

COSTO DE ENDEUDAMIENTO (Kd)

Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años ya mismo

- En línea con un entorno inflacionario, con corte a junio de 2022, el costo de endeudamiento para las empresas no solo es superior al de cierre de 2021 sino que continúa en aumento
- Factores de corto plazo, incrementan la dificultad para anticipar cuáles serán las condiciones de financiamiento para final de 2022 y 2023
- El alza de la tasa de intervención del Banco de la República y el incremento en la volatilidad en los mercados financieros ha afectado más a las tasas de corto plazo que a las de largo

En octubre del 2021 publicamos un informe en el que argumentábamos que [las empresas debían financiar la operación de dos años lo más pronto posible](#). Principalmente porque las tasas de interés para créditos comerciales bancarios no habían capturado aún los aumentos de tasas del Banco de la República. Ahora, a pesar de observar aumentos en el costo de endeudamiento consideramos que **es eficiente asegurar la liquidez para los próximos cuatro años** con el fin de mitigar riesgos de liquidez y para aprovechar el “aplanamiento de la curva” que existe entre las tasas de corto (1 año) y las de 3 a 5 años, algo similar a lo que sucede en el mercado público de deuda corporativa.

La coyuntura de 2022 pone sobre la mesa dos retos particulares para las áreas financieras de las compañías (1) el alza de tasas de la política monetaria que empezó en septiembre de 2021 en el país y que encarece el crédito mediante su transmisión a la economía y (2) la reducción de la liquidez en los mercados internacionales, dado que los agentes disminuyen sus preferencias por invertir en capital de riesgo y prefieren inversiones en activos tradicionalmente considerados “refugio”, como los bonos del tesoro de Estados Unidos.

En este informe exponemos lo siguiente:

- 1) Por qué ningún empresario debe descuidar la sostenibilidad financiera de su negocio en tiempos de incertidumbre
- 2) Cuáles son las ventajas para el empresariado de asegurar un porcentaje de financiamiento a 2025 y 2026, ya mismo

Antes de tomar cualquier decisión de financiamiento, lo invitamos a que se comunique con la Banca de Inversión de Corficolombiana, en donde analistas experimentados incorporan los detalles de cada compañía en sus modelos con el fin de determinar la mejor estrategia a seguir.

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

160 puntos básicos

Es la diferencia entre las tasas de 1 año y las de 4 años para créditos comerciales ordinarios

Tasa promedio de colocación de créditos empresariales ordinarios



Fuente: Banco de la República, con corte a junio de 2022. Las tasas son un promedio de lo acumulado del año.

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 70019
rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andrés Cárdenas
 Analista de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 69798
jaime.cardenas@corficolombiana.com

Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años, ya mismo

Las tasas de interés para 2021 se ubicaron en niveles mínimos, no registrados desde el año 2000

Al analizar el costo de endeudamiento encontramos que, entre 2020 y 2021, este en promedio disminuyó hasta ubicarse en mínimos históricos, con el fin de hacer frente a la crisis generada por la pandemia en el país. Hoy, en el 2022, las mismas tasas se mantienen al alza debido al alza de tasas de la política monetaria realizada por parte del Banco de la República para combatir la inflación, y la reducción de la liquidez en los mercados internacionales. Consideramos que, a pesar de observar aumentos en el costo de financiamiento del crédito comercial, **es eficiente asegurar parte o un porcentaje de la liquidez para los próximos cuatro años con el fin de mitigar riesgos de liquidez ante la posibilidad de cualquier escenario. Con eso se garantizaría el efectivo para mantener los niveles de capital de trabajo sin poner en riesgo la sostenibilidad financiera del negocio.**

No deje al azar la sostenibilidad financiera de su negocio ¡ASEGÚRELA!

Antes de ver la opción de endeudarse, la mayoría de las empresas primero evalúan el plazo al cual estarían dispuestas a hacerlo y el objeto de la obtención de los recursos. Por lo general, las deudas son consideradas como algo negativo y más aún cuando existen elementos macroeconómicos inciertos que puedan perjudicar su costo y su preferencia por un plazo específico.

No obstante, la deuda aporta diferentes beneficios que un empresario eventualmente consideraría importantes para la sostenibilidad de su negocio. Como poder aumentar el capital de trabajo, disminuir el riesgo de liquidez, fortalecer el historial crediticio, mejorar el flujo de caja de la compañía y aumentar las inversiones en CapEx y activos productivos, que deben estar en la balanza. De esta manera muchas empresas han utilizado la deuda en momentos difíciles. Por ejemplo, **Amazon hizo algo interesante:** aunque se endeudó en un momento en el que las tasas de interés estaban en sus máximos históricos, pudo sobrevivir a la crisis de comienzos de 2000, pues inyectó efectivo para mantener y mejorar su capital de trabajo y mitigar el riesgo de liquidez justo antes de una crisis sin precedentes. No hay nada más costoso que no tener liquidez en tiempos de incertidumbre. Para ver el caso completo (ver [pág. 13](#)).

No hay nada más costoso que no tener liquidez en tiempos de incertidumbre

Sí, es cierto, las tasas de interés han subido; pero ¿seguirán subiendo?

La llegada de la pandemia al país trajo consigo una reducción en las tasas de interés, esto se manifestó en costos de financiamiento bajos para las compañías durante el 2021. Los créditos comerciales bancarios durante 2021 resultaron superiores a los registrados en 2020, mientras el valor de las emisiones de bonos corporativos no superó los niveles de ese año.

Las tasas de interés para el 2021 se ubicaron en niveles mínimos, no registrados desde el 2000; sin embargo, para el 2022, el escenario ha dado un giro de 180 grados. La tasa de referencia llegó a 9% en julio de 2022. Además, de un repunte en la deuda pública (TES) lo que presiona la transmisión al crédito comercial preferencial y ordinario para el segundo semestre de 2022 y 2023.

Durante 2021 las tasas de interés para los bonos y los créditos corporativos se ubicaron en mínimos de los últimos años. En 2022 el escenario es diferente, pues el ciclo de alza de tasas de la política monetaria ha hecho difícil que los empresarios y consumidores ignoren y no presten atención al comportamiento futuro de las tasas de interés.

2022 *A pesar de ser un año en el que las tasas de interés han aumentado, el monto de créditos otorgados continúa al alza*

En todo caso, algunos especialistas económicos han indicado que, como resultado de 1) presiones inflacionarias, 2) tensiones geopolíticas (i.e. guerra Rusia – Ucrania), 3) posibilidad de crisis económica y 4) el endurecimiento monetario podría eventualmente afectar aún más los costos de financiamiento mediante su transmisión sobre las tasas de interés de corto plazo para lo que queda de 2022 y 2023.

Ahora no hay tiempo que perder, lo que hagan las empresas en estos momentos y durante los próximos meses puede cambiar drásticamente el futuro de las compañías. Si bien las empresas a la hora de endeudarse desearían saber cuál es la tasa de interés al momento de pedir un crédito, el comportamiento futuro de las tasas de interés no se puede conocer con exactitud.

Recuerde que el costo económico de una deuda corresponde a la diferencia entre la tasa de endeudamiento y la rentabilidad de la inversión subyacente (e.g. un CDT).

Aún así, las áreas financieras de las empresas antes de tomar alguna decisión normalmente consideran modelos teóricos, como el de expectativas puras, o modelos estadísticos como las series de tiempo. Cada modelo, tanto teórico como estadístico, es sujeto a errores de estimación que lo hacen imperfecto y difícil de evaluar. Inclusive si se estudian muchos modelos estadísticos o teóricos para elegir el que más les conviene es posible que las predicciones no sean lo suficientemente precisas ni confiables como las empresas lo requieren.

Se presenta un aplanamiento de la curva en los créditos comerciales bancarios ¿Por qué no aprovecharlo?

Como usted bien sabe las tasas de interés están al alza, lo que no sabe es en qué nivel podrían estar en el futuro. Es posible que estas bajen si se materializan las posibilidades de una crisis económica a nivel mundial, o si se controlan las presiones inflacionarias para los próximos meses. Por eso es que las áreas financieras suelen endeudarse a un plazo de un año para tener recursos de capital de trabajo y refinancian cada año: porque esperan que las tasas de interés caigan. Sin embargo, ante la actual incertidumbre, jugar de esta manera es arriesgado y equivale a que ocurra ese escenario en específico, y dejar al azar la operativa del negocio. Por

esta razón, la empresa debería trabajar con lo que hoy día conoce, con los niveles de tasas de interés conocidos y no con las esperanzas puestas en un evento que pueda no darse en el futuro. Amazon en el año 2000, se comportó de esta manera (ver caso Amazon [pág. 13](#))

Por fortuna, **hoy existen estrategias para gestionar y prepararse para tal situación**. Los empresarios hoy pueden hacer uso de diferentes estrategias que les permiten obtener recursos con tal de asegurar el financiamiento de los próximos años y no vivir dependiendo de créditos menores a un año, o de futuras caídas en las tasas de interés, pues nadie garantiza ni sabe esto a ciencia cierta. En este momento, muchas empresas tienen espacio y márgenes de maniobra aún con perspectivas económicas cargadas de incertidumbre.

La “curva” del costo de financiamiento del crédito comercial de muestra una oportunidad para que las empresas demanden créditos de 3 y 5 años

Los analistas del mercado público de deuda corporativa suelen analizar y utilizar la curva de rendimientos evaluando los movimientos que pueda tener y los cambios de pendientes relacionados con la prima por plazo.

Si extrapoláramos este concepto al mercado de créditos comerciales bancarios crearíamos una “curva” con el costo de financiamiento ofrecido por el sector financiero en diferentes plazos.

El costo de financiamiento del crédito comercial de 3 a 5 años es menor que el de 1 a 3 años. Este escenario muestra una oportunidad para que las empresas demanden créditos en dicho plazo, pues su costo no ha subido demasiado frente a los demás plazos y la prima por plazo hoy en día no es muy alta en el mercado de créditos bancarios. Lo que resulta en un mayor aprovechamiento del “aplanamiento de la curva” (circunstancia que incluso sucede en el mercado público de deuda corporativa).

Por esta razón, **consideramos prudente que las empresas en Colombia aseguren la sostenibilidad del negocio por medio del financiamiento a 4 años, para garantizar los recursos necesarios y así mitigar el riesgo de liquidez ante la eventualidad de ocurrencia de cualquier escenario**.

Recordemos que afrontar periodos de incertidumbre con baja liquidez aumenta el riesgo de que su empresa incumpla con sus obligaciones crediticias, lo que puede derivar en una reorganización empresarial, o hasta la liquidación total. Asimismo, la decisión de endeudarse depende no solo de la estructura de capital de cada compañía sino también del apetito por parte del sector financiero a facilitar recursos a un sector en específico.

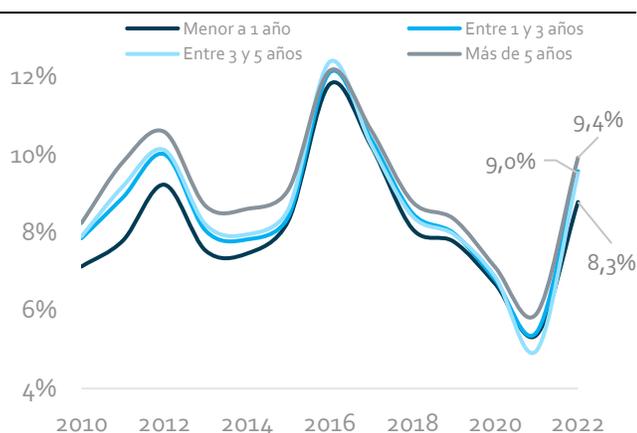
¿Por qué hoy persiste la incertidumbre frente a las tasas de interés?

La alta volatilidad presente en las tasas de interés manifestada en los últimos tres años y lo que indican especialistas económicos sobre la manera como se han afrontado las presiones inflacionarias a nivel mundial, pueden ocasionar un aterrizaje forzoso en el crecimiento económico y aumentar las dudas sobre el comportamiento de las tasas de interés a futuro.

