



Investigaciones
Económicas

Informe Especial

*El Endeudamiento
Corporativo en Colombia,
contexto, retos y
perspectivas, enero 2025*



El Endeudamiento Corporativo en Colombia, contexto, retos y perspectivas, enero 2025

Autores:

Jaime Andrés Cárdenas

Analista de Sector Financiero
jaime.cardenas@corfi.com

Andrés Duarte Pérez

Director de Análisis Financiero
andres.duarte@corfi.com

Catalina Figueroa

Analista II de apoyo -
 Investigaciones Económicas
ayde.figueroa@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de Análisis Financiero
danielf.monroy@corfi.com

- Aunque la inflación empezó a disminuir en 2023 y el Banco de la República redujo las tasas de interés en diciembre de ese mismo año, el impacto en los costos de financiamiento ha sido lento debido a la estructura y gestión de deuda de las empresas. Esto ha generado un desfase entre las medidas de política monetaria y la recuperación efectiva del sector corporativo, extendiendo su periodo de ajuste.
- 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 e inversión y la gestión operativa de las empresas, prolongando las dificultades para lograr una recuperación sostenible, pese a ciertas mejoras evidenciadas durante 2024. Los costos de financiamiento continúan siendo un obstáculo clave para el sector real.
- Desde mediados de 2022, evidenciamos la predilección por el uso de deuda bancaria de corto plazo por parte de las empresas, lo que supone una mayor financiación de las operaciones o capital de trabajo, frente a las inversiones de capital (CapEx).
- Entre enero y noviembre de 2024, los créditos con vencimientos menores a un año representaron el 58,1% de los desembolsos, frente al 50,4% en 2019. Observamos una mayor aversión a los compromisos de largo plazo por parte de las empresas, justificada por la incertidumbre y/o a la expectativa de poder acceder a condiciones de financiación más favorables en el futuro.
- La disminución en las tasas de interés y la necesidad de reemplazar deuda vencida, permitieron cierta recuperación en la emisión de deuda en el mercado de capitales local. Mientras tanto, el mercado de capitales internacional se encareció durante 2024, para las emisiones a largo plazo de emisores colombianos.
- Esperamos que 2025 sea un año de recuperación moderada en la deuda corporativa. Esto incluye tanto la calidad crediticia del sector corporativo, la dinámica de la cartera de créditos comercial, la elección de deuda de largo plazo para financiar proyectos de inversión y la emisión de nueva deuda en el mercado de capitales local.

Al cierre de 2024, el costo de la deuda siguió siendo muy alto para las empresas colombianas, tanto en términos de su impacto sobre las utilidades, como para viabilizar una mayor inversión financiada con deuda.

El sector corporativo completó tres años afrontando esta situación, si bien la publicación de resultados de 3t24 evidenció cierta mejora que deberá continuar en 2025. Durante este año, esperamos que la inflación disminuya cerca de 116 pbs y la tasa de política alrededor de 175 pbs. Estas disminuciones sumadas al efecto rezagado de las disminuciones en la inflación y tasas de interés de colocación desde 2023, deberán ayudar a bajar el costo de la deuda y facilitar la inversión. El despliegue de esta inversión, indispensable para el crecimiento de las empresas y el país, se facilitaría con una mayor certidumbre jurídica, política y regulatoria, mayor apetito por deuda de mayores plazos, además de las mejores expectativas de crecimiento futuro.

En este informe exponemos lo siguiente:

1. Contexto macroeconómico, cartera comercial y tasas de interés ([Pág. 2](#)).
2. Competitividad crediticia frente a otros países y fortaleza financiera ([Pág. 5](#)).
3. Desempeño sectorial en Colombia: ventas, cartera y PIB en 2024 ([Pág. 9](#)).
4. Optimismo moderado para 2025 ([Pág. 12](#)).
5. Anexo: endeudamiento corporativo en Colombia, México, Chile y Perú ([Pág. 14](#)).

Contexto macroeconómico, cartera comercial y tasas de interés

La inflación y las tasas de política monetaria han sido factores determinantes en el costo de la deuda corporativa y su gestión en los últimos años. Desde 2023, la inflación mostró signos de desaceleración, y el Banco de la República inició un ciclo de reducción de tasas de interés en diciembre. Sin embargo, el impacto en los costos de financiamiento ha sido limitado debido a la estructura de la deuda corporativa. Asimismo, la incertidumbre respecto al mediano y largo plazo han limitado la inversión. Lo anterior ha resultado en un desfase entre las políticas monetarias y la recuperación efectiva del sector corporativo, prolongando el periodo de ajuste actual.

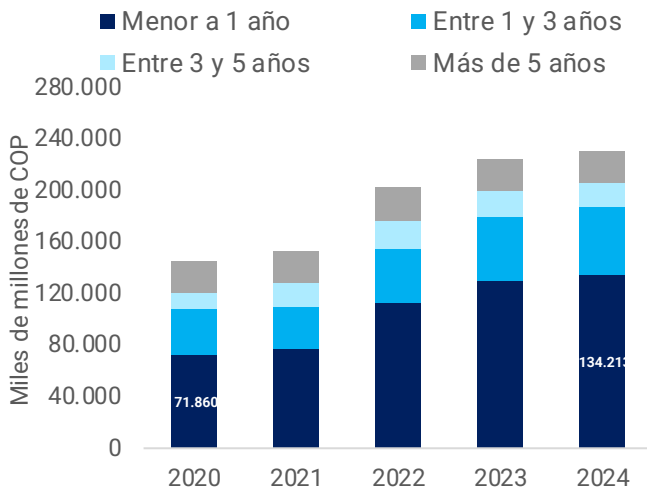
El crecimiento del crédito comercial, que representa más de la mitad de la cartera total en Colombia, se desaceleró notablemente durante 2024. **La caída en el crecimiento nominal anual¹, desde el 5,6% en octubre de 2023 al 3,3% en octubre de 2024, refleja tanto una contracción en la demanda de crédito como una mayor cautela en el otorgamiento por parte de las entidades financieras. Este comportamiento se ha visