

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



NOVIEMBRE 17 DE 2010

EDICIÓN 49

EVOLUCIÓN DEL COSTO DEL CAPITAL EN COLOMBIA

Lograr un crecimiento económico sostenido a tasas superiores al 6% anual en el largo plazo depende crucialmente de las ganancias en productividad multifactorial. A su vez, estas ganancias suelen estar asociadas a las mejoras en el capital humano, en la infraestructura y en la propia innovación tecnológica. En los países desarrollados, donde ya se han alcanzado buena parte de estas metas, se observa que el sector financiero ha jugado un papel central a la hora de proveer los recursos financieros para concretar estas tareas de capital humano, infraestructura e innovación.

En efecto, los canales de acceso a crédito bancario, bonos y acciones deben ser amplios para reducir el costo intertemporal y ampliar sus horizontes de financiamiento. De hecho, otro vehículo interesante en años recientes ha provenido de los llamados “fondos de capital de riesgo”.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la evolución del “costo del capital” en Colombia. Este costo ha disminuido a lo largo de la última década gracias a la reducción de las tasas de interés y a la moderación en las primas de riesgo país para Colombia, entre otros factores. Adicionalmente, las firmas han ido acomodando su estructura de capital al ciclo económico.

¿Cómo se calcula el costo del capital?

El costo del capital es el retorno que los inversionistas esperan recibir por poner sus recursos al servicio de una determinada firma. Este costo varía en función del riesgo inherente al tipo de negocio y al país en que

Los pagos de intereses suelen ser deducibles de impuestos, lo cual imprime un sesgo a favor de asumir deuda en vez de emitir capital. Cuando se toman en consideración los efectos conjuntos de la tributación y aquellos de una bancarrota, se llega a la conclusión de que el óptimo proviene de una mezcla entre deuda y emisión de acciones.

se desenvuelve. A mayor riesgo se reclama una mayor prima, pues la probabilidad de éxito es menor; pero si las cosas salen según lo planeado, el retorno de esos proyectos será superior al de los instrumentos tradicionales de inversión.

En un mundo sin impuestos, a una firma le es indiferente financiarse a través de deuda o de emisión de acciones (el conocido teorema Modigliani-Miller). Pero, por lo general, los pagos de intereses suelen ser deducibles de impuestos, lo cual imprime un sesgo a favor de asumir deuda en vez de emitir capital. Cuando se toman en consideración los efectos conjuntos de la tributación y aquellos de una bancarrota, se llega a la conclusión de que el óptimo proviene de una mezcla entre deuda y emisión de acciones.

En primer lugar, tenemos entonces que el *costo de la deuda* dependerá, fundamentalmente, del riesgo de bancarrota de la firma y del comportamiento de las tasas de interés en la economía. A su vez, las tasas de interés dependen del grado de desarrollo financiero del país y de la política monetaria.

En segundo lugar, se tiene que el costo del capital (*equity*) dependerá del retorno exigido por los inversionistas de la firma. El riesgo más importante viene dado por el “mercado”, mientras que riesgos inherentes a la operación de la firma son relativamente diversificables (incluyendo el operacional).

La combinación de estos factores ha dado origen al conocido modelo de medición del riesgo de mercado, el *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Este mide el riesgo inherente a un activo que se lleva a un “portafolio diversificado de mercado”.

Estos costos (deuda y capital) se ponderan según la dimensión de sus pasivos para obtener el costo ponderado del capital. Al tomar en cuenta la condición deducible de impuestos del que disfruta el pago de intereses, se obtiene la conocida expresión del “Costo Promedio Ponderado del Capital”, conocido en la literatura financiera como *Weighted Average Cost of Capital*, WACC:

$$WACC = \frac{D}{D+E} K_d(1-t) + \frac{E}{D+E} K_E$$

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



NOVIEMBRE 17 DE 2010

PÁGINA 2

Donde D corresponde al monto de la deuda, E al del patrimonio, K_d al costo de la deuda, K_e al costo del capital y t a la tasa impositiva.

El costo del capital en Colombia

Teniendo claros los fundamentos teóricos, ahora vale la pena adentrarnos en el comportamiento del costo del capital en Colombia. Los ciclos económicos han afectado el costo del capital y de la deuda, así como su mezcla al interior del pasivo de las firmas. Por ejemplo, la muestra homogénea de la Superintendencia de Sociedades (unas 17.200 empresas) reporta que, para finales de 2009, las empresas colombianas mantenían una estructura de capital en la que el 65.7% correspondía a patrimonio y el 34.3% a pasivos (ver gráfico 1).