La volatilidad de las tasas de interés de los créditos comerciales bancarios de mediano plazo es menor que las de corto plazo

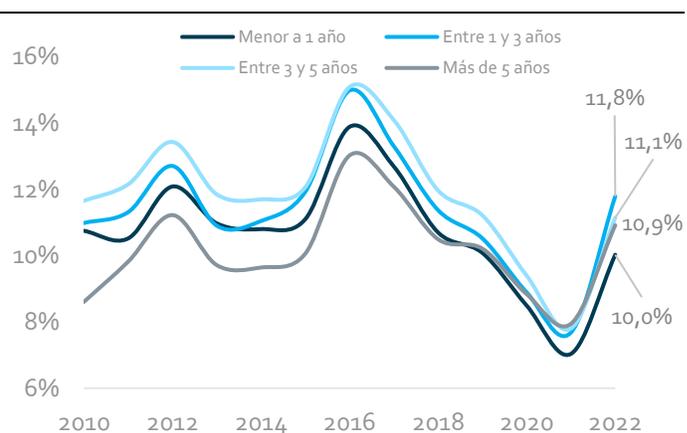
El costo de endeudamiento (Kd) para las empresas en Colombia se encuentra al alza desde los niveles históricamente bajos registrados en 2021. El monto del crédito comercial preferencial y ordinario aumentó y su tasa disminuyó entre 2020 y 2021 hasta el punto más bajo desde 2016. El sector empresarial aprovechó el 2021 para aumentar el crédito corporativo y enfocarlo mayoritariamente en plazos de un año o menos (gráfico 12). Como es posible apreciar en el gráfico 1 y 2, las tasas de interés nominales de los créditos comerciales preferenciales y ordinarios durante 2022 se han visto afectadas de forma contundente por las variaciones en el mercado crediticio y el mercado de deuda.

Gráfica 1: Las Tasas de interés promedio de los créditos comerciales preferenciales han presentado incrementos



Fuente: Banco de la República. Con corte a junio de 2022. Las tasas son un promedio acumulado del año.

Gráfica 2: Las Tasas de interés promedio de los créditos comerciales ordinarios vienen de mínimos históricos



Fuente: Banco de la República. Con corte a junio de 2022. Las tasas son un promedio acumulado del año.

Al considerar la volatilidad de las tasas de interés de los créditos comerciales bancarios, el costo de financiamiento de los créditos de 3 a 5 años es menor frente al de 1 a 3 años, por su mayor sensibilidad a la normalización de política monetaria en comparación con las tasas de mediano plazo que capturan las perspectivas de inflación que el mercado percibe para dentro de 4 años.

En 2021, el monto anual del crédito comercial preferencial colocado alcanzó su punto más alto en los últimos cuatro años y es el segundo más alto desde 2010, con un crecimiento de 7,34% entre 2021 y 2020 desde \$77.442 hasta \$83.126 millones. En cuanto a su costo, es importante ponderarlo dado el monto colocado, ese mismo año, la tasa promedio ponderada por monto colocado fue la más baja desde 2010, la cual cayó 137 puntos básicos (pbs) entre

2020 y 2021, desde 6,30% hasta 4,93%. A corte de fin de 2021 hasta junio de 2022, la tasa promedio ponderada aumentó alrededor de 369 puntos básicos (pbs) desde 4,93% hasta 8,62%.

En cuanto al monto del crédito comercial ordinario en 2021, este aumentó con respecto al 2020. Fue el quinto más alto desde 2010 con un crecimiento entre 2020 y 2021 de 2,90% desde \$67.808 hasta \$69.777 millones. La tasa promedio ponderada cayó 130 puntos básicos (pbs) entre 2020 y 2021 desde 8,74% hasta 7,44%. Para corte de fin de 2021 hasta junio de 2022, la tasa aumentó 327 puntos básicos (pbs) desde 7,44% hasta 10,72%.

Al evaluar la tasa de interés de los títulos con máxima calificación crediticia, la tasa fija fue mayor a cierre de 2021 al compararla con la de cierre de 2020; mientras que la tasa de interés en títulos atados a inflación disminuyó para el corto y largo plazo. Ahora encontramos que tanto para títulos tasa fija e indexados a inflación las tasas son mayores en todos los plazos.

Recuerde las áreas financieras deben enfocarse en gestionar los riesgos presentes dada la coyuntura actual

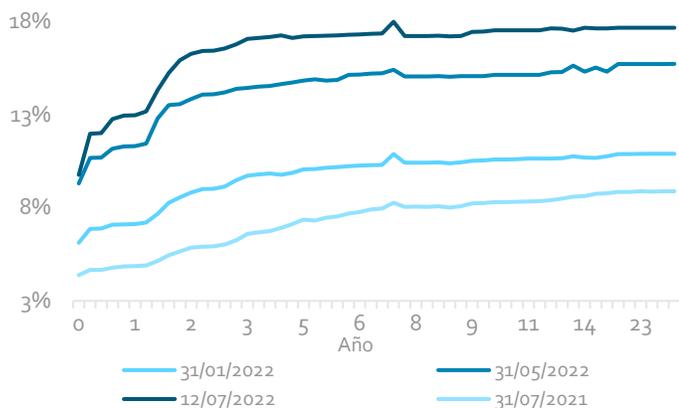
Si se considera en el análisis la Curva Forward, o también llamada curva de tipos de interés a plazo, podemos ver por qué las tasas de interés van a estar altas o subirán como reflejo de lo que observa el mercado de tasas de interés frente al futuro. La teoría de expectativas puras de tasas indica si la curva spot (tasas de hoy) se mantiene por debajo de las curvas forward entre 1 y 7 años, las tasas de interés deben subir o permanecer altas.

Suponga que usted se encuentra con Marty Mcfly, aquel personaje de “Volver al Futuro”, que proviene del futuro a las afueras de su oficina. Él puede viajar al presente en su DeLorean. Marty Mcfly le cuenta a usted, que tiene un secreto que compartirle y que no tiene mucho tiempo. Él le dice que viene del 2029, y agrega que las tasas de interés (curvas cero cupón de deuda corporativa indexadas a IPC) de ese momento están altas y que se presenta el mismo escenario en las tasas a diferentes plazos (corto, mediano y largo). Usted, al tener la información privilegiada, realiza una gráfica que le ilustre y le dé un mejor entendimiento frente a este tema; además, decide comparar la información que posee con las tasas para deuda corporativa que conoce en su presente 2022 (gráfica 5) y complementa su análisis con el de la teoría de expectativas puras de tasas. Le ayuda a entender que las tasas de interés deberían subir o encontrarse altas, tal como se puede evidenciar en la gráfica 5 y 6.

