

COSTO DE LA DEUDA CORPORATIVA (Kd)

Por qué debería refinanciar los pasivos de su empresa ya mismo

- El costo de endeudamiento corporativo se encuentra en niveles mínimos de los últimos 3 años
- Hoy en día las tasas de interés de los títulos de deuda corporativa incorporan una baja probabilidad de incumplimiento
- La inflación, las políticas del Banco de la República y la volatilidad presente en los mercados internacionales son factores que presionarán al alza las tasas de interés en un futuro cercano

Al leer este informe usted encontrará lo que tiene que saber, como empresario, sobre el costo de la deuda corporativa sin tener que conocer el día a día del mercado de valores ni tener que saturarse de información técnica.

En este documento, explicamos por qué hoy es un buen momento para que las compañías colombianas aprovechen el costo al que se pueden financiar a largo plazo o, si lo tienen en sus planes, incrementen la participación de la deuda de largo plazo en su estructura de capital. Hemos evaluado el comportamiento reciente de las tasas de interés a las que se endeudan las empresas en Colombia y concluimos que hoy es el mejor momento de los últimos 3 años para aprovechar el costo de la deuda corporativa de largo plazo.

Nuestro análisis sobre el costo de la deuda, apunta a que hoy, una empresa consolidada y con buena salud financiera, puede conseguir créditos de largo plazo a tasas muy similares a las que se endeuda el gobierno colombiano. Así, cada vez es más común ver créditos comerciales colocados a tasas entre 7.5% y 8.5% efectivo anual para todos los plazos, y títulos de deuda corporativa que se negocian a tasas similares a los títulos locales del gobierno colombiano.

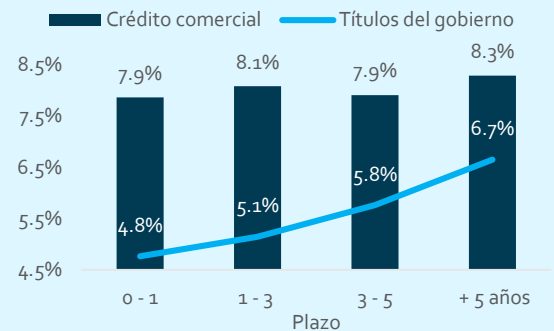
Este documento hace parte de una serie de informes de Finanzas Corporativas que discuten las variables de la estructura de capital de las compañías: la rentabilidad del capital propio, el costo del endeudamiento corporativo, y el denominado “escudo tributario”. Lo invitamos a que visite periódicamente nuestra sección en la página web de Corficolombiana para estar al tanto de los últimos análisis de Finanzas Corporativas que distribuimos a nuestros clientes del sector corporativo.

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

7.5% – 8.5%

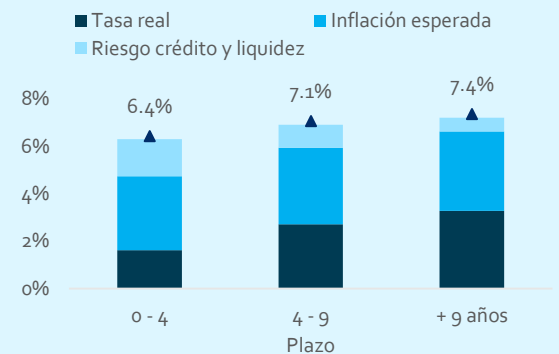
Rango de tasas para deuda corporativa

Tasa de interés de los créditos comerciales



Fuente: Banco de la República, Precia, cálculos Corficolombiana con corte a julio de 2018. Tasas efectivas anuales

Fundamentales de las tasas de interés corporativas en el mercado de valores



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana. Tasas teóricas (Curvas cero cupón)

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán
 Analista de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6191
andres.beltran@corficolombiana.com

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

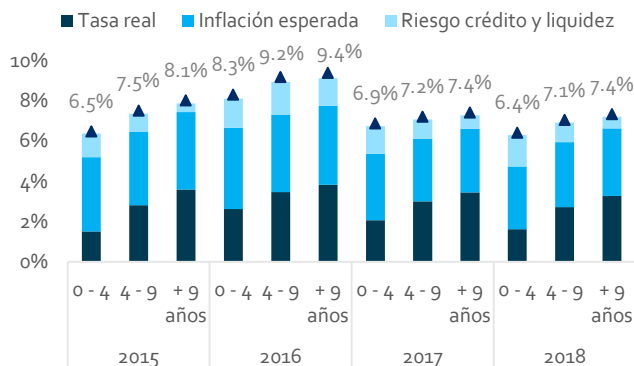
Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Tabla 1. Tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija por componentes (promedio enero-julio de 2018)

Componente	Plazo		
	0 – 4 años	4 – 9 años	+ 9 años
Tasa real	1.62%	2.72%	3.28%
Inflación esperada	3.13%	3.23%	3.36%
Riesgo crédito y liquidez	1.56%	0.98%	0.58%
Tasa total	6.44%	7.08%	7.37%

Fuente Precia, cálculos Corficolombiana. Tasas efectivas anuales.

