,6	0,30	36,5	158,3	0,59	0,73	11,0	11,7	16,6 - 18,3	17,2 - 19,2
<b>Telecomunicaciones</b>	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.	33,6	0,32	44,8	36,1	0,38	0,59	9,9	11,0	15,8 - 16,8	16,6 - 18,2

N.a. No aplica. Al ser los bancos un negocio desapalancado no se calcula Beta Desapalancado.  
 Para los Bancos se utiliza la Relación de Capital a corte 30 de junio de 2023. Este indicador representa el Capital Total como porcentaje de los activos ponderados por riesgo del banco.  
 Beta desapalancado = Beta apalancado / (1 + (Tasa de Impuestos) \* Deuda/Patrimonio a libros). La relación Deuda/Patrimonio corresponde al promedio de los últimos 4 trimestres, con datos de los últimos 12 meses y la tasa de efectiva de impuestos es un promedio de los últimos 8 trimestres, con datos de los últimos 12 meses.  
 El Beta apalancado corresponde a un beta mensual de 5 años. El Beta se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales, siendo necesario un mínimo de 40 variaciones de precios de cierre mensuales dentro del periodo de negociación de 5 años. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Esto se debe a que el Beta es la medida de la volatilidad en comparación con el mercado.  
 El Beta ajustado se calcula como una proporción entre el Beta desapalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).  
 Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte betas 10 de octubre de 2023. Corte información financiera 30 de junio de 2023.