Así mismo usted también evidencia que no existe una prima por riesgo, pues la curva se encuentra casi plana en el futuro, que indica que un tenedor de un bono es indiferente entre tener uno a largo plazo o uno de corto plazo, en cuanto su rentabilidad. Con base en la información usted entiende que es posible que las tasas permanezcan altas y que eventualmente le convendría financiar parte de su capital de trabajo el día de hoy.

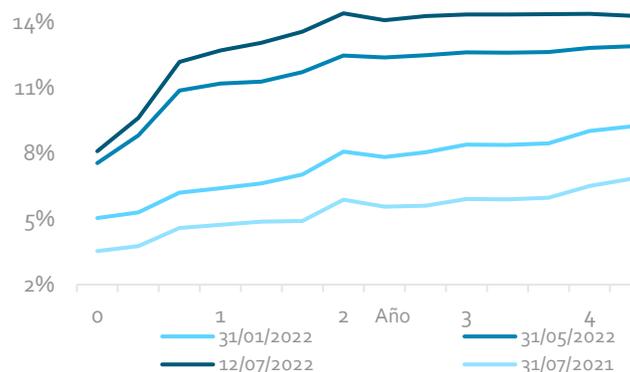
Al conocer usted la información futura en el presente, usted decide financiar parte de su capital de trabajo el día de hoy, para asegurar recursos que le garanticen el sostenimiento financiero del negocio en el mediano plazo y así no depender de lo que pueda pasar en los años venideros.

Gráfica 3: Costo de la deuda corporativa IPC máxima calificación crediticia entre 2021 y 2022



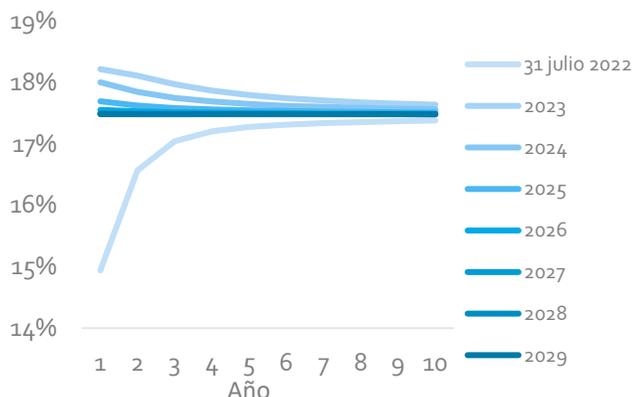
Fuente: Corficolombiana con datos del Sistema de proveedor de precios de PRECIA.

Gráfica 4: La deuda corporativa Tasa Fija AAA evidencia aumentos considerables en su costo



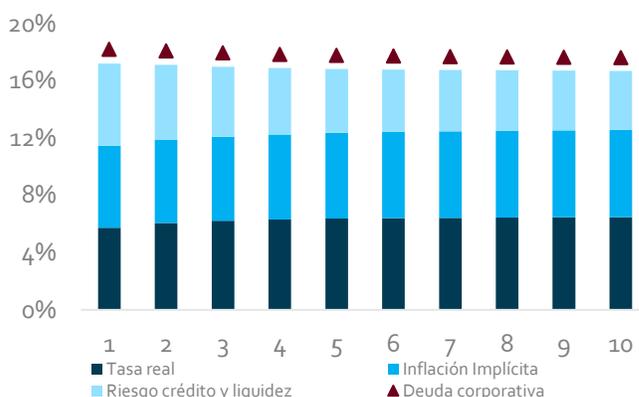
Fuente: Corficolombiana con datos del Sistema de proveedor de precios de PRECIA.

Gráfica 5. Las curvas de deuda corporativas indexadas a IPC se van a aplanar para los próximos años***



*** Fuente: Corficolombiana con datos de la curva cero cupón BAA3 del sistema de proveedor de precios PRECIA. La tasa incorpora el margen más la inflación implícita en los precios de valoración. La curva cero cupón de 2023 es la misma curva forward de hoy dentro de un año; la de 2024 es la misma curva forward de hoy dentro de dos años, y así sucesivamente.

Gráfica 6. La descomposición de la curva forward en IPC para 2023 evidencia que las tasas de interés seguirán altas



Fuente: Corficolombiana con datos de la curva cero cupón BAA3 de PRECIA. La tasa incorpora el margen más la inflación implícita en los precios de valoración.

La paradoja: aunque las tasas de interés van al alza, el monto de crédito desembolsado sigue en aumento

Dado el aumento en tasas de interés del que hemos hablado, nos llama la atención que entre enero y junio de 2022 el monto de los créditos desembolsados aumentara en un 18,1% frente al mismo periodo del año anterior. Por otra parte, el monto de colocaciones de bonos corporativos en el mercado público de valores durante enero y mayo de 2022 ha sido inferior al mismo periodo del 2021 y 2020. El plazo al vencimiento desde el momento de la emisión es 6,68 años menor que la mediana de los últimos 10 años (8,20 años). En cuanto al valor

promedio de las emisiones de bonos privados del sector real de 2021 (\$170 mil millones por emisión); el número de emisiones de bonos del sector real realizadas durante 2021 son iguales al promedio de los últimos 10 años que corresponden a 62 emisiones por año.

Tabla 1 Créditos Comerciales Bancarios colocados a todos los plazos (miles de millones de pesos)

Año	Preferencial Total enero - junio	Ordinario Total enero - junio	Preferencial y Ordinario Total enero - junio	Variación
2018	38.063	34.061	72.124	
2019	36.236	36.884	73.120	1,4%
2020	39.420	33.379	72.799	-0,4%
2021	41.787	32.314	74.101	1,8%
2022	45.294	42.202	87.496	18,1%

Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana.

Tabla 2 Créditos Comerciales Bancarios colocados a todos los plazos (miles de millones de pesos)

Año	Preferencial Total	Ordinario Total	Preferencial y Ordinario Total	Variación
2018	73.823	71.940	145.763	
2019	78.589	79.336	157.925	8,3%
2020	77.442	67.808	145.250	-8,0%
2021	83.126	69.777	152.903	5,3%

Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana.