Gráfica 1: 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.

Tabla 3. Eventos importantes que inciden sobre la tasa de interés para el sector corporativo

Reunión de los miembros del banco central de Estados Unidos (FED) para decidir sobre la tasa de interés

Reunión de los miembros del banco central de Colombia (BanRep) para decidir sobre la tasa de interés

Publicación del dato de inflación en Estados Unidos y Colombia

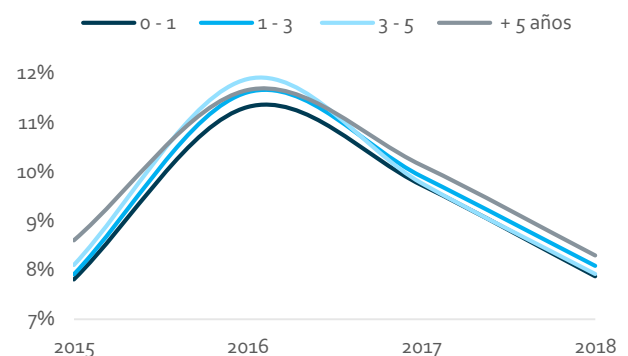
Noticias que afecten la volatilidad en los mercados emergentes

Comportamiento de la tasa de cambio del país

Tabla 2. Variables con efecto sobre los componentes de la tasa de interés de los títulos corporativos

Componente	Variables con efecto sobre los componentes
Tasa real	- Expectativas de crecimiento de largo plazo de la economía
Inflación esperada	- Presiones sobre la oferta y demanda de los bienes y servicios que afecten el precio y la disponibilidad (ej. Eventos naturales) - Comportamiento de la tasa de cambio - Comportamiento de la economía local
Riesgo crédito y liquidez	- Salud de las entidades financieras - Capacidad de pago y evaluación de riesgo de las compañías

Gráfica 2: Tasa de interés promedio de los créditos comerciales por plazo desde 2015



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana.

Tabla 4. Próximos documentos

Este documento pertenece a una serie de informes que discuten temas de Finanzas Corporativas y, específicamente, de la estructura de capital de las compañías. Pronto encontrará:

1. Estructura de capital de las compañías en Colombia
2. Impuestos a las utilidades en Colombia
3. Costo promedio ponderado del capital en Colombia (WACC)

Lo invitamos a ver nuestro [informe inicial](#) sobre la rentabilidad del patrimonio en Colombia publicado en julio de este año

Por qué debería refinanciar los pasivos de su empresa ya mismo

En este informe le mostramos por qué hoy es un buen momento para que las compañías colombianas incrementen o refinancien sus deudas. Hoy las tasas de interés de largo plazo para el sector corporativo se encuentran en niveles atractivos tanto para los créditos que otorgan los establecimientos de crédito como para los títulos de deuda del mercado de valores local.

Hemos evaluado el comportamiento reciente de las tasas de interés a la que se endeudan las empresas en Colombia y concluimos que hoy es el mejor momento de los últimos 3 años para aprovechar el costo de la deuda corporativa de largo plazo por 3 razones: (1) las tasas de interés a las que se endeuda el sector corporativo se encuentran en mínimos de los últimos 3 años, (2) hoy el entorno económico genera menos presión que en periodos anteriores: un mayor optimismo explica la menor prima crediticia en los mercados de valores, y (3) no esperamos que el costo de endeudamiento continúe disminuyendo pues los riesgos están inclinados hacia aumentos en las tasas de interés.

Un breve resumen del comportamiento de las tasas en los últimos 8 años

En los últimos 8 años, Colombia experimentó 2 episodios de encarecimiento del crédito corporativo

Aunque las tasas de interés hoy son levemente más altas que aquellas observadas en 2010, las grandes compañías pueden darse un buen respiro luego de 2 episodios de fuerte estrés: 2010-2012 y 2015-2016, en donde el costo de endeudamiento aumentó significativamente para los 2 tipos de fuentes de financiamiento que usan estas empresas: créditos comerciales y deuda en el mercado público de valores. Hoy en día, las tasas de interés para los créditos comerciales y las tasas a la que se negocian los títulos corporativos han disminuido significativamente y se encuentran en los niveles más bajos de los últimos 3 años. Lo interesante es que una de las razones para ese “respiro” corresponde una baja percepción de riesgo de crédito y liquidez en el mercado de valores.

