



Investigaciones  
Económicas

# Informe Trimestral

*Financiamiento empresarial  
en Colombia y LatAm: entre  
el ajuste y la resiliencia*



## Financiamiento empresarial en Colombia y LatAm: entre el ajuste y la resiliencia

Editor:

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Sector Financiero  
[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

Autor:

**Jaime Andrés Cárdenas**

Analista de Sector Financiero  
[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

- **La volatilidad en los ingresos operacionales y los márgenes financieros a los que se enfrentan las empresas del sector real colombiano, en particular la pérdida de dinamismo del margen EBITDA desde 2021, evidencia que la presión sobre la rentabilidad no solo proviene del lado financiero, sino también de los costos operativos estructurales.** Esto subraya la necesidad de una estrategia integral que combine eficiencia operativa, renegociación de condiciones de deuda y diversificación de fuentes de fondeo para sostener la competitividad empresarial en un entorno económico desafiante.
- Durante los últimos años, el entorno económico ha estado marcado por tasas de interés elevadas, inflación persistente y un crecimiento económico moderado. Este contexto ha impactado negativamente las decisiones de endeudamiento, inversión y gestión operativa de las empresas, prolongando las dificultades para lograr una recuperación sostenible, pese a observar ciertas mejoras durante 2024. **Los costos de financiamiento continúan siendo un obstáculo clave para el sector real.**
- La persistente fragilidad en la calidad de la cartera —con un Indicador de Cartera Vencida que no logra consolidar una tendencia descendente y permanece por encima del promedio mensual desde enero de 2021 del 3,7%— refleja el estrés financiero que enfrentan las empresas, particularmente aquellas con márgenes comprimidos y alta carga de deuda.
- **La marcada preferencia por créditos de corto plazo —que representan más del 57% de los desembolsos comerciales— pone en evidencia la estrategia defensiva de las empresas, que priorizan liquidez inmediata ante la incertidumbre económica, pero al costo de una mayor exposición al riesgo de tasas de interés.** Aunque inicialmente estos créditos parecieran más accesibles, sus tasas han comenzado a superar a las de largo plazo en el crédito bancario, lo que contradice su percepción de menor costo. Esta dinámica revela una fragilidad estructural en la gestión del endeudamiento corporativo, que podría agravarse si las condiciones monetarias no continúan relajándose o si las expectativas inflacionarias se mantienen elevadas, como ya se empieza a evidenciar en las expectativas para finales de 2025.
- **Aunque las tasas de interés de los créditos de mediano plazo (entre 3 y 5 años) han sido las que más han caído desde que inició el proceso desinflacionario en Colombia, la demanda sigue concentrándose en créditos de corto plazo, lo cual limita el impacto positivo de la política monetaria sobre la sostenibilidad financiera de las empresas.** Esta falta de alineación entre las condiciones más favorables en los tramos medios de la curva y las decisiones reales de financiamiento empresarial indica una alta aversión al compromiso financiero de largo plazo y refleja expectativas negativas sobre el entorno económico, que frena y limita las decisiones de inversión.

Durante los últimos años el entorno financiero de las empresas colombianas se mantiene bajo presión, con altos costos de deuda, deterioro en la calidad de la cartera y una fuerte preferencia por financiamiento de corto plazo, esto ha incrementado su exposición al riesgo en un contexto adverso. Aunque ha habido cierta moderación en las tasas de interés y una recuperación parcial en los montos emitidos a través del mercado de capitales colombiano en los últimos años, la transmisión de la política monetaria sigue siendo limitada dada la estructura de las obligaciones crediticias las cuales han dificultado una reactivación sólida del crédito comercial, su calidad y la inversión empresarial.

11 de junio de 2025

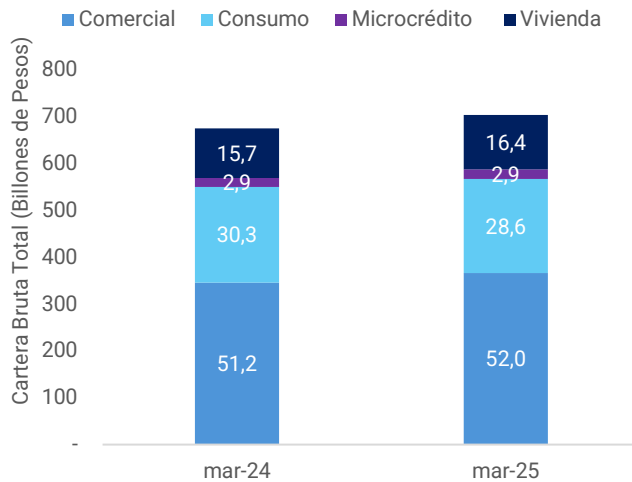
En este informe se analiza el estado del crédito corporativo en Colombia en un entorno de altos costos de deuda, una recuperación leve de la calidad de la cartera y preferencia por financiamiento de corto plazo. Adicionalmente, se compara la situación de Colombia con otros países de América Latina, en cuanto a sus costos y estructura de deuda.

## Crédito corporativo en Colombia: entre la cautela y la recuperación parcial

La inflación y las tasas de política monetaria han sido determinantes en la evolución reciente del financiamiento empresarial en Colombia. Desde 2023, la inflación ha venido moderándose, lo que llevó al Banco de la República a iniciar un ciclo de reducción de tasas en diciembre de ese año con el objetivo de aliviar las presiones financieras. No obstante, el impacto sobre los costos de financiamiento comercial ha sido limitado. La estructura de las obligaciones crediticias, los plazos establecidos y la persistente percepción de riesgo han generado un desfase entre la política monetaria y la recuperación efectiva del sector corporativo.

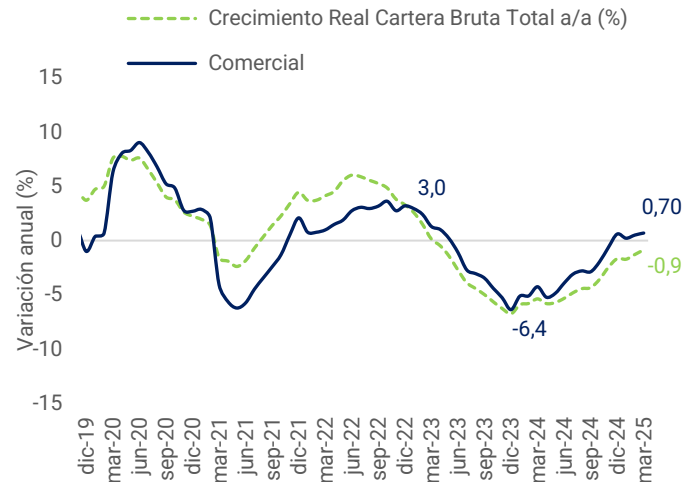
El crédito comercial, que representa más del 50% de la cartera total de los Establecimientos de Crédito y que registra un saldo de \$366,2 billones a marzo de 2025 (Gráfico 1), se desaceleró de forma significativa en 2023, iniciando una leve recuperación en 2024. El crecimiento real anual de esta cartera cayó del 3,0% en enero de 2023 al -6,4% en diciembre de ese mismo año (Gráfico 2).

**Gráfico 1. Montos y participación (%) de la cartera bruta por modalidad**



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Corfic Colombiana.

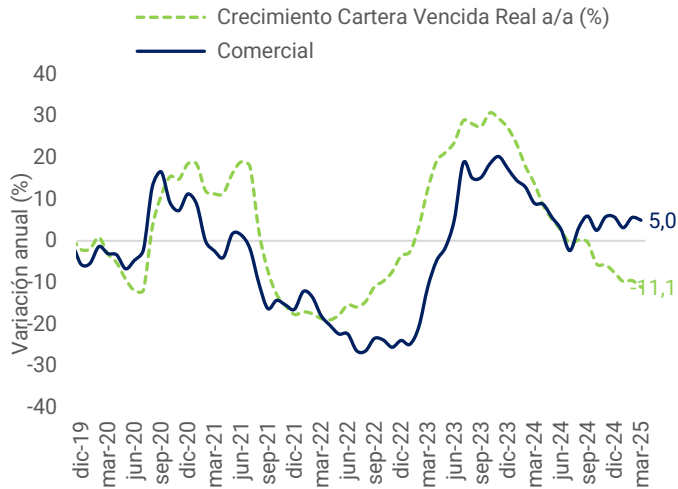
**Gráfico 2. Crecimiento real anual de la cartera bruta por modalidad**



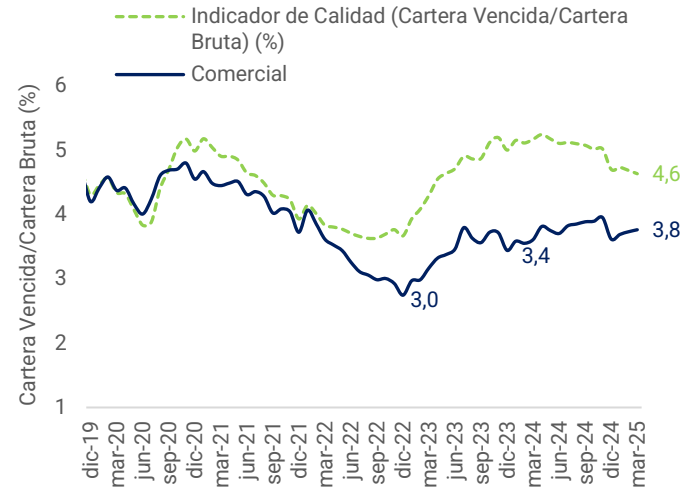
Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Corfic Colombiana.

Esta caída se explicó por el aumento de la cartera vencida de las empresas y por una mayor cautela de las entidades financieras al otorgar crédito (Gráfico 3). La calidad de la cartera también se ha deteriorado: el Indicador de Cartera Vencida (ICV) pasó del 3,0% al 3,4% entre enero y diciembre de 2023, y desde entonces se ha mantenido en un rango entre el 3,4% y el 4,0% hasta marzo de 2025, sin mostrar señales claras de recuperación (Gráfico 4). Este deterioro refleja las dificultades que enfrentan algunas empresas para cumplir con sus compromisos financieros, en un entorno marcado por márgenes presionados y altos costos de endeudamiento.