**Tabla 14**  
**CHILE: RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P CLX IPSA (%)**

Industria	Empresa	Desviación estándar retornos semanales (Volatilidad anualizada) (%)	Beta desapalancado CLP	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrimonio o relación de capital (%)	Beta		Rentabilidad del Capital Propio beta		Rango Rentabilidad del Capital Propio beta	
						Apalancado CLP	Ajustado CLP	Apalancado USD (%)	Ajustado USD (%)	Apalancado CLP (%)	Ajustado CLP (%)
<b>Energía</b>	Enge Energía Chile S.A.	36,2	0,53	20,4	96,3	0,94	0,96	10,6	10,7	10,7 - 13,2	10,8 - 13,3
	Enel Américas S.A.	31,1	0,74	50,3	50,0	0,92	0,95	10,5	10,6	10,6 - 13,1	10,7 - 13,2
	Colbún S.A.	37,6	0,53	29,8	72,1	0,79	0,86	9,8	10,1	10,1 - 12,2	10,4 - 12,7
	AES Andes S.A.	33,3	0,25	35,2	228,9	0,63	0,75	9,0	9,6	9,5 - 11,2	10,0 - 12,0
	Enel Chile S.A.	38,3	0,42	31,1	118,2	0,76	0,84	9,6	10,0	10,0 - 12,0	10,3 - 12,5
<b>Financiero</b>	Banco de Chile	27,8	N.a	17,5	17,8 Banco	0,67	0,78	9,2	9,7	9,7 - 11,4	10,1 - 12,1
	Grupo Security S.A.	30,8	N.a	13,1	14,8 Banco	0,94	0,96	10,5	10,6	10,7 - 13,1	10,8 - 13,3
	Banco Itau Chile	35,6	N.a	25,4	15,7 Banco	1,29	1,19	12,3	11,8	12,0 - 15,4	11,7 - 14,8
	Banco de Crédito e Inversiones	30,2	N.a	16,6	13,4 Banco	0,89	0,92	10,3	10,5	10,5 - 12,8	10,6 - 13,1
	Banco Santander-Chile	31,2	N.a	15,9	17,5 Banco	0,93	0,95	10,5	10,6	10,7 - 13,1	10,7 - 13,3
<b>Empaques</b>	Empresas CMPC S.A.	34,9	0,35	29,1	63,0	0,51	0,67	8,4	9,2	9,0 - 10,4	9,7 - 11,4
	Empresas Copeca S.A.	33,6	0,51	21,7	80,9	0,83	0,89	10,0	10,3	10,3 - 12,5	10,5 - 12,8
<b>Retail, bebida y alimentos</b>	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	28,1	0,25	24,7	92,3	0,43	0,62	7,9	8,9	8,7 - 9,9	9,5 - 11,1
	Embotelladora andina S.A.	28,1	0,27	35,6	120,9	0,48	0,65	8,2	9,1	8,9 - 10,2	9,6 - 11,3
	Viña Concha y Toro S.A.	25,3	0,49	18,5	63,7	0,75	0,83	9,6	10,0	10,0 - 11,9	10,3 - 12,5
	SMU S.A.	32,8	0,44	0,2	131,2	1,01	1,01	10,9	10,9	11,0 - 13,6	11,0 - 13,6
	Ripley Corp S.A.	42,8	0,60	23,7	218,4	1,60	1,40	13,9	12,9	13,2 - 17,5	12,5 - 16,2
<b>Retail</b>	Falabella S.A.	38,6	0,77	24,5	99,4	1,35	1,23	12,6	12,0	12,3 - 15,8	11,8 - 15,1
	Cencosud S.A.	35,5	0,50	36,9	116,4	0,86	0,91	10,2	10,4	10,4 - 12,7	10,6 - 13,0
<b>Transporte marítimo</b>	Compañía Sud Americana de Vapores S.A.	42,4	0,83	3,0	7,9	0,90	0,93	10,3	10,5	10,5 - 12,9	10,7 - 13,1
	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	37,0	0,69	28,6	63,6	1,01	1,01	10,9	10,9	11,0 - 13,6	10,9 - 13,6
<b>Fertilizantes</b>	CAP S.A.	43,9	0,62	34,0	31,6	0,75	0,84	9,6	10,0	10,0 - 12,0	10,3 - 12,5
	Sonda S.A.	34,8	0,76	42,2	60,5	1,03	1,02	11,0	11,0	11,0 - 13,8	11,0 - 13,7
<b>Tecnología</b>	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	36,7	0,49	25,4	184,1	1,17	1,12	11,7	11,4	11,6 - 14,7	11,4 - 14,3
	Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	31,6	0,53	14,8	112,6	1,04	1,03	11,0	11,0	11,1 - 13,8	11,0 - 13,7
<b>Servicios públicos</b>	Aguas Andinas S.A.	33,2	0,49	14,7	148,3	1,11	1,07	11,4	11,2	11,3 - 14,3	11,2 - 14,0
	Plaza S.A.	40,5	0,73	15,5	63,7	1,12	1,08	11,4	11,2	11,4 - 14,3	11,2 - 14,1
<b>Inmobiliario</b>	Parque Arauco S.A.	40,7	0,65	26,2	92,8	1,10	1,06	11,3	11,2	11,3 - 14,2	11,2 - 14,0

N.a. No aplica. Al ser los bancos un negocio desapalancado no se calcula Beta Desapalancado.  
 Para los Bancos se utiliza la Relación de Capital a corte 30 de junio de 2023. Este indicador representa el Capital Total como porcentaje de los activos ponderados por riesgo del banco.  
 Beta desapalancado = Beta apalancado / (1 + (1 - Tasa de Impuestos) \* Deuda Neta / Patrimonio a libros). La relación Deuda Neta / Patrimonio corresponde al promedio de los últimos 4 trimestres, con datos de los últimos 12 meses y la tasa efectiva de impuestos es un promedio de los últimos 8 trimestres, con datos de los últimos 12 meses.  
 El Beta desapalancado corresponde a un Beta mensual de 5 años. El Beta se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales, siendo necesario un mínimo de 40 variaciones de precios de cierre mensuales dentro del periodo de negociación de 5 años. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Esto se debe a que el Beta es la medida de la volatilidad en comparación con el mercado.  
 El Beta ajustado se calcula como una proporción entre el Beta apalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).  
 Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte betas 10 de octubre de 2023. Corte información financiera 30 de junio de 2023.