El primer episodio estuvo relacionado con una reducción del estímulo monetario por parte del Banco de la República

El primer episodio en donde el costo de endeudamiento aumentó comprende el periodo entre 2010 y 2012, después de que el Banco de la República redujera el estímulo monetario que había realizado por motivo de la crisis financiera de 2008 y aumentara su tasa de intervención de 3.00% hasta 5.25% en 2012. Ante este evento, las tasas de interés a las que prestaban los establecimientos de crédito aumentaron 300 puntos básicos, al pasar de 6.00% a 9.00% para préstamos con plazo menor a un año y de 7.00% a 10.00% para préstamos a más de cinco años (Gráfica 4). Adicionalmente, el monto desembolsado por los establecimientos de crédito disminuyó en un 50.00% al pasar de 96,022 a 49,558 millones de pesos entre 2010 y 2011, la reducción más grande que ha ocurrido en los últimos 8 años. (Gráfica 3).

El segundo episodio se enmarca entre finales de 2015 y mediados de 2016 y fue resultado de una “tormenta perfecta” que inició poco después de que los precios del petróleo cayeran. Durante este periodo, I) el aumento de 325 puntos básicos en la tasa de intervención del Banco de la República se transmitió a todo el mercado, II) la tasa a la

El segundo episodio sucedió poco después del desplome de precios del petróleo que, en últimas, impactó los mercados crediticios colombianos

que prestaban los establecimientos de crédito superó el 11.00% para todos los plazos (Gráfica 4), III) la oferta y demanda de créditos comerciales disminuyó significativamente haciendo que el monto desembolsado por los establecimientos de crédito cayera alrededor de un 22.00% (de 80,451 a 62,996 millones de pesos) (Gráfica 3), y IV) las tasas de interés de los títulos de deuda en el mercado público de valores oscilaron alrededor del 10.00% para todos los plazos. Este episodio puso al descubierto una situación en donde las empresas no podían o no deseaban adquirir recursos a altas tasas y, las pocas que lo hacían, se enfrentaban a un mayor costo directo ante el endurecimiento en los requerimientos que exigían los establecimientos de crédito y los prestamistas.

Hoy en día, las tasas de interés tanto de los establecimientos de crédito como de los títulos de deuda del mercado de valores son inferiores a las observadas en los últimos 3 años y representan un “respiro” para las compañías que deseen disminuir su costo de endeudamiento o llevar a cabo planes de inversión a largo plazo, financiándose con nueva deuda.

Pero ¿por qué no esperar un poco más de tiempo para endeudarse?

Una baja percepción de riesgo de crédito se está viendo reflejada en bajas tasas de interés de largo plazo para el sector corporativo

Consideramos que es poco probable que el costo de endeudamiento continúe disminuyendo pues los riesgos están inclinados hacia aumentos en las tasas de interés. En particular, el incremento en la tasa de intervención de los bancos centrales de Colombia y Estados Unidos y la mayor volatilidad en los mercados de países emergentes nos hacen pensar que la probabilidad de ver tasas de interés en niveles más bajos a los actuales es muy baja. Así, si usted espera un mayor tiempo, es posible que sus oportunidades de fondeo barato se reduzcan.

En la actualidad percibimos que el costo de endeudamiento para las empresas se encuentra en un nivel considerablemente bajo. La presencia de tasas de endeudamiento similares tanto para el sector corporativo como para el gobierno colombiano en el largo plazo (más de 9 años) soportan nuestra afirmación y, a pesar de que las perspectivas de la economía colombiana hoy son sólidas, consideramos que lo que usted se puede “ahorrar” por esperar tasas de interés menores no es significativo. No olvide que cuando todo esta calmado, las tasas de interés bajan por escalera, pero cuando los mercados se estresan, suben en ascensor.

Si usted es de los lectores que llegó hasta aquí, es muy probable que le interese leer el detalle de las 3 razones por las que usted no debería esperar más tiempo para refinanciar los pasivos de su empresa.

3 RAZONES POR LAS QUE USTED DEBERÍA REFINANCIAR LOS PASIVOS DE SU EMPRESA YA MISMO

1) Las tasas de interés a las que se endeuda el sector corporativo se encuentran en mínimos de los últimos 3 años

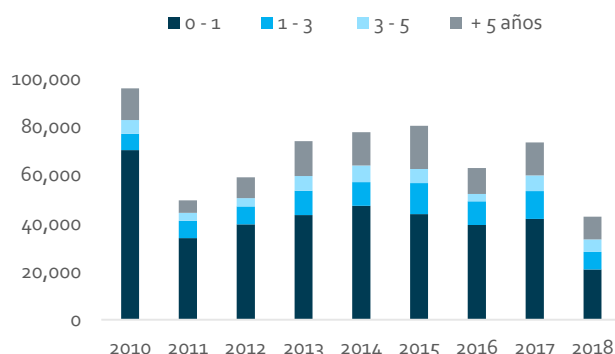
Hoy las tasas de interés de los créditos comerciales están en el nivel más bajo de los últimos 3 años

En esta sección, le mostramos cómo las tasas de interés de los créditos comerciales hoy en día, son inferiores a las observadas en los últimos 3 años y se ubican en promedio en 7.90% para los créditos con plazo menor a un año y en 8.30% para los créditos a más de 5 años. (Gráfica 3 y 4).