11 de junio de 2025

**Gráfico 3. Crecimiento real anual de la cartera vencida comercial**


Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Corficolombiana.

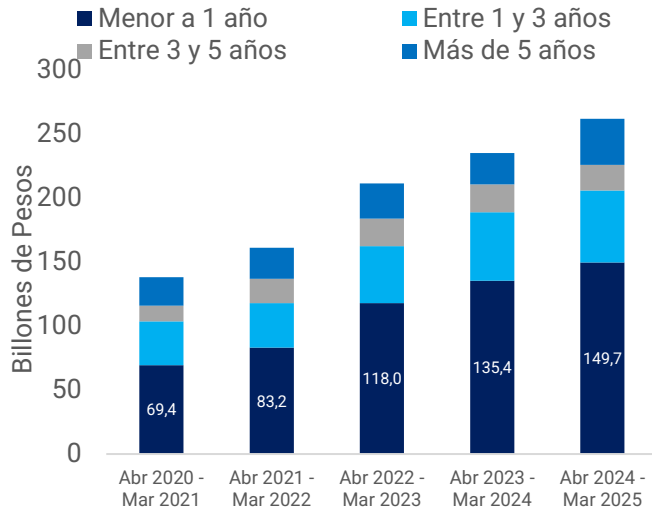
**Gráfico 4. Comportamiento índice de calidad de la cartera comercial**


Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Corficolombiana.

A pesar de estas condiciones restrictivas, entre 2022 y 2024 el crédito comercial registró los mayores niveles de desembolso de los últimos años, demostrando el importante rol de la banca con el sector corporativo, con una marcada preferencia por créditos de corto plazo o menores de un año (Gráfico 5). En particular, los créditos con plazos menores a un año han sido los más demandados, por su aparente facilidad de acceso y la percepción de menores costos.

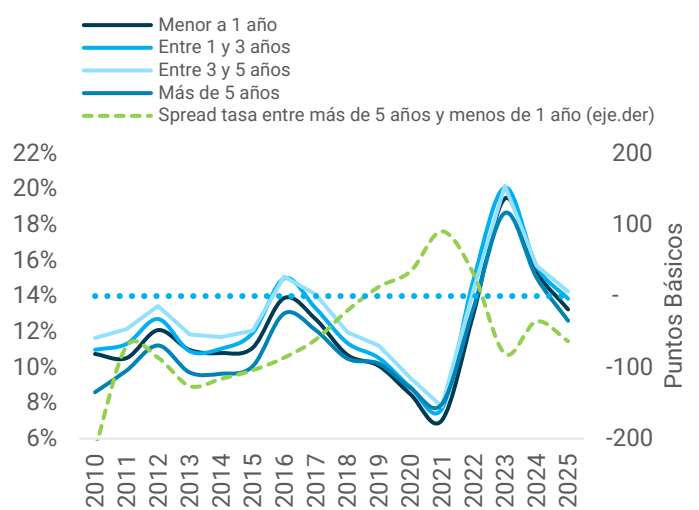
No obstante, desde el inicio del ciclo de reducción de tasas, las tasas de interés para los créditos de corto plazo han superado a las de aquellos con plazos superiores a cinco años, como lo evidencia la diferencia entre ambas (Gráfico 6). Aun así, el financiamiento a corto plazo continúa dominando. Entre abril de 2024 y marzo de 2025, este tipo de crédito representó el 57,2% del total de desembolsos comerciales, frente al 50,3% observado entre abril de 2020 y marzo de 2021. En ese mismo período, el monto desembolsado en créditos menores a un año aumentó de \$69,4 billones a \$149,7 billones, alcanzando en términos reales los niveles más altos de los últimos años. Esto demuestra que las empresas han priorizado la financiación operativa, evitando comprometerse con obligaciones de largo plazo ante un escenario adverso.

**Gráfico 5. Desembolsos crédito comercial (ordinario y preferencial)**



Fuente: Banrep. Cálculos Corfic Colombiana.

**Gráfico 6. Comportamiento tasas de interés crédito comercial ordinario**



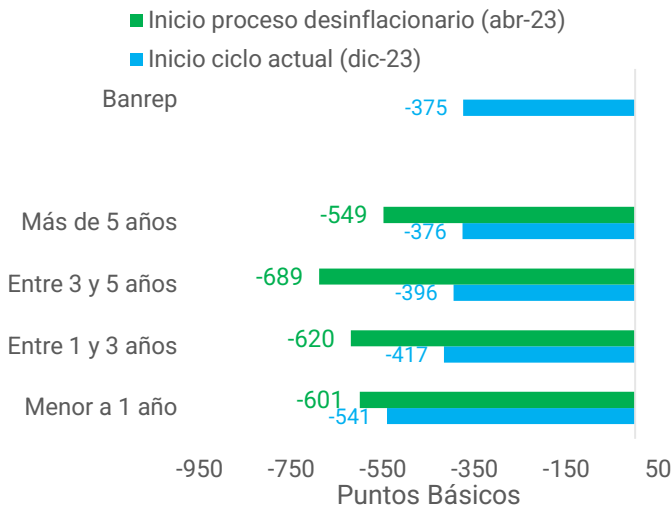
Fuente: Banrep. Cálculos Corfic Colombiana. Tasas ponderadas por periodo.

Esta preferencia por el corto plazo también obedece a la expectativa de futuras reducciones en las tasas de interés, lo que permitiría a las empresas refinanciar sus obligaciones en condiciones más favorables. No obstante, este panorama puede que haya cambiado. La convergencia de la inflación hacia la meta aún no se ha consolidado, las expectativas inflacionarias para finales de 2025 han aumentado, y el ciclo de recorte de tasas se detuvo en diciembre de 2024, reanudándose solo hasta abril de 2025. Todo esto ha enfriado las expectativas de nuevos recortes en la tasa de política monetaria frente a lo que se proyectaba en 2024.

Desde el inicio del proceso desinflacionario en abril de 2023 y hasta marzo de 2025, las tasas de interés de los créditos comerciales ordinarios con plazos de 3 a 5 años han mostrado la mayor caída, con una disminución cercana a los 689 puntos básicos. En segundo lugar se ubicaron los créditos con plazos de 1 a 3 años, cuyas tasas se redujeron en aproximadamente 620 puntos básicos (Gráfico 7). Esta reducción ha empezado a aliviar de forma gradual los costos financieros de las empresas, especialmente en los tramos de deuda de mediano plazo (Gráfico 8).

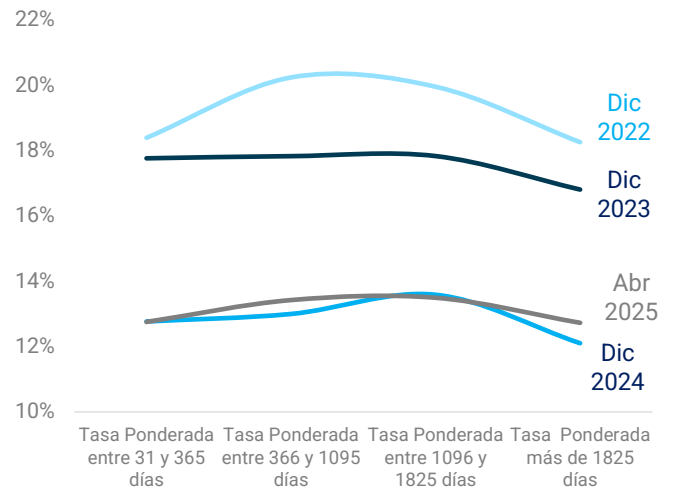
11 de junio de 2025

**Gráfico 7. Reducción tasas créditos comerciales ordinarios**



Fuente: Banrep. Cálculos Corfi colombiana. Corte marzo de 2025.

**Gráfico 8. Evolución curva créditos bancarios comerciales (ordinarios y preferenciales)**



Fuente: Banrep. Cálculos Corfi colombiana. Tasas promedio ponderadas por periodo.

En paralelo, el mercado de capitales colombiano mostró señales de recuperación en 2023 y 2024, luego de un 2022 marcado por una política monetaria altamente contractiva, que llevó los montos adjudicados en emisiones a su nivel más bajo desde 2010. En 2024, el volumen total emitido creció un 48% frente a 2023, impulsado por colocaciones de empresas del sector real y financiero como ISA, Gases del Caribe, Banco de Bogotá, Grupo Aval y Banco Finandina.

No obstante, esta recuperación perdió dinamismo en lo corrido de 2025. Hasta abril, el volumen emitido apenas alcanza los \$242 mil millones, con un plazo promedio de 6 años, por debajo de los \$1,166 mil millones registrados en los primeros cuatro meses de 2022, año considerado el más débil en términos de montos adjudicados en emisiones desde 2010. Las colocaciones más destacadas en lo que va de 2025 han sido realizadas por la Titularizadora Colombiana e Itaú, con montos de \$58,2 mil millones y \$57,1 mil millones, respectivamente. En el mercado internacional, sobresale la emisión de Nutresa por US\$2.000 millones realizada el pasado 6 de mayo.

11 de junio de 2025

El entorno financiero de las empresas continúa siendo cauteloso. Si bien en 2023 y 2024 se han observado mejoras parciales en el comportamiento de las tasas de interés y un repunte en la actividad del mercado de capitales colombiano, el crédito corporativo aún enfrenta barreras estructurales. Mientras los bancos han flexibilizado sus condiciones crediticias para modalidades como consumo y vivienda —algo que no ocurría desde inicios de 2022—, el crédito comercial sigue en parte restringido. La marcada preferencia por financiamiento de corto plazo y el deterioro en la calidad de la cartera reflejan la persistente incertidumbre económica y la lenta transmisión de la política monetaria al sector productivo.

A continuación, se analizan las condiciones de financiamiento de las empresas del sector real en Colombia y en algunos países de América Latina, con el objetivo de evaluar cómo se compara frente a sus pares regionales.

