



Corficolombiana

FINANZAS CORPORATIVAS

MANUAL DE ESTRATEGIAS PARA **2023**

CONTENIDO

Editorial	-----	5
Estrategias de largo plazo para riesgos de corto plazo	-----	8
Decisiones de inversión y rentabilidad	-----	12
Decisiones de financiamiento e impuestos corporativos	-----	27
Gestión de riesgo cambiario de corto plazo	-----	40
Indicadores de endeudamiento y costo del capital propio por sector	-----	51

Comenzar ►

1 **2** **3** **4** **5** **6**

Analistas	Rafael España Amador Director Finanzas Corporativas rafael.espana@corficolombiana.com
	Jaime Andrés Cárdenas Analista de Inteligencia Empresarial jaime.cardenas@corficolombiana.com
Portada	Lukas Vargas
Diagramación	Consuelo Lozano González consuelo.lozano@formasfinales.com
Impresión	Citysphera SAS Bogotá Colombia Diciembre de 2022

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas | Corficolombiana S.A.

Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas

ISSN 2745-0386 21
Corporación Financiera Colombiana S.A. 2022
Todos los derechos reservados ©

1 **2** **3** **4** **5** **6**

Editorial: Todos por la resiliencia

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

La notable recuperación de la economía colombiana en 2022 coincidió con un cambio abrupto en las condiciones financieras a nivel global. El aumento sincronizado de la inflación a nivel internacional y el endurecimiento de las condiciones financieras en muchas jurisdicciones nos dejan con el sinsabor de una economía doméstica recuperada del choque del COVID, pero en la antesala de una desaceleración económica a nivel global.

Nuestras proyecciones económicas para 2023 no son tan pesimistas como las elaboradas por otros grupos de analistas y el propio Banco de la República, pero reflejan unas condiciones más adversas en materia de crecimiento económico como resultado de un enfriamiento del consumo privado, el gran motor de la recuperación económica de nuestro país. Advertimos de los riesgos asociados a una inflación persistente y un escenario donde tanto a nivel internacional como local, las tasas de referencia se mantendrán en niveles altos en buena parte de 2023.

En este contexto, las decisiones financieras y estratégicas de los empresarios serán más relevantes que nunca para sortear un panorama retador. En el tablero de instrumentos de los tomadores de decisiones aparecerán un número inusualmente amplio de señales que incluyen alertas desde temas geopolíticos a nivel internacional, pasando por la agenda de reformas propuesta por el nuevo gobierno, hasta la compleja dinámica financiera de los mercados locales. Si en el país tendremos por objetivo trabajar todos, sector privado y público, por la economía, la apuesta en 2023 a nivel empresarial será un esfuerzo mancomunado por la resiliencia.

Esperamos que este informe ayude a nuestros clientes y al sector empresarial del país a diseñar los planes estratégicos en materia financiera de cara al próximo año. Como ya hemos señalado en

versiones anteriores de este mismo informe, uno de los temas recurrentes que aquí analizamos es el manejo prudencial de la liquidez y el balance adecuado entre el uso de recursos propios y los diferentes instrumentos de deuda.

Este Manual de Estrategias 2023 discute cómo diseñar estrategias de financiamiento en una coyuntura donde las tasas de interés a diferentes plazos han venido en aumento como resultado del choque inflacionario, la subsecuente respuesta de política monetaria y un aumento de la prima de riesgo. El equipo de Finanzas Corporativas considera que, a pesar de dicho aumento, es prudente asegurar niveles amplios de liquidez en la actual coyuntura. Las tasas de financiamiento a plazos de entre 3 y 5 años lucen atractivas al compararlas con los niveles de las tasas a un año. La incertidumbre relacionada con la guerra en Europa, el choque inflacionario global y doméstico, así como la postura de política monetaria de la Reserva Federal y del resto de Bancos Centrales, bien justifica una postura prudencial en el manejo de la liquidez. Las tasas relevantes para la toma de decisiones no son las ya observadas en años anteriores, que hacen ver las tasas actuales como elevadas, sino aquellas que serán prevalentes en los próximos meses.

Estas decisiones financieras tendrán que ocurrir en un contexto donde la rentabilidad esperada que debe exigir un inversionista con un portafolio diversificado de activos para un proyecto productivo en Colombia ha aumentado de forma significativa. De acuerdo con los cálculos que este informe discute en detalle, dicha rentabilidad excede actualmente el 20% E.A en pesos colombianos.

Una coyuntura compleja en materia de financiamiento y de mayores exigencias en retornos de proyectos de inversión requieren de los empresarios un especial cuidado a la estructura de capital de sus empresas y de un uso adecuado de los instrumentos de cobertura frente a riesgos de mercado.

En medio de tanta incertidumbre, tenemos la convicción que los análisis presentados en este informe serán útiles para muchas de las discusiones financieras de los próximos meses. Esperamos, además, que los lectores de este informe visiten con frecuencia la

página de Finanzas Corporativas (<https://investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas>), donde de manera frecuente y con contenido multimedia actualizaremos el contenido aquí presentado. Les deseamos a nuestros clientes y a los empresarios del país un 2023 resiliente.

Estrategias de largo plazo para riesgos de corto plazo

Rafael España Amador

En períodos de estabilidad de los mercados financieros, el área de la economía que estudia las finanzas corporativas tiende a separar las decisiones de largo plazo de aquellas de corto plazo. En períodos de estabilidad, las decisiones de largo plazo –aquellas que tienen que ver con la rentabilidad de las inversiones y con la estructura de financiamiento– no dependen de factores del corto plazo como el financiamiento del capital de trabajo. En un mundo en el que la liquidez es amplia y, por ende, el riesgo de refinanciación es bajo, las empresas pueden gestionar su capital de trabajo apuntándole a que el pasivo corriente y el activo corriente guarden una relación con la operación de un año.

► Liquidez

Es necesario disminuir el riesgo de liquidez en una economía en desaceleración

Sin embargo, a cierre de 2022 y ante la expectativa de un 2023 marcado por una desaceleración económica, la resiliencia de las compañías dependerá de su capacidad de disminuir al máximo la probabilidad de enfrentarse a escenarios de iliquidez durante el ciclo de desaceleración. En otras palabras, en 2023 asegurar el financiamiento del capital de trabajo de solo ese año no es óptimo, se requiere una decisión estructural que asegure el capital de trabajo de mínimo 2 o 3 años.

Por esta razón, el lector notará que a diferencia de los Manuales de Finanzas Corporativas que publicamos en años anteriores –en los que hacíamos referencia a las decisiones de gestión de capital de trabajo exclusivamente en un capítulo–, en este ponemos al capital de trabajo como protagonista de todos los capítulos. **El riesgo de 2023 es no obtener financiamiento de corto plazo.**

Sin embargo, este financiamiento requiere una decisión estructural de mediano o de largo plazo que va más allá de solucionar las necesidades de liquidez de un año. Bajo esta coyuntura, **financiar el capital de trabajo únicamente con pasivos de corto plazo expone a la compañía a riesgos de refinanciamiento y puede incrementar el riesgo de liquidez.** Además, no necesariamente es más económico debido a que las tasas de corto plazo han subido considerablemente.

► Optimizar

el valor de la firma requiere elegir una combinación de deuda y patrimonio que minimice el CPPC o WACC

► \$484

Fue la diferencia entre el nivel máximo y el mínimo de la TRM en octubre de 2022

► CPPC o WACC = 20%

Para una compañía típica de la Bolsa de Valores de Colombia. Esto representa un aumento de más de 950 puntos básicos en 2022

En el capítulo sobre estructura de capital e impuestos corporativos abordamos el problema desde la maximización del valor de la firma. Tiene todo el sentido que la mayor preocupación de los encargados de las áreas de finanzas sea evitar que la compañía se quede sin efectivo para la operación. Sin embargo, esta es solo la primera etapa de optimización pues el valor de la firma se afecta por la combinación entre deuda de largo plazo y patrimonio utilizada debido a que el nivel de riesgo y las ganancias que quedan disponibles para distribuir entre socios y accionistas dependen en gran medida del nivel de apalancamiento de una empresa y su relación con los impuestos, de lo que se conoce como "estructura de capital" y "escudo tributario".

Con respecto a los capítulos de "decisiones de inversión y rentabilidad" y a la "gestión de riesgo cambiario de corto plazo" hemos decidido exponer estrategias que exploten la estructura actual de las tasas de interés y que tengan en cuenta que el costo de implementar coberturas cambiarias refleja las características de la volatilidad de la TRM. Las tasas de interés y las tasas de cambio están altamente relacionadas.

Las tasas de interés y la tasa de cambio son volátiles

Es usual que las variaciones de la tasa de cambio nos sorprendan año tras año a los colombianos. Por ejemplo, si en algún momento pensamos que las variaciones observadas en marzo de 2020, cuando iniciaron las cuarentenas para contener la COVID-19, eran cosa del pasado, nos equivocamos. Durante 2022, en particular en el segundo semestre del año, la tasa de cambio fluctuó de forma importante. Por ejemplo, en julio la diferencia entre el máximo y el mínimo de la TRM fue de \$476 (\$4.627 - \$4.151); asimismo, en octubre la diferencia fue de \$484 (\$4.968 - \$4.484). La volatilidad volvió en 2022.

Asimismo, en 2022 las tasas de interés se incrementaron de forma no vista en muchos años generando impactos en el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por su sigla en inglés) para compañías colombianas. Este aumentó de forma vertiginosa durante 2022. A manera de ejemplo, nuestra estimación apunta que, para una empresa listada en bolsa financiada en 50% con deuda y 50% con capital, el WACC aumentó más de 950 puntos básicos, desde 10,5% hasta 20%. Por un lado, con datos a octubre de 2022, identificamos que el costo

de un crédito comercial aumentó 1.150 puntos básicos desde 5,6% hasta 17,6%. Por otro, el costo del capital propio se incrementó 780 puntos básicos desde 15% hasta 22,8%. En el capítulo “Decisiones de Inversión y Rentabilidad” exploramos los detalles detrás de estos números.

Políticas para aumentar la resiliencia

Si bien podemos ofrecer “color” sobre lo que deben hacer las compañías en esta coyuntura; la creación de políticas que soporten el proceso de toma de decisiones dentro de las empresas es más exitoso y prudente que dejar las decisiones únicamente a la pericia o al talento de los encargados de las áreas de finanzas. En este sentido, políticas como: 1) gestión de riesgo y liquidez, 2) límites al apalancamiento y concentración de vencimientos a la deuda y 3) gestión de riesgo cambiario; permiten que las compañías avancen en el camino a la sostenibilidad empresarial independientemente del ciclo económico. Más allá de la pericia de los directivos, buenas políticas diseñadas por la gerencia permitirán a las empresas ser sostenibles.

Lecciones que hemos aprendido en los últimos 3 años

- Mantener buenos niveles de liquidez y un buen gobierno corporativo son vitales para la sostenibilidad de una compañía en tiempos de crisis.
- Las condiciones de financiamiento pueden cambiar rápidamente, depender de estrategias como el “roll-over” de créditos expone a las compañías a riesgo de refinanciamiento.
- La gestión de riesgo cambiario no puede depender de un escenario particular. La volatilidad de la tasa de cambio no es algo nuevo y la aproximación a su gestión no se puede limitar a expertos del área financiera. Requiere comunicación clara con los representantes de los accionistas de la compañía (Miembros de la Junta Directiva).
- Aún en presencia de una economía fortalecida, algunos agentes pueden tener dificultades para acceder a los recursos del sistema

financiero por fricciones que surgen a nivel micro. Por eso existen diferentes prácticas que debe seguir para mejorar la percepción crediticia que tienen de su empresa que se encuentra en nuestra página web¹.

Como ya es costumbre en nuestro Manual de Finanzas Corporativas le recordamos a todos nuestros lectores que no hay recomendación o modelo financiero que no tenga riesgos de implementación y por eso el consejo de un experto, como los que encuentra en Corficolombiana, puede hacer la diferencia. No dude en buscar asesoría para construir una estrategia que le permita a su empresa alcanzar la sostenibilidad de largo plazo.

¹ Ver documento "las 9 prácticas infalibles para que su empresa pueda acceder a hacer operaciones sofisticadas con una entidad financiera" en www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas.

DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

Autores | Jaime Andrés Cárdenas

- ▶ COSTO DE LA DEUDA (KD)
- ▶ COSTO DEL CAPITAL PROPIO (KE)
- ▶ COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) EN COLOMBIA

DECISIONES DE INVERSIÓN Y RENTABILIDAD

Jaime Andrés Cárdenas

En este capítulo le presentamos argumentos sobre los beneficios de asegurar ya mismo el financiamiento para los próximos 3-5 años.

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 que accedieron a financiamiento durante 2020 y 2021. Si bien durante 2022 el valor de las emisiones de bonos corporativos no fue superior al observado en 2021, el monto colocado de los créditos comerciales bancarios sí lo fue, pues a octubre de 2022 (\$157.2 billones de pesos) ya se había superado el monto de todo el 2021 (\$152.9 billones de pesos) (Ver tabla 1).

► En 2022

el valor de las emisiones de bonos corporativos no fue superior al observado en 2021

Las tasas de interés para 2021 se ubicaron en niveles mínimos; sin embargo, para 2022, el escenario ha dado un giro de 180 grados. El endurecimiento de la política monetaria, además de un repunte en las tasas de negociación de la deuda pública (TES), ha presionado las tasas del crédito comercial preferencial y ordinario al alza y obligan a que tanto empresarios como consumidores se pregunten por el comportamiento futuro de las tasas de interés.

Tanto los análisis económicos, como las proyecciones implícitas en los mercados de valores, apuntan a que 2023 y 2024 serán años marcados por la incertidumbre, y razones no faltan para pensar esto, pues temores por una posible desaceleración económica, persistencia

Tabla 1

CRÉDITOS COMERCIALES COLOCADOS
(Cifras billones de pesos colombianos)

Año	Preferencial total	Ordinario total	Preferencial y Ordinario	Variación
2018	\$73,8	\$71,9	\$145,8	
2019	\$78,6	\$79,3	\$157,9	8,3%
2020	\$77,4	\$67,8	\$145,2	-8,0%
2021	\$83,1	\$69,8	\$152,9	5,3%
Oct-2022	\$69,6	\$87,5	\$157,2	2,8%

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. 31 de octubre de 2022.

► El costo

de los recursos propios permanece alto debido a las primas de riesgo

► No es posible

descartar que en 2023 se reduzca la liquidez o que las condiciones financieras sean más restrictivas

en las presiones inflacionarias, tensiones geopolíticas (i.e. conflicto Rusia - Ucrania) y el endurecimiento de la política monetaria --que podría eventualmente afectar aún más los costos de financiamiento mediante su transmisión sobre las tasas de interés de corto plazo-- lo evidenciaría.

La escogencia de financiamiento por parte de los empresarios no ha sido una decisión fácil. Por un lado, las tasas de interés asociadas a la deuda se encuentran en un terreno alcista y, por otro lado, el costo de financiarse con recursos propios o patrimonio de los inversionistas ha rebotado fuertemente. Es importante aclarar que Colombia no ha sido el único país en el que el costo de financiamiento se ha comportado de esta manera en Latinoamérica; en Chile, México y Perú ha sucedido lo mismo.

El comportamiento de la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos, 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). Debido a que estas variables aumentaron con respecto a 2021, el Costo Promedio Ponderado del Capital de las compañías en general, también lo hizo.

Teniendo en cuenta que no es posible descartar que en 2023 se reduzca la liquidez y las condiciones financieras sean aún más restrictivas (o menos flexibles) a las que vimos en los mercados en 2022, es mejor asegurar el porcentaje de liquidez necesario para mantener o aumentar el capital de trabajo de la compañía.

COSTO DE LA DEUDA (KD)

El año pasado, en este mismo informe expusimos que el ciclo de la política monetaria se encontraba en camino a "normalizarse" junto con el resurgimiento de una inflación cada vez más difícil de ignorar. Ahora, las tasas de interés que enfrentan empresarios y consumidores no solo se revirtieron a un escenario que consideramos más "normal" que el atípico periodo de bajas tasas vistas durante el periodo 2020-2021, sino que siguieron su senda al alza y hoy son más altas que las observadas en la historia reciente.

A la fecha de publicación de este informe, todavía existe una ventana de oportunidad para asegurar la liquidez de gran parte del 2023 hasta 2025 o incluso 2026. Por un lado, las tasas de interés para créditos comerciales bancarios no han capturado del todo los aumentos de tasas del Banco de la República y, por otro lado, tanto factores internos como externos no nos permiten asegurar de forma inequívoca que las condiciones financieras sean más flexibles el próximo año de lo que lo son actualmente.

► 2023

apunta a condiciones menos flexibles en el financiamiento para las empresas de lo observado en 2022

Desde un punto de vista de gestión de riesgos consideramos que las empresas deben asegurar el financiamiento de su operación para los próximos 3 a 5 años lo más pronto posible, preferiblemente antes de finalizar el primer trimestre del 2023.

¿Habrá un mejor momento para asegurar la liquidez de los próximos años?