Los créditos comerciales son importantes en Colombia porque la gran mayoría de las compañías colombianas utiliza a los establecimientos de crédito (bancos comerciales, corporaciones y cooperativas financieras, y compañías de financiamiento comercial) para financiar necesidades de corto plazo. Si bien más del 60% del monto desembolsado corresponde a créditos con plazo menor a un año –generalmente utilizado para financiar el capital de trabajo– es importante notar que los créditos a más largo plazo hoy en día no son considerablemente “más caros” y de ahí el por qué las compañías deberían aprovechar esta situación.

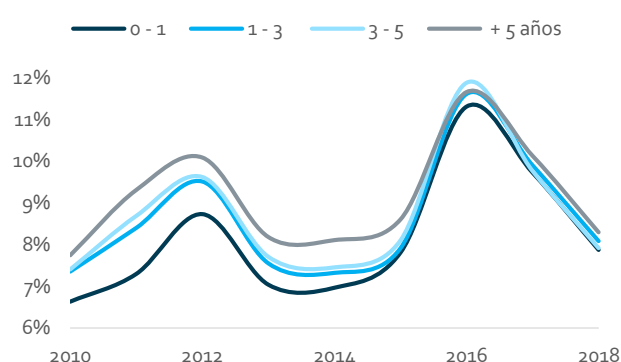
Como lo mencionamos en la sección anterior, hoy las tasas de interés a la que prestan los establecimientos de crédito brindan un “respiro” después de 2 episodios, 2010-2012 y 2015-2016, en donde el costo de endeudamiento aumentó significativamente. Si bien las tasas de interés son más altas que las observadas en 2010, hoy en día el panorama se ve más tranquilo y creemos que es el mejor momento de los últimos 3 años para aprovechar el costo de la deuda corporativa. Así, mientras que los créditos a un plazo menor a un año se ubican en promedio en una tasa del 7.90%, los de plazo mayor a 5 años se encuentran “apenas” sobre el 8.30% (Gráfica 4). En lo que resta del año esperamos que no haya fuertes presiones y que sólo, hasta el segundo trimestre del

Gráfica 3: Monto desembolsado por establecimientos de crédito por plazo



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfica 4: Tasa de interés promedio de los créditos comerciales por plazo



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

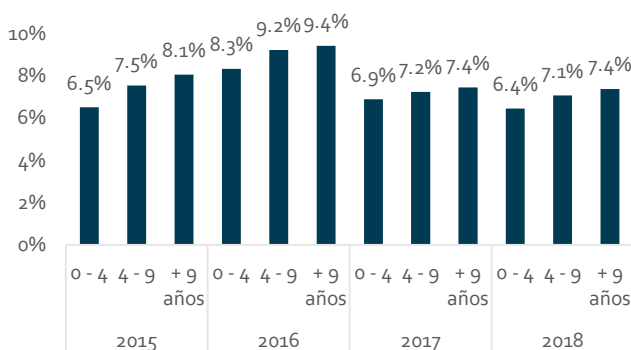
próximo año, se presente un alza ante un incremento en la tasa de intervención del Banco de la República.

Hoy en día los títulos de deuda corporativa se valoran a tasas inferiores a las observadas en los últimos 3 años

A finales de 2015 y mitad de 2016, las tasas de interés de los títulos de deuda emitidos en el mercado público de valores aumentaron de manera significativa. Así, mientras que las tasas de interés de los títulos indexados a la inflación (IPC) se ubicaron por encima del 10.00% para varios plazos, las tasas de los títulos a tasa fija (TF) oscilaron entre 8.00% y el 9.50%. En ambos tipos de títulos, las tasas de corto plazo fueron las que sufrieron el mayor impacto al pasar de un valor de 6.97% a otro del 10.46% (un aumento de 350 puntos básicos) para los títulos en IPC y de 6.50% a 8.32% (182 puntos básicos) para los títulos en TF. Nuevamente, la crisis generada por la disminución en los precios del petróleo, las fuertes presiones en la inflación y el aumento en 325 puntos básicos en la tasa de intervención del Banco de la República provocaron que el costo de endeudamiento incrementara de manera significativa para las compañías (Gráfica 5 y 6).