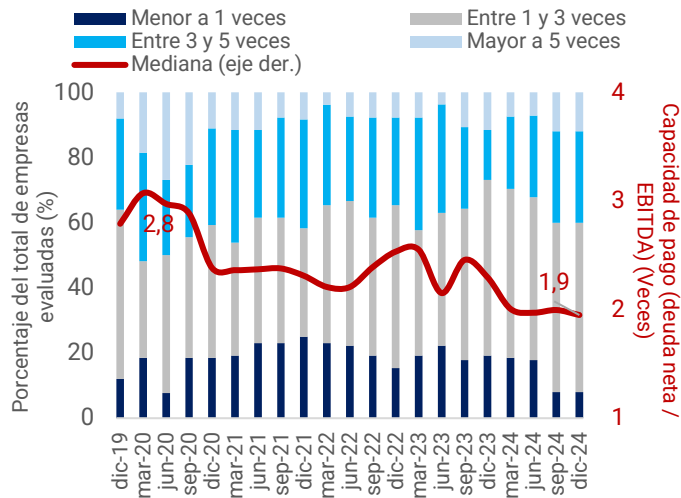
## Radiografía financiera de las empresas del sector real en Colombia: entre el desapalancamiento y el deterioro de márgenes

Durante el período 2019-2024, las empresas del sector real en Colombia han transitado por una coyuntura desafiante, marcada por la pandemia, una posterior recuperación impulsada por la liquidez y, más recientemente, un entorno restrictivo por cuenta de altas tasas de interés, inflación elevada y mayores costos financieros. A partir de distintos indicadores financieros clave —como la capacidad de pago, la cobertura de intereses, el nivel de apalancamiento y la evolución de ingresos y márgenes— se puede trazar un panorama más claro sobre la salud financiera del tejido empresarial.

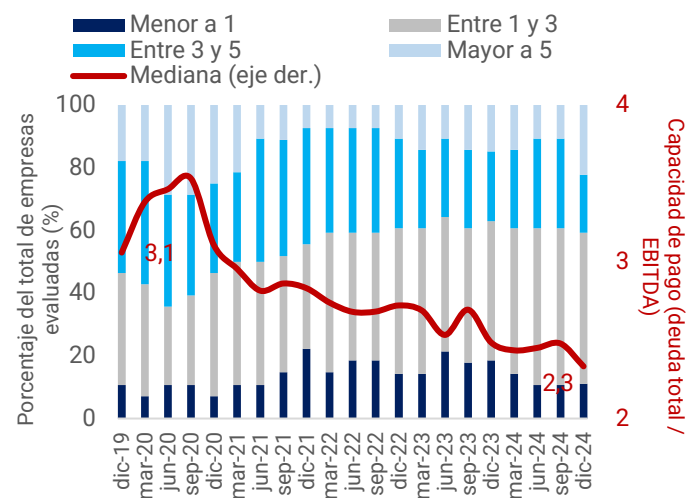
Uno de los principales hallazgos es la evolución de la **capacidad de pago medida por la razón Deuda Financiera Neta/EBITDA**, la cual ha oscilado en un rango moderado, con una mediana que se ha mantenido entre 1,9 y 2,8 veces. Esto indica que las empresas requieren, en promedio, entre 1,9 y 2,8 años de generación operativa para cubrir su deuda financiera. Si bien la mayoría de las empresas se agrupan en el rango de endeudamiento entre 1 y 3 veces su EBITDA, existe una proporción importante de compañías con niveles más elevados. Alrededor del 12% de las firmas analizadas registran un indicador de más de 5 veces a finales de 2024, lo que representa una señal de alerta en un contexto de alta inflación y tasas elevadas (Gráfico 9).

Cuando se analiza la **razón Deuda Total/EBITDA**, que incluye toda la carga financiera más allá de las obligaciones puramente bancarias sin descontar el efectivo e inversiones, se observa una tendencia de desapalancamiento gradual. La mediana pasó de niveles superiores a 3 veces en 2020 a cerca de 2 veces en 2024. Esta evolución sugiere esfuerzos de las empresas por ajustar su apalancamiento, posiblemente mediante amortizaciones, ajustes operativos o capitalizaciones. No obstante, todavía persiste un subconjunto de empresas con niveles elevados de endeudamiento total, que pueden enfrentar dificultades de refinanciación o acceso a crédito a plazos más largos (Gráfico 10).

11 de junio de 2025

**Gráfico 9. Comportamiento Deuda Financiera Neta/EBITDA**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

**Gráfico 10. Comportamiento Deuda Total/EBITDA**


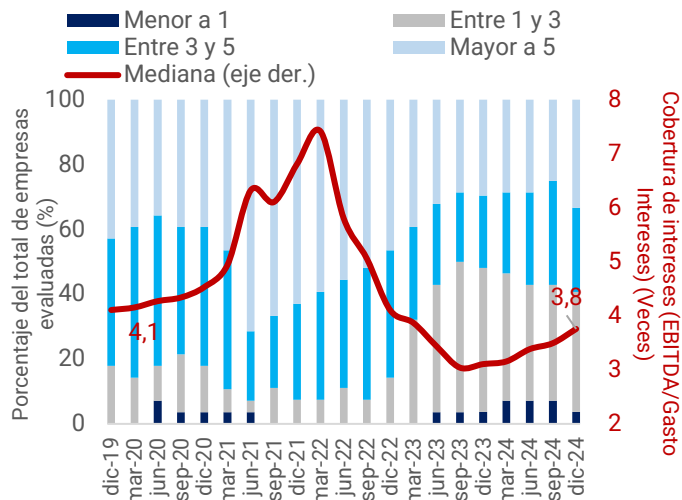
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Por otro lado, la **cobertura de intereses** —medida como la relación entre el EBITDA y los gastos por intereses—, tras alcanzar niveles históricamente altos en 2021 y 2022 gracias a tasas de interés aún bajas y al incremento de las utilidades, cayó de forma significativa hasta estabilizarse en torno a 3 veces. Esto significa que, en promedio, las empresas colombianas contaban con tres unidades de EBITDA por cada unidad destinada al pago de intereses, reduciendo así su margen de maniobra financiera. Esta caída coincide con el endurecimiento de la política monetaria, que elevó los costos de financiamiento y presionó los flujos operativos. No obstante, desde septiembre de 2023 el indicador ha mostrado señales de recuperación, impulsado por la reducción en los gastos por intereses (Gráfico 11).

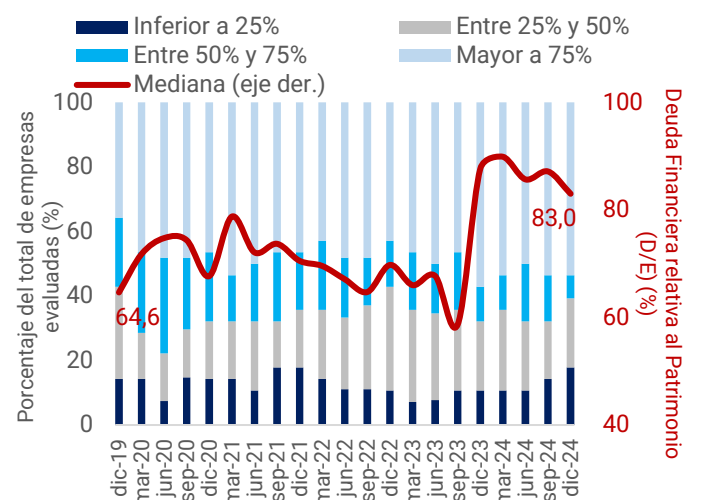
Adicionalmente, el análisis de la **estructura patrimonial**, a través del indicador Deuda Financiera relativo al Patrimonio (D/E), evidencia un repunte significativo del apalancamiento desde 2022. La mediana de este indicador pasó de niveles cercanos al 65% a más del 80% en 2024, lo que refleja una mayor dependencia de recursos externos para financiar tanto la operación como la expansión de las empresas. Este comportamiento se explica, en parte, por una menor reinversión de utilidades o por la necesidad de sostener los niveles de actividad en un entorno económico adverso.

De hecho, más del 50% de las empresas colombianas analizadas presentan una relación deuda financiera/patrimonio superior al 75% (Gráfico 12).

11 de junio de 2025

**Gráfico 11. Comportamiento Cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)**


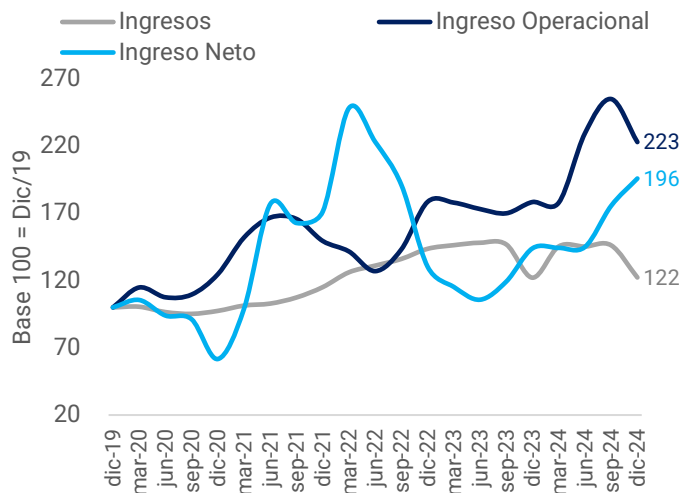
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfi colombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

**Gráfico 12. Comportamiento Deuda Financiera/Patrimonio**


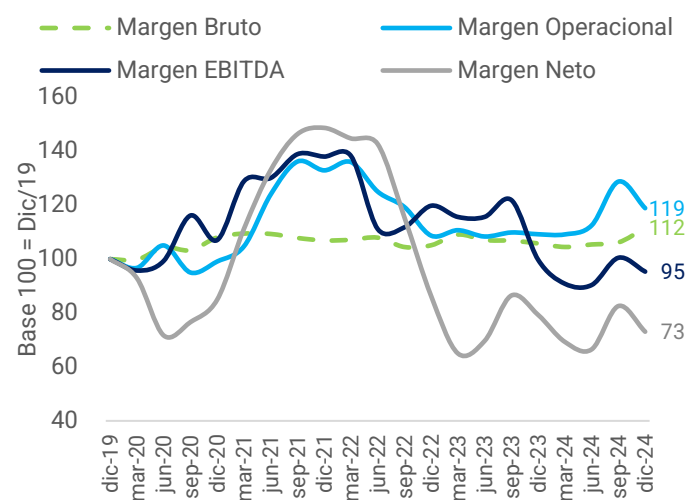
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfi colombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

En términos de rentabilidad, la evolución de los **ingresos y utilidades** (Gráfico 13) presenta una alta volatilidad. Aunque los ingresos totales han mostrado una tendencia creciente en su crecimiento, los ingresos operacionales y netos exhiben picos y caídas, con deterioros marcados en 2023 y parte de 2024. Esto evidencia que, si bien las ventas pueden haberse sostenido, los márgenes de rentabilidad se han erosionado por efecto del aumento en los costos, mayores tasas de interés y presiones inflacionarias sobre insumos.