**Tabla 15**  
**MÉXICO: RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P BMV IPC (%)**

Industria	Empresa	Desviación estándar retornos semanales (Volatilidad anualizada) (%)	Beta desapalancado MXN	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrimonio o relación de capital (%)	Beta		Rentabilidad del Capital Propio beta		Rango Rentabilidad del Capital Propio beta	
						Apalancado MXN	Ajustado MXN	Apalancado USD	Ajustado USD	Apalancado MXN	Ajustado MXN
<b>Financiero</b>	Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.	27,2	0,76	27,0	2,5	0,77	0,85	10,4	10,8	15,6-17,8	16,0-18,3
	Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V.	36,2	n.a	24,7	21,7 Bancos	1,46	1,30	13,9	13,1	18,4-22,4	17,8-21,4
	Banco del Bajío, S.A., Institución de Banca Múltiple	34,1	n.a	21,5	15,7 Bancos	1,40	1,27	13,6	13,0	18,2-22,0	17,6-21,1
	Regional S.A.B. de C.V.	38,8	0,40	24,8	379,6	1,56	1,37	14,4	13,5	18,8-23,1	18,1-21,8
	Grupo Financiero Inbursa, S.A.B. de C.V.	32,3	n.a	16,6	21,5 Bancos	1,35	1,23	13,4	12,8	18,0-21,7	17,5-20,9
<b>Comunicaciones</b>	Grupo Elektra, S.A.B. de C.V.	19,8	n.a	28,5	15,0 Bancos	0,16	0,44	7,3	8,7	13,2-13,6	14,3-15,5
	América Móvil, S.A.B. de C.V.	24,3	0,45	32,2	150,8	0,91	0,94	11,2	11,3	16,2-18,7	16,3-18,9
	Megacable Holdings, S. A. B. de C. V.	25,8	0,44	31,1	41,8	0,57	0,71	9,4	10,1	14,8-16,4	15,4-17,4
<b>Construcción</b>	Grupo Televisa, S.A.B.	44,3	0,98	53,5	75,9	1,32	1,21	13,2	12,7	17,9-21,5	17,4-20,8
	Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.	24,2	0,67	11,4	29,0	0,84	0,89	10,8	11,1	15,9-18,2	16,1-18,6
<b>Holdings Industrial</b>	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	35,4	0,93	16,5	37,3	1,22	1,15	12,7	12,4	17,5-20,8	17,2-20,3
	Alfa S.A.B. de C.V.	36,6	0,60	53,3	213,7	1,20	1,13	12,6	12,3	17,4-20,7	17,1-20,2
<b>Transporte aéreo</b>	Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	38,4	0,55	24,0	195,0	1,37	1,24	13,5	12,8	18,0-21,8	17,5-21,0
	Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	33,8	0,97	23,6	29,2	1,18	1,12	12,2	12,2	17,3-20,5	17,0-20,1
	Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	38,1	0,69	25,8	135,5	1,39	1,26	13,6	12,9	18,1-22,0	17,6-21,1
	Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	54,2	0,16	22,0	1493,7	2,07	1,71	17,0	15,2	20,9-26,5	19,4-24,1
	CEMEX, S.A.B. de C.V.	42,7	0,88	22,8	72,9	1,37	1,25	13,5	12,9	18,1-21,8	17,6-21,0
<b>Cementera</b>	GCC, S.A.B. de C.V.	29,0	0,67	27,2	35,8	0,85	0,90	10,8	11,1	16,0-18,3	16,2-18,6
	Arca Continental, S.A.B. de C.V.	19,5	0,39	31,5	34,2	0,48	0,65	8,9	9,8	14,5-15,8	15,2-17,0
<b>Retail bebida y alimentos</b>	Belele, S.A.B. de C.V.	29,7	0,51	27,6	38,0	0,66	0,77	9,8	10,4	15,2-17,0	15,6-17,8
	Gruma, S.A.B. de C.V.	24,9	0,28	36,8	134,0	0,53	0,68	9,2	10,0	14,7-16,1	15,3-17,2
	Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	25,2	0,19	33,0	111,3	0,33	0,55	8,2	9,3	13,9-14,8	14,8-16,3
	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	23,8	0,47	23,4	39,5	0,61	0,74	9,6	10,3	15,0-16,7	15,5-17,6
	Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	21,8	0,39	28,3	64,1	0,56	0,71	9,4	10,1	14,8-16,4	15,4-17,4
	Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	24,1	0,55	29,5	73,5	0,84	0,89	10,8	11,0	15,9-18,2	16,1-18,6
	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	49,3	0,78	31,0	59,9	1,10	1,07	12,1	11,9	17,0-20,0	16,8-19,8
	Grupo México, S.A.B. de C.V.	37,7	1,00	32,7	45,4	1,30	1,20	13,1	12,6	17,8-21,4	17,4-20,7
<b>Químico</b>	Orbia Avances Corporation, S.A.B. de C.V.	31,8	0,61	36,1	159,0	1,23	1,15	12,8	12,4	17,5-20,9	17,2-20,4
	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	31,7	1,02	23,9	33,3	1,28	1,18	13,0	12,5	17,7-21,2	17,3-20,6
<b>Inmobiliario</b>	Qualitas Controladora, S.A.B. de C.V.	31,0	0,83	19,4	0,1	0,83	0,88	10,7	11,0	15,9-18,1	16,1-18,5
	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	31,8	0,46	37,8	56,6	0,62	0,75	9,7	10,3	15,1-16,8	15,6-17,6
<b>Seguros</b>	Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	24,6	0,04	32,0	1167,4	0,40	0,60	8,5	9,6	14,2-15,3	15,0-16,6
	Asea S.A.B. de C.V.	44,1	0,39	31,1	561,4	1,87	1,58	16,1	14,6	20,1-25,2	18,9-23,3