2021 tuvo menor emisión de Deuda en el mercado de capitales en comparación con 2020 para el sector real

A pesar de las bajas tasas de interés presentes durante 2021 y la recuperación de la economía, el mercado de bonos corporativos no fue significativamente diferente al 2020, de hecho, como es posible apreciar en la Tabla 3, el 2021 no tuvo montos mayores en emisiones a las registradas el año anterior, incluso el sector real no es significativo con los montos registrados en el mercado como se puede observar en la Tabla 4 y 5.

Tabla 3 Monto colocado de Deuda Corporativa en el mercado de capitales para el sector real y financiero (millones de pesos)

Año	2020	2021	2022 (enero-mayo)
Monto	12.933.907	10.540.042	1.975.231

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana con información con corte mayo de 2022

Tabla 4 Monto colocado de Deuda Corporativa en el mercado de capitales para el sector real (millones de pesos)

Año	2020	2021	2022 (enero-mayo)
Monto	7.359.445	4.054.670	715.590

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana con información con corte mayo de 2022

Tabla 5 Monto colocado de Deuda Corporativa en el mercado de capitales para el sector real (millones de pesos)

Año	2020 (enero-mayo)	2021 (enero-mayo)	2022 (enero-mayo)
Monto	1.791.841	2.082.513	715.590

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana con información con corte mayo de 2022

Si bien es cierto que el financiamiento vía emisión de bonos corporativos hoy es costoso para las empresas, dado el aumento del riesgo de crédito, el crédito comercial bancario no lo es (gráficos 1 y 2). Es posible que en los primeros meses del 2022 y finales del 2021 emitir en el mercado público de valores para los emisores del sector real, pues las emisiones de deuda capturan de manera más ágil las expectativas que se tienen sobre aumentos en la inflación.

Tabla 6. Componentes de la tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija (promedio enero-junio de 2022)

Plazo Componente	0 – 4 años	4 – 9 años	+ 9 años
Tasa real (A)	1,08%	3,31%	3,97%
Inflación esperada (B)	6,58%	6,14%	5,91%
Riesgo crédito y liquidez (C)	2,38%	1,32%	0,94%
Tasa total (D)	10,30%	11,11%	11,15%

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Tasas efectivas anuales = $((1+A) * (1+B) * (1+C)) - 1$

Tabla 7. Variables con efecto sobre los componentes de la tasa de interés de los títulos corporativos

Componente	Variables con efecto sobre los componentes
Tasa real	<ul style="list-style-type: none"> - Expectativas de crecimiento de largo plazo de la economía. - Interés del Banco Central en acelerar o desacelerar la economía.
Inflación esperada	<ul style="list-style-type: none"> - Presiones sobre la oferta o demanda de los bienes y servicios. - Comportamiento de la tasa de cambio
Riesgo crédito y liquidez	<ul style="list-style-type: none"> - Comportamiento de la economía local. - Salud y fortaleza de las entidades financieras. - Capacidad de pago y evaluación de riesgo de las compañías.

Gráfica 7: El 2022 estuvo marcado por aumentos del riesgo de crédito y la tasa de títulos corporativos en Tasa Fija*



*Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos de deuda corporativa
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Corte a 30 de junio de 2022.

Gráfica 8: El 2022 estuvo marcado por aumentos del riesgo de crédito y la tasa de títulos corporativos en IPC**



**Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del mercado secundario
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Corte a 30 de junio de 2022.

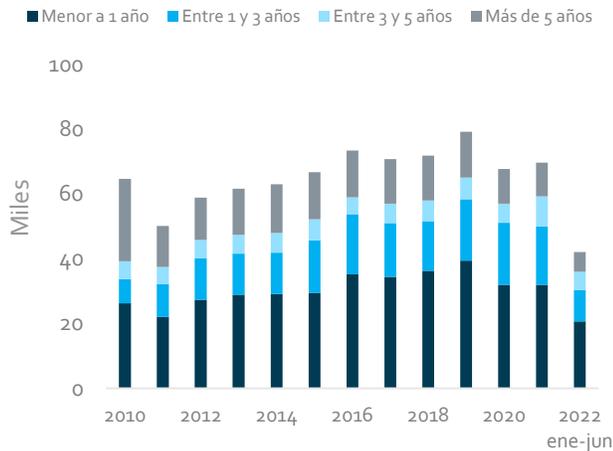
Se podría pensar que, a pesar de enfrentar alta inflación e incrementos en la tasa de referencia por parte del Banco de la República, la demanda por créditos disminuya. No obstante, la cartera comercial ha crecido de forma significativa en 2022, motivo por el cual los bancos han realizado masivas captaciones primarias, al ofrecer mayores tasas en CDTs, dado un incremento en la inflación y la implementación del Coeficiente de Fondo Estable Neto (CFEN). Es posible que para lo que resta de 2022 e inclusive 2023 la demanda por créditos disminuya.

Las mayores tasas de interés existentes en el mercado de capitales pueden hacer que las compañías terminen enfocándose en el mercado bancario que aún no ha reflejado las subidas de tasas de interés pues el mercado público de valores es más rápido y refleja de manera inmediata los efectos sobre las tasas de interés.

Todavía se puede aprovechar el mercado de crédito bancario para refinanciación y mejorar el plazo de la deuda y la liquidez. A la vez que, los empresarios podrían considerar refinanciar sus préstamos a plazos más largos para evitar tener problemas con su capital de trabajo.