Si las firmas se endeudaran principalmente a través de crédito ordinario, durante 2007-2008 su costo promedio habría ascendido unos 117 puntos básicos. Esto como resultado de la “política de enfriamiento” que tuvo que adoptar el Banco de la República por aquel entonces, llevando su tasa repo-central a niveles del 10%. Sin embargo, dicha política dio un viraje hacia el relajamiento a lo largo de 2009-2010 como resultado de la crisis internacional. Ello se manifestó en una reducción de 700 puntos básicos en la repo-central. De esta manera, el ciclo económico hizo

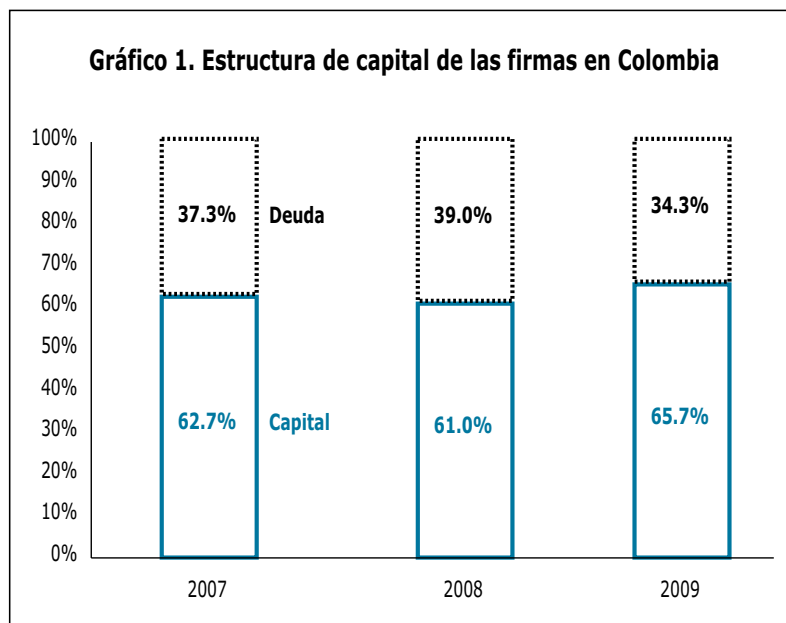
La muestra homogénea de la Superintendencia de Sociedades (unas 17.200 empresas) reporta que, para finales de 2009, las empresas colombianas mantenían una estructura de capital en la que el 65.7% correspondía a patrimonio y el 34.3% a pasivos.

que el costo del endeudamiento pasara de un tope del 17.3% en 2008 a una cifra tan baja como un 14.4% en 2009 (ver gráfico 2).

Para poder determinar cómo ha evolucionado el costo del capital (*equity*) en nuestro país se requiere conocer la prima de riesgo de Colombia. La información de la base de datos de Damodaran nos indica que dicha prima de riesgo para los mercados emergentes se elevó del 6.4% en 2007 al 10.3% en 2008; esto como resultado de la crisis internacional del momento. Una vez los mercados se tranquilizaron, gracias a los paquetes de salvataje adoptados a nivel global, dicha prima de riesgo se redujo al 7.4% en 2009.

Nótese cómo la trayectoria seguida por la llamada “tasa libre de riesgo” en Colombia (medida a través del retorno de los TES a diez años) describe patrones similares al de los mercados emergentes: del 9.9% en 2007 se elevó al 11.8% en 2008 y se redujo nuevamente al 9.1% en 2009.

De forma similar, el riesgo inherente a la actividad empresarial ha tenido un dinamismo consistente con la trayectoria de las variables macroeconómicas a nivel global. Para analizar este tema usualmente se recurre al llamado coeficiente “beta”, donde β = retorno/riesgo. Damodaran reporta un β para mercados emergentes de 0.56 al cierre de 2009, cifra inferior al promedio de los últimos cinco años. Esta cifra es inferior al valor de β = 0.93 observado en 2008 para las mismas economías.