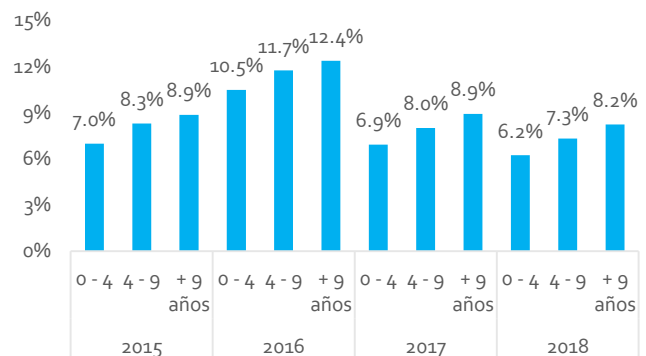
Ante un panorama más tranquilo, creemos que estamos pasando por el mejor momento de los últimos 3 años para que las compañías aprovechen las tasas de interés en el mercado público de valores. De hecho, las tasas de interés a julio de 2018 para los títulos indexados a la inflación (IPC) han disminuido ante una menor percepción de riesgo de crédito y liquidez y se ubican en 6.23% para el corto plazo, 7.32% para el mediano plazo y 8.22% en el largo plazo. La situación es similar con las tasas de los títulos en tasa fija (TF) que se encuentran en 6.44%, 7.08% y 7.37% para el corto, mediano y largo plazo respectivamente (Gráfica 5 y 6). Por último, al igual que con los créditos comerciales esperamos que las tasas de los títulos de deuda no tengan fuertes presiones en lo que resta del año. No obstante, el riesgo que observamos para el próximo año es que las tasas aumenten como consecuencia de un eventual incremento en la tasa de intervención del Banco de la República y de mayores expectativas de inflación.

Gráfica 5: Tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Gráfica 6: Tasa de interés de los títulos corporativos en IPC por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

2) Hoy el entorno económico genera menos presión en las empresas comparado con periodos anteriores: un mayor optimismo explica la menor prima crediticia en los mercados de valores

Las perspectivas de la economía colombiana son mejores que en periodos anteriores

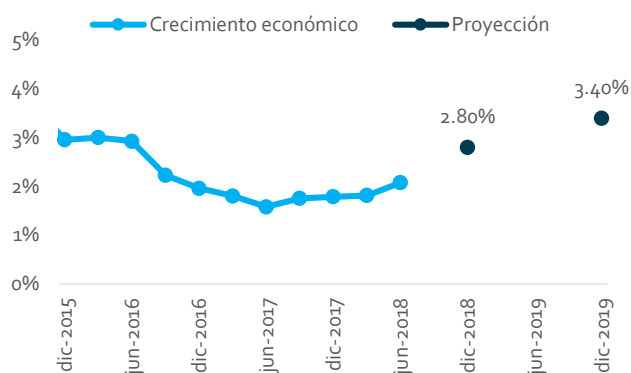
Hoy en día, las perspectivas económicas en Colombia son mejores que las observadas en periodos anteriores. La mejora en la confianza de los consumidores, del sector industrial y del sector comercial, ha motivado el aumento en el consumo y en la inversión fija y, justifica la revisión al alza de nuestro pronóstico de crecimiento de la economía de 2.60% a 2.80% en 2018 y de 3.30% a 3.40% en 2019 (Gráfica 7).

Otro factor que ha mejorado el desempeño de la economía en Colombia corresponde al aumento de los precios del petróleo. En particular, la referencia para Colombia (Brent) se encuentra por encima de los 80 dólares por barril, niveles que no se observaban desde 2014 (Gráfica 8). Este hecho incrementa el ambiente de optimismo y brinda tranquilidad tanto al gobierno, que percibe un mayor ingreso por su participación en Ecopetrol, como a los inversionistas que observan un mayor dinamismo de la economía.

El gobierno colombiano re-perfiló sus pasivos y aprovechó las bajas tasas de los títulos a largo plazo. Las compañías deberían hacer lo mismo

A manera de ejemplo y, ante mejores condiciones, el gobierno colombiano tomó la decisión de re-balancear su portafolio de deuda mediante emisiones y recompras en el mercado de valores (tanto local como internacional) con el objetivo de extender el plazo de su deuda, liberar recursos para el presupuesto de la Nación y disminuir su costo de endeudamiento. Consideramos que esta estrategia no se limita únicamente al gobierno colombiano, sino que también puede/debe ser empleada por las compañías colombiana que deseen "reperfilar" sus pasivos aprovechando el mejor optimismo, la menor percepción de riesgo y las menores tasas que se encuentran en el mercado.