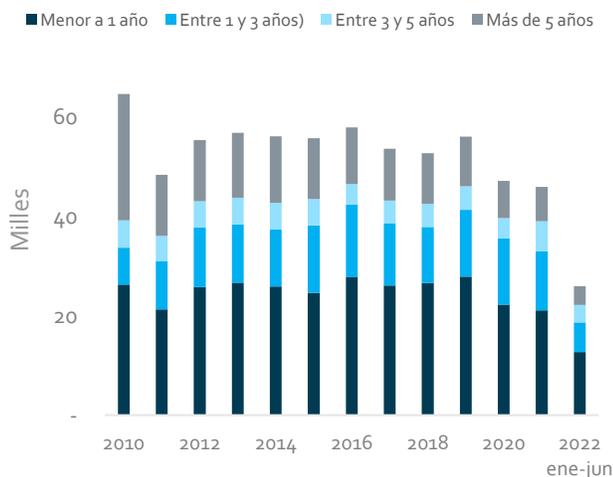
El costo de financiamiento es una variable que hay que tener en cuenta a la hora de optimizar el desempeño económico de la compañía, por lo cual saber el comportamiento de las tasas de interés puede importarle a los gerentes y a las áreas financieras para así mejorar el funcionamiento de la empresa. Pero tratar de pronosticar el comportamiento de las tasas de interés es algo complejo y difícil de realizar. **La mejor estrategia para las áreas financieras no se trata de intuir y predecir el comportamiento futuro de las tasas de interés sino de evaluar diferentes escenarios para ajustar los costos financieros y su posible afectación en la estructura de capital en entornos de incertidumbre como el vivido actualmente.**

Gráfica 9: Monto desembolsado por establecimientos de créditos por plazo, crédito comercial ordinario, pesos nominales (miles de millones de pesos)



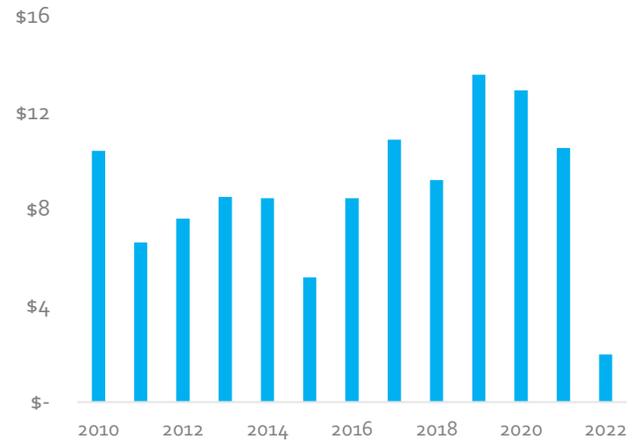
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera. Con corte a junio de 2022.

Gráfica 11: A pesar de que el monto desembolsado en pesos nominales ha aumentado, en pesos constantes ha disminuido*



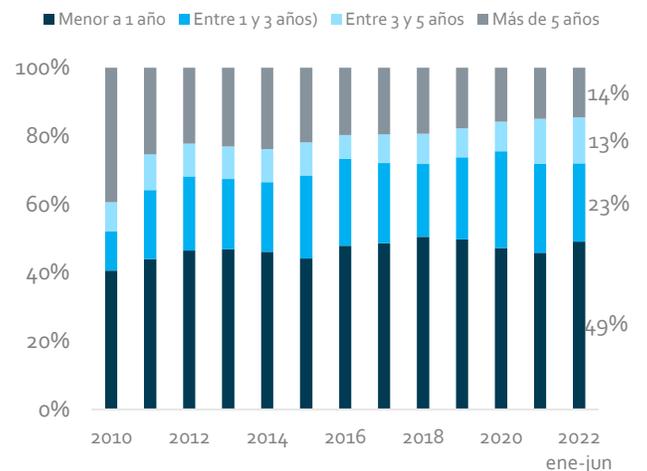
* Pesos constantes de 2010 (descontando la inflación)
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera. Con corte a junio de 2022.

Gráfica 10: Monto emitido por año en bonos corporativos (billones de pesos)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos Corficolombiana. Calculado en julio de 2022 con información con corte a mayo de 2022.

Gráfica 12: Composición del crédito ordinario colocado por plazo (Porcentaje) en pesos constantes de 2010



* Pesos constantes de 2010 (descontando la inflación)
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera. Con corte a junio de 2022.

¡No hay que gestionar los riesgos bajo un escenario optimista!

Algunos empresarios creerían que las tasas de interés permanecerán altas para los próximos meses, puede que no sea así. El día a día de la operación de sus negocios puede ser más importante que estar pendiente de la política monetaria del país. Muchas compañías que cuentan con niveles aceptables de liquidez pueden tomar la actitud “tranquila de esperar” a que bajen las tasas de interés y renovar los créditos en un año cuando estos se venzan.

Mantenerse al tanto de los riesgos puede garantizar que la empresa los gestione de mejor manera

Puede que algunos empresarios sepan que las tasas continúen altas, pero deciden asumir el riesgo y seguir financiándose a corto plazo. Al fin y al cabo, existen posibilidades de que las tasas de interés no suban y posiblemente en las empresas existan problemas más urgentes relacionados con las operaciones del día a día que preocuparse por financiar el 2025 o 2026 (ver Tabla 8).

El gran problema es que la mayoría de los directores financieros tienden a ponderar el presente de forma importante, lo que expone a las empresas a riesgos particulares 1) riesgo de tasa de interés y 2) riesgo de condiciones de financiamiento.

- 1) El riesgo de tasa de interés. Financiar y asegurar una tasa de interés en el largo plazo más alta que la que se está observando hoy en día para el corto plazo. Muchos empresarios no ven con buenos ojos asegurar un costo de fondeo más alto por más de un año, prefieren esperar y ver si realmente el próximo año continúan al alza o bajan.
- 2) Riesgo de condiciones de financiamiento. Se origina cuando en un entorno de incertidumbre se juntan dos escenarios: que el sector financiero cuente con menor liquidez, la autoridad monetaria, de repente, normalice su política y las empresas estén buscando financiamiento para nuevos proyectos y no existan garantías suficientes de que los requerimientos para adquirir créditos no se vuelvan más estrictos de lo que son hoy en día.

Tabla 8: ¿Qué pasa si un escenario poco probable ocurre?

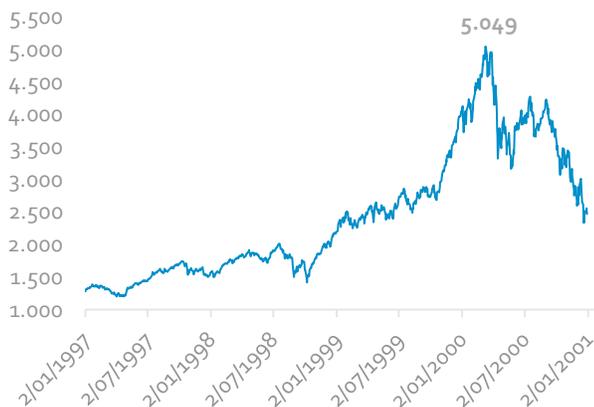
Acción	Escenario en 2023	Resultados en 2023	Acción a seguir
Compañía se financia a 4 años hoy (2022)	Existe amplio acceso al crédito en el 2023	La compañía se financia hoy (2022) a tasas más altas que lo que podrían estar en 2023	Refinanciar la deuda a tasas más bajas en 2023
	El acceso al crédito se reduce en 2023	La compañía ya tiene su financiamiento asegurado con las tasas del 2022	No es necesario ninguna acción
Compañía no se financia a 4 años hoy (2022)	Existe amplio acceso al crédito en el 2023	La compañía puede seguir financiándose a corto plazo (1 año) a tasas mayores o menores en 2023, según comportamiento económico	Rollover o renovación de la deuda en 2023
	El acceso al crédito se reduce en 2023	La empresa queda desfinanciada y enfrenta problemas de liquidez	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa consigue recursos mediante una Capitalización • Reorganización empresarial • Liquidación total de la empresa

Esta historia ya se ha visto: el caso Amazon

Plantear diferentes escenarios puede ayudarle a afrontar y mitigar los posibles eventos que puedan perjudicarlo

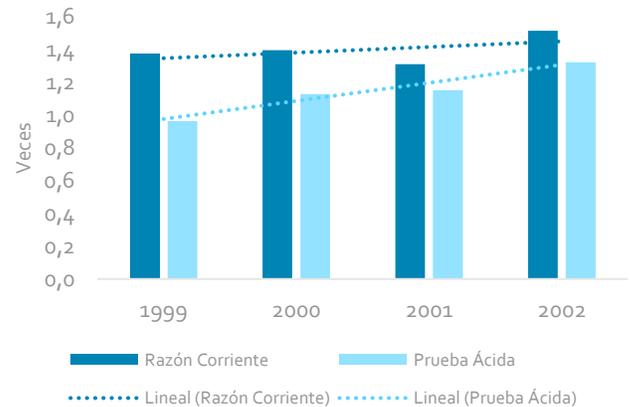
Durante los años 1997 a 2000, se vivió un periodo de alto crecimiento en el valor accionario de empresas vinculadas a operaciones vía Internet. Como se puede ver en el gráfico 13 en este periodo, el índice Nasdaq que se caracteriza por comprender las empresas de alta tecnología en electrónica, informática y telecomunicaciones en la bolsa de valores de EE.UU. generó una corriente especulativa más conocida como la “burbuja del puntocom”. Una combinación de alto aumento en los precios de las acciones, alta especulación y un alto apetito por activos de capital de riesgo que crearon un ambiente exuberante. Dicho periodo se caracterizó por la creación de empresas tecnológicas acompañado de la incapacidad de estas de generar sostenibilidad en el largo plazo que provocó quiebras masivas.

Gráfica 13: Caída del Nasdaq a partir del marzo 10 de 2000



Fuente: Eikon, Corficolombiana.

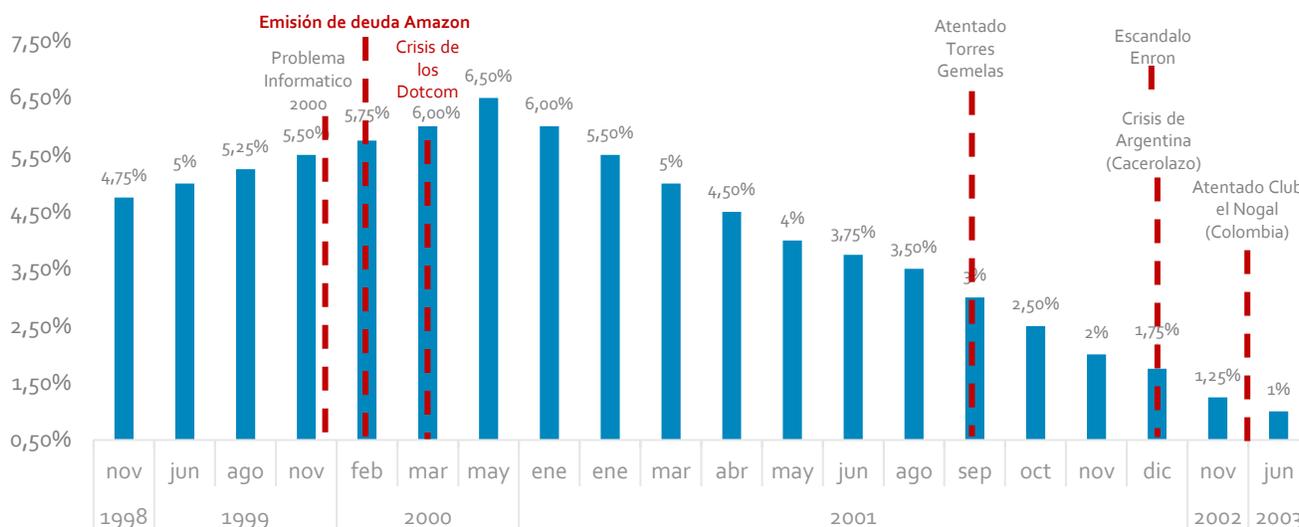
Gráfica 14: Amazon mantuvo sus niveles de liquidez e inclusive los aumentó entre 2000 - 2002



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. *Razón Corriente = Activos Corrientes/Pasivos Corrientes; Prueba Ácida = Total efectivo/Pasivos Corrientes.

En ese entonces, se tenía un ambiente macroeconómico similar al vivido hoy en día, un periodo caracterizado por presiones inflacionarias y alzas en las de tasas de interés. En Estados Unidos la inflación interanual a octubre de 1998 se encontraba en 1,50% y a julio de 2000 se ubicaba en 3,70%. En cuanto a las tasas de interés, la Reserva Federal (Fed) tuvo que aumentar su tasa en 175 (pbs) al ubicarse en 6,50% en mayo de 2000 desde 4,75% en noviembre de 1998. Para Colombia la situación era similar pues el Banco de la Republica aumentó su tasa de referencia desde 27% en agosto de 1997 a 32% en mayo de 1998 para controlar la inflación que se ubicaba en 18,52% a abril de 1997 a 20,69% en junio de 1998.