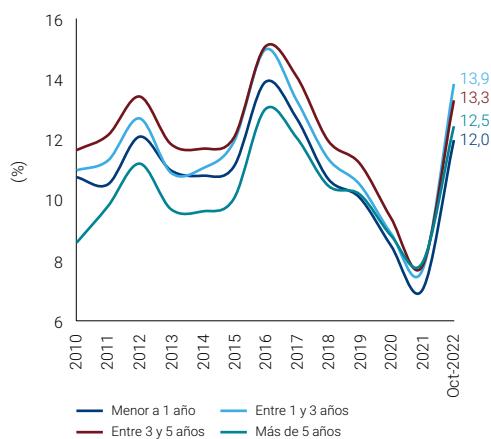
Asegurar el financiamiento para varios períodos ya mismo reduce riesgos de consecución de recursos y de liquidez para gran parte del periodo 2023-2026 y, en este sentido, el balance que debe hacer la gerencia de una empresa implica sopesar qué tan cómoda se puede sentir en un escenario que pone sobre la mesa dos retos particulares para el futuro cercano:

- Un mayor encarecimiento del crédito gracias a la transmisión a la economía de una política monetaria cada vez menos expansiva.
- La reducción de la liquidez desde los mercados internacionales hacia el mercado local. Dado que los agentes disminuyen sus preferencias por invertir en capital de riesgo, como activos colombianos, y prefieren inversiones en activos tradicionalmente considerados "refugio" (como los bonos del tesoro de Estados Unidos).

Es importante tener en cuenta que las razones para conseguir crédito van más allá de perseguir las bajas tasas de interés. En las empresas se debe evaluar 1) la estructura de capital deseada o el porcentaje de deuda financiera y capital propio ideal, 2) la capacidad de pago de la compañía con respecto a su flujo de caja libre, evaluada por ejemplo en el indicador deuda vs EBITDA y 3) el perfil de vencimientos de la deuda (deuda a plazos largos, reduce riesgos de liquidez).

Gráfico 1A

TASAS DE INTERÉS E.A. PARA LOS CRÉDITOS COMERCIALES ORDINARIOS



Las tasas son un promedio acumulado del año.

Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana con corte a octubre 31 de 2022.

En el capítulo de Decisiones de Financiamiento e Impuestos Corporativos, exponemos más detalles sobre la evolución de la estructura de capital de las compañías más grandes de Colombia y su posición frente a otros países de Latinoamérica en un escenario incierto.

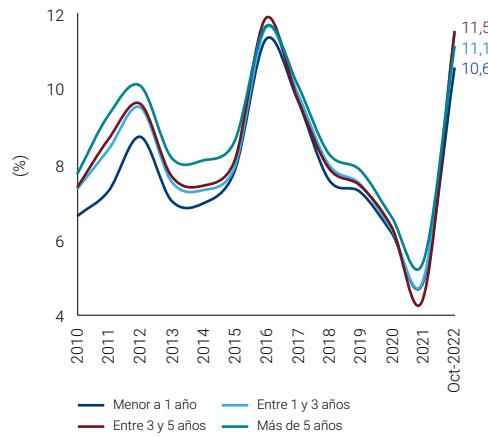
Crédito empresarial: la montaña rusa de las tasas de interés

En una montaña rusa subir y bajar es lo característico, es un sistema constituido por ciclos que el usuario no puede controlar pues no depende de él en qué momento el vagón sube o baja. Aunque sabe que el vagón va a terminar al mismo nivel del que empezó, en raras ocasiones sabe la ruta exacta. Así mismo ocurre con las variaciones del ciclo económico, en contadas excepciones las empresas pueden controlar y reaccionar a las variaciones del ciclo.

Sin embargo, lo que sí puede controlar un usuario de una montaña rusa es el uso del cinturón de seguridad. Abrocharse el cinturón de seguridad le otorga la tranquilidad necesaria para disfrutar de la montaña rusa disminuyendo así el riesgo de accidentarse. En el caso de los empresarios, asegurar el crédito a tiempo, permite que la empresa funcione mientras que el Banco de la República, o la Reserva Federal en Estados Unidos, se ocupan de manejar las tasas de interés para hacer que la inflación se mantenga controlada y permitir así que la economía no se descarrile.

Durante 2020 y gran parte de 2021 vimos tasas de créditos comerciales ordinarios particularmente bajas no vistas desde 2010. Ahora, desde octubre de 2021, las tasas de interés dieron un giro de 180 grados y lentamente comenzaron a reflejar las alzas en tasas de interés que el Banco de la República viene aplicando. Podemos afirmar con un alto nivel de confianza que el costo de la deuda empresarial (o K_d de acuerdo con la terminología utilizada en los modelos de finanzas corporativas) se mantendrá al alza debido a que la política monetaria se transmite de forma paulatina. En otras palabras, el incremento de tasas de política monetaria realizada por parte del Banco de la República durante 2022 para combatir la inflación, se seguirá trasladando a los créditos comerciales durante 2023.

Gráfico 1B
TASAS DE INTERÉS E.A. PARA CRÉDITOS COMERCIALES PREFERENCIALES



Las tasas son un promedio acumulado del año.
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana con corte a octubre 31 de 2022.

El costo de endeudamiento (K_d) 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 2021 para aumentar el crédito corporativo (Ver tabla 2). Como es posible apreciar en el gráfico 1A y 1B, las tasas de interés nominales de los créditos comerciales ordinarios y preferenciales durante 2022 se han visto afectadas de forma contundente por las variaciones en el mercado crediticio y el mercado de deuda.

No deja de llamar la atención que entre enero y octubre de 2022, el monto de créditos desembolsados por el sistema bancario haya sido superior al observado en el mismo periodo de 2019. Una recuperación económica robusta junto con condiciones financieras más favorables y flexibles ayudaron a que esto se presentara. La situación es diferente al observar los montos de colocaciones de bonos corporativos en el mercado público de valores. Desafortunadamente el volumen en el mercado de bonos no ha sido superior al observado en el mismo periodo de 2019.

Se pensaría que, en un año marcado por alta inflación y tasas de interés al alza, la cartera comercial y las emisiones vía bonos habrían decrecido; ese no ha sido el caso al menos hasta la fecha de publicación de este informe. Es posible que para 2023, la desaceleración económica y unas condiciones financieras menos holgadas se traduzcan en un menor monto colocado de créditos comerciales.

A finales del 2021 y en lo corrido del 2022, emitir deuda en el mercado público de valores para los emisores del sector real fue costoso,

Tabla 2

CRÉDITOS COMERCIALES COLOCADOS

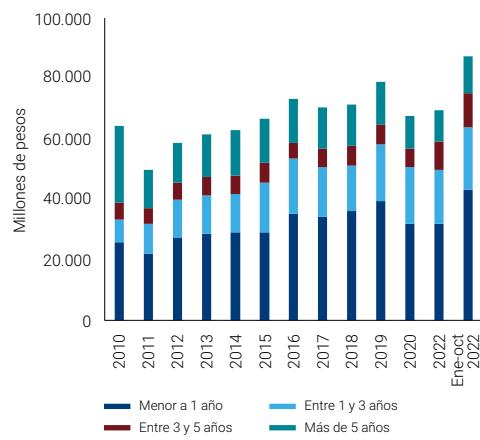
(Cifras en miles de millones de pesos colombianos)

Año	Preferencial Total enero - octubre	Ordinario Total enero - octubre	Preferencial y Ordinario Total enero - octubre	Variación (%)
2018	\$59.922	\$58.275	\$118.197	
2019	\$61.723	\$64.773	\$126.496	7,0%
2020	\$64.467	\$54.853	\$119.320	-5,7%
2021	\$68.320	\$55.245	\$123.565	3,6%
2022	\$69.639	\$87.517	\$157.156	27,2%

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. 31 de octubre de 2022.

Gráfico 2A

MONTO DESEMBOLSADO DE CRÉDITOS COMERCIALES ORDINARIOS POR PLAZO
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana con corte a octubre 31 de 2022.

pues las emisiones de deuda incorporan de manera más expedita las expectativas y perspectivas que se tengan sobre el control de la inflación y el movimiento de tasas de interés que el mercado bancario. Si bien es cierto que el financiamiento vía emisión de bonos corporativos hoy es más costoso que en el pasado, al crédito bancario no se ha transmitido todo el aumento de las tasas de interés del mercado de bonos corporativos.

Ahora, a la fecha de publicación de este informe las tasas de interés en el mercado público de valores se encuentran por encima de los niveles registrados de 2016. Tanto la inflación esperada implícita en los precios de los bonos, como las primas de riesgo de crédito y liquidez son las causantes del aumento. Sin embargo, el spread al que se negocian las tasas de la deuda privada por encima de las de deuda pública refleja la preocupación de los agentes por el riesgo de crédito y liquidez de los títulos de deuda corporativa.

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 4, el 2021 no tuvo montos mayores en emisiones a las registradas el año anterior, incluso el sector real no fue significativo con los montos registrados en el mercado como se puede observar en la Tabla 5.

Tabla 3

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

Año	2020	2021	2022 (ene-oct)
Monto	\$12.933.907	\$10.540.042	\$2.029.031

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos Corficolombiana con información con corte a octubre de 2022.

Tabla 4

COMPARACIÓN MONTO COLOCADO DE DEUDA CORPORATIVA (Cifras en millones de pesos)

Año	2020 (ene-oct)	2021 (ene-oct)	2022 (ene-oct)
Monto	\$10.953.610	\$9.338.447	\$2.029.031

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos Corficolombiana con información con corte a octubre de 2022.

Tabla 5

COMPARACIÓN MONTO COLOCADO DE DEUDA CORPORATIVA, ÚNICAMENTE SECTOR REAL (Cifras en millones de pesos)

Año	2020	2021	2022 (ene-oct)
Monto	\$6.995.512	\$2.043.780	\$664.890

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cálculos Corficolombiana con información con corte a octubre de 2022.

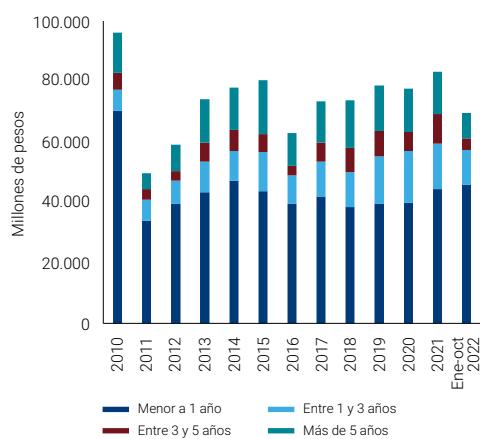
Al observar aumentos en el costo de financiamiento del crédito comercial, las áreas financieras deben poner en consideración el asegurar parte del capital de trabajo para los próximos cuatro años con el fin de mitigar riesgos de liquidez y aprovechar las condiciones del mercado que siguen siendo buenas dado que “cualquier cosa puede pasar” en cuanto al comportamiento de las tasas de interés y las condiciones del crédito comercial.

Aunque el aumento sostenido en las tasas de interés de los créditos comerciales debe disminuir el apetito por crédito; la cartera comercial ha crecido de forma significativa en 2022, aun cuando los bancos han tenido que realizar captaciones masivas en CDTs a altas tasas para cumplir con requerimientos regulatorios¹. Sin embargo, esperamos que en 2023 las tasas de créditos comerciales continúen al alza, quizás alcanzando los niveles de las tasas del mercado de capitales, y que lentamente el apetito por crédito bancario se regule.

La buena noticia es que todavía se puede aprovechar el mercado de crédito bancario para refinanciar y mejorar el plazo de la deuda y la liquidez. A la vez que, los empresarios pueden considerar refinanciar sus préstamos a plazos más largos para evitar tener problemas con su capital de trabajo y así no estar pendientes de obtener recursos año tras año o en cada momento.

Consideramos que la tarea principal de los líderes de las empresas del sector real no es estar pendiente del nivel de las tasas de

Gráfico 2B
MONTO DESEMBOLSADO DE CRÉDITOS
COMERCIALES PREFERENCIALES POR
PLAZO (Miles de millones de pesos)



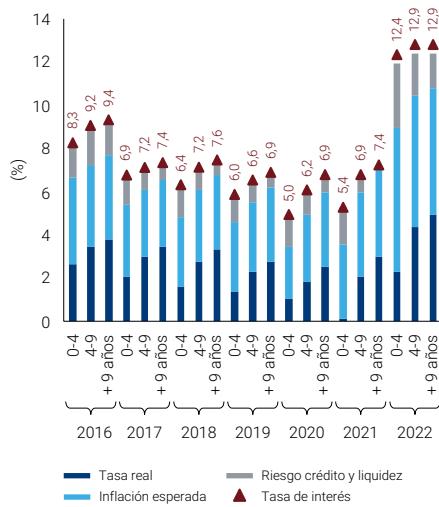
Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana con corte a octubre 31 de 2022.

¹ En 2022 se está implementando una regulación que exige que los bancos cumplan con el denominado Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CEFEN). 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.

interés sino enfocarse en el funcionamiento de la compañía para crear valor. 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 de disponibilidad y necesidades de liquidez y su posible afectación en la estructura de capital en un entorno de incertidumbre.

Gráfico 3

COMPONENTES QUE HAN EXPLICADO LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS EN TASA FIJA POR PLAZO



* Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario.

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana con información con corte a octubre de 2022.

El costo de financiamiento es una variable que hay que tener en cuenta a la hora de optimizar el desempeño económico de las compañías, 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, así como pretender que un usuario de una montaña rusa pueda anticipar esas subidas y bajadas de los circuitos durante el ciclo.

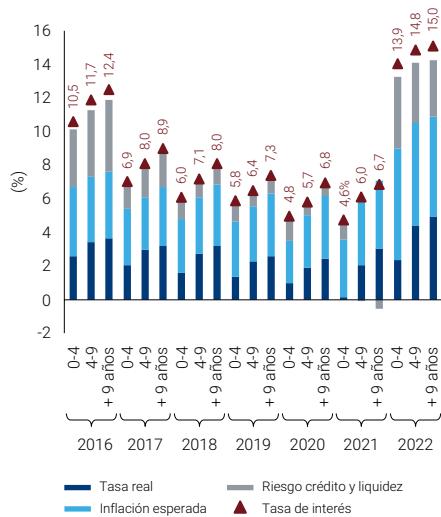
¿Qué hacer si las predicciones no son lo que se esperaba?

Si en algún futuro cercano, el costo de financiarse continua en aumento como consecuencia de las condiciones económicas actuales, las empresas podrían verse beneficiadas de haber financiado su capital de trabajo aun a menores tasas hoy para los próximos 3 a 5 años de lo que podrían estar en el futuro. 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, la cual es dinámica y cambiante según las condiciones económicas del contexto nacional e internacional de cada momento.

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, ideal si lo hacen antes de que acabe el primer trimestre de 2023. Esto les permitirá asegurar un porcentaje de efectivo para mantener sus niveles de capital de trabajo y mitigar el riesgo de liquidez ante casi cualquier escenario de crisis que se pueda presentar en 2023. Las empresas deben aprovechar las herramientas existentes hoy día, para no depender de lo que pueda pasar frente a la disponibilidad de crédito en la economía.

Gráfico 4

COMPONENTES QUE HAN EXPLICADO LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS EN IPC POR PLAZO



* Análisis de tasas que resultan de la agrupación de los plazos de la curva cero cupón para títulos corporativos del sector real del mercado secundario.

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana con información con corte a octubre de 2022.

Para más información lo invitamos a visitar el informe de "Costo de la deuda" que puede encontrar en nuestra página web <https://investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas?tab=ultimos-informes> titulado "Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de tres años a cinco años ya mismo" en el que detallamos estas estrategias.

COSTO DEL CAPITAL PROPIO (KE)

Aunque el costo de endeudamiento de las empresas colombianas se encuentra en camino ascendente desde niveles históricamente bajos, la mayor percepción de riesgo del país en un 2022 caracterizado por elecciones políticas de congreso y presidencia, y un aumento en la prima cambiaria, lleva a que los inversionistas exijan una mayor rentabilidad por invertir directamente en el patrimonio de las grandes empresas colombianas.

Estos factores, sumado a componentes externos como los incrementos en las tasas de los Tesoros de EE.UU., muestran que el costo esperado del capital de una compañía madura de riesgo promedio en Colombia hoy se ubique en el nivel más alto de los últimos seis años (Ver Tabla 6 y Gráfico 5).

Así como el costo de endeudamiento ha subido, la rentabilidad esperada del capital propio no se queda atrás

En nuestra estimación de la rentabilidad esperada del capital propio para el mes de octubre de 2022 con la metodología establecida por el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por su sigla

Tabla 6

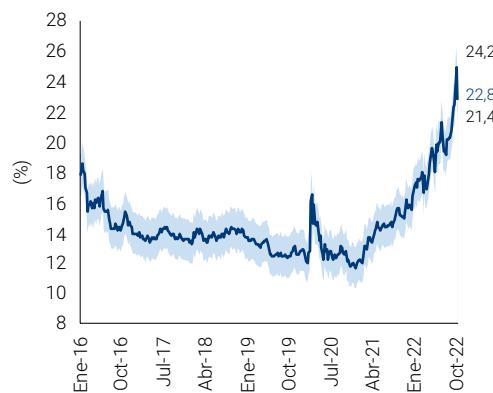
LA RENTABILIDAD EXIGIDA POR LOS RECURSOS PROPIOS AUMENTÓ ENTRE DICIEMBRE DE 2021 Y OCTUBRE DE 2022

Rentabilidad del capital propio	Diciembre 2021	Octubre 2022
Tasa Libre de Riesgo	1,5%	4,0%
Beta Apalancado	1	1
Prima de mercado EEUU	4,9%	5,2%
Prima de riesgo de mercado accionario colombiano	3,4%	4,8%
Rentabilidad Ke (USD)	9,8%	14,0%
Prima Cambiaria	5,2%	7,8%
Rentabilidad Ke (COP) Rango al 95% de confianza	14,1% - 16,8%	21,4% - 24,2%

Fuente: Refinitiv Eikon, Cálculos Corficolombiana. Datos semanales. 28 de octubre de 2022.

Gráfico 5

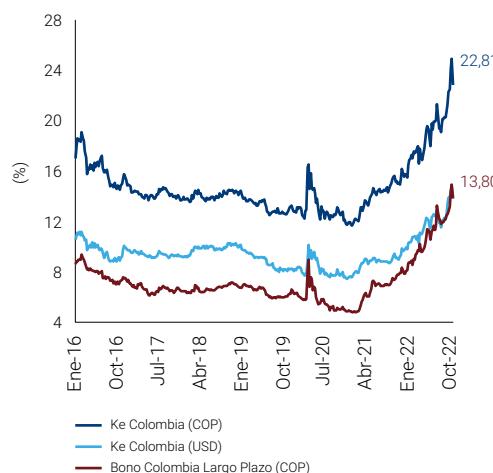
COMPORTAMIENTO DEL RANGO DE LA RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN COLOMBIA EN PESOS COLOMBIANOS



Fuente: Refinitiv Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos Semanales. 28 de octubre de 2022.

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO Y TASA DE LOS BONOS COLOMBIANOS A 10 AÑOS EN PESOS



Fuente: Refinitiv Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos Semanales. 28 de octubre de 2022.

en inglés), encontramos que para una empresa promedio listada en bolsa el rango de esta rentabilidad se encuentra entre el 21,4% y 24,2% con un 95% de confianza estadística, teniendo como punto medio el 22,81%, como puede observarse en el Gráfico 5.

Este dato es 734 puntos básicos mayor que el que calculamos para diciembre de 2021 (El punto medio de nuestro cálculo fue de 15,47%). Esto significa que la rentabilidad a la que deben rentar los recursos de inversionistas que deseen invertir en una empresa listada en la Bolsa de Colombia es mayor ahora que a finales de 2021. Muestra de ello, es que el costo de invertir en pesos frente a dólares² pasó de 5,17% a 7,76% entre diciembre de 2021 y octubre de 2022. Asimismo, la prima de riesgo de mercado accionario colombiano, que indica el rendimiento en exceso que genera el mercado con respecto a los títulos libre de riesgo aumentó de 3,39% a 4,75%.

La evolución del costo del capital propio en los últimos seis años y las diferencias que puede tener con los títulos del gobierno nacional (TES) de largo plazo a 10 años denominados en pesos, se encuentran en el Gráfico 6 a octubre de 2022.

Ya hablamos de Colombia, ahora un comparativo del Costo del Capital Propio (Ke) con otros países de Latinoamérica

Periódicamente actualizamos el cálculo de la rentabilidad esperada del capital propio (o Ke) para las empresas listadas en la bolsa de Colombia, debido a que este valor se emplea como insumo para apoyar el proceso de toma de decisiones de las empresas sobre la viabilidad de llevar a cabo proyectos de inversión que involucran el uso de recursos propios. En esta ocasión, ampliamos nuestro estudio del Ke a otros países de América Latina, comenzando con los países miembros del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), es decir, Chile, México, Perú y por supuesto Colombia.

Para que un inversionista diversificado pueda tomar decisiones de valor relativo entre empresas en diferentes economías, se debe es-

² El costo de hacer una cobertura o prima cambiaria implícita en los mercados de derivados de tasa de cambio dólar-peso.

**Gráfico 7**

RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN USD PARA COLOMBIA, CHILE, MÉXICO Y PERÚ. EL PROMEDIO DEL KE DE LOS PAÍSES DEL MILA SE ENCUENTRA EN MÁXIMOS HISTÓRICOS



Fuente: Refinitiv Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos Semanales. 28 de octubre de 2022.

tandarizar la moneda en la que se medirán los retornos esperados. Por ejemplo, es necesario calcular la rentabilidad que debe ofrecer una empresa en una moneda como el dólar estadounidense al inversionista. En el caso de activos que solo se negocian en moneda local, el inversionista podrá estandarizar su retorno al dólar con una cobertura cambiaria que asegure una tasa de cambio fija a la que se van a intercambiar los pesos por dólares en el futuro.

El inconveniente es que al realizar una cobertura cambiaria el inversionista pierde rentabilidad pues la cobertura tiene un costo, por lo que ese mayor costo él lo exigirá a su inversión en pesos colombianos. En otras palabras, las empresas deben ofrecer una rentabilidad en moneda local que permita 1) cubrir los costos de las coberturas cambiarias y 2) satisfacer el apetito por rentabilidad esperada del inversionista en dólares.

El resultado de nuestro modelo apunta a que la rentabilidad esperada del patrimonio que se debe ofrecer en dólares es mayor que aquella que debe ofrecer una empresa listada en la bolsa de Chile, México o Perú debido en gran parte a la prima de riesgo país.

Podemos observar en el Gráfico 7, que Colombia tiene un mayor costo de capital que los demás países del MILA. El punto medio de nuestra estimación para Colombia es (14,0%), seguido de Perú (13,0%), Chile (11,9%) y México (11,8%). Esto quiere decir que hoy en día para "convencer" a un inversionista internacional, altamente diversificado a que invierta en una empresa grande colombiana es necesario ofrecerle más rentabilidad que si lo hiciera en el patrimonio de una empresa similar listada en las bolsas de México, Chile o Perú.

Si bien Colombia debe ofrecer la rentabilidad del capital propio más alta frente a los demás países analizados, en general el Ke está correlacionado entre las empresas listadas en los diferentes países del MILA pues existen variables que afectan a todas las economías en mayor o menor medida como lo son:

- ▶ El incremento en las expectativas de inflación mundial
- ▶ El aumento de la tasa libre de riesgo (Bonos del Tesoro de Estados Unidos).

Gráfico 8

RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO EN MONEDA LOCAL PARA COLOMBIA, CHILE, MÉXICO Y PERÚ. COLOMBIA ACTUALMENTE ES EL PAÍS QUE CUENTA CON EL KE MÁS ALTO



Fuente: Refinitiv Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos Semanales. 28 de octubre de 2022.

- ▶ Incrementos en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas en todo el mundo.

Dado el costo actual de realizar coberturas cambiarias, nuestros cálculos apuntan a que una empresa grande colombiana que busque recursos de inversionistas internacionales que ya tengan portafolios altamente diversificados (por ejemplo, un fondo mutuo internacional) deberá ofrecer una rentabilidad potencial superior al 21,4% en moneda local.

Debido a que este tipo de inversionistas puede obtener rentabilidades similares en activos de menor riesgo que aquel que representan las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, ofrecer una rentabilidad inferior a 21,4% en pesos colombianos puede resultar en no atraer capital por parte de este tipo de inversionistas. Esta rentabilidad se encuentra en los niveles más altos de los últimos 6 años en parte por el incremento en la prima de riesgo país, pero también por el mayor costo de realizar una cobertura cambiaria.

COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) EN COLOMBIA

Como podemos observar en la Tabla 7, el costo de endeudamiento ha subido y el costo de capital propio no se ha quedado atrás con respecto al 2021, el rango del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por su sigla en inglés) aumentó debido al incremento de estos dos factores. El cálculo del WACC lo hacemos para una empresa grande en Colombia con un β igual a 1 y suponiendo que

Tabla 7

EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL PROPIO (WACC) AUMENTÓ POR UN INCREMENTO EN LA RENTABILIDAD ESPERADA DEL CAPITAL PROPIO Y EL COSTO DE LA DEUDA

Rentabilidad del capital propio	Diciembre 2021	Octubre 2022
Costo de la deuda (Crédito Comercial ordinario 3 - 5 años)	5,64%	17,19%
Costo del capital propio	13,63% - 16,37%	21,4% - 24,2%
Deuda / (Deuda + Patrimonio)*	47,93%	48,30%
Patrimonio / (Deuda + Patrimonio)	52,07%	51,70%
Costo promedio ponderado del capital (WACC)	9,80% - 11,23%	19,37% - 20,81%

* Corresponde a la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiamiento. Ver informe [¿Cuál debe ser la estructura de capital de una empresa ante un contexto incierto?](#)

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

► El WACC

o Costo Promedio Ponderado de Capital aumentó debido al incremento en la rentabilidad esperada del capital propio y el costo de endeudamiento

logra financiarse en el mercado bancario en un periodo de 3 a 5 años. Para saber sobre la composición Deuda-Patrimonio de las empresas y las variables existentes que se conectan para obtener la estructura de capital elegida. Diríjase a la siguiente sección.

No obstante, es importante para las empresas enfocarse en la mezcla de las fuentes de financiación, pues 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 de la firma.

Ahora, si bien por ahora las empresas pueden acceder a costos específicos de endeudamiento, puede que incluso este costo sea un poco menor si empiezan a cumplir con criterios de sostenibilidad (ASG). Eso sí, que existan buenas condiciones financieras y 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.

Para que una empresa pueda aumentar sus posibilidades de acceder a los diferentes instrumentos financieros que le permitan financiarse de forma cómoda es necesario que mantenga la casa en orden. 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 disminuir la rentabilidad esperada que exige un inversionista es necesario reducir los niveles de riesgo de la compañía y una forma de hacerlo es mejorar sus perfiles de liquidez mediante las herramientas mencionadas anteriormente.

1 2 3 4 5 6

NOTAS

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO E IMPUESTOS CORPORATIVOS

Autores

Rafael España Amador
Jaime Andrés Cárdenas
José Ignacio López

- ▶ EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS COMPAÑÍAS NO DEBE SER RESULTADO ÚNICAMENTE DE LAS NECESIDADES DE LA OPERACIÓN
- ▶ ¿CÓMO HA EVOLUCIONADO LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS MÁS GRANDES DE LATINOAMERICA?
- ▶ EL IMPUESTO DE RENTA ES DETERMINANTE PARA DEFINIR LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMO
- ▶ RECUADRO IMPUESTOS CORPORATIVOS

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO E IMPUESTOS CORPORATIVOS

Rafael España Amador

Jaime Andrés Cárdenas

En la sección anterior expusimos que las exigencias de rentabilidad que una empresa tiene antes de emprender algún proyecto de inversión se vieron afectadas por el aumento en la tasa libre de riesgo, las primas de riesgo país y de riesgo cambiario. A pesar de que para 2021 las tasas de interés se ubicaron en mínimos históricos, en 2022, el costo de fondeo para el sector empresarial se ha incrementado. El aumento en nuestras estimaciones del Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC o WACC por su sigla en inglés) indica que el costo resultante de la combinación entre deuda y patrimonio ha crecido. Así, directivos y ejecutivos de las empresas se enfrentan hoy a costos mucho mayores de los observados en el pasado reciente en las fuentes de financiamiento.

¿Cuál debería ser la estructura de capital de una empresa que enfrenta mayores costos de financiamiento frente a años anteriores?

► **Asegurar la**

liquidez es una condición necesaria para optimizar la estructura de capital, pero no es una condición suficiente

De acuerdo con la teoría de las finanzas corporativas, las dos fuentes básicas de financiación de las empresas son la deuda y los recursos propios o patrimonio. Aunque en general la deuda es considerada una fuente de financiación más económica, entre más porcentaje de deuda tenga una empresa como proporción de sus fuentes de financiación, el riesgo de quiebra o insolvencia se incrementa. Esto lleva a que las empresas en general deban equilibrar la balanza entre recursos propios y deuda financiera que no solo minimice los costos financieros --reduzca riesgos-- sino también que permita incrementar el valor de la compañía en el largo plazo independientemente de si los costos se encuentran más altos con respecto a su historia.

Así, en el informe anual de 2021 afirmamos que las empresas debían mejorar su perfil de liquidez para así disminuir el riesgo de incumplimiento de sus obligaciones crediticias dado que el ciclo de política monetaria se encontraba en camino a endurecerse junto con un

► En los últimos

años, para una muestra de compañías, el nivel de deuda como porcentaje de las fuentes de financiamiento ha aumentado

resurgimiento de la inflación que cada vez iba a ser más difícil de ignorar. De igual manera, recomendamos en su momento que las compañías debían enfocarse en optimizar su estructura de capital para minimizar sus riesgos asociados y costos financieros. A un año de ese informe, cuando nos encontramos ante el preámbulo de un escenario de desaceleración económica, la liquidez que otorga el sistema financiero puede verse limitada por el aumento de riesgos crediticios y el aumento de las tasas de interés.

Al comparar empresas en Latinoamérica en una muestra de 154 compañías del sector real de Colombia, Chile, México y Perú que tienen algún producto financiero listado en la bolsa de valores de cada país (bonos o acciones) observamos que, en promedio, las empresas de estos países aumentaron su apalancamiento (deuda financiera neta/capital total) entre 2020 y 2022.

Con las proyecciones implícitas en los mercados de valores que apuntan a que 2023 y 2024 serán años marcados por la incertidumbre, surge un dilema para los directivos de las compañías en Colombia: buscar la combinación de fuentes de financiamiento que más le convenga a la empresa, que minimice riesgo de liquidez y al mismo tiempo aumente el valor de la compañía. Sin embargo, enfocar una estrategia de financiamiento no puede limitarse solo a mitigar los riesgos de liquidez pues la cantidad de deuda y patrimonio que se utilice afectan el valor de la firma.

► Endeudarse hoy

aun a tasas históricamente altas, disminuye el riesgo de liquidez que pueda surgir en una economía en desaceleración

No obstante, a pesar de tener una recuperación económica robusta junto con condiciones financieras más favorables y flexibles, el mercado no está libre de riesgos que pueden llegar a materializarse en el 2023. Aún no hay un consenso claro sobre la persistencia en las presiones inflacionarias, tensiones geopolíticas (i.e. conflicto Rusia - Ucrania) y el endurecimiento de la política monetaria tanto en Estados Unidos como en Colombia, que podría eventualmente afectar aún más los costos de financiamiento mediante su transmisión sobre las tasas de interés de corto plazo. **Es un llamado de atención para que las empresas tengan un manejo prudencial de su liquidez y aseguren parte de su capital de trabajo para los próximos años. Afrontar periodos de estrés e incertidumbre con baja liquidez aumenta el riesgo de que su empresa no cuente con los recursos**

necesarios para su operación diaria o que incluso incumpla con sus obligaciones crediticias, que puede llevar en el peor de los casos a un proceso de reorganización o incluso la liquidación de la firma.

Por esta razón, ante un escenario incierto **consideramos prudente para las empresas en Colombia mantener sus indicadores favorables de liquidez o incluso mejorarlos si no es una fortaleza de la compañía (ver sección *Decisiones de Inversión y Rentabilidad*)** al igual que es necesario identificar el nivel de deuda que más le convenga dependiendo de los beneficios y costos asociados a cada fuente de financiamiento.

El objetivo es encontrar la combinación que permitirá no solo asegurar la liquidez sino favorecer la generación de valor de la empresa de largo plazo.

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

EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS COMPAÑÍAS NO DEBE SER RESULTADO ÚNICAMENTE DE LAS NECESIDADES DE LA OPERACIÓN

En nuestro informe sobre Estructura de Capital “[¿Cuál debe ser la estructura de capital de una empresa ante un contexto incierto?](#)” publicado en noviembre de 2022 y que puede ver en la sección de finanzas corporativas de la página web de Corficolombiana mostramos que, una vez obtenido el financiamiento de corto plazo, muchas empresas mantienen su nivel de endeudamiento quizás en un nivel subóptimo. Parece que **las preferencias de los gerentes o la coyuntura de tasas de interés influyen en las decisiones de estructura de capital de largo plazo de las empresas más que el interés de minimizar el costo promedio ponderado del capital**. Esta forma subóptima de gestionar el nivel de estructura de capital se resume en dos teorías que explican procesos de decisión prácticos y son conocidas como “*hipótesis de ordenamiento básico*” e “*hipótesis de oportunidades de mercado*”.

La hipótesis de ordenamiento básico sugiere que los gerentes de las empresas prefieren utilizar primero las fuentes de financiamiento en las que menos autorizaciones deban pedir a entes regulatorios, juntas directivas o accionistas. Esto es, luego de asegurar el financiamiento de corto plazo, buscar fondos propios de la empresa, luego endeudamiento y finalmente financiamiento vía acciones para asegurar recursos de largo plazo. Por su parte, **la hipótesis de oportunidades de mercado** propone que los gerentes de las empresas prefieren el endeudamiento cuando las tasas de interés están en niveles inferiores a los del pasado reciente. Desafortunadamente estas dos formas de elección del nivel de endeudamiento no necesariamente maximizan el valor de la firma porque su resultado no es minimizar el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).

► Pero no es suficiente

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

De nuestro estudio inferimos que La estructura de capital de una muestra de compañías estudiadas en Latinoamérica no ha sido el resultado de una optimización como la teoría tradicional lo estipula¹. Encontramos que, para una muestra de las empresas más grandes de Latinoamérica, el nivel de endeudamiento no converge a un nivel similar entre firmas del mismo sector y de tamaños similares a medida que pasa el tiempo. Además, en promedio, el apalancamiento ha seguido aumentando en la gran mayoría de sectores y nuestra hipótesis es que los bajos costos de financiamiento vistos en 2020 y 2021 junto el rezago de la política monetaria -que no se ha reflejado totalmente en las tasas de financiamiento a créditos comerciales en 2022- explica el apetito por deuda de los diferentes países de los últimos 3 años. **En otras palabras, las compañías han “perseguido” las tasas de interés bajas tal como lo dicta la hipótesis de oportunidades del mercado.**

En este documento llamamos la atención de los directivos para que las compañías no traten de seguir el ritmo de las tasas de interés,

¹ *La teoría Optimización del Costo Promedio Ponderado de Capital sugiere que las empresas buscan minimizar el costo promedio ponderado de capital mediante la elección óptima de deuda y capital en su balance. El perfil de riesgo de un sector, las tasas de interés y el nivel de impuestos de una economía juegan un papel determinante. Así, si las empresas en un mismo sector y en la misma jurisdicción optimizan su estructura de capital, terminarán convergiendo al mismo nivel de endeudamiento.*

pues el nivel actual en el que se encuentran frente a su pasado reciente no indica que la deuda sea más o menos costosa. Asimismo, es difícil predecir cuándo bajarán nuevamente las tasas, si es que lo hacen. Pero eso no es todo, la otra forma de financiamiento que tienen las empresas, el costo del capital propio (capital patrimonial) ha aumentado considerablemente en los últimos meses.

Encontrar la estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, permite a los gerentes de las compañías identificar cuáles son los pasos para seguir luego de asegurar la liquidez de corto plazo. Incluso algunas de las compañías más grandes del país, con acceso a mercados y productos financieros, se endeudan hasta un nivel subóptimo que satisface las necesidades de liquidez de corto plazo, pero no maximizan el valor de la firma.

AUN CON MAYOR COSTOS DE ENDEUDAMIENTO, INCREMENTAR EL NIVEL DE DEUDA PUEDE REDUCIR EL RIESGO DE LIQUIDEZ

En algunas ocasiones el endeudamiento de corto plazo puede incrementar el riesgo de liquidez porque expone a la firma al riesgo de refinanciamiento de corto plazo. Es posible que, en el momento de renovar el crédito, la entidad bancaria se niegue a hacerlo y la compañía deba pagar en su totalidad el monto adeudado.

► El rol de los impuestos

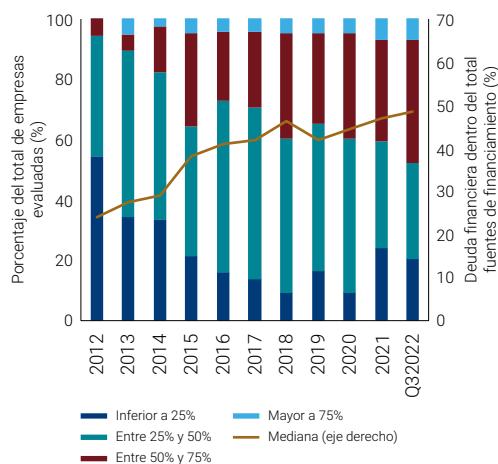
La utilidad fiscal, y el monto de impuesto de renta a pagar, se reducen cuando se causan intereses de deuda financiera. Cuando se pagan dividendos, el impuesto de renta a pagar no se reduce.

Por esta razón, **se dice que es el endeudamiento de largo plazo el que reduce el riesgo de liquidez, pues brinda recursos frescos a la compañía hoy sin generar una presión en el flujo de caja al cierre de un solo ciclo operacional cuando se deba refinanciar (el riesgo se diluye en varios ciclos operacionales).**

Adicionalmente, como la deuda de largo plazo no presiona la liquidez, permite liberar recursos que pueden utilizarse en invertir en proyectos menos líquidos, pero más rentables, o en entregar dinero para los accionistas bien sea en dividendos o vía recompras de acciones. Además, el servicio de la deuda, o al menos el gasto por intereses, es considerado como un gasto deducible de renta, mientras que en muy pocas jurisdicciones en el mundo las compañías pueden deducir los pagos de dividendos (una forma de rendimientos a los

Gráfico 9

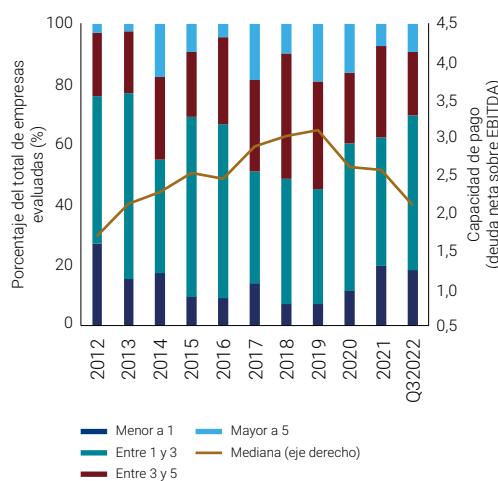
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS EVALUADAS (2012-3Q2022)



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfico 10

DISTRIBUCIÓN HISTORICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (DEUDA NETA/EBITDA) DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS EVALUADAS



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

inversionistas) de la utilidad fiscal, **así el impuesto de renta a pagar es mayor cuando la compañía se financia con capital patrimonial comparado con financiamiento vía deuda financiera.**

Entre otros beneficios de usar financiamiento vía deuda de largo plazo en lugar de patrimonio o deuda de corto plazo se encuentran:

- Reduce el Costo Promedio Ponderado de Capital versus otras fuentes (capital propio) sin incrementar el riesgo de liquidez.
- El flujo de caja libre para la firma se protege en caso de que la empresa esté domiciliada en una jurisdicción en donde exista el impuesto al patrimonio empresarial.
- Permite mantener una relación crediticia con una entidad financiera. En muchas ocasiones, para otorgar un crédito una entidad financiera exige más información que los estados financieros de la compañía y una relación comercial recurrente con la entidad financiera es la mejor carta de presentación².

¿CÓMO HA EVOLUCIONADO LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS MÁS GRANDES DE LATINOAMERICA?

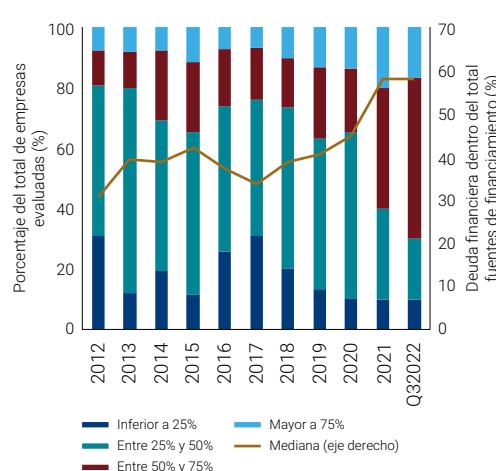
Estructura de capital de empresas colombianas

Como muestra el Gráfico 9, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para la muestra de 51 empresas evaluadas, se incrementó desde 2015, cuando se materializaron los efectos económicos de la caída de los precios del petróleo. A pesar de ese incremento, a corte tercer trimestre de 2022, estas empresas muestran holgura para honrar con sus obligaciones financieras, como bien muestra el Gráfico 10 a partir de 2019.

² Ver informe "Las 9 prácticas infalibles para que su empresa pueda acceder a hacer operaciones sofisticadas con una entidad financiera" haciendo [click aquí](#) o visitando la sección de finanzas corporativas de la página web de Corficolombiana www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas.

Gráfico 11

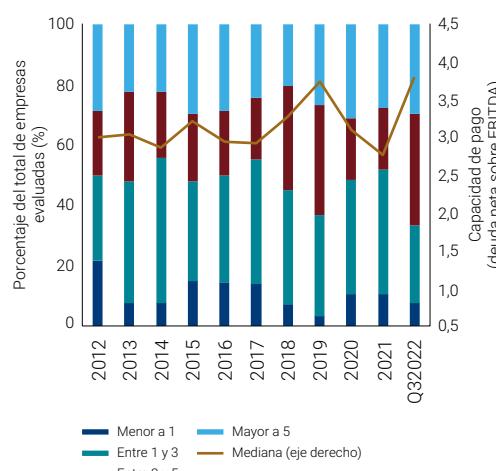
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS CHILENAS EVALUADAS (2012-3Q2022)



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfico 12

DISTRIBUCIÓN HISTORICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (DEUDA NETA/EBITDA) DE LAS EMPRESAS CHILENAS EVALUADAS



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Estructura de capital de empresas chilenas

Por su parte, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para la muestra de 31 empresas chilenas, se incrementó desde 2017, teniendo el punto más alto en 2021. Así, para 2021, las empresas consideradas en el análisis se encontraban en una buena posición financiera, la cual a corte tercer trimestre de 2022 ha desmejorado levemente ubicándose en los niveles de 2019 como se puede apreciar en el Gráfico 12.

Estructura de capital de empresas mexicanas

En cuanto a las empresas mexicanas, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación para la muestra de 40 empresas evaluadas evidenció, una disminución desde 2019. Para tercer trimestre de 2022, las empresas consideradas en el análisis se encontraban con una buena posición financiera medida con el indicador deuda neta/EBITDA como se puede observar en el Gráfico 14. Cabe resaltar que México es el país que disminuyó en menor proporción su tasa de política monetaria en 2020 siendo la tasa más alta a finales de ese año entre los países del análisis.

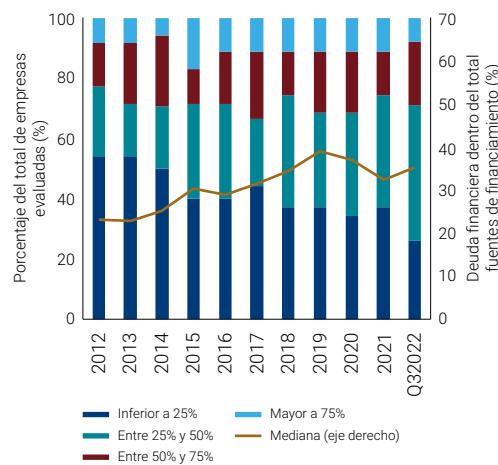
Es posible que las empresas mexicanas no tuvieran apetito por incrementar sus niveles de deuda financiera en línea con menores tasas de política monetaria presentes en 2020, pues esta no disminuyó en gran proporción como si ocurrió en Colombia, Chile y Perú para estimular la recuperación económica.

Estructura de capital de empresas peruanas

Por último, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para una muestra de 32 empresas peruanas evaluadas, presenta aumento entre 2020 y 2021. En 2021, el financiamiento con deuda mayor al 50% se ubica en 38,5% y en 2020 en 32,1% (Gráfico 15). Adicionalmente, en 2021, el 30% de las compañías peruanas analizadas necesitaban más de 5 años de EBITDA de ese mismo año para pagar la totalidad de su deuda neta (Gráfico 16). En promedio las compañías peruanas del sector real analizadas exhiben mejora en la capacidad de pago pues el porcentaje de compañías

Gráfico 13

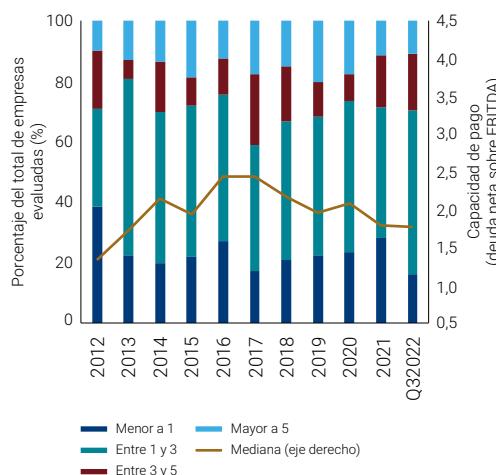
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS MEXICANAS EVALUADAS (2012-3Q2022)



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfico 14

DISTRIBUCIÓN HISTORICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (DEUDA NETA/EBITDA) DE LAS EMPRESAS MEXICANAS EVALUADAS



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

que necesitarían menos de un año de EBITDA para pagar su deuda neta aumentó entre 2020 y 2022.

La estructura de capital se comporta de manera similar entre países desde 2020 hasta 2022, a pesar de que cada país tiene un número diferente de emisores y una participación desigual en los sectores de las respectivas bolsas de valores de cada país.

El aumento del endeudamiento financiero en las empresas de los países evaluados se da de la mano de buenos indicadores de capacidad de pago desde 2020 hasta 2022. Además, el mayor endeudamiento representó un bajo riesgo para los acreedores y para la liquidez tanto de las empresas colombianas, chilenas, mexicanas y peruanas.

El periodo comprendido entre 2020-2021 fue favorable tanto para las empresas como para los mercados financieros. Pues las bajas tasas de interés y un buen desempeño de la economía permitieron que el apalancamiento financiero en promedio creciera año a año en las empresas de Latinoamérica. El aumento de la inflación ha traído consigo un alza en las tasas de corto plazo de los créditos bancarios y a su vez, un aumento en los costos de financiamiento de la deuda en el mercado de valores.

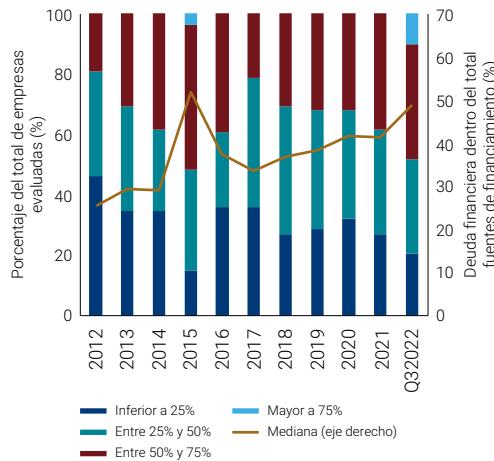
Sin lugar a duda, en 2022 el financiamiento con deuda se encareció si se evalúa contra el pasado, y es posible que el escenario empeore como consecuencia de la incertidumbre económica mundial que lleve a deteriorar la capacidad de pago de las compañías y a su vez a que los establecimientos de crédito de Latinoamérica aumenten las exigencias para otorgar nuevos créditos. A las compañías les resulta más conveniente hoy obtener financiamiento con altas tasas de interés a plazos que reducen la necesidad de obtener recursos en cada momento y asegurar el efectivo necesario para mantener el negocio a flote en momentos inciertos.

EL IMPUESTO DE RENTA ES DETERMINANTE PARA DEFINIR LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMO

En varias ocasiones durante 2022, hemos invitado a los gerentes de las compañías a evaluar su estructura de capital actual y tomar

Gráfico 15

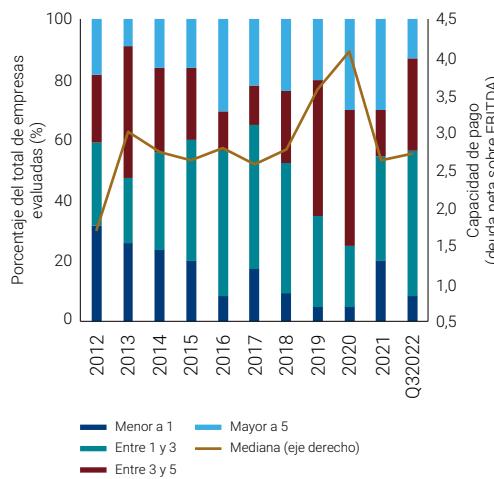
DEUDA COMO PORCENTAJE DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS PERUANAS EVALUADAS (2012-3Q2022)



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfico 16

DISTRIBUCIÓN HISTORICA DE LA CAPACIDAD DE PAGO (DEUDA NETA/EBITDA) DE LAS EMPRESAS PERUANAS EVALUADAS



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

medidas en favor de asegurar lo más pronto posible el capital de trabajo de al menos los próximos 2 o 3 años -preferiblemente con endeudamiento de largo plazo- y de paso aprovechar el escudo tributario que ofrece la deuda, debido a que los intereses resultantes de la deuda financiera reducen hasta cierto punto la utilidad fiscal y a que el pago de dividendos a los accionistas no afecta el estado de pérdidas y ganancias, incrementar la deuda genera un escudo tributario. **Una capitalización reduce el riesgo financiero de las empresas, pero puede perjudicar de forma estructural el flujo de caja libre de la compañía en el largo plazo porque hoy en día el costo del capital propio (patrimonial) se encuentra en niveles históricamente altos y, además, al capitalizarse la compañía renuncia al beneficio tributario que ofrece la deuda.**

Por eso en el siguiente recuadro explicamos la estructura impositiva para las empresas colombianas que regirá luego de la reforma tributaria (para la igualdad y la justicia social).