Los **márgenes financieros** así lo evidencian (Gráfico 14). El margen EBITDA, indicador de eficiencia operativa, ha perdido dinamismo desde su punto máximo de crecimiento a comienzos de 2022. Por su parte, el margen neto ha sido especialmente volátil, afectado por el aumento en los gastos financieros y otros factores no operativos. Incluso el margen operacional, que había mostrado una recuperación tras la pandemia, presentó signos de agotamiento tanto a inicios de 2022 como en el último trimestre de 2024. **En contraste, el margen bruto ha sido el más estable, lo que sugiere que las mayores dificultades no estuvieron en la generación de ingresos por ventas, sino en el control de los costos estructurales y financieros.**

**Gráfico 13. Crecimiento Ingresos**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

**Gráfico 14. Crecimiento Márgenes**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana. Se toman 28 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

## Radiografía del endeudamiento empresarial en LatAm

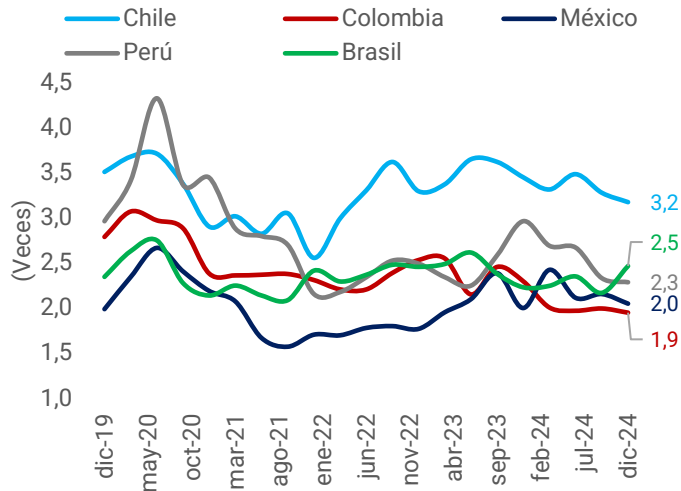
Durante los últimos cinco años, las empresas del sector real en América Latina han experimentado importantes ajustes en sus estructuras de deuda. Estos cambios han estado influenciados por shocks externos (como la pandemia y el endurecimiento de la política monetaria global), así como por factores internos propios de cada país y de cada sector. A través de indicadores clave, se evidencia cómo estas economías han enfrentado el ciclo financiero más restrictivo de los últimos años.

Uno de los indicadores más representativos es la relación **Deuda Neta/EBITDA** (Gráfico 15), que mide la carga de la deuda descontando el efectivo disponible. En este aspecto, **Chile** se mantiene como el país más apalancado de la región, con niveles cercanos a 3,2 veces hacia el cierre de 2024, a pesar de mostrar una ligera mejora frente a los picos de 2020 y 2022. Por el contrario, **Colombia** logra un importante desapalancamiento, ubicándose por debajo de 2 veces, reflejo de una mejora en su generación de EBITDA. **México y Brasil** muestran estabilidad relativa en torno a las 2,5 veces, mientras que **Perú**, aunque volátil, cierra el período en niveles similares tras una tendencia a la baja desde 2023.

Cuando se considera la **Deuda Total/EBITDA** (Gráfico 16), la tendencia general de reducción del apalancamiento se mantiene. Chile vuelve a liderar en niveles de endeudamiento total (4 veces), mientras que Perú, Colombia y México convergen cerca de 2,5 veces. Brasil, aunque por debajo de Chile, conserva un apalancamiento elevado (3,5 veces), que está alineado con su estructura más intensiva en deuda.

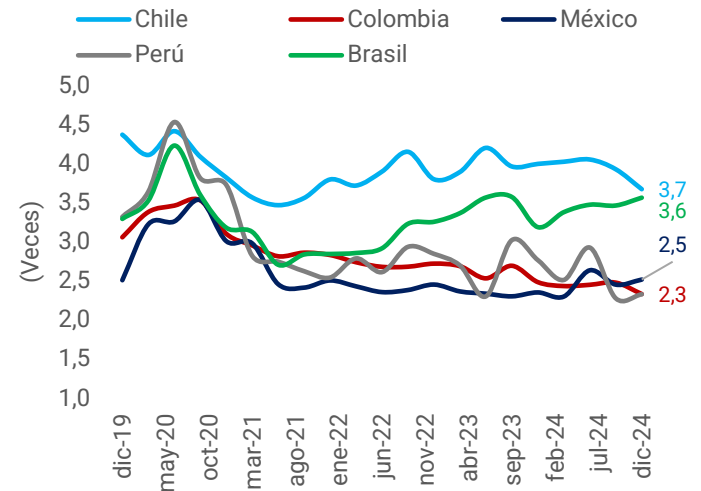
11 de junio de 2025

**Gráfico 15. Comportamiento mediana Deuda Neta/EBITDA**



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 16. Comportamiento mediana Deuda Total/EBITDA**



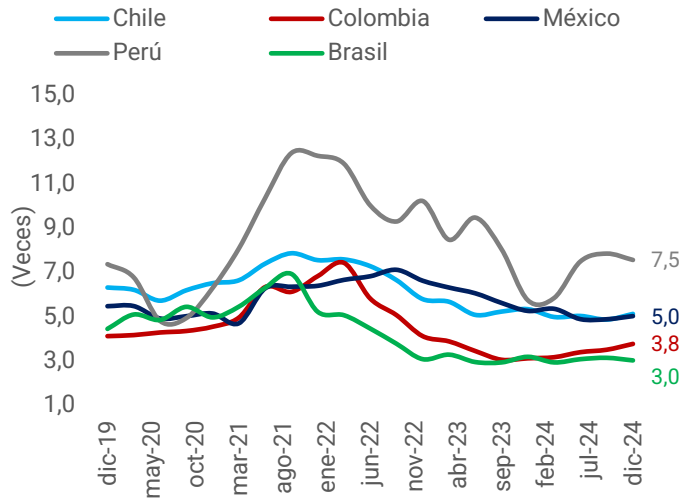
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

En términos de **cobertura de intereses**, el indicador **EBITDA/Gasto de intereses** muestra diferencias más marcadas (Gráfico 17). **Perú** destaca por su capacidad de pago, con ratios que superan las 10 veces en algunos trimestres, aunque se reducen durante 2023. **Chile y México** mantienen niveles intermedios de cobertura, entre 5 y 7 veces, mientras que **Colombia** experimenta un deterioro progresivo, bajando de 6 a cerca de 4 veces. **Brasil** es el país con menor capacidad de cubrir intereses, con indicadores entre 3 y 4 veces, reflejando una estructura financiera más vulnerable ante aumentos de tasas.

Por su parte, el indicador de **apalancamiento financiero (D/E)** complementa esta lectura (Gráfico 18). **Brasil** mantiene el indicador deuda financiera/patrimonio más alto de toda la muestra, superando el 90% y llegando a niveles cercanos al 100% a cierre de 2024. **México y Colombia** exhiben estructuras más balanceadas, con apalancamientos entre 70% y 85%. Por su parte, **Perú** muestra una marcada tendencia a la baja, alcanzando mínimos cercanos al 50% en 2024, lo cual sugiere una estrategia más conservadora. Aunque **Chile** mantiene un alto apalancamiento operativo, su deuda financiera relativa a su patrimonio se mantiene en niveles moderados, probablemente debido a un mayor nivel de capitalización de las empresas o una estructura patrimonial más sólida.

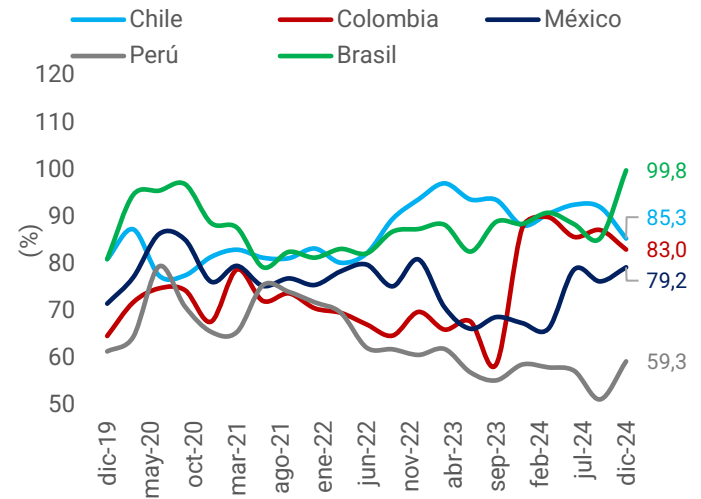
11 de junio de 2025

**Gráfico 17. Comportamiento mediana EBITDA/Gasto de intereses**



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 18. Comportamiento mediana Deuda Financiera/Equity**

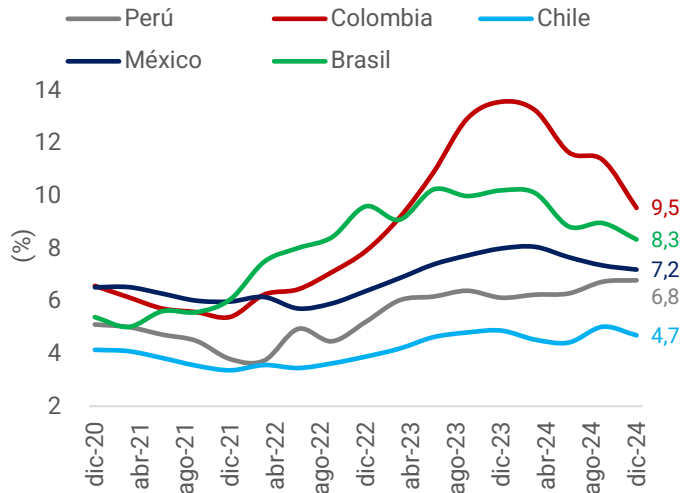


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

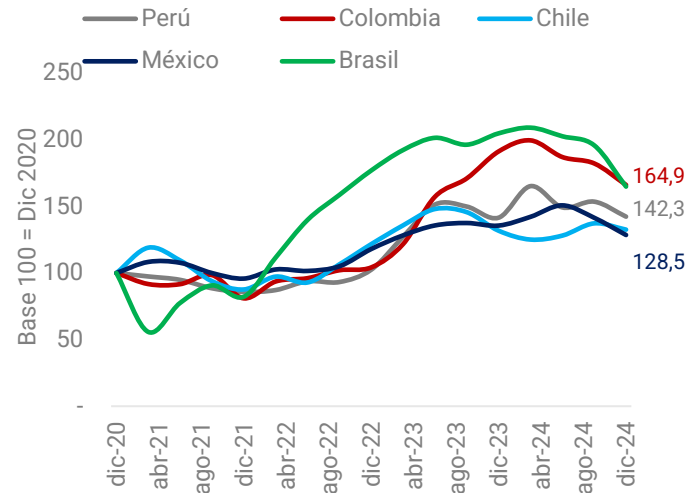
El análisis del **costo de la deuda**, medido como el **Gasto de intereses sobre el promedio de la deuda total en USD** (Gráfico 19), muestra que **Colombia** es el país con el mayor costo de endeudamiento, ubicándose en 9,5%, con un pico cercano al 14% en 2023. Este nivel obedece tanto a tasas más altas como a primas de riesgo más elevadas. **Brasil** también posee un alto costo financiero (8,3% a diciembre de 2024). En cambio, **Chile y México** mantienen costos más bajos, alrededor del 5%, lo cual les brinda mayor resiliencia financiera, mientras **Perú** se ubica en un nivel intermedio, con una trayectoria estable y controlada.

Por último, el crecimiento del **gasto de intereses en cifras nominales en USD** (Gráfico 20) confirma las presiones financieras en los países con mayores niveles de deuda y mayores tasas de interés. **Brasil** evidencia un crecimiento en su gasto de intereses, seguido por **Colombia**, ambos por encima del crecimiento observado de **Chile, México y Perú**, que registran incrementos más contenidos.

11 de junio de 2025

**Gráfico 19. Comportamiento mediana Gastos de Intereses/Promedio Deuda Total**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana.

**Gráfico 20. Crecimiento Gastos de Intereses**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana.

El análisis conjunto de estos indicadores refleja una divergencia en la salud financiera de las empresas entre los países analizados:

- **Chile** combina un apalancamiento alto con un costo financiero relativamente bajo, lo que le permite mantener una buena capacidad de cobertura de intereses a pesar del mayor endeudamiento.
- **Colombia** muestra señales mixtas: ha mejorado su apalancamiento, pero el alto costo del financiamiento ha deteriorado su capacidad de pago de intereses, aumentando la presión sobre los flujos operativos.
- **México** mantiene una estructura conservadora con bajo costo de deuda, baja deuda neta y razonable capacidad de cobertura de pago de intereses, posicionándose como uno de los países con mayor estabilidad financiera corporativa.
- **Perú** destaca por su prudencia financiera, con baja deuda relativa, alta cobertura de intereses y costos controlados, aunque con episodios de volatilidad en sus indicadores.
- **Brasil** enfrenta la situación más compleja: combina altos niveles de endeudamiento, baja cobertura y altos costos de financiamiento, lo que lo convierte en el país más expuesto a un entorno financiero adverso.

## Estructura de deuda y sensibilidad al ciclo monetario: una comparación entre Colombia y Brasil

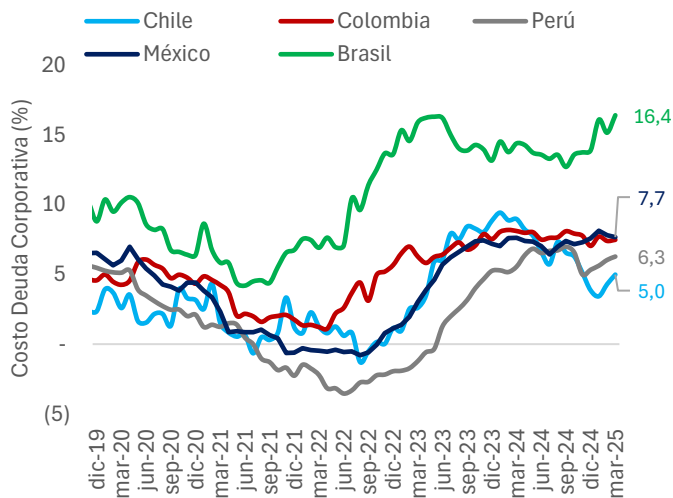
El análisis comparativo entre Colombia y los países pares de la región revela importantes diferencias tanto en la evolución del costo financiero como en las decisiones estratégicas de endeudamiento adoptadas por las empresas en cada país.

En primer lugar, al observar el **costo de la deuda bancaria corporativa**, se evidencia que Brasil ha mantenido consistentemente las tasas nominales y reales (descontando la inflación) más altas de la región. Esto refleja un entorno de mayor percepción de riesgo y unas condiciones crediticias más restrictivas, asociadas a la persistencia de presiones inflacionarias y a un entorno de política fiscal expansiva. En contraste, Colombia experimentó un alza significativa en sus tasas de interés de deuda corporativa entre 2021 y 2023, con un pico cercano al 21% a comienzos de 2023, aunque desde mediados de 2023 el costo ha comenzado a ceder, en línea con una política monetaria más laxa (Gráfico 21).

Esta evolución está estrechamente vinculada a la trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) en ambos países (Gráfico 22). En el caso de Brasil, el ciclo de endurecimiento monetario comenzó de forma gradual pero sostenida desde inicios de 2021, alcanzando niveles superiores al 13% y situándose en 13,75% en agosto de 2022. Posteriormente, en julio de 2023 se inició un proceso de recorte de tasas que llevó la TPM al 10,5% en línea con una menor inflación. Sin embargo, en los primeros meses de 2025 se ha registrado un nuevo repunte en respuesta a presiones inflacionarias persistentes: la inflación, que había tocado un mínimo de 3,16% en junio de 2023, se ubicó en 5,48% en marzo de 2025.

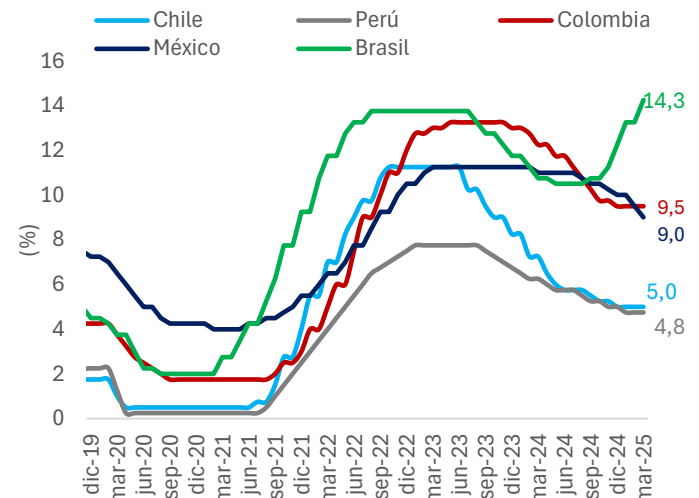
En Colombia, por su parte, el ciclo de ajuste fue más abrupto y concentrado en 2022, con una TPM máxima de 13,25%. Desde 2023, el país inició un proceso de normalización monetaria con reducciones sostenidas, lo que ya ha comenzado a reflejarse en menores costos de financiamiento para el sector empresarial.

**Gráfico 21. Comportamiento Costo de la deuda bancaria corporativa (real)**



Tasas promedio por periodo. Fuente: Colombia, Banco de la República. Chile, Banco Central de Chile. Perú, Banco Central de Reserva del Perú. México, Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Brasil, Banco Central de Brasil.

**Gráfico 22. Tasas de Política Monetaria**



Fuente: LSEG Workspace. Cálculos Corficolombiana. Corte marzo de 2025.

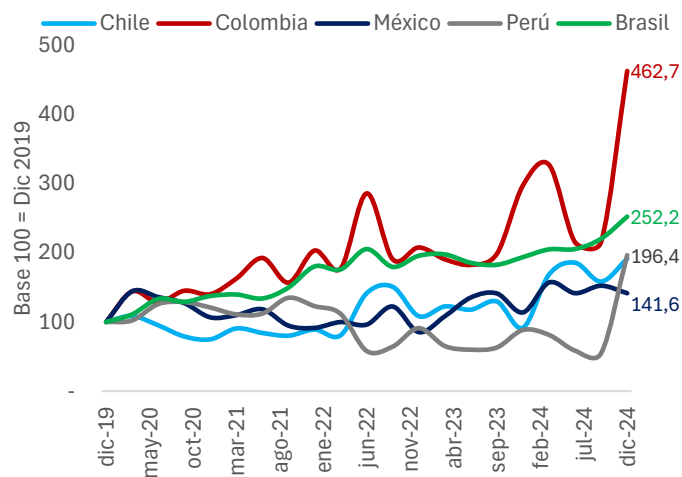
11 de junio de 2025

A pesar de la reciente moderación en las tasas en Colombia, el país registra el **mayor gasto por intereses relativo al total de la deuda** entre las economías analizadas. Hacia mediados de 2023, el indicador se acercó al 14%. En contraste, en Brasil, este indicador se ha mantenido entre el 8% y el 9%, a pesar de tener tasas de interés más elevadas. Esta aparente paradoja se explica, en gran medida, por la **diferente estructura de la deuda**: mientras que las empresas colombianas han tenido un mayor crecimiento de deuda a tasa variable (Gráfico 23), las empresas brasileñas han tenido un crecimiento mayor en deuda a tasa fija (Gráfico 24), lo que ha limitado el impacto inmediato del endurecimiento monetario sobre su carga financiera.