Gráfica 7: Estimaciones de crecimiento anual de la economía colombiana (precios constantes)



Fuente: Dane, cálculos Corficolombiana

Gráfica 8: Comportamiento del precio del petróleo de referencia Brent



Fuente: Bloomberg, cálculos Corficolombiana

La prima crediticia se reduce con el optimismo del mercado

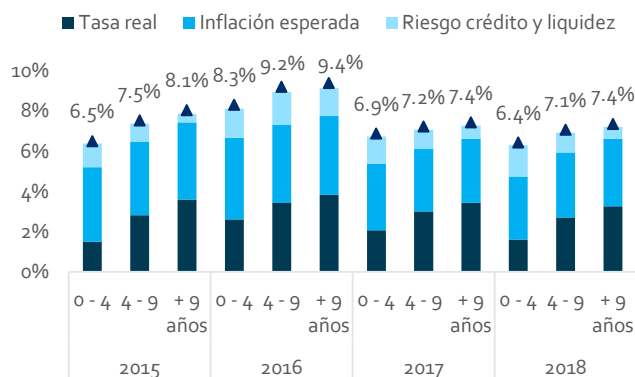
Como ya lo mencionamos, hoy la disminución en el costo de endeudamiento se presenta junto un panorama más tranquilo para las compañías. En esta sección, le contamos por qué una reducción en la percepción del riesgo de crédito y liquidez explica unas tasas de interés más bajas.

Las tasas de interés se pueden descomponer en tres componentes: Tasa real, expectativas de inflación y riesgo de crédito y liquidez

Para empezar, el riesgo de crédito y liquidez corresponde a uno de tres componentes en los que se puede descomponer una tasa de interés. El primer componente, corresponde a una tasa real que puede asociarse al crecimiento de largo plazo de una economía. El segundo componente, está relacionado con las expectativas que tiene el mercado sobre la inflación. Y, por último, el tercer componente corresponde a la percepción de riesgo de crédito y liquidez que posee el mercado sobre una compañía. Este último componente explica por qué el costo de financiarse resulta ser más caro para las compañías que para el gobierno puesto que pondera dos tipos de riesgo; I) un riesgo de liquidez que tiene que ver con la facilidad con la que se pueda negociar (comprar o vender) un título de deuda de una compañía y, II) un riesgo de crédito que cuantifica la probabilidad de que la compañía que emitió el título no cumpla con sus obligaciones.

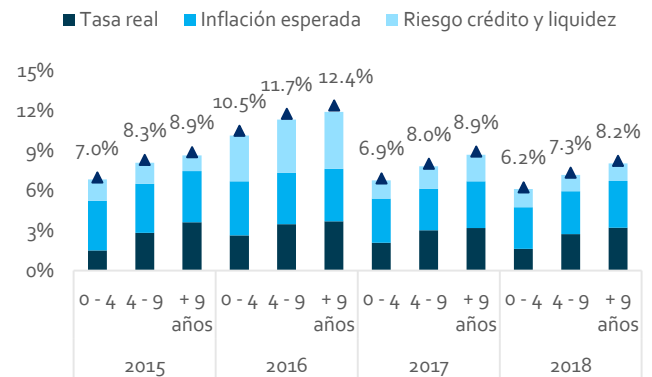
Entre 2015 y 2016, el aumento general en la tasa de interés de los títulos de deuda fue generado por presiones en los tres componentes que presentamos anteriormente. Así, tanto la tensión que se observaba sobre la inflación desde varios años atrás, como el aumento en la tasa de intervención del Banco de la Republica forzaron el incremento de las tasas de interés de los títulos de corto y mediano plazo. No obstante, el aumento en la percepción de riesgo de crédito y liquidez que tenía el mercado sobre los títulos de deuda corporativos y sobre sus emisores, fue el componente que explicó la mayor parte del incremento en las tasas de interés en ese periodo (Gráfica 9 y 10). De esta manera, mientras que el aumento general en la tasa real y en la inflación no sobrepasó los 100 puntos básicos, el incremento en el riesgo de crédito y liquidez si lo hizo y se evidenció principalmente para los títulos en el largo plazo y para aquellos que se encontraban indexados a la inflación.

Gráfica 9: Componentes que han explicado la tasa de interés de los títulos corporativos en tasa fija por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Gráfica 10: Componentes que han explicado la tasa de interés de los títulos corporativos en IPC por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

La información implícita en las tasas de interés apunta a que el riesgo de crédito y liquidez de largo plazo es bajo para el sector corporativo

La notable reducción en la percepción del riesgo de crédito y liquidez, unida con el optimismo que se observa en el mercado, explican por qué las tasas las más bajas de los últimos 3 años. De esta manera, mientras que en 2016 el riesgo de crédito y liquidez representaba un poco más del 30.00% de la tasa de los títulos indexados a la inflación, hoy en día, este valor se redujo a la mitad y representa un poco menos del 15.00%, en promedio, tanto para los títulos indexados a la inflación como para los que se encuentran en tasa fija. Por último, consideramos que este riesgo se encuentra en el valor mínimo al que puede llegar, el optimismo que se observa en el mercado ha generado una mayor confianza por parte de los prestamistas y explica por qué hoy estos agentes exigen una menor rentabilidad.

Finalmente, si bien la tasa real y la inflación esperada son similares para cada uno de los plazos –corto, mediano y largo plazo– percibimos algunas presiones al alza sobre la tasa de los títulos de mediano plazo por cuenta de un aumento en la inflación que espera el mercado.

3) No esperamos que el costo de endeudamiento continúe disminuyendo, al contrario, los riesgos están inclinados hacia aumentos en las tasas de interés

Tres factores encarecerán el costo de endeudamiento del sector corporativo

En lo que resta del año, el panorama que observamos para el sector corporativo es favorable. Así, el Banco de la República en su última reunión dio un parte de optimismo y mantuvo su tasa de intervención inalterada ante mejores expectativas sobre el desempeño de la economía y una inflación dentro del rango objetivo y sin evidencia de fuertes presiones que la alteren. Adicionalmente, el aumento en el precio internacional del crudo ha impulsado los ingresos nacionales, situación que brinda optimismo tanto al gobierno como a los inversionistas que observan un mayor dinamismo de la economía.

La inflación, las políticas del Banco de la República y la volatilidad en los mercados internacionales son factores que presionarán al alza las tasas de interés

Ahora bien, consideramos que existen 3 factores que encarecerán el costo de endeudamiento para el sector corporativo en el mediano y largo plazo: el primero, corresponde a un aumento en la tasa de intervención del Banco de la República unida a la presencia de presiones sobre la inflación. El segundo, está asociado con un aumento en las tasas de interés en Estados Unidos y, el tercero, corresponde a una mayor devaluación de la moneda por la volatilidad vista en los mercados emergentes.

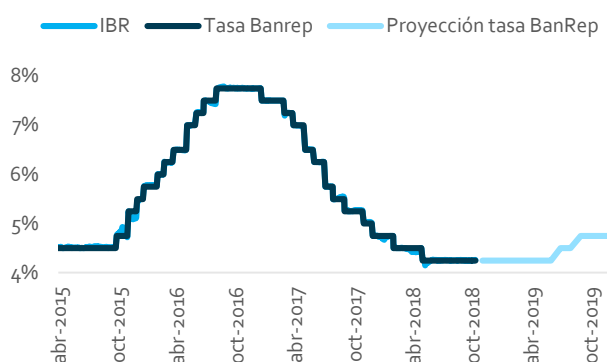
En **primer lugar**, consideramos que en el mediano plazo se presentarán presiones al alza sobre la tasa de intervención que a su vez serán transmitidas a la tasa de interés a la que accede el sector corporativo (Gráfica 11). Por otra parte, también esperamos una leve tendencia al alza sobre la inflación debido a un aumento en los precios de los alimentos y, de los precios de los bienes y servicios importados como resultado de la devaluación del peso colombiano.

En **segundo lugar**, el aumento en la tasa de interés de Estados Unidos por parte de la FED y la expectativa de incrementos posteriores, evidencia el fin del estímulo monetario en ese país. Este cambio puede generar una reducción en el nivel de liquidez disponible a nivel global y disminuir el flujo de capitales que entran al país, sucesos que potencialmente encarecen el costo de endeudamiento para el sector corporativo.

En **tercer lugar**, aunque la volatilidad presente en los mercados emergentes por cuenta de los sucesos ocurridos en Turquía y Argentina no resultó en una fuerte devaluación del peso colombiano, encontramos que en un periodo menor a 6 meses la moneda se ha devaluado aproximadamente un 10.00% al pasar de 2.705 pesos por dólar a 2.993 pesos por dólar desde abril hasta octubre de este año (Gráfica 12). Un aumento en la devaluación del peso colombiano encarecería el precio de los bienes y servicios que importan las compañías, apretaría su flujo de caja y generaría mayores presiones al alza sobre la inflación.

En conclusión, el mensaje de optimismo por parte del Banco República, la presencia de un sistema financiero sólido en el país, la mejora en las expectativas de crecimiento de la economía colombiana y la estabilidad de la inflación en el corto plazo muestran un panorama favorable para el sector corporativo y para la prima de riesgo crediticio de largo plazo. No obstante, las presiones sobre la inflación, el probable aumento de la tasa de intervención en Colombia y Estados Unidos y, el efecto que pueda tener la volatilidad presente en los mercados emergentes sobre el peso colombiano pueden hacer que las tasas de interés bajas sean temporales.

Gráfica 11: Estimación de la tasa de intervención del Banco de la República e Indicador Bancario de Referencia



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Gráfica 12: Comportamiento del peso colombiano (TRM)



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana

Nota metodológica

A continuación, presentamos un breve resumen de las fuentes y la metodología que utilizamos para llevar a cabo el análisis que presentamos en este documento.