RECUADRO. IMPUESTOS CORPORATIVOS

José Ignacio López

Como lo hemos señalado en informes anteriores, los impuestos corporativos juegan un papel muy importante en las decisiones financieras al interior de las empresas y de los inversionistas. A raíz de la aprobación de la reforma tributaria “para la igualdad y la justicia social” Proyecto de Ley 118 de 2022 de la Cámara de Representantes y 131 del Senado, el país termina nuevamente en equilibrio político donde el recaudo recae en buena parte en el segmento empresarial. De los recursos tributarios asociados a la reforma tributaria para el período 2023-2026, el 59% provienen del sector empresarial (Gráfico 17). Para el año 2023 el cálculo estimado por el Gobierno es incluso superior y corresponde al 77% del recaudo esperado.

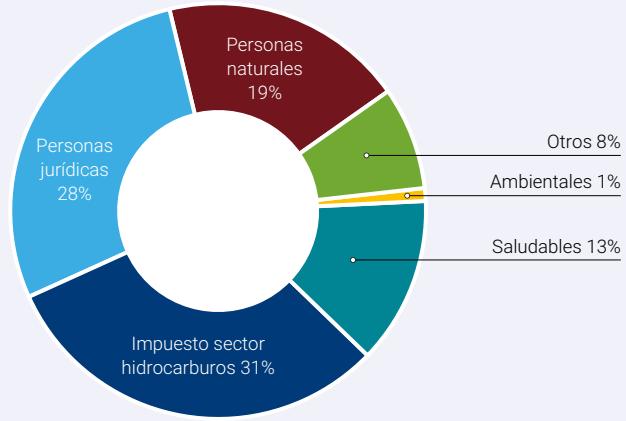
En este sentido, las modificaciones al Estatuto Tributario aprobadas recientemente por el Congreso distan de ser en su conjunto la tan ansiada reforma estructural. La reforma no solo no corrige el desbalance impositivo de nuestro país que recae de manera desproporcionada en el sector corporativo, sino que exacerba dicha problemática.

La recién aprobada reforma mantiene la tasa estatutaria de renta corporativa en el nivel de 35% como fue establecido en la Ley de Inversión Social, Ley 2155 de 2021 expedida el 14 de septiembre de 2021, mientras reduce el monto de exenciones, rentas exentas y descuentos. Al mismo tiempo la reforma introduce el concepto de Tasa de Tributación Depurada. Este nuevo concepto hace las veces de tasa efectiva de tributación del impuesto de renta y, al imponer un nivel impositivo mínimo de 15%, revive de alguna manera el concepto de renta presuntiva, eliminada en la reforma tributaria de 2019.

La reforma introduce adicionalmente una serie de sobretasas que rompen con el precepto de equidad horizontal. Dichas sobretasas a la renta corporativa se aplican a entidades del sector financiero, a las empresas petroleras y de carbón, y a los generadores de energía eléctrica mediante recursos hídricos.

Las instituciones financieras, las entidades aseguradoras y reaseguradoras, las sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades comisionistas agropecuarias, las bolsas de bienes y productos agropecuarios,

Gráfico 17
 RECAUDO ESPERADO REFORMA TRIBUTARIA 2023-2026
(Porcentaje del recaudo total por componente)



Fuente: cálculos Corficolombiana.

y los proveedores de infraestructura del mercado de valores, entre otros, están sujetos a una sobretasa de 5 puntos porcentuales en el impuesto de renta por los próximos 5 años.

Por su parte, las empresas de extracción de carbón y petróleo están sujetas a una sobretasa de hasta 10% para las primeras y de hasta 15% para las segundas, en función de los precios internacionales de las respectivas materias primas.

Las empresas que operan en Zonas Francas mantendrán una tarifa de 20%, pero solo en la porción de sus ingresos derivados de exportaciones. Los ingresos que provengan del mercado doméstico están sujetos a una tasa de renta corporativa de 35%. Están exentas de este cálculo las zonas francas costa afuera, los usuarios industriales de zonas francas permanentes especiales de servicios portuarios, usuarios industriales de servicios portuarios de una zona franca, y los usuarios industriales de zona franca permanente especial, cuyo objeto social principal sea la refinación de combustibles derivados del petróleo o refinación de biocombustibles industriales.

Impuesto	Característica
Impuesto de Renta	Se mantiene al 35% Si se está en Zona Franca, se paga 20% en ingresos asociados a exportaciones, mientras el resto tributa al 35%, con algunas excepciones
Renta presuntiva	Se mantiene con una tasa de 0%, pero se introduce una tasa mínima de 15% denominada tasa de tributación depurada
Ganancia ocasional	Se incrementa al 15% por las actividades de ganancia en capital
Impuesto de industria y Comercio	0,2%-1% de los ingresos. Deja de ser 50% descontable y pasa a ser deducible

La reforma también establece un límite máximo de rentas exentas, deducciones y descuentos tributarios de 3% de la renta líquida ordinaria anual de las personas jurídicas, para una serie determinada de exenciones establecidas en la ley.

Las ganancias ocasionales de las personas jurídicas quedan gravadas al 15% y el impuesto de industria y comercio deja de ser descontable al 50%, y pasa a ser deducible, como lo era antes de la reforma tributaria de 2019.

Finalmente, la reforma establece un impuesto a los dividendos sujetos a las tarifas marginales de renta de personas naturales con un descuento de hasta 19%. Si bien este cambio recae sobre los accionistas y dueños de las empresas, al elevar la tasa de dividendos hasta un máximo de 20%, aumenta la tasa efectiva de tributación de los proyectos de inversión en el país.

NOTAS

GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO DE CORTO PLAZO

Autores | Rafael España Amador



GESTIÓN DE RIESGO CAMBIARIO DE CORTO PLAZO

Rafael España Amador

El pasado Informe Anual de Finanzas Corporativas fue publicado a finales del 2021 en un ambiente de tasas de interés bajas, con amplia liquidez en los mercados y una economía en recuperación. En él expusimos que, ante la imposibilidad de anticipar la duración del ciclo de recuperación, era necesario que las empresas aumentaran y preservaran la estabilidad de capital de trabajo mediante el uso de diferentes productos financieros. Hoy, en un entorno en el que se anticipa una desaceleración económica para 2023, es importante recordar cuáles son esos instrumentos que le permitirán a las empresas ser sostenible y aportar al crecimiento del país.

Este año, el lector notará que tanto el capítulo "Decisiones de inversión y rentabilidad" como el de "Decisiones de financiamiento" se enfocan de forma indirecta en la gestión de capital de trabajo. En estos capítulos se hace énfasis en que **es necesario asegurar la liquidez y el capital de trabajo de 2023 y 2024 mediante el financiamiento de largo plazo**. Esta estrategia permite además aprovechar que la "prima por plazo" de créditos bancarios se encuentra en niveles atractivos (**la diferencia entre las tasas de interés de largo plazo y las de corto plazo está en niveles bajos**) y que, para algunas empresas, incrementar el nivel de endeudamiento de capital de trabajo puede optimizar la estructura de capital (reduce el Costo Promedio Ponderado del Capital –CPPC o WACC--)

Así, de cara a este capítulo sobre la gestión del capital de trabajo, nos enfocaremos en el riesgo cambiario de corto plazo. En particular teniendo de cara a la administración del capital de trabajo, en un entorno de tasas de interés al alza, reducción de la liquidez, incremento en la volatilidad de la tasa de cambio y con incertidumbre con respecto a cuánto puede durar el ciclo de desaceleración.

En este entorno, creemos que los riesgos financieros relacionados con el riesgo cambiario que más nos llaman la atención se pueden

► Financiar capital

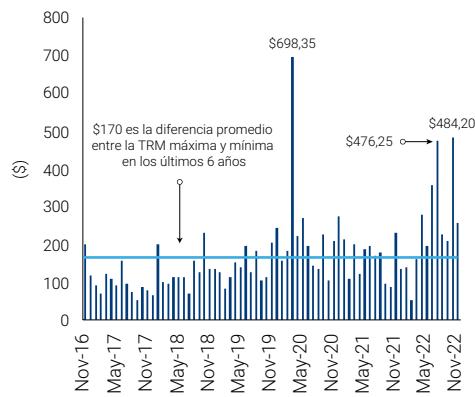
de trabajo con deuda de largo plazo no es lo usual pues se considera costoso. Pero en 2022 la deuda de corto plazo se ha encarecido

► La tasa de cambio

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

Gráfico 18

EN 2022 LA TASA DE CAMBIO PRESENTÓ VARIACIONES DIARIAS DE MAGNITUDES MAYORES A LAS OBSERVADAS EN 2021



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2022.

gestionar con derivados financieros. Estos son utilizados por algunas empresas que participan en actividades de comercio exterior para, en últimas, protegerse de fluctuaciones en la tasa de cambio que podrían poner en riesgo la operación de corto plazo.

La volatilidad ha vuelto

La relativa estabilidad en la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar observada durante 2021 se diluyó a medida que avanzó 2022. No solo la magnitud de los cambios intradía se incrementó, sino que las diferencias entre la Tasa Representativa del Mercado (TRM) máxima y mínima dentro de un mismo mes volvieron a ser significativas (ver Gráfico 18). En efecto, en los últimos 6 años, la diferencia observada entre el punto máximo y mínimo en julio y octubre de 2022 solo es superada por aquella vista en marzo de 2020. En ese mes, cuando se anunció el inicio de cuarentenas para contener la COVID-19, la TRM fluctuó \$698 entre \$3.456 y \$4.154. Por su parte, en julio de 2022 la diferencia entre el máximo y el mínimo fue de \$476 (\$4.627 - \$4.151); mientras que en octubre de 2022 fue de \$484 (\$4.968 - \$4.484). La volatilidad volvió en 2022.

Aun así, el hecho de que las variaciones observadas en 2022 aumentaran a un nivel similar a aquellas de 2020 no es algo que deba sorprender pues, a pesar de que 2020 fue un año atípico --ese año muchos de nosotros descubrimos lo qué es estar en cuarentena-- varios de los acontecimientos de 2022, tanto en términos de geopolítica como económicos, se caracterizaron por ser eventos poco frecuentes no vistos en muchos años y las variaciones atípicas en la TRM pueden relacionarse de alguna manera con estos eventos anormales.

Sin embargo, en términos mensuales la variación porcentual de la tasa de cambio en 2022 se ha comportado dentro de lo que se puede considerar como normal.

Por ejemplo, la inflación en Estados Unidos en 2022 no solo alcanzó niveles no vistos desde hace 41 años (1981), sino que el aumento desde el mínimo al nivel actual sucedió en menos de 26 meses (may-20 a jun-22). Este comportamiento abrupto ha impactado de forma significativa varios activos financieros y la Reserva Federal de los Estados Unidos ha tenido que responder acorde con los acontecimientos.

mientos: la “FED” ha subido las tasas de interés 375 puntos básicos en 9 meses, es una velocidad no vista en 38 años.

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% a finales de 2020), en octubre de 2022 llegó a 12,22%. El Banco de la República (BanRep) ha respondido aumentando la tasa de intervención a 11%, un incremento de 925 puntos básicos desde 1,75% en poco más de un año.

Asimismo, los TES de largo plazo han reflejado un incremento importante en sus tasas de negociación como resultado del incremento generalizado de las tasas de interés alrededor del mundo, en particular de la tasa de negociación de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos y del aumento de la prima de riesgo país medida por los CDS (Credit Default Swaps).

Una variable que generalmente es menos comentada en los medios de comunicación es el costo de implementar una cobertura cambiaria en Colombia. En los últimos 2 años proteger el flujo de caja frente a las variaciones de tasa de cambio, con instrumentos como los forwards, es más costoso y la explicación está en el diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y Colombia – pues este es el determinante principal del costo de una cobertura cambiaria --. Así, un individuo que invierta en activos de renta fija en Colombia y que quiera asegurar un retorno específico en dólares verá disminuida gran parte de la rentabilidad si implementa una cobertura cambiaria. **La única forma para compensar el apetito de rentabilidad de los inversionistas en dólares es ofrecer una mayor rentabilidad en pesos colombianos que compense el incremento de los costos de mitigación de riesgo cambiario.** Este cocktail, explica en parte la volatilidad de varios activos incluida la tasa de cambio.

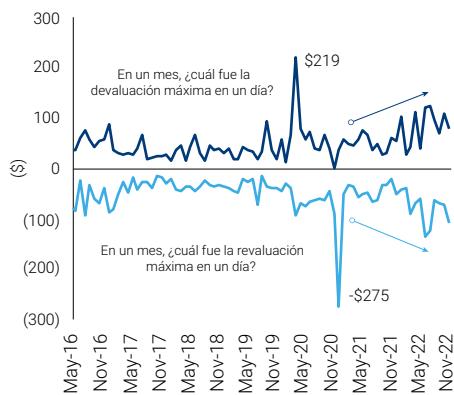
Al observar las variaciones diarias, o las diferencias de la tasa de cambio dentro de un mes, es natural pensar que la tasa de cambio está llegando a niveles de volatilidad extremos. En efecto, en términos mensuales la devaluación observada en junio, julio y octubre de 2022 superó el límite de una desviación estándar (4.1%). No obstante, estas variaciones no son atípicas en el sentido en que se mantuvieron

► Coberturas más costosas

El costo de realizar una cobertura cambiaria depende del diferencial de tasas de interés entre activos en EE.UU. y Colombia

Gráfico 19

LAS VARIACIONES DIARIAS DEL PESO-DÓLAR SE HAN INCREMENTADO EN TÉRMINOS NOMINALES



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2022.

dentro de lo que un modelo estadístico esperaría en el 90% de los meses (variaciones inferiores a 7% por mes o de máximo \$350 para una TRM = \$5.000).

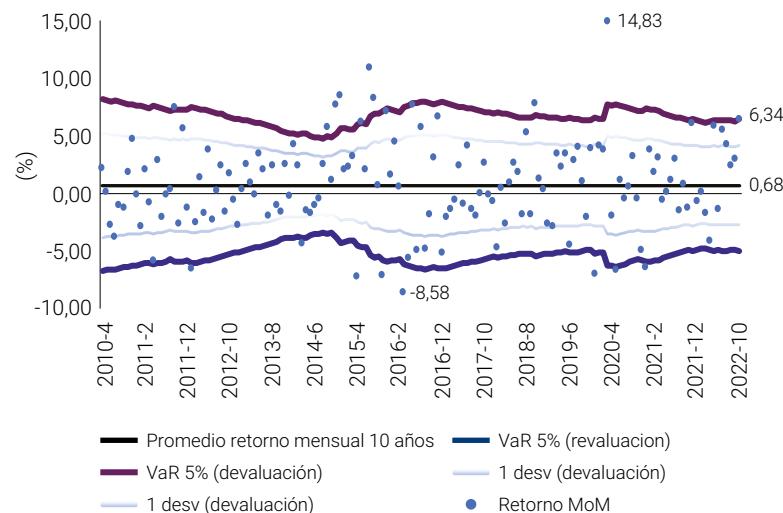
¿Cuál ha sido la pérdida promedio para importadores (exportadores) cuando la tasa de cambio se ha devaluado (revaluado) de forma extrema?

Existen varias formas de evaluar qué tanto puede cambiar la tasa de cambio en escenarios de estrés. Una de ellas se conoce como Tail Value at Risk (TVaR) la cual mide el valor en riesgo en episodios extremos o la pérdida esperada que puede incurrir un agente cuando las variaciones de la tasa de cambio se salen de lo normal. En el Gráfico 21 presentamos la pérdida promedio observada para un agente con exposición a riesgo cambiario, por ejemplo, empresas exportadoras o importadoras, cuando la tasa de cambio se comportó de forma extrema (5% de los casos extremos).

Para un agente con activos expuestos al dólar y pasivos en pesos, ejemplo un exportador: 4,09% (\$204 suponiendo una TRM de \$5.000)

Gráfico 20

LA VARIACIÓN MENSUAL DE LA TASA DE CAMBIO OBSERVADA DURANTE 2022 SE UBICÓ DENTRO DEL INTERVALO DE 90% DE CONFIANZA



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2022. Volatilidad calculada como un EWMA 60 meses con Lambda = 0,97.

Gráfico 21

PORCENTAJE DE PÉRDIDA INCURRIDA POR UN EXPORTADOR/IMPORTADOR EN EL PEOR ESCENARIO DE TASA DE CAMBIO DE LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS A LA FECHA DE CÁLCULO (TVaR Mensual Histórico Dólar-Peso)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana. Noviembre 20 de 2022.

► Puntos Forward

Son las unidades que se añaden la tasa de cambio actual para determinar el tipo de cambio futuro

Como un agente con activos expuestos al dólar pierde dinero cuando la Tasa de Cambio Representativa (TRM) disminuye, es necesario estudiar los episodios extremos cuando el dólar "cayó". En los últimos 5 años, ocurrieron 24 episodios en los cuales la TRM promedio de un mes se fortaleció y los 3 episodios más extremos (13% de la muestra) ocurrieron en enero de 2018 (4,12%), junio de 2020 (4,06%) y noviembre de 2020 (3,55%). Usando el promedio de las 2 observaciones más extremas de revaluación mensual (8% de los casos) **encontramos que la TRM promedio mensual, en los episodios más extremos, se fortaleció 4,09% (o \$204 suponiendo una tasa de cambio de \$5.000)**.

Para un agente con pasivos expuestos al dólar y activos en pesos, ejemplo un importador: 11% (\$620 suponiendo una TRM de \$5.000)

Ahora, sabiendo que un agente con pasivos expuestos al dólar pierde dinero cuando la Tasa de Cambio Representativa (TRM) aumenta, se deben estudiar los episodios extremos cuando el dólar subió vs el peso colombiano. En los últimos 5 años, ocurrieron 33 episodios en los cuales la TRM promedio de un mes se debilitó y los 3 episodios más extremos (9% de la muestra) ocurrieron en agosto de 2019 (6,37%), marzo de 2020 (13,7%) y julio de 2022 (11,1%). Usando el promedio de las 2 observaciones más extremas de revaluación mensual (6% de los casos) **encontramos que la TRM promedio mensual, en los episodios más extremos, se debilitó (el dólar aumentó) 12,4% (o \$620 pesos suponiendo una tasa de cambio de \$5.000). Esto quiere decir que el pasivo o deudas de un importador aumentaron 11% = $[1 / ((1+0,111)+(1+0,137)) / 2] - 1$**

Es necesario diluir riesgo transaccional entre varias operaciones

Dado que la tasa de cambio en algunas ocasiones varía más que en otras, los empresarios deben evitar concentrar sus operaciones de comercio exterior de un año en un solo mes inclusive si se realizan coberturas de tipo de cambio. Esto es porque el costo de asegurar las operaciones varía en función de la TRM del día. En otras palabras, si bien los puntos forward no varían de forma importante en el día a día, la tasa de cambio spot (o la TRM) determina la tasa de

cambio final a la que se hará la transacción de las siguiente manera
TRM asegurada = TRM vigente + Puntos Forward según el plazo al vencimiento de la cobertura.

Por ejemplo, si al mes de cierre de una operación de cobertura, la tasa de cambio se encuentra en un nivel atípicamente bajo, un exportador que cubra gran parte de sus operaciones del año siguiente, en ese día atípico, estará aceptando recibir dinero en el futuro a una tasa de cambio poco competitiva: a la TRM del día (una TRM baja) + puntos forward. Asimismo, un importador que cubra gran parte de sus operaciones del año en un mes en el que la devaluación se ha comportado de forma atípica, estará asegurando para el periodo siguiente una tasa de cambio poco competitiva, tendrá que pagar dólares a la TRM del día (una TRM alta) + puntos forward. **Hay que evitar el riesgo de concentrar las operaciones de compra y venta de divisas, o de compra y venta de contratos de cobertura, en un solo día. A continuación, dos tablas que reflejan el comportamiento de la tasa de cambio.**

Coberturas cambiarias para estabilizar las obligaciones de corto plazo

Una solicitud recurrente que reciben las áreas de investigaciones económicas de las entidades financieras es la proyección de la tasa de cambio futura. Tiene sentido, después de todo, una variación súbita en la tasa de cambio para una empresa que tenga cuentas por pagar u otros pasivos corrientes expuestos a una moneda extranjera puede ser fatal, incluso la puede llevar a problemas de liquidez. Por esta razón establecer una **política de gestión de riesgo cambiario** es fundamental en cualquier empresa que esté considerando disminuir riesgos de tasa de cambio.

► 3 riesgos

enfrentan las compañías expuestas a moneda extranjera: 1) riesgo de conversión o contable, 2) riesgo económico y 3) riesgo transaccional

Debido a que las variaciones en las tasas de cambio pueden impactar a las compañías de diferentes formas, hay que identificar cuál es la mejor manera de protegerlas. En algunos casos, productos como los derivados financieros permiten mitigar estos riesgos, pero en otros casos los derivados no son la solución. 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 contable), 2) riesgo eco-

nómico 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 de corto plazo denominada en una moneda extranjera.

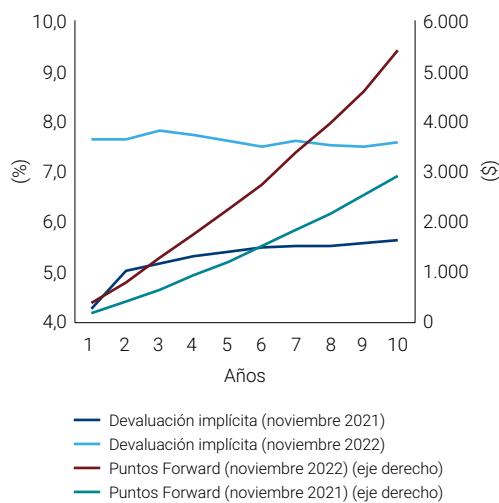
Se dice entonces que una compañía está expuesta a un **riesgo de cambiario transaccional** si tiene alguna obligación monetaria que debe cumplir en una divisa diferente a su moneda funcional. A continuación, explicaremos a grandes rasgos algunos de los derivados financieros que tienen a su disposición las empresas para gestionar el riesgo cambiario transaccional:

- **Forwards 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.
- **Futuros de divisas:** Son muy similares a los forwards, con la diferencia de que son contratos estandarizados que se negocian en mercados secundarios regulados (como las 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.
- **Opciones 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 o antes de una fecha determinada. Por este derecho, se paga una prima al vendedor al inicio del contrato. La gran diferencia entre las opciones, y los forwards y futuros, es que con la primera el comprador o vendedor tiene la opción, mas no la obligación, de ejercer el contrato mientras que con las otras dos herramientas de coberturas es obligatorio cumplir con el acuerdo.

El abanico de productos financieros y de las estrategias para utilizarlos de cara a una gestión de riesgo cambiario es amplio. Los 3 productos listados aquí son los más utilizados por las empresas en Colombia

Gráfico 22

PUNTOS FORWARD Y DEVALUACIONES IMPLÍCITAS



Fuente: Consenso de brokers colombianos.

Cálculos Corficolombiana.

► 7,5%

Es la devaluación implícita en las cotizaciones de los mercados de forward a 365 año (mid price al 20 de noviembre de 2022)

y permiten reducir el riesgo transaccional de forma importante. En la Tabla 8 se muestra un ejemplo de devaluaciones implícitas para contratos forwards en diferentes plazos. Por ejemplo, en diciembre de 2018 la tasa de cambio peso-dólar se cotizaba en \$3.250 por dólar y, de acuerdo con la Tabla 8, la devaluación implícita para un forward a 365 días era de 1,6% y un forward debía cotizarse al equivalente de \$3.302 pesos por dólar $[\$3.250 \times (1+1,6\%)]$. En otras palabras, si un importador en diciembre de 2018 quería “fijar” la tasa de cambio a 365 días, se debía comprometer a pagar sus obligaciones a una tasa de cambio de \$3.302 por dólar en diciembre de 2019.

Debido a las razones nombradas al inicio de este capítulo, el costo de realizar una cobertura cambiaria se ha incrementado de forma considerable en los últimos años y en 2022 la tendencia se aceleró. Por ejemplo, dado que con corte a noviembre 20 de 2022 la TRM era \$4.994 y el costo de realizar una cobertura a 365 días equivalía a una devaluación de 7,5%, un importador que hubiera querido fijar la tasa de cambio a 365 días, se debía comprometer a pagar sus obligaciones a una tasa de cambio de $\$5.368 = \$4.994 \times (1+7,5\%)$

No olvide que establecer una política de gestión de riesgo cambiario es lo primero que se debe hacer para administrar la exposición a la tasa de cambio

Lo más importante que puede hacer una junta directiva a la hora de enfrentarse a una exposición por moneda es tener una política de gestión de riesgo cambiario clara que refleje el perfil de los accionistas. El lector puede consultar la infografía “Una política de administración de riesgo cambiario (ARC) enfocada en los accionistas de la empresa” que se encuentra al final de este Manual de Finanzas Corporativas. Como cada compañía posee un perfil de riesgo diferente, lo invitamos a que se comunique con el equipo de Finanzas Corporativas, en donde analistas experimentados incorporan los detalles de su negocio con el fin de evaluar la política de gestión de riesgo cambiario que mejor se adapta a las necesidades de capital de trabajo de su empresa.

Tabla 8

DEVALUACIÓN IMPLÍCITA POR PLAZOS PARA DIFERENTES FECHAS

Días	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Nov-22
7	8,68%	3,35%	2,05%	1,60%	1,32%	4,17%	6,53%
14	7,10%	3,35%	2,01%	1,50%	0,47%	4,49%	6,98%
30	7,62%	3,78%	2,06%	1,52%	0,53%	4,81%	6,52%
60	7,05%	3,28%	1,68%	1,81%	0,93%	4,06%	6,63%
90	6,32%	3,08%	1,71%	2,05%	1,06%	4,25%	7,25%
180	5,65%	2,88%	1,55%	2,49%	1,71%	4,59%	7,28%
270	5,59%	2,67%	1,58%	2,57%	2,00%	4,77%	7,51%
365	5,07%	2,59%	1,59%	2,66%	2,04%	4,98%	7,54%

Fuente: Consenso de brokers colombianos, cálculos Corficolombiana.

NOTAS

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO Y COSTO DE CAPITAL PROPIO POR SECTOR

Autores

Rafael España Amador
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 DE COMPAÑÍAS EN COLOMBIA

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2021 (%)	3Q2022 (%)	2021	3Q2022	2021	3Q2022
Energía	Exploración y Producción de petróleo y gas	Canacol Energy Ltd	73,47	75,61	2,3x	2,2x	2,8x	1,3x
	Petróleo y Gas Integrados	Ecopetrol S.A.	46,22	55,82	1,9x	1,3x	1,4x	1,1x
	Almacenamiento y Transporte de petróleo y gas	Promotoriente SA ESP	35,51	37,14	2,0x	1,8x	0,7x	0,4x
	Carbón y combustibles consumibles	Valores Simesa S.A.	0,05	0,06	—	—	4,5x	12,3x
Materiales	Productos de papel	Cartón de Colombia S.A.	9,83	9,83	—	—	1,6x	1,6x
	Acero	Acerías Paz del Río S.A.	16,89	17,06	0,3x	0,6x	0,7x	0,4x
	Materiales de construcción	Grupo Argos S.A.	61,30	67,23	4,5x	4,2x	0,8x	—
		Cementos Argos S.A.	45,58	61,10	3,8x	4,1x	0,5x	0,5x
		CEMEX Latam Holdings, S.A.	58,02	47,64	2,0x	1,3x	0,3x	0,2x
		Manufacturas de Cemento S.A.	54,51	52,60	2,4x	1,7x	0,5x	0,5x
	Oro	Mineros S.A.	99,88	29,70	—	0,1x	0,9x	0,6x
	Embalaje de papel	Carvajal Empaques S.A.	48,18	48,28	0,8x	0,7x	0,9x	0,7x
		Compañía de Empaques S.A.	30,85	30,96	1,1x	1,3x	1,2x	0,9x
	Productos químicos básicos	Enka de Colombia S.A.	21,86	30,85	0,4x	1,5x	1,1x	0,7x
Servicios públicos	Empresas de electricidad	Primax Colombia S.A.	--	--	1,6x	1,6x	0,9x	0,8x
		CELSIA S.A. E.S.P.	50,36	63,42	3,2x	3,1x	0,7x	0,5x
		Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	53,16	63,48	3,4x	3,5x	1,9x	2,4x
		Codensa S.A. E.S.P.	56,71	56,71	1,9x	1,9x	0,6x	0,6x
		Enel Colombia S.A. E.S.P.	32,04	31,97	0,7x	1,4x	0,3x	—
		Isagen S.A. E.S.P.	65,55	72,58	4,8x	4,6x	1,7x	1,1x
		TRANSELCA S.A. E.S.P.	26,63	28,16	1,2x	1,1x	2,2x	1,3x
	Servicios públicos de gas	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	39,82	48,93	5,5x	5,8x	1,4x	1,1x
		Promigas S.A. E.S.P.	48,39	62,43	4,1x	3,9x	1,2x	0,9x
		Gas Natural del Oriente S.A., ESP	32,53	37,60	2,8x	2,1x	0,7x	0,9x
Industrial		Gases de Occidente S.A. E.S.P.	--	--	2,7x	2,5x	1,5x	1,3x
		Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P.	40,83	35,16	2,9x	2,1x	1,8x	1,2x
		Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	--	--	3,1x	2,7x	1,3x	1,1x
	Construcción e ingeniería	Construcciones El Condor S.A.	63,26	55,50	13,2x	9,2x	1,0x	0,7x
		Constructora Concreto S.A.	69,49	74,20	15,5x	14,0x	1,0x	1,0x
Salud	Odinsa S.A.	Odinsa S.A.	--	--	0,5x	0,1x	1,3x	2,3x
	Productos de construcción	Construcciones Civiles S.A.	8,46	9,52	—	0,1x	2,6x	1,6x
	Participaciones multisectoriales	Tecnoglass Inc.	13,75	14,43	0,8x	0,4x	1,4x	1,3x
		Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	39,60	38,29	—	2,6x	3,8x	2,0x
		Corporación Financiera Colombiana S.A.	62,07	74,37	—	—	—	—
Consumo masivo	Servicios de atención médica	Coomeva Entidad Promotora de Salud S.A.	--	54,96	—	—	0,3x	0,3x
Consumo discrecional	Hipermercados y Super Centros	Almacenes Éxito S.A.	27,28	31,59	0,4x	1,9x	0,5x	0,3x
	Alimentos envasados y carnes	Grupo Nutresa S.A.	24,11	21,64	2,4x	2,5x	1,0x	0,7x
		Alpina Productos Alimenticios S.A.	--	--	4,2x	3,3x	0,7x	0,7x
		Colombina S.A.	76,28	79,50	4,5x	4,3x	0,5x	0,4x
		Riopaila Castilla S.A.	47,67	45,87	2,4x	2,0x	0,3x	0,3x
	Productos personales	Mayagüez S.A.	64,49	64,99	3,5x	2,9x	0,3x	0,3x
Telecomunicaciones	Productos Familia S.A.	Productos Familia S.A.	1,63	1,55	—	—	1,4x	1,2x
	Suministro de gasolina	Organización Terpel S.A.	65,31	73,76	2,8x	3,4x	0,9x	0,6x
	Venta al por menor de productos	Sodimac Colombia S.A.	--	--	2,2x	2,2x	0,2x	0,2x
Textiles	Textiles	Fabricato S.A.	--	68,49	—	—	0,4x	0,4x
	Servicios Integrados de telecomunicaciones	Empresa Telec. de Bogotá S.A. E.S.P.	48,18	54,72	0,5x	0,8x	0,7x	0,5x
	Operadores alternativos	Colombia Telecomunicaciones S.A. ESP	53,28	54,09	3,9x	9,0x	0,5x	0,5x
		UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	80,57	82,30	2,7x	3,0x	0,6x	0,4x
	Radiodifusión	Caracol Televisión S.A.	19,99	20,43	—	0,1x	1,6x	1,5x
Deuda Neta/EBITDA, Capacidad de pago.	RCN Televisión S.A.	RCN Televisión S.A.	11,84	11,59	3,2x	—	1,4x	1,3x

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

Prueba ácida = (Activo Corriente - Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%).

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

Tabla 10
 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE COMPAÑÍAS EN CHILE

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2021 (%)	3Q2022 (%)	2021	3Q2022	2021	3Q2022
Energía	Exploración y producción de petróleo y gas	Empresa Nacional del Petróleo	81,69	76,03	5,8x	3,5x	0,8x	0,8x
	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Empresas Copec S.A.	47,43	52,53	2,3x	2,1x	1,3x	1,1x
Inmobiliario	Empresas de explotación inmobiliaria	Parque Arauco S.A.	58,01	61,78	7,2x	5,4x	2,1x	1,5x
		Plaza S.A.	37,11	46,79	4,8x	3,8x	0,9x	2,1x
Materiales	Cobre	Corporación Nacional del Cobre de Chile	60,68	59,61	1,7x	2,2x	1,5x	1,5x
	Fertilizantes y productos químicos agrícolas	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	15,75	0,22	0,2x	--	3,3x	1,5x
	Productos de papel	Empresas CMPC S.A.	52,34	55,24	2,6x	2,6x	1,2x	1,1x
	Acero	CAP S.A.	36,08	29,12	--	0,2x	0,8x	0,5x
Servicios públicos	Compañías eléctricas	Empresa Eléctrica Angamos SpA	94,17	53,24	0,1x	0,3x	0,8x	1,1x
		Empresa Eléctrica Cochrane SpA	88,68	87,00	5,1x	4,4x	0,7x	1,0x
		Enel Américas S.A.	39,40	40,59	1,8x	1,6x	0,8x	0,5x
		Enel Chile S.A.	67,13	74,86	7,8x	10,4x	0,5x	0,4x
		Engie Energía Chile S.A.	66,58	77,19	3,3x	8,9x	1,1x	0,8x
		Transelec S.A.	64,08	65,69	6,2x	6,1x	1,4x	1,5x
	Productores independientes de energía y comerciantes de energía	AES Andes S.A.	60,27	68,03	2,2x	3,8x	0,8x	0,9x
		Colbún S.A.	62,23	58,23	2,5x	--	2,4x	3,7x
	Servicios de agua	Aguas Andinas S.A.	55,08	51,30	3,7x	3,9x	1,1x	1,0x
		Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	75,10	74,53	3,9x	4,0x	1,1x	1,1x
Tecnología	Consultoría informática y otros servicios	Sonda S.A.	57,85	52,53	1,1x	1,6x	1,6x	1,5x
Consumo masivo	Cerveceros	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	18,56	41,43	0,7x	1,9x	0,8x	0,8x
	Destiladores y vinateros	Viña Concha y Toro S.A.	31,07	39,00	2,4x	3,3x	0,8x	0,6x
	Comercio minorista de alimentos	SMU S.A.	66,49	66,05	5,0x	4,5x	0,4x	0,3x
	Hipermercados y Supercentros	Cencosud S.A.	47,28	62,48	1,8x	--	0,6x	0,4x
	Refrescos	Embotelladora Andina S.A.	39,69	44,68	1,6x	2,0x	1,5x	1,1x
Consumo discrecional	Grandes almacenes	Falabella S.A.	45,43	59,86	3,7x	6,0x	1,6x	1,8x
		Ripley Corp S.A.	87,59	87,88	11,8x	13,1x	0,8x	0,7x
Industrial	Marina	Compañía Sud Americana de Vapores S.A.	11,98	15,70	--	--	0,0x	0,1x
	Ferrocarriles	Empresa de Los Ferrocarriles del Estado	--	--	86,7x	50,6x	3,0x	3,7x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica Chile S.A.	39,36	40,95	1,9x	3,8x	0,6x	0,5x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	75,80	79,53	3,5x	2,0x	0,9x	1,0x
		Telefonica Móviles Chile S.A.	58,02	58,13	2,8x	6,0x	0,9x	0,9x

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

Prueba ácida = (Activo Corriente - Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%).

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

Tabla 11
ESTRUCTURA DE CAPITAL DE COMPAÑÍAS EN MÉXICO

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2021 (%)	3Q2022 (%)	2021	3Q2022	2021	3Q2022
Energía	Petróleo y gas integrados	Petróleos Mexicanos S.A. de C.V.	--	--	28,4x	5,9x	0,4x	0,4x
Inmobiliario	Empresas de explotación inmobiliaria	Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	39,14	37,51	3,7x	4,8x	7,2x	5,6x
	Servicios inmobiliarios	PLA Administradora Industrial, S. de R.L. de C.V.	--	--	--	--	--	--
	Servicios inmobiliarios	Fibra UNO	44,33	44,79	7,7x	7,4x	1,1x	0,5x
Materiales	Materiales de construcción	CEMEX, S.A.B. de C.V.	47,79	62,06	3,4x	4,2x	0,4x	0,5x
		GCC, S.A.B. de C.V.	17,84	20,80	--	--	2,1x	3,8x
	Metales preciosos y minerales	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	40,84	44,92	0,8x	1,3x	2,1x	1,8x
	Metales y minería diversificados	Grupo México, S.A.B. de C.V.	21,12	25,46	0,3x	0,4x	3,0x	3,9x
		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.	46,11	61,03	1,8x	2,0x	0,9x	0,9x
		ALPEK, S.A.B. de C.V.	41,79	44,35	1,1x	1,2x	1,0x	0,7x
Tecnología	Servicios e infraestructuras de Internet	SixSigma Networks Mexico SA de CV	--	64,87	--	4,3x	0,8x	0,8x
Industrial	Autopistas y vías férreas	Promotora y Operadora Infraestructura, S. A. B. de C. V.	19,87	22,87	0,1x	--	4,2x	4,0x
		Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V.	90,07	86,16	4,4x	3,4x	2,1x	2,5x
	Conglomerados industriales	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	17,06	23,72	1,4x	1,7x	1,3x	1,1x
		Alfa, S. A. B. de C. V.	63,26	66,63	2,5x	2,3x	0,9x	0,6x
	Servicios aeroportuarios	Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	16,22	21,10	1,3x	1,2x	1,7x	1,8x
		Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	9,82	11,93	0,5x	0,1x	3,0x	3,7x
		Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	13,14	15,82	0,4x	1,2x	1,5x	0,9x
	Aerolíneas	Controladora Vuela Compañía Aviación, S.A.B. de C.V.	96,40	77,84	4,4x	9,5x	0,7x	0,7x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecom.	Axtel, S.A.B. de C.V.	82,34	82,55	3,2x	3,9x	1,0x	1,1x
	Servicios de telecom. inalámbricas	América Móvil, S.A.B. de C.V.	32,08	38,36	1,8x	1,9x	0,7x	0,6x
	Cable y satélite	Megicable Holdings, S. A. B. de C. V.	13,05	26,24	0,5x	0,9x	0,6x	0,8x
		Grupo Televisa, S.A.B.	55,65	65,21	2,5x	1,5x	1,0x	2,1x
Consumo masivo	Destilerías y vinaterías	Becle, S.A.B. de C.V.	10,32	13,96	1,1x	1,6x	2,0x	1,6x
	Hipermercados y Supercentros	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	4,64	5,23	0,3x	0,2x	0,4x	0,4x
	Bebidas no alcohólicas	Arca Continental, S.A.B. de C.V.	18,53	16,95	0,6x	0,4x	1,2x	1,2x
		Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	27,73	24,26	1,2x	1,1x	1,4x	1,0x
	Alimentos envasados y carnes	Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	32,43	36,03	1,9x	2,1x	1,3x	0,9x
		Gruma, S.A.B. de C.V.	86,41	34,53	1,9x	2,4x	1,0x	0,8x
		Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	31,76	29,29	2,5x	2,5x	0,4x	0,4x
		Sigma Alimentos, S. A. de C. V.	71,10	72,50	2,5x	2,8x	0,7x	0,6x
	Productos para el hogar	Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	23,91	29,68	1,8x	1,8x	1,2x	1,5x
Consumo discrecional	Grandes almacenes	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	28,07	26,62	0,6x	1,1x	1,2x	1,0x
	Restaurantes	Alsea, S.A.B. de C.V.	63,97	62,21	6,5x	4,3x	0,5x	0,4x
	Electrodomésticos	Controladora mabe S.A. de C.V.	40,36	40,27	0,9x	1,2x	0,5x	0,4x
	Repuestos y equipos para automóviles	Metalsa, S.A. DE C.V.	--	30,88	--	0,4x	1,3x	1,3x
Salud	Productos farmacéuticos	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	21,62	27,23	1,5x	1,2x	1,3x	0,8x
Servicios públicos	Empresas de electricidad	Comisión Federal de Electricidad	60,10	63,13	28,4x	294,9x	1,1x	0,8x
	Servicios de gas	Infraestructura Energética Nova, S. A. P. I. de C. V.	40,68	32,99	4,2x	3,2x	0,4x	0,5x

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

Prueba acida = (Activo Corriente - Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%).

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

Tabla 12
 ESTRUCTURA DE CAPITAL DE COMPAÑÍAS EN PERÚ

Sector	Industria primaria	Compañía	D/(D+E)		Deuda Neta/EBITDA		Prueba Ácida	
			2021 (%)	3Q2022 (%)	2021	3Q2022	2021	3Q2022
Energía	Exploración y producción de petróleo y gas	Hunt Oil Company Of Peru L.L.C., Sucursal del Perú	--	83,88	--	1,7x	0,7x	0,7x
	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Peru LNG S.R.L.	--	45,52	--	--	1,0x	1,0x
		Petróleos del Perú - PETROPERÚ S.A.	72,73	76,50	16,1x	114,1x	0,3x	0,3x
Inmobiliario	Actividades inmobiliarias diversificadas	Inversiones Centenario S.A.A.	57,34	59,06	5,1x	4,8x	0,6x	0,6x
Materiales	Materiales de construcción	Cementos Pacasmayo S.A.A.	42,27	48,84	2,9x	2,6x	0,5x	0,3x
		Unacem Corp S.A.A.	47,78	55,63	2,4x	2,1x	0,6x	0,5x
	Metales y minería diversificados	Nexa Resources Perú S.A.A.	11,01	0,76	--	--	2,1x	2,1x
		Volcan Cía. Minera S.A.A.	--	--	--	--		
		Panoro Minerals Ltd.	26,61	33,66	--	--	1,0x	0,9x
		Minsur S.A.	35,80	--	0,8x	--	1,0x	0,9x
	Oro	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	36,45	34,05	0,9x	1,5x	0,9x	0,8x
	Acero	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	37,35	30,10	5,7x	4,5x	0,7x	1,4x
		Corporacion Aceros Arequipa S.A.	55,39	61,92	1,7x	3,1x	0,6x	0,5x
	Cobre	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	1,25	15,51	--	0,0x	0,6x	0,4x
Industrial	Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Peru		1,95	0,90	--	--	1,2x	1,9x
		Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	2,94	0,68	--	--	1,3x	2,8x
	Contenedores de metal y vidrio	San Miguel Industrias PET S.A.	--	60,41	--	3,4x	0,9x	0,9x
Salud	Empresas comerciales y distribuidores	Ferreycorp S.A.A.	50,86	53,24	2,1x	2,9x	0,6x	0,5x
	Construcción e ingeniería	Aenza S.A.A.	60,67	69,07	2,0x	1,6x	0,9x	0,8x
Servicios públicos	Instalaciones sanitarias	Auna S.A.A.	74,49	85,00	9,4x	12,8x	0,7x	0,5x
Consumo masivo	Empresas de electricidad	Enel Distribución Perú S.A.A.	42,99	42,69	2,2x	1,9x	0,6x	0,5x
		Fenix Power Perú S.A.	--	--	--	--	--	--
		Kalpa Generación S.A.	--	73,93	--	2,6x	1,4x	1,4x
	Empresas de gas	Consortio Transmantaro S.A.	72,98	71,98	6,3x	6,3x	1,4x	2,1x
	Productores independientes de energía comerciantes de energía	Gas Natural de Lima y Callao S.A.	67,63	71,29	3,3x	3,5x	1,4x	1,1x
Telecomunicaciones	Electricidad renovable	Engie Energía Perú S.A.	40,63	44,51	1,9x	2,7x	0,9x	1,4x
	Hipermercados y Supercentros	Enel Generación Peru S.A.A.	5,48	14,54	0,1x	0,5x	0,9x	0,6x
	Alimentos y carnes envasados	InRetail Perú Corp.	40,03	41,41	4,4x	4,6x	0,4x	0,4x
	Cerveceras	Alicorp S.A.A.	50,45	51,90	3,4x	2,7x	0,7x	0,5x
		Casa Grande S.A.A.	24,73	40,39	--	1,6x	1,3x	0,6x
		Unión Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	3,81	0,46	0,2x	--	0,2x	0,9x
	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica del Perú S.A.A.	64,40	68,46	5,1x	3,7x	0,3x	0,3x

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

Prueba ácida = (Activo Corriente - Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%).

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

Tabla 13
RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENEcen AL MSCI COLCAP (%)

Industria	Empresa	Beta						Rentabilidad del Capital Propio beta			Rango Rentabilidad del Capital Propio beta		
		Desviación estandar	Beta desapalancado	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrim. a mercado	Apalancado		Ajustado		Apalancado COP (%)	Ajustado COP (%)	Ajustado COP (%)	
						COP	COP	USD	USD				
Energía	CELSIA S.A. E.S.P.	19,8	0,27	32	1,43	0,52	0,68	11,5	12,3	19,4-20,9	20,1-22,0		
	Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	20,8	0,17	15	0,86	0,29	0,52	10,3	11,5	18,4-19,2	19,4-20,9		
	Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	31,6	0,44	23	1,12	0,81	0,88	13,0	13,3	20,6-22,9	20,9-23,4		
	Promigas S.A. E.S.P.	25,6	0,27	26	1,45	0,57	0,71	11,7	12,5	19,6-21,2	20,2-22,2		
Financiero	Bancolombia S.A.	41,2	N.a.	33	N.a.	1,33	1,22	15,7	15,1	22,8-26,6	22,3-25,8		
	Banco de Bogotá S.A.	27,6	N.a.	17	N.a.	0,24	0,49	10,0	11,3	18,2-18,9	19,3-20,7		
	Banco Davivienda S.A.	32,8	N.a.	28	N.a.	1,21	1,14	15,0	14,7	22,3-25,7	22,0-25,2		
	Bolsa de Valores de Colombia S.A.	22,1	N.a.	22	N.a.	0,46	0,64	11,2	12,1	19,2-20,4	19,9-21,7		
Holdings inversoras	Grupo Avia Acciones y Valores S.A.	27,0	0,33	32	2,76	0,96	0,97	13,8	13,8	21,2-23,9	21,3-24,0		
	Corporación Financiera Colombiana S.A.	27,3	0,33	38	1,82	0,71	0,81	12,5	13,0	20,2-22,2	20,6-22,9		
	Grupo Argos S.A.	55,9	0,74	35	1,70	1,56	1,37	16,9	15,9	23,7-28,1	23,0-26,8		
	Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	44,7	0,40	29	0,44	0,52	0,68	11,5	12,3	19,4-20,9	20,1-22,0		
	Grupo Bóllivar S.A.	29,7	0,03	24	5,54	0,16	0,44	9,6	11,1	17,9-18,3	19,1-20,3		
	Cementos Argos S.A.	44,7	0,85	42	1,22	1,45	1,30	16,3	15,5	23,3-27,3	22,7-26,3		
Petróleo y gas	Canacol Energy Ltd.	26,6	-0,03	76	1,14	-0,04	0,31	8,6	10,4	17,0-17,1	18,5-19,4		
	Ecopetrol S.A.	44,1	0,43	33	0,81	0,66	0,77	12,2	12,8	20,0-21,8	20,5-22,6		
Retail bebida y alimentos	Grupo Nutresa S. A.	40,4	1,45	28	0,14	1,59	1,40	17,0	16,0	23,9-28,4	23,1-27,0		
Metales y minería	Mineros S.A.	28,6	0,03	42	0,01	0,03	0,35	8,9	10,6	17,4-17,4	18,7-19,7		
Retail petróleo y gas	Organización Terpel S.A.	23,3	0,10	31	2,21	0,25	0,50	10,1	11,4	18,3-19,0	19,3-20,7		
Telecomunicaciones	Empresa de Telé. de Bogotá S.A. E.S.P.	32,9	-0,01	26	0,59	-0,02	0,32	8,7	10,5	17,1-17,2	18,6-19,5		

n.a. No Aplica

 Beta desapalancado = Beta apalancado / $(1 + (1 - \text{Tasa de Impuestos}) \cdot \text{Deuda Neta} / \text{Patrimonio a mercado})$. La relación Deuda Neta / Patrimonio a mercado corresponde al promedio de este indicador de los últimos 4 trimestres (último año) y la tasa de efectiva de impuestos un promedio de 8 trimestres (últimos 2 años).

El Beta apalancado corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (MSCI COLCAP) en un período de 5 años.

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 28 de octubre de 2022.