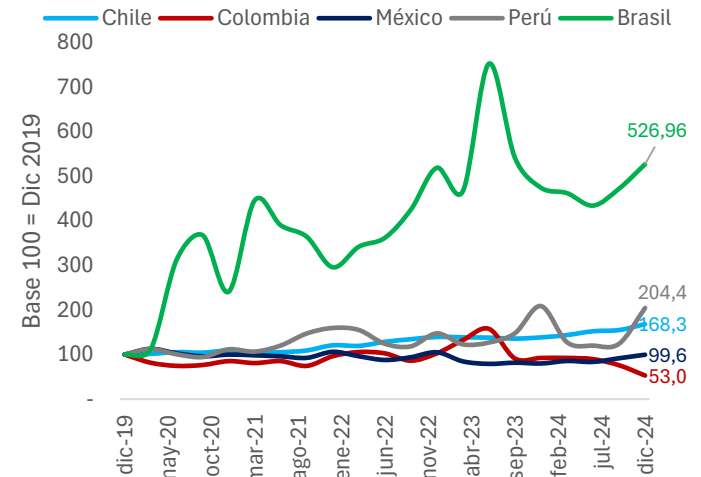
Las decisiones sobre la estructura de la deuda adquirida tanto a través del sistema bancario como del mercado de capitales se reflejan en la evolución de los instrumentos a tasa fija y variable. En el caso colombiano, **la deuda a tasa variable ha crecido**, con un aumento sostenido desde finales de 2019 hasta finales de 2024.

Esta dependencia ha generado una mayor exposición al riesgo de tasas, lo que se traduce en un mayor gasto por intereses en un entorno de política monetaria contractiva.

En contraste, Brasil ha mostrado un crecimiento más estable en su deuda a tasa variable, acompañado de una expansión significativa de la deuda a tasa fija, con un incremento sostenido desde diciembre de 2019 hasta diciembre de 2024. Esta estrategia ha permitido a las empresas brasileñas mitigar con mayor eficacia el impacto del ciclo alcista de tasas de interés. De hecho, el Banco Central de Brasil ha reportado que el crédito bancario sigue acelerándose, especialmente entre las pequeñas y medianas empresas, un segmento que presenta altos niveles de endeudamiento y mayores riesgos financieros.

**Gráfico 23. Crecimiento deuda a tasa variable**


Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana.

**Gráfico 24. Crecimiento deuda a tasa fija**


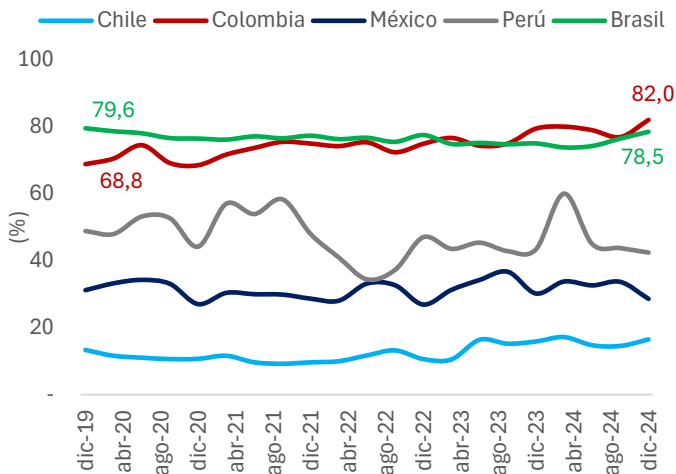
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corfic Colombiana.

Uno de los elementos que más condiciona el impacto de la política monetaria sobre las empresas del sector real es la composición de su deuda, particularmente la proporción que mantienen a tasa fija versus tasa variable. En este sentido, la comparación entre Colombia y Brasil evidencia diferencias importantes que ayudan a explicar el comportamiento reciente del costo de la deuda y del gasto financiero en ambos países.

11 de junio de 2025

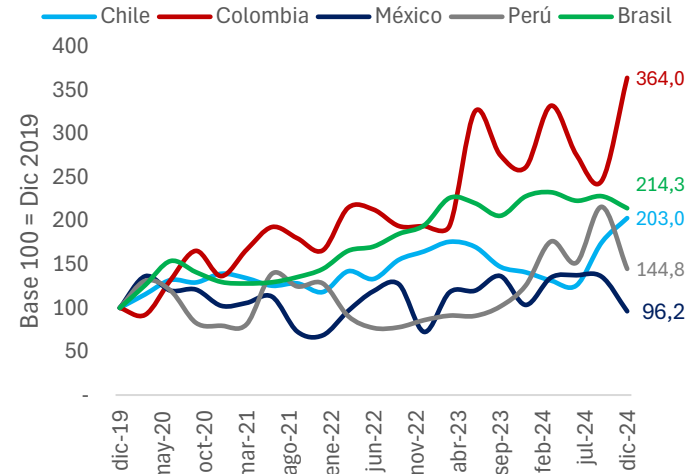
La proporción de deuda a tasa variable revela que **Colombia mantiene una de las proporciones más altas de la región**, situándose entre el 69% y el 82% a lo largo del período analizado (Gráfico 25). Esta exposición significa que una parte significativa del endeudamiento empresarial se ajusta automáticamente al nivel de las tasas del mercado, lo cual ha amplificado los efectos del ciclo alcista de la tasa de política monetaria entre 2022 y 2023. Este rasgo explica por qué, a pesar de que Colombia inició una senda de reducción de tasas a finales de 2023, **el gasto por intereses sobre el total de la deuda llegó a ser el más alto de sus pares de LatAm**, superando el 13% en su punto máximo.

**Gráfico 25. Proporción Deuda a tasa variable**



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 26. Crecimiento deuda bancaria**



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

En contraste, aunque **Brasil también muestra una proporción alta de deuda a tasa variable** (en el rango del 78% y 79%), a partir de 2023 se observa una leve tendencia a la baja. Este cambio coincide con el crecimiento sostenido de la deuda a tasa fija en el país, lo que sugiere que las empresas brasileñas han adoptado una **estrategia de mitigación de riesgos** ante la persistencia de tasas elevadas.

Esta decisión ha permitido que, a pesar de tener una tasa de política monetaria más alta que Colombia, **el gasto por intereses en Brasil se mantenga en niveles más controlados**, entre el 8% y el 10%.

Estas diferencias en la estructura de deuda también se reflejan en la calidad del ajuste financiero de ambos países. Mientras que en Colombia se observa un mayor crecimiento de deuda bancaria y un mayor esfuerzo por reducir el apalancamiento (disminuyendo la razón de deuda financiera a patrimonio en 2023), las empresas brasileñas han mantenido un alto nivel de endeudamiento, con un perfil más balanceado entre sus fuentes de fondeo. Esta diferencia ha permitido a Brasil enfrentar con mayor estabilidad los choques de política monetaria.

Aunque tanto Colombia como Brasil comparten una alta proporción de deuda a tasa variable, **Colombia destaca por una mayor rigidez en su estructura financiera**, lo que ha intensificado el impacto del endurecimiento monetario sobre los costos de financiamiento empresarial. Las empresas brasileñas, en cambio, han logrado compensar parcialmente los efectos adversos de tasas altas mediante una **gestión más activa del perfil de su deuda**, lo que ha resultado en una carga financiera más estable, a pesar de operar en un entorno monetario más estricto.

11 de junio de 2025

Esta diferencia estructural debe ser considerada al evaluar la resiliencia financiera del sector empresarial en ambos países frente a futuros ciclos económicos.

## Un sector resiliente, pero bajo presión

Aunque las empresas del sector real colombiano han mostrado una notable resiliencia frente a un entorno financiero complejo, aún persisten señales de vulnerabilidad y mucha presión asociada al deterioro de los márgenes, el aumento del apalancamiento relativo y la reducción en la capacidad para cubrir los intereses de la deuda.

En este contexto, la consolidación de un ciclo de tasas de política monetaria más bajas representa una oportunidad clave que las empresas deben aprovechar para reestructurar sus perfiles de deuda y fortalecer su posición financiera. No obstante, si por algún motivo este proceso de reducción de tasas se interrumpe, dadas mayores presiones inflacionarias, el desafío será evitar que el costo del financiamiento se convierta en una barrera para la inversión productiva. En tal caso, el sector productivo del país deberá enfocarse en mantener una agenda de inversión, aún en un entorno de tasas elevadas por más tiempo.

Ahora bien, un entorno de menores tasas por sí solo no bastará para reactivar de manera sostenida el crédito ni para mejorar estructuralmente las condiciones de inversión. Será necesario avanzar hacia un marco financiero más eficiente, que facilite la asignación de recursos hacia proyectos productivos. Esto requiere, el fortalecimiento del mercado de capitales, la reducción de las percepciones de riesgo país que encarecen el financiamiento, y el diseño de instrumentos que fomenten la inversión de largo plazo y la reinversión de utilidades en sectores estratégicos.

Adicionalmente, recuperar y consolidar la confianza de los inversionistas a través de una mayor estabilidad institucional y regulatoria será crucial para sostener el impulso de la recuperación.