N.a. No aplica. Al ser los bancos un negocio desapalancado no se calcula Beta Desapalancado.  
 Para los Bancos se utiliza la Relación de Capital a corte 30 de junio de 2023. Este indicador representa el Capital Total como porcentaje de los activos ponderados por riesgo del banco.  
 Beta desapalancado =  $\frac{\text{Beta apalancado}}{(1 + (1 - \text{Tasa de impuestos}) \times \text{Deuda/Patrimonio a libros})}$ . La relación Deuda/Patrimonio corresponde al promedio de este indicador de los últimos 4 trimestres, con datos de los últimos 12 meses y la tasa efectiva de impuestos es un promedio de los últimos 8 trimestres, con datos de los últimos 12 meses.  
 El Beta desapalancado corresponde a un beta mensual de 5 años. El Beta se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales dentro del periodo de negociación de 5 años. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Esto se debe a que el Beta es la medida de la volatilidad en comparación con el mercado.  
 El Beta ajustado se calcula como una proporción entre el Beta apalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).  
 Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte betas 10 de octubre de 2023. Corte Información financiera 30 de junio de 2023.

**Tabla 16**  
**PERÚ: RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEN AL S&P LIMA GENERAL (%)**

Industria	Empresa	Desviación estándar retornos semanales (Volatilidad anualizada) (%)	Beta desapalancado PEN	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrimonio o relación de capital (%)	Beta		Rentabilidad de Capital Propio beta		Rango Rentabilidad del Capital Propio beta	
						Aplancado PEN	Ajustado PEN	Aplancado USD	Ajustado USD	Aplancado PEN	Ajustado PEN
<b>Financiero</b>	Banco BBVA Perú S.A.	24,8	n.a	29,0	12,2 Banco	0,72	0,81	10,3	10,7	11,4-13,3	11,8-13,9
	Credicorp Capital Perú S.A.A.	20,8	0,00	34,0	88,7	0,00	0,33	6,6	8,3	8,6-8,6	9,9-10,8
	Grupo BVL S.A.A.	22,4	-0,01	27,6	10,8	-0,02	0,32	6,5	8,2	8,5-8,6	9,9-10,8
	Intercorp Financial Services Inc.	42,0	n.a	21,8	15,2 Banco	1,09	1,06	12,1	12,0	12,8-15,7	12,7-15,5
	RIMAC Seguros y Reaseguros S.A.	28,0	0,20	8,8	5,3	0,21	0,47	7,6	9,0	9,4-10,0	10,5-11,7
<b>Cermentera</b>	Cementos Pacasmayo S.A.A.	24,3	0,37	31,7	124,8	0,69	0,80	10,1	10,6	11,3-13,2	11,7-13,8
	Uhacem Corp S.A.A.	36,3	0,63	29,6	69,9	0,94	0,96	11,4	11,5	12,3-14,8	12,4-14,9
<b>Energía</b>	Engie Energía Perú S.A.	18,7	0,33	39,1	52,1	0,43	0,62	8,8	9,7	10,3-11,4	11,0-12,7
	Enel Generación Perú S.A.A.	38,4	0,59	30,2	26,3	0,69	0,79	10,1	10,6	11,3-13,2	11,7-13,8
	Enel Distribución Perú S.A.A.	55,3	0,65	33,4	61,3	0,92	0,95	11,3	11,4	12,2-14,6	12,3-14,8
<b>Retail bebida y alimentos</b>	Alicorp S.A.A.	31,6	0,27	29,3	180,8	0,62	0,75	9,8	10,4	11,0-12,7	11,5-13,5
	Casa Grande S.A.A.	50,1	0,81	31,2	41,2	1,05	1,03	11,9	11,8	12,7-15,5	12,6-15,4
<b>Retail</b>	InRetail Perú Corp.	29,7	0,33	39,7	208,8	0,74	0,83	10,4	10,8	11,5-13,5	11,8-14,0
<b>Metales y Minería</b>	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	55,6	0,78	25,8	23,2	0,91	0,94	11,2	11,4	12,2-14,6	12,3-14,8
	Nexa Resources Perú S.A.A.	38,3	1,16	42,0	0,6	1,17	1,11	12,5	12,3	13,2-16,3	12,9-15,9
	Volcan Compañía Minera S.A.A.	56,7	0,69	46,9	199,6	1,42	1,28	13,8	13,1	14,1-17,9	13,6-17,0
	Panoro Minerals Ltd.	73,7	1,01	39,2	12,9	1,01	1,01	11,8	11,7	12,6-15,3	12,6-15,2
	Minsur S.A.	38,3	0,79	39,2	60,1	1,07	1,05	12,1	11,9	12,8-15,7	12,7-15,5
	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	42,2	0,90	58,4	25,3	0,99	0,99	11,6	11,7	12,5-15,1	12,5-15,1
<b>Acero</b>	Corporación Aceros Arequipa S.A.	22,2	0,28	29,7	109,3	0,49	0,66	9,1	10,0	10,6-11,9	11,2-13,0
	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	38,3	0,70	31,9	26,2	0,83	0,89	10,8	11,1	11,9-14,1	12,1-14,4
<b>Maquinaria</b>	Ferreycorp S.A.A.	32,4	0,62	32,7	85,7	0,98	0,98	11,6	11,6	12,4-15,0	12,5-15,1
<b>Cobre</b>	Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Perú	45,5	0,52	34,8	0,1	0,52	0,68	9,3	10,1	10,7-12,1	11,3-13,1
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	41,1	1,06	38,2	0,9	1,06	1,04	12,0	11,9	12,8-15,6	12,7-15,4
<b>Inmobiliario</b>	Inversiones Centenario S.A.A.	25,2	0,02	31,6	50,5	0,03	0,35	6,7	8,4	8,8-8,8	10,0-10,9
<b>Construcción</b>	Aerza S.A.A.	53,8	0,28	0,0	126,2	0,63	0,75	9,8	10,4	11,1-12,7	11,6-13,5

N.a. No aplica. Al ser los bancos un negocio desapalancado no se calcula Beta Desapalancado.  
 Para los Bancos se utiliza la Relación de Capital a corte 30 de junio de 2023. Este indicador representa el Capital Total como porcentaje de los activos ponderados por riesgo del banco.  
 Beta desapalancado =  $\text{Beta aplancado} / (1 - (\text{Tasa de impuestos}) \times \text{Deuda Neta} / \text{Patrimonio a libros})$ . La relación Deuda Neta/Patrimonio corresponde al promedio de los últimos 4 trimestres, con datos de los últimos 12 meses y la tasa efectiva de impuestos es un promedio de los últimos 8 trimestres, con datos de los últimos 12 meses.  
 El Beta desapalancado corresponde a un beta mensual de 5 años. El Beta se calcula utilizando las variaciones de precios de cierre mensuales, siendo necesario un mínimo de 40 variaciones de precios de cierre mensuales dentro del periodo de negociación de 5 años. El índice de referencia utilizado para calcular el Beta de las acciones es el índice principal del país al que pertenece la acción. Esto se debe a que el Beta es la medida de la volatilidad en comparación con el mercado.  
 El Beta ajustado se calcula como una proporción entre el Beta desapalancado del mercado (1/3) y el de la empresa (2/3).  
 Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ, cálculos CorfiColombiana. Corte betas 10 de octubre de 2023. Corte información financiera 30 de junio de 2023.

## EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

---

**José Ignacio López, PhD**

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

[jose.lopez@corfi.com](mailto:jose.lopez@corfi.com)

## ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

---

**Julio César Romero**

*Economista Jefe*

[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

**Laura Daniela Parra**

*Analista de Economía Local*

[laura.parra@corfi.com](mailto:laura.parra@corfi.com)

**Diego Alejandro Gómez**

*Analista contexto externo y mercado cambiario*

[diego.gomez@corfi.com](mailto:diego.gomez@corfi.com)

**María Paula González**

*Analista de Mercados Andinos*

[maria.gonzalez@corfi.com](mailto:maria.gonzalez@corfi.com)

**Laura Gabriela Bautista**

*Analista de Mercados de Centroamérica*

[laura.bautista@corfi.com](mailto:laura.bautista@corfi.com)

**Felipe Espitia**

*Especialista de Renta Fija*

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

**María Ximena Carrillo**

*Practicante de Investigaciones*

*(+57-601) 3538787 Ext. 70906*

[maria.carrillo@corfi.com](mailto:maria.carrillo@corfi.com)

## RENTA VARIABLE

---

**Andrés Duarte Pérez**

*Gerente de Renta Variable*

[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

**Karen Ospina**

*Practicante de Investigaciones*

*(+57-601) 3538787 Ext. 70906*

[karen.ospina@corfi.com](mailto:karen.ospina@corfi.com)

## FINANZAS CORPORATIVAS

---

**Jaime Andres Cardenas**

*Analista de Inteligencia Empresarial*

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

## ANÁLISIS SECTORIAL Y SOSTENIBILIDAD

---

**María Camila Orbezo**

*Directora de Sectores y Sostenibilidad*

[maria.orbezo@corfi.com](mailto:maria.orbezo@corfi.com)

**Jose Luis Mojica**

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

[jose.mojica@corfi.com](mailto:jose.mojica@corfi.com)

**Juan Camilo Pardo**

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

[juan.pardo@corfi.com](mailto:juan.pardo@corfi.com)

## 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").

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 RECOPIADA, 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.

# Finanzas corporativas

Manual de estrategias para 2024



Descargue el informe [aquí](#)

**Síguenos en:**



[investigaciones.corficolombiana.com](https://investigaciones.corficolombiana.com)

[www.corficolombiana.com](https://www.corficolombiana.com)