Tabla 14
RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEÑ AL S&P CLX IPSA (%)

Industria	Empresa	Beta						Rentabilidad del Capital Propio beta			Rango Rentabilidad del Capital Propio beta		
		Desviación estandar (%)	Beta desapalancado CLP	Impuesto a la renta (%)	Relación deuda/patrim. a mercado	Apalancado		Apalancado		Capital Propio beta		Capital Propio beta	
						CLP	Ajustado	CLP	Ajustado	USD (%)	USD (%)	USD (%)	USD (%)
Energía	Engie Energía Chile S.A.	35,0	0,97	20	0,00	0,97	0,98	11,8	11,8	12,3 - 14,8	12,3 - 14,9	12,1 - 14,6	12,2 - 14,7
	Enel Américas S.A.	28,9	0,93	40	0,00	0,93	0,96	11,6	11,7	11,9 - 14,2	11,5	11,5	12,1 - 14,5
	Colbún S.A.	37,4	0,87	33	0,00	0,87	0,92	11,3	11,3	10,6	10,6	10,9 - 12,5	11,4 - 13,3
	AES Andes S.A.	33,1	0,61	34	0,00	0,61	0,74	9,9	9,9	11,0	11,0	11,4 - 13,3	11,7 - 13,9
	Enel Chile S.A.	36,6	0,30	18	1,83	0,74	0,83	10,6	10,6	11,0	11,0	11,4 - 13,3	11,7 - 13,9
Financiero	Banco de Chile	27,0	N.a.	19	N.a.	0,69	0,80	10,4	10,9	11,2 - 13,0	11,6 - 13,7		
	Grupo Security S.A.	31,0	N.a.	13	N.a.	0,91	0,94	11,5	11,6	12,0 - 14,4	12,1 - 14,6		
	Itaú CompráBanc	36,0	N.a.	23	N.a.	1,32	1,21	13,6	13,0	13,6 - 17,1	13,2 - 16,4		
	Banco de Crédito e Inversiones	30,7	N.a.	19	N.a.	0,88	0,92	11,3	11,3	11,9 - 14,2	12,1 - 14,5		
	Banco Santander-Chile	30,9	N.a.	20	N.a.	0,89	0,92	11,3	11,3	11,9 - 14,3	12,1 - 14,5		
Empaques	Empresas CMPC S.A.	35,3	0,56	30	0,00	0,56	0,71	9,7	10,4	10,7 - 12,2	11,2 - 13,1		
Holdings industrial	Empresas Copec S.A.	33,7	0,88	21	0,00	0,88	0,92	11,3	11,3	11,9 - 14,3	12,1 - 14,5		
Retail, bebida y alimentos	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	27,2	0,35	24	0,21	0,40	0,60	8,9	9,9	10,0 - 11,1	10,8 - 12,4		
	Embotelladora andina S.A.	28,0	0,39	31	0,45	0,51	0,67	9,4	10,3	10,5 - 11,8	11,1 - 12,9		
	Víaña Concha y Toro S.A.	25,3	0,49	22	0,50	0,68	0,79	10,3	10,9	11,1 - 13,0	11,6 - 13,6		
	SMU S.A.	32,5	0,45	3	1,41	1,06	1,04	12,3	12,2	12,6 - 15,5	12,6 - 15,5		
Retail	Ripley Corp S.A.	43,5	0,25	19	6,75	1,62	1,41	15,1	14,1	14,8 - 19,1	14,0 - 17,7		
	Falabella S.A.	37,9	0,61	22	1,41	1,28	1,19	13,4	12,9	13,5 - 16,9	13,1 - 16,3		
	Cencosud S.A.	35,8	0,60	36	0,82	0,91	0,94	11,5	11,6	12,0 - 14,4	12,1 - 14,6		
Transporte marítimo	Compañía Sud Americana de Vapores S.A.	42,7	0,92	1	0,00	0,92	0,95	11,5	11,7	12,1 - 14,5	12,2 - 14,7		
Fertilizantes	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	34,5	0,92	29	0,01	0,93	0,95	11,6	11,7	12,1 - 14,6	12,2 - 14,7		
Metales y minería	CAP S.A.	44,1	0,86	32	0,00	0,86	0,91	11,2	11,5	11,8 - 14,1	12,0 - 14,4		
Tecnología	Sonda S.A.	34,6	0,83	53	0,53	1,03	1,02	12,1	12,0	12,5 - 15,2	12,5 - 15,2		
Telecomunicaciones	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	36,8	0,41	29	2,86	1,24	1,16	13,2	12,8	13,3 - 16,6	13,0 - 16,1		
Servicios públicos	Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	31,2	0,40	17	2,22	1,14	1,09	12,7	12,4	12,9 - 16,0	12,8 - 15,6		
	Aguas Andinas S.A.	32,9	0,67	17	0,85	1,14	1,10	12,7	12,4	12,9 - 16,0	12,8 - 15,7		
Inmobiliario	Plaza S.A.	41,3	0,74	10	0,54	1,10	1,07	12,5	12,3	12,8 - 15,7	12,6 - 15,5		
	Parque Arauco S.A.	38,9	0,66	27	1,05	1,17	1,11	12,8	12,5	13,1 - 16,2	12,8 - 15,8		

N.a. No aplica.

Beta desapalancado = Beta apalancado / (1+(1-Tasa de Impuestos) * Deuda Neta/Patrimonio a mercado) La relación Deuda Neta/Patrimonio a mercado corresponde al promedio de este indicador de los últimos 4 trimestres (último año) y la tasa de efectiva de Impuestos un promedio de 8 trimestres (últimos 2 años).

El Beta apalancando corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (S&P CLX IPSA) en un período de 5 años.

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 28 de octubre de 2022.

Tabla 15
RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA LAS EMPRESAS QUE PERTENECEÑ AL S&P BMV IPC (%)

Industria	Empresa	Desviación estandar retornos (%)	Beta desapalancado MXN (%)	Impuesto a la renta	Relación deuda/patrim. a mercado	Beta		Rentabilidad del Capital Propio beta		Rango Rentabilidad del Capital Propio beta	
						Apalancado MXN	Ajustado MXN	Apalancado USD	Ajustado USD	Apalancado MXN (%)	Ajustado MXN (%)
Financiero	Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.	27,5	N.a.	28	N.a.	0,85	0,90	11,0	11,3	16,1-18,5	16,3-18,8
	Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V.	35,8	N.a.	24	N.a.	1,50	1,33	14,4	13,5	18,7-22,9	18,1-21,7
	Banco del Bajío, S.A., Institución de Banca Múltiple	32,5	N.a.	20	N.a.	1,36	1,24	13,6	13,0	18,2-21,9	17,7-21,1
	Regional S.A.B. de C.V.	37,7	N.a.	26	N.a.	1,60	1,40	14,9	13,8	19,1-23,5	18,3-22,2
	Grupo Financiero Infobursa, S.A.B. de C.V.	31,2	N.a.	15	N.a.	1,19	1,12	12,7	12,4	17,5-20,7	17,2-20,3
	Grupo Elektra, S.A.B. de C.V.	23,9	N.a.	27	N.a.	0,28	0,52	8,0	9,3	13,7-14,5	14,7-16,2
Comunicaciones	América Móvil, S.A.B. de C.V.	24,0	0,69	30	0,44	0,91	0,94	11,3	11,5	16,3-18,8	16,4-19,0
	Megacable Holdings, S.A.B. de C.V.	23,6	0,38	28	0,18	0,42	0,62	8,8	9,8	14,3-15,5	15,1-16,8
	Grupo Televisa, S.A.B.	42,2	0,66	51	1,36	1,10	1,07	12,3	12,1	17,1-20,1	17,0-19,9
Construcción	Promotora y Operadora Infraes. S.A.B. de C.V.	22,6	0,74	12	0,01	0,75	0,83	10,5	10,9	15,7-17,7	16,0-18,3
Holdings industrial	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	34,9	1,09	20	0,14	1,21	1,14	12,9	12,5	17,6-20,9	17,3-20,4
	Alfa S. A. B. de C.V.	36,2	0,86	64	1,47	1,32	1,21	13,4	12,9	18,0-21,6	17,6-20,9
Transporte aéreo	Gpo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	37,9	1,29	22	0,10	1,39	1,26	13,8	13,1	18,3-22,1	17,8-21,2
	Gpo Aeroportuario del Sureste, S.A.B. de C.V.	34,0	1,17	23	0,03	1,19	1,13	12,8	12,5	17,5-20,8	17,2-20,3
	Gpo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	37,0	1,33	25	0,07	1,40	1,27	13,9	13,2	18,3-22,2	17,8-21,3
	Controladora Vuelta Cía de Aviación, S.A.B. de C.V.	53,3	1,37	17	0,42	1,85	1,56	16,2	14,7	20,2-25,2	19,0-23,3
Cementera	CEMEX, S.A.B. de C.V.	40,7	1,21	14	0,06	1,28	1,18	13,2	12,7	17,8-21,3	17,5-20,7
	GCC, S.A.B. de C.V.	27,6	—	24	—	0,86	0,91	11,1	11,3	16,1-18,5	16,3-18,8
Retail bebida y alimentos	Arca Continental, S.A.B. de C.V.	19,2	0,57	31	0,07	0,60	0,73	9,7	10,4	15,1-16,7	15,6-17,6
	Bodega, S.A.B. de C.V.	29,3	0,51	27	0,07	0,54	0,69	9,4	10,2	14,8-16,3	15,4-17,3
	Gruma, S.A.B. de C.V.	24,2	0,65	37	0,07	0,68	0,79	10,1	10,7	15,4-17,3	15,8-18,0
	Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	24,9	0,29	35	0,30	0,35	0,57	8,4	9,5	14,1-15,0	14,9-16,5
	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	24,1	0,60	26	0,02	0,60	0,74	9,7	10,4	15,1-16,8	15,6-17,7
	Coca-Cola Femsa, S.A.B. de C.V.	21,1	0,18	32	2,75	0,52	0,68	9,3	10,1	14,7-16,2	15,4-17,3
Metales y minería	Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	23,3	0,79	37	0,27	0,92	0,95	11,4	11,5	16,4-18,9	16,5-19,1
	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	45,8	1,05	32	0,01	1,06	1,04	12,1	12,0	16,9-19,8	16,9-19,7
	Grupo México, S.A.B. de C.V.	36,3	1,27	34	0,00	1,28	1,18	13,2	12,7	17,8-21,3	17,5-20,7
Químico	Orbisa Advance Corporation, S.A.B. de C.V.	30,3	1,18	33	0,05	1,22	1,15	12,9	12,5	17,6-20,9	17,3-20,4
Immobilario	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	32,6	1,18	30	0,15	1,31	1,20	13,4	12,8	18,0-21,6	17,5-20,9
Seguros	Qualitás Controladora, S.A.B. de C.V.	30,1	—	24	—	0,87	0,92	11,1	11,3	16,2-18,6	16,4-18,9
Salud	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	31,5	0,55	38	0,27	0,64	0,76	9,9	10,5	15,2-17,0	15,7-17,8
Retail	Kimberly-Clark de México, S.A.B. de C.V.	24,3	0,33	32	0,17	0,37	0,58	8,5	9,6	14,1-15,1	15,0-16,6
Restaurantes	Alsea, S.A.B. de C.V.	43,1	0,84	25	1,50	1,79	1,53	15,9	14,5	19,9-24,9	18,9-23,1

N.a. No aplica. Beta desapalancado = Beta apalancado / (1+(1-Tasa de impuestos) * Deuda Neta/Patrimonio a mercado) La relación Deuda Neta/Patrimonio a mercado corresponde al promedio de este indicador de los últimos 4 trimestres (último año) y la tasa de efectiva de impuestos un promedio de 8 trimestres (últimos 2 años).

El Beta apalancando corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (S&P BMV IPC) en un período de 5 años.

Fuente: Refinitiv Eikon y Capital IQ, cálculos Corficolombiana 28 de octubre de 2022.

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

Industria	Empresa	Desviación estandar retornos (%)	Beta desequilanciado PEN (%)	Impuesto a la renta	Relación deuda/patrim. a mercado	Beta			Rentabilidad del Capital Propio beta			Rango Rentabilidad del Capital Propio beta		
						Apalancado PEN	Ajustado PEN	Apalancado USD	Ajustado USD	Apalancado PEN (%)	Ajustado PEN (%)	Apalancado PEN (%)	Ajustado PEN (%)	
Financiero	Banco BBVA Perú S.A.	25,2	N.a.	29	N.a.	0,78	0,85	11,9	12,3	11,5 - 13,5	11,8 - 14,0			
	Credicorp Capital Perú S.A.A.	20,6	N.a.	33	N.a.	0,02	0,35	8,0	9,7	8,6 - 8,6	9,8 - 10,7			
	Grupo Bv S.A.A.	20,9	N.a.	29	N.a.	0,03	0,36	8,0	9,7	8,6 - 8,7	9,9 - 10,8			
	Intercorp Financial Services Inc.	45,4	N.a.	29	N.a.	1,32	1,22	14,7	14,1	13,6 - 17,1	13,2 - 16,4			
	RIMAC Seguros y Reaseguros S.A.	28,1	N.a.	11	N.a.	0,32	0,55	9,5	10,7	9,7 - 10,5	10,6 - 12,0			
Cementera	Cementos Pacasmayo S.A.A.	24,8	0,48	32	0,74	0,73	0,82	11,6	12,1	11,3 - 13,2	11,7 - 13,8			
	Unacem Corp S.A.A.	36,2	0,55	30	1,12	0,98	0,98	12,9	12,9	12,3 - 14,8	12,3 - 14,9			
Energía	Engie Energía Perú S.A.	19,4	0,39	37	0,15	0,43	0,62	10,1	11,1	10,1 - 11,3	10,9 - 12,5			
	Enel Generación Perú S.A.A.	31,7	0,42	30	0,05	0,43	0,62	10,1	11,1	10,1 - 11,3	10,9 - 12,5			
	Enel Distribución Perú S.A.A.	30,4	0,39	34	0,63	0,55	0,70	10,7	11,5	10,6 - 12,0	11,2 - 13,0			
Retail bebida y alimentos	Alicorp S.A.A.	30,1	0,46	30	0,71	0,70	0,80	11,5	12,0	11,2 - 13,0	11,6 - 13,7			
	Casa Grande S.A.A.	50,8	0,85	27	0,50	1,16	1,10	13,8	13,6	13,0 - 16,0	12,8 - 15,7			
	Unión de Cervecerías Peruanas Beckus y Johnstone S.A.A	43,1	-0,04	31	0,02	-0,04	0,31	7,6	9,4	8,2 - 8,3	9,7 - 10,5			
	InRetail Peru Corp.	30,3	0,30	40	2,32	0,72	0,82	11,6	12,1	11,3 - 13,2	11,6 - 13,8			
Metales y minería	Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	56,4	0,83	38	0,28	0,97	0,98	12,9	12,9	12,2 - 14,8	12,3 - 14,9			
	Nexa Resources Perú S.A.A.	43,1	-	34	--	1,33	1,22	14,7	14,1	13,6 - 17,1	13,2 - 16,4			
	Volcán Cía. Minera S.A.A.	57,7	-	--	--	1,49	1,33	15,5	14,7	14,3 - 18,2	13,6 - 17,1			
	Panoro Minerals Ltd.	73,2	1,16	56	0,21	1,27	1,18	14,4	13,9	13,4 - 16,7	13,0 - 16,1			
	Minsur S.A.	40,8	1,06	42	0,10	1,11	1,08	13,6	13,4	12,8 - 15,7	12,7 - 15,5			
	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	43,2	0,98	49	0,07	1,01	1,01	13,1	13,1	12,4 - 15,0	12,4 - 15,0			
	Corporación Aceros Arequipa S.A.	24,8	0,33	29	1,08	0,58	0,72	10,9	11,6	10,7 - 12,3	11,3 - 13,2			
Aceros	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	40,5	0,89	33	0,05	0,92	0,95	12,6	12,7	12,0 - 14,4	12,1 - 14,6			
	Ferreycorp S.A.A.	33,9	0,63	32	0,89	1,01	1,01	13,1	13,1	12,4 - 15,1	12,4 - 15,0			
Maquinaria	Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Perú	47,5	0,49	38	0,01	0,49	0,66	10,4	11,3	10,4 - 11,6	11,0 - 12,8			
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	41,3	-	40	--	1,14	1,09	13,7	13,5	12,9 - 15,9	12,7 - 15,6			
Immobilario	Inversiones Centenario S.A.A.	23,2	0,01	33	1,56	0,02	0,35	7,9	9,6	8,5 - 8,6	9,8 - 10,7			
	Aenzza S.A.A.	54,6	0,50	0	0,87	0,93	0,95	12,7	12,8	12,1 - 14,5	12,2 - 14,7			

N.a. No aplica.
 Beta desequilanciado = Beta apalancado / (1+(1-Tasa de Impuestos)*Deuda Neta/Patrimonio a mercado). La relación Deuda Neta/Patrimonio a mercado corresponde al promedio de este indicador de los últimos 4 trimestres (último año) y la tasa de efectiva de impuestos un promedio de 8 trimestres (últimos 2 años).

El Beta apalancando corresponde a la relación de los retornos semanales de la empresa respecto a los retornos de un índice de mercado (S&P LIMA GENERAL) en un período de 5 años.
 Fuente: Refinitiv Elikon y Capital IQ, cálculos Corficolombiana 28 de octubre de 2022.

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

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



Perfil A): Accionista tipo empresario o emprendedor

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

Paso 1:

¿A QUÉ TIPO DE EXPOSICIÓN ESTÁ EXPUESTA SU EMPRESA?



Exposición de CONVERSIÓN

Solución: Técnicas Contables

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



Exposición TRANSACCIONAL

Solución: Política de cobertura cambiaria

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



Exposición ECONÓMICA

Solución: Gestión operativa de la empresa

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



Paso 2:

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

NO

SI

POLÍTICA PASIVA

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

POLÍTICA ACTIVA

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



Perfil B): Accionista corporativo o fondo de inversión

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

Paso 1:

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

NO

SI

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

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

Paso 2:

¿TIENE EL ACCIONISTA UN PORTAFOLIO SUFFICIENTEMENTE DIVERSIFICADO?

NO

SI

LIMITE EL USO DE DERIVADOS

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

Paso 3:

¿A QUÉ TIPO DE EXPOSICIÓN ESTÁ EXPUESTA SU EMPRESA?



Exposición de CONVERSIÓN

Solución: Técnicas Contables

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



Exposición TRANSACCIONAL

Solución: Política de cobertura cambiaria

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



Exposición ECONÓMICA

Solución: Gestión operativa de la empresa

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

Paso 4:

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

NO

SI

POLÍTICA PASIVA

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

POLÍTICA ACTIVA

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

EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

Jose.lopez@corficolombiana.com

ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

Julio César Romero

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista contexto externo y mercado cambiario

diego.gomez@corficolombiana.com

María Paula González

Analista de Mercados Andinos

maria.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Mercados de Centroamérica

laura.bautista@corficolombiana.com

Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones Económicas

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Renta Fija

felipe.espitia@corficolombiana.com

RENTA VARIABLE

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

andres.duarte@corficolombiana.com

FINANZAS CORPORATIVAS

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cárdenas

Analista de Inteligencia Empresarial

jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

diana.lopez@corficolombiana.com

ANÁLISIS SECTORIAL Y SOSTENIBILIDAD

Maria Camila Orbegozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

maria.orbegozo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

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 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 RECOLPILADA, 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 **2023**



Síganos en:



investigaciones.corficolombiana.com

www.corficolombiana.com