Gráfica 15: Amazon emitió deuda a una tasa del 6,90% E.A, cuando las tasas de interés en EE. UU. se encontraban al 5,75%; tasa que en mayo de ese mismo año se ubicó en 6,50%



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Ante un escenario de alta inflación acompañado de altas tasas de interés, se supondría que el encarecimiento de los costos de financiamiento es algo inevitable, sin embargo, esto fue algo que estuvo dispuesto a afrontar **Amazon**. Pues a principios de 2000 Warren Jenson, director financiero de la compañía, decidió que la empresa necesitaba una posición más sólida de efectivo como protección contra la posibilidad de que los proveedores pudieran pedir que se les pagara más rápido por los productos vendidos por Amazon. Antes de estallar la crisis (marzo 2000), en febrero de ese año, Amazon vendió 690 millones de euros (681 millones de dólares) en bonos convertibles en acciones a inversores extranjeros (mercado europeo).

En dicha emisión Amazon ofreció una tasa de 6,9% E.A, frente a la tasa presente en ese momento en EE.UU. que se encontraba en 5,75%, y un plazo al vencimiento de 10 años con términos de conversión flexibles, para atraer inversionistas en mercados extranjeros. Esto ayudó a la compañía a recaudar recursos y así tener una mejor posición de efectivo, mejorar la conversión de flujo de efectivo, (entendiéndose esta, como la capacidad de la empresa de pagar por las cosas que vendió antes de tener que pagarlas a sus proveedores). La compañía pudo usar esta infusión de efectivo para hacer crecer su negocio, mantener y mejorar sus indicadores de efectivo (gráfica 14) y capital de trabajo en tiempos de crisis.



Jeff Bezos, endeudó a su compañía a tasas altas en el momento adecuado ¿Tuvo suerte?

Amazon no solo escapó del colapso de las puntocom, sino que su gran éxito lo impulsó a convertirse en una de las compañías más grandes del mundo en la actualidad.

Más allá del éxito de la estrategia de la gestión del capital de trabajo ejecutada por Amazon podría pensarse que fue cuestión de "suerte" por el hecho de poder financiarse poco antes de estallar la crisis; o también gracias a la intuición de la alta gerencia sobre el comportamiento

futuro de las tasas de interés y el comportamiento de la economía los llevara a financiarse a un largo plazo (10 años) en lugar de un solo año.

¿Qué habría pasado si Amazon no hubiera emitido los 690 millones a un plazo de 10 años aún a tasas altas, sino que en vez de eso lo hubiera hecho solo a 1 año?

La respuesta es que probablemente Amazon no habría conseguido financiamiento. Es necesario recordar los eventos que se presentaron en 2001, pues, EE.UU. tuvo tres golpes impensables en ese periodo de tiempo:

- 1) La continuación de la crisis de los puntocom
- 2) El ataque a las torres gemelas y
- 3) El estallido de uno de los escándalos financieros más grandes de la historia relacionado con la empresa energética Enron

Todos estos sucesos afectaron a muchas empresas y Amazon no fue la excepción, pues en dicho periodo al evidenciar que los registros contables realizados por Enron no representaban la realidad de la compañía, se perdió la confiabilidad que la gente veía reflejada en los estados financieros al asumir que posiblemente las cifras contables eran mentira.

Se podría suponer que al asumir eventualmente mayores tasas de interés y condiciones más estrictas en el financiamiento a Amazon se le dificultaría refinanciarse en lo corrido de 2001, además, de verse expuesto a otro año de eventos inciertos. Bajo ese contexto a Amazon se le dificultaría haberse refinanciado en lo corrido de 2001. Sin embargo, la estrategia realizada un año atrás por la compañía fue un éxito que logró ayudarla a convertirse en una de las compañías más grandes del mundo en la actualidad.

Es por esto, que la alta gerencia debería considerar varios escenarios, sin importar las diferentes condiciones económicas presentes de cada uno de ellos, pues ninguna empresa debe gestionar sus riesgos bajo un escenario optimista, tratar de financiarse en plazos más cómodos que mitiguen eventos adversos o de incertidumbre sin afectar en gran medida los niveles de endeudamiento y la estructura de capital, así como lo realizó Amazon en su momento.

¡Empresarios, a asegurar el financiamiento más allá de 2 años!, Como lo hizo Jeff Bezos

A pesar de observar aumentos en el costo de financiamiento del crédito comercial, las áreas financieras deberían poner en consideración el asegurar parte del capital de trabajo para los próximos cuatro años con el fin de mitigar riesgos de liquidez. Así como lo realizó Amazon, y aprovechar las condiciones del mercado que siguen siendo buenas dado que "cualquier cosa puede pasar" en cuanto al comportamiento de las tasas de interés.

Si en algún futuro cercano, el costo de financiarse aumenta como consecuencia de las condiciones económicas actuales, las empresas podrían verse beneficiadas de haber financiado su capital de trabajo a menores tasas hoy para los próximos 3 a 5 años. De ocurrir lo contrario la compañía podría refinanciar su deuda a costos mucho menores en los años venideros (tanto los mercados de valores como el sector financiero ofrecen productos y estrategias que permiten hacerlo). Nadie debe quedarse estático en una decisión de financiamiento ejecutada en el presente año, la cual es dinámica y cambiante según las condiciones económicas del contexto nacional e internacional.

*En el equipo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana creemos **que las empresas colombianas deben y pueden asegurar una parte del financiamiento para los próximos 3 a 5 años, ya mismo.** Esto les permitirá asegurar un porcentaje de efectivo para mantener sus niveles de capital de trabajo y mitigar el riesgo de liquidez ante cualquier escenario, debido a que existen factores de riesgo en el ámbito local e internacional que podrían afectar la liquidez de los mercados en lo que queda de 2022 e inclusive 2023. Las empresas deben aprovechar las estrategias existentes para no depender de lo que pueda pasar frente a la disponibilidad de crédito en la economía.*

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 69962

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70015

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula González

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Cárdenas

Analista de inteligencia empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

juan.pardo@corficolombiana.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 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.

CORFICOLMBIANA 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 CORFICOLMBIANA, 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.