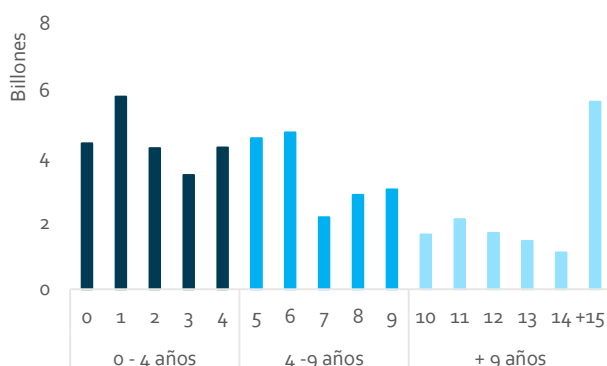
Para el caso de los créditos otorgados por los establecimientos de crédito (Bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, entidades financieras especiales y cooperativas financieras) utilizamos como referencia la base de datos publicada en el Banco de la República que resume tanto las tasas de interés como el monto desembolsado mensualmente por estas entidades. Para nuestro análisis consideramos la base de agregados de créditos comerciales preferencial o corporativo que se encuentran definidos para un plazo superior a 30 días. Con estos datos evaluamos en este informe tanto los montos anuales totales desembolsados por los establecimientos de crédito como los promedios anuales de las tasas de interés mensuales ponderadas por establecimiento de crédito.

Por otra parte, para analizar el costo de endeudamiento de los títulos del mercado público de valores utilizamos como referencia las curvas que provee Precia para valorar tanto los títulos del sector real–con la mayor calificación disponible (AAA)– que se encuentran indexados a la inflación (IPC) como aquellos en tasa fija (TF).

Adicionalmente, utilizamos las bases de datos que publica anualmente la Bolsa de Valores de Colombia para evaluar la distribución del monto emitido por plazos al vencimiento del histórico de emisiones que se encuentran vigentes a julio de 2018 (Gráfica 13). De esta forma, con el objetivo de proveer un análisis del costo de endeudamiento para distintos términos, definimos tres plazos –corto, mediano y largo plazo– en donde el monto total emitido es equivalente:

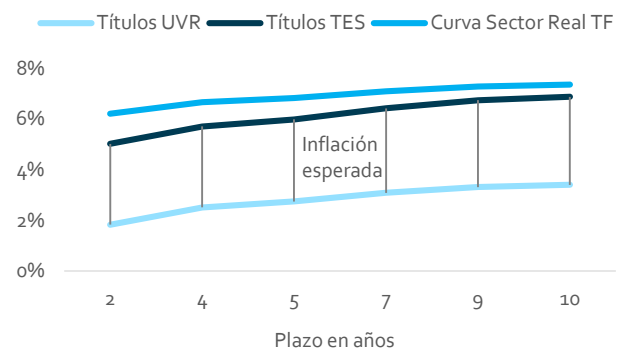
- 1 Corto plazo (CP) para títulos con vencimiento entre 0 y 4 años (inclusive)
- 2 Mediano plazo (MP) para títulos con vencimiento entre 5 y 9 años (inclusive)
- 3 Largo plazo (LP) para títulos con vencimiento de más de 9 años

Gráfica 13: Histograma del monto histórico emitido por plazo (emisiones vigentes a julio de 2018)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos Corficolombiana

Gráfica 14: Curvas cero cupón utilizadas de 2018 por plazo



Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Por otra parte, como mencionamos en el documento una tasa de interés puede descomponerse en tres componentes principales. El primer componente, corresponde a una tasa real que puede asociarse al crecimiento de largo plazo de una economía. El segundo componente, está relacionado con las expectativas que tiene el mercado sobre la inflación. Y, por último, el tercer componente corresponde a la percepción de riesgo de crédito y liquidez que posee el mercado sobre una compañía (Gráfica 14). La metodología que utilizamos para llevar a cabo esta descomposición es la siguiente:

- 1 La tasa real corresponde a la diferencia compuesta entre la tasa de interés de un título de deuda local del gobierno colombiano en tasa fija (TES) y la inflación esperada
- 2 La inflación esperada se calcula como la diferencia compuesta entre la curva cero cupón en tasa fija (TES) y la curva cero cupón en UVR.
- 3 El riesgo de crédito y liquidez surge de restar tanto la tasa real como la inflación esperada para cada plazo de la curva que se usa para valorar los títulos del sector corporativo (Bancos IPC y Bancos TF)

Tanto la tasa de interés de los títulos en el sector corporativo como la de los títulos locales del gobierno colombiano y la inflación implícita corresponde a un promedio de 12 meses de ciertos puntos en cada una de estas curvas. De esta forma, para el corto plazo utilizamos como referencia los puntos de 2 y 4 años, para el mediano plazo usamos los puntos de 5, 7 y 9 años y, para el largo plazo, los puntos a 10 y 25 años, dependiendo de si este último se encuentra disponible.

Equipo de investigaciones económicas

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 616

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Maria Camila Zambrano Rodríguez

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Luis Miguel Alcega

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

luis.alcega@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

andres.beltran@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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.