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Sociedades.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



NOVIEMBRE 17 DE 2010

PÁGINA 3

Lo anterior nos lleva a la conclusión de que el costo del capital (*equity*) en Colombia, calculado por el modelo CAPM, ascendió al 14.7% en 2009. Esta cifra implica una reducción de casi 10.7 puntos porcentuales frente al costo que se ha calculado para 2008 (ver gráfico 2). Cabe resaltar que 2008 fue un año de crisis internacional, luego en este período 2009-2010 debemos estar convergiendo hacia valores más cercanos al promedio histórico.

Con estos datos a mano, ahora nos resulta posible calcular el WACC promedio que enfrentarían las firmas de Colombia. Según estos cálculos, observamos que dicho WACC fue del 16.4% en 2007, pero después ascendió al 20.1% en 2008, entre otros factores por la crisis internacional antes señalada. Dada la trayectoria hacia la “normalización”, hemos calculado que dicho WACC estaría ubicándose en las vecindades del 13% durante 2009-2010.

Cabe señalar que estos cálculos sólo competen a las firmas del “mundo formal” en Colombia, pues las informales deben fondearse a costos mucho más elevados. Por ejemplo, un estudio de Fedesarrollo (Santamaría y Roza, 2008) estimaba que más del 40% de las Pymes en Colombia eran informales y, por lo tanto, el costo de su fondeo debía ser muy superior.

Conclusiones

Hemos analizado cómo la productividad

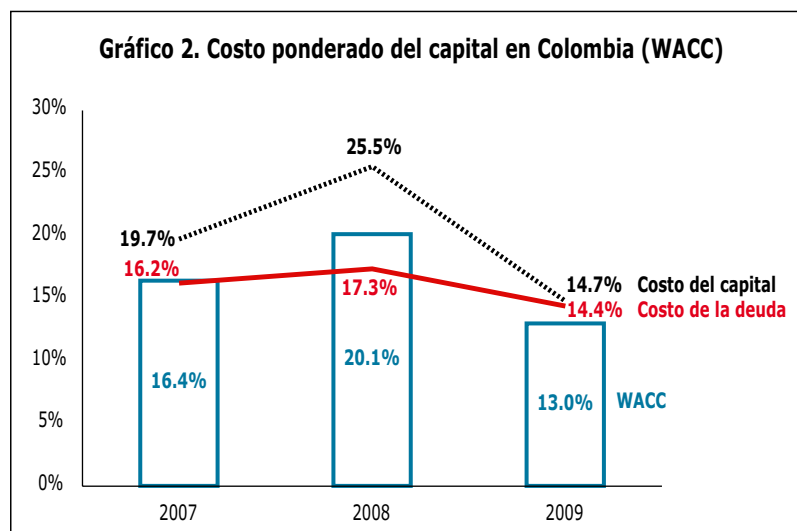
*El costo de la deuda y del capital (*equity*) aumentó fuertemente durante 2007-2008 como resultado de la crisis internacional. Sin embargo, en los años de “normalización” de 2009-2010 dicho costo se redujo nuevamente, llevando el WACC a un valor cercano al 13%.*

y el crecimiento económico están íntimamente relacionados, pues la “función de producción” sólo puede volverse más eficiente a través de la modernización y de la profundización financiera. En particular, vimos cómo el costo de la deuda y del capital (*equity*) aumentó fuertemente durante 2007-2008 como resultado de la crisis internacional. Sin embargo, en los años de “normalización” de 2009-2010 dicho costo se redujo nuevamente, llevando el WACC a un valor cercano al 13%.

Hacia el futuro, Colombia verá profundizar el competitivo mercado de deuda y de capitales, tal como ha venido ocurriendo desde la expedición de la Ley 964 de 2005. Su reglamentación ha generado un gran dinamismo en la emisión de bonos corporativos, llevando a reducir el costo de la deuda y a la ampliación del horizonte de financiamiento. Los bonos corporativos

ahora representan más de un 6% del PIB, donde se estima que la mitad de ellos ha sido emitida por firmas del sector real.

De otra parte, vemos un repuntar de las emisiones primarias de acciones, especialmente desde la colocación de US\$2.500 millones por parte de Ecopetrol en 2007. Esta doble combinación de mercados competitivos en deuda y en acciones, aunada a un menor riesgo país para Colombia, debería continuar abaratando el costo del uso del capital en Colombia en el futuro inmediato.



Fuente: cálculos Anif.

Escríbanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o avera@anif.com.co