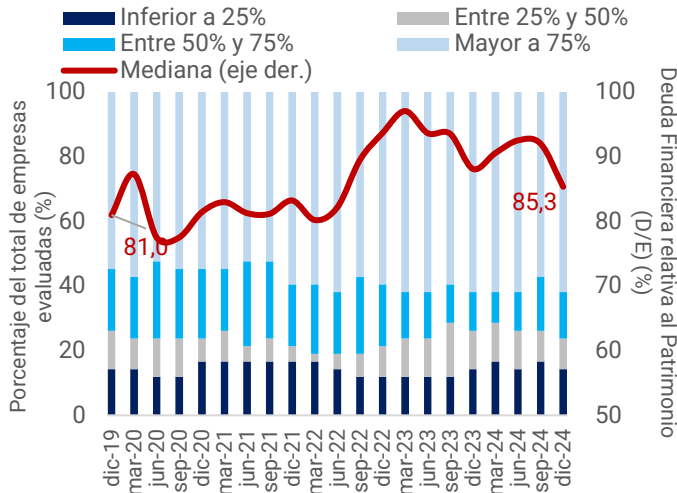
Aunque hay señales de recuperación en el crédito comercial y el mercado de capitales, estas son limitadas. La calidad de la cartera sigue débil, los costos financieros son altos y predomina el financiamiento de corto plazo, reflejando cautela. La exposición a deuda a tasa variable ha amplificado el impacto de la política monetaria, manteniendo un entorno financiero frágil.

Se espera que la baja en tasas y la moderación de la inflación alivien gradualmente el financiamiento. Sin embargo, una mejora sostenida del crédito corporativo requerirá mayor profundidad del mercado de capitales, mayor estabilidad regulatoria y una recomposición de la deuda empresarial hacia instrumentos de mayor plazo y menor sensibilidad a la tasa de interés.

## Anexo: indicadores financieros por país

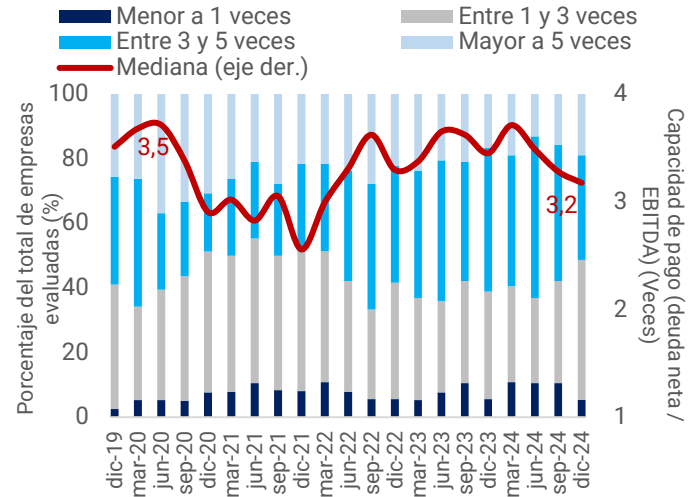
### Chile

Gráfico 27. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



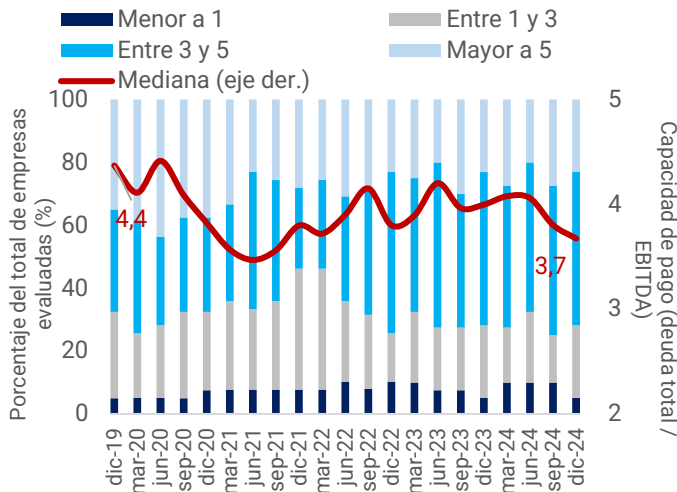
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 42 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Gráfico 28. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Neta/EBITDA)



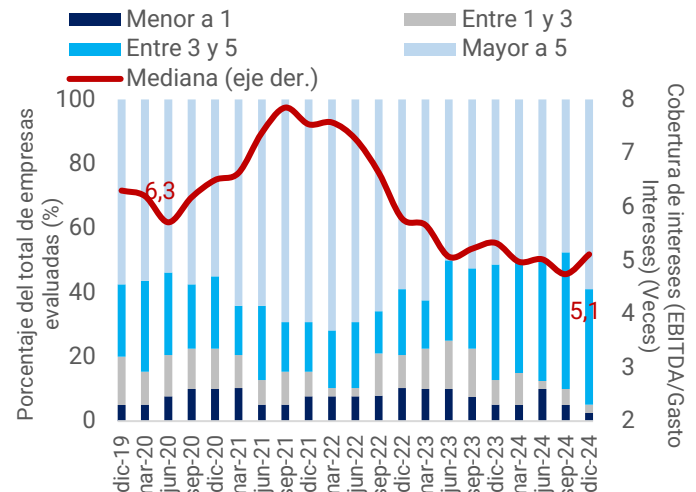
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Gráfico 29. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Total/EBITDA)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

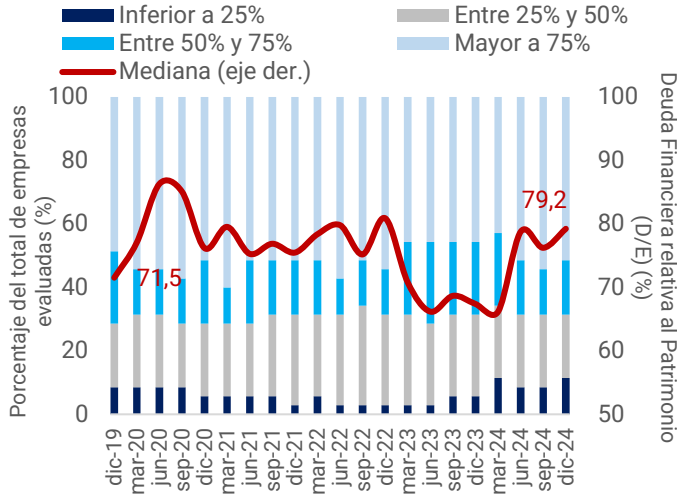
Gráfico 30. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

México

Gráfico 31. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



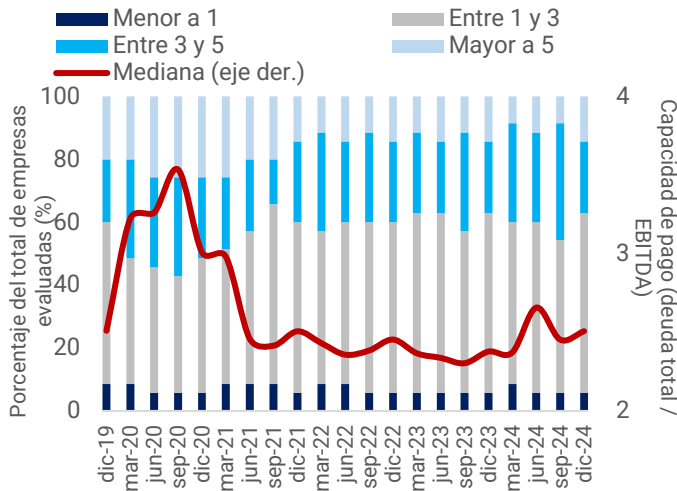
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Gráfico 32. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Neta/EBITDA)



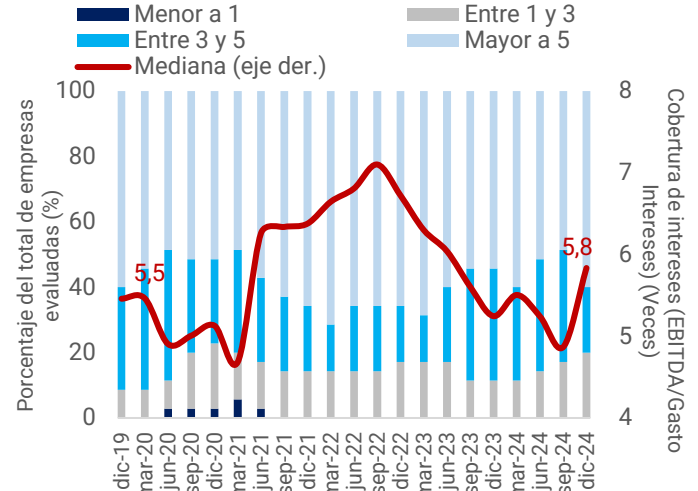
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Gráfico 33. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Total/EBITDA)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

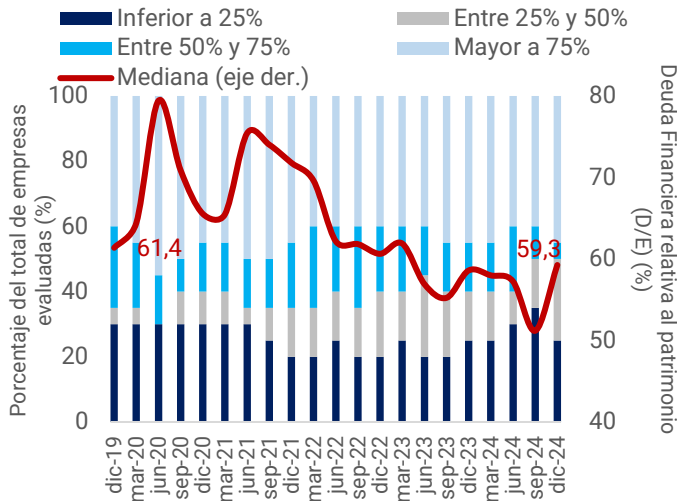
Gráfico 34. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

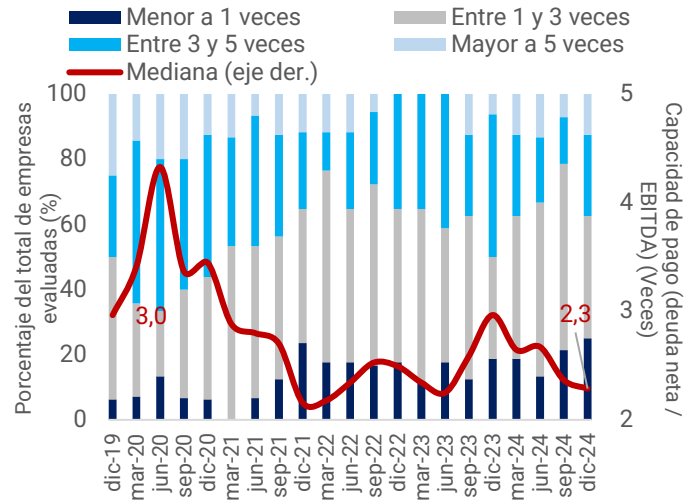
Perú

Gráfico 35. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



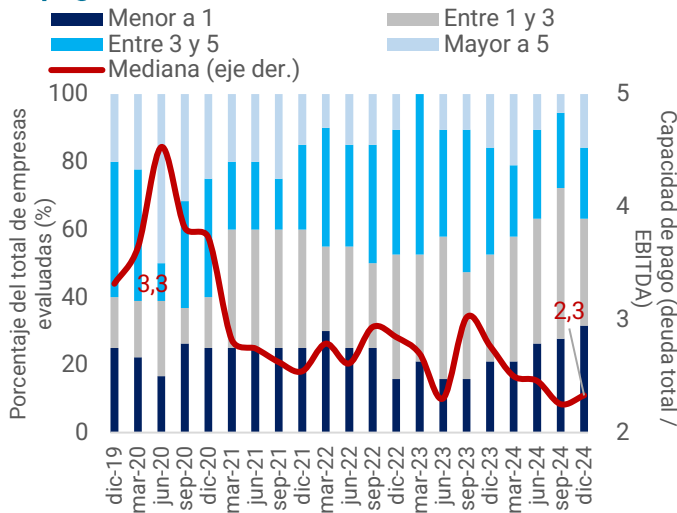
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 20 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Gráfico 36. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Neta/EBITDA)



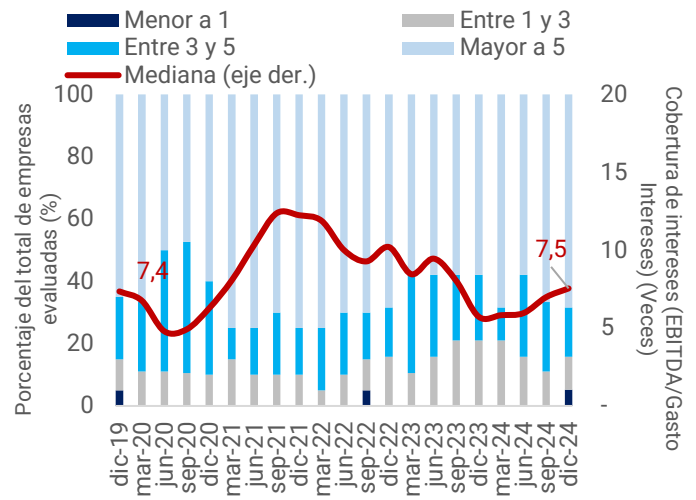
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 20 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Gráfico 37. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Total/EBITDA)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 20 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

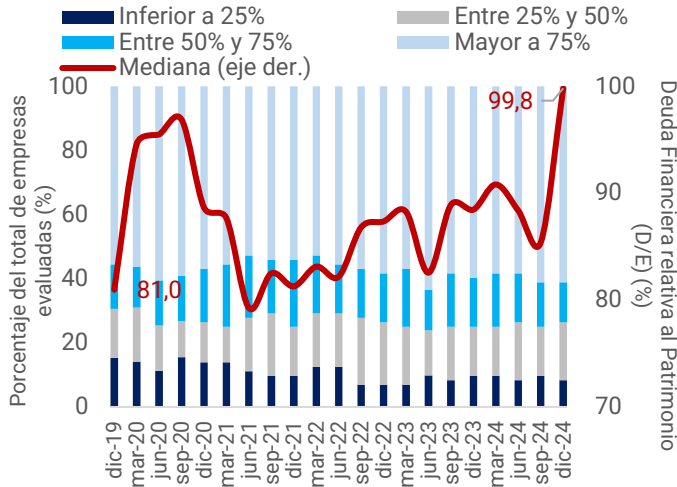
Gráfico 38. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 20 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

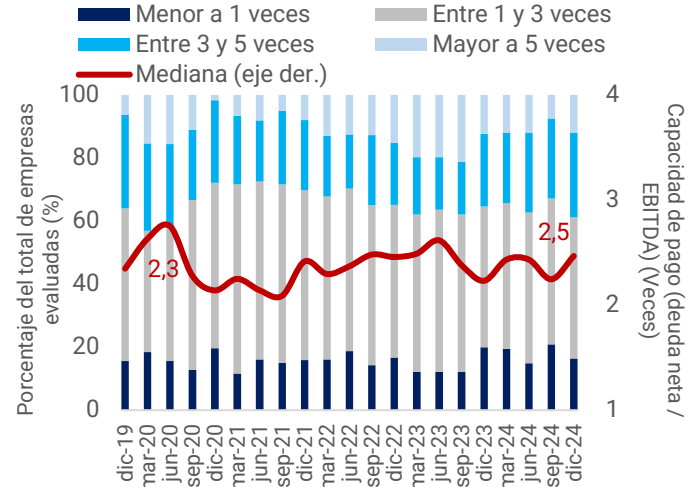
Brasil

Gráfico 39. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



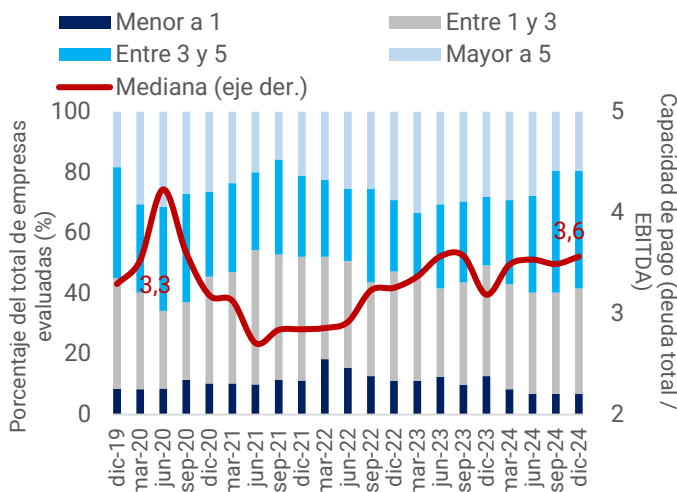
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 72 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Gráfico 40. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Neta/EBITDA)



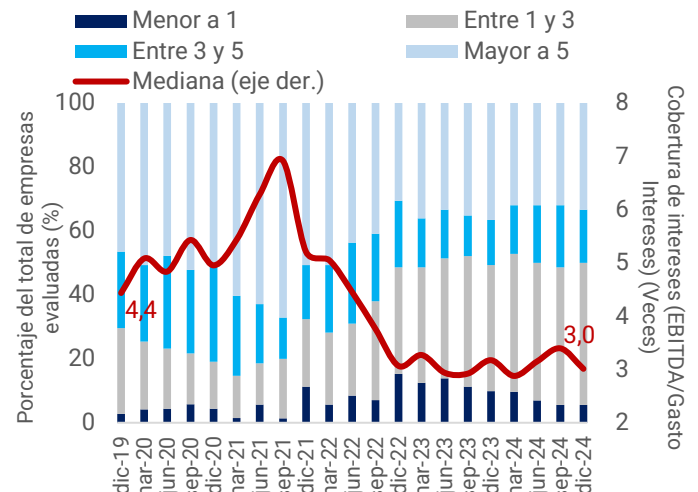
Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 72 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

Gráfico 41. Distribución histórica de la capacidad de pago (Deuda Total/EBITDA)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 72 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

Gráfico 42. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana. Se toman 72 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

## Nota Metodológica

Para la construcción y posterior evaluación del comportamiento de los indicadores de liquidez, capacidad de pago y endeudamiento se utilizó como referencia la información financiera que provee la herramienta de Standard & Poor's - Capital IQ. Se empleó información financiera de 197 empresas en total de Colombia, Chile México, Perú y Brasil pertenecientes a diversos sectores, excluyendo el sector financiero, todas ellas con productos financieros listados en el mercado de capitales. Para evaluar la capacidad de pago, los indicadores de liquidez y endeudamiento, se consideraron los siguientes rubros:

- Prueba Acida = Activo Corriente - Inventario / Pasivo Corriente
- Deuda neta = Deuda financiera - Caja - Inversiones de corto plazo - activos financieros mantenidos para compra y venta
- Cobertura de Intereses = EBITDA / Gasto de intereses
- Costo de la Deuda Implícita = Gastos por intereses / ((Deuda Financiera T-1 + Deuda Financiera T)/2)
- EBITDA = Ingresos totales - Costos y gastos operacionales totales + Depreciaciones + Amortizaciones (incluyen los relacionados con goodwill y activos intangibles)
- Capital de trabajo neto = (Total activos corrientes - Caja - Inversiones de corto plazo) - (Total pasivos corrientes - Prestamos a corto plazo - Porción actual deuda a largo plazo)
- Total Activo Corriente e Inventarios
- Gasto de intereses
- Intervalo de defensa = Activos Corrientes / Gastos operativos diarios

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

#### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

#### Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

#### Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

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

#### MariaPaula Castañeda

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

Director de Sector Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

#### Jaime Cárdenas

Analista de Sector Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Daniel Monroy

Analista de Sector Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[danielf.monroy@corfi.com](mailto:danielf.monroy@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[cristhian.osorio@corfi.com](mailto:cristhian.osorio@corfi.com)

#### Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[dino.cordoba@corfi.com](mailto:dino.cordoba@corfi.com)

#### Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

11 de junio de 2025

**ADVERTENCIA**

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

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

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

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

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

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

**Certificación del analista**

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

**Información de interés**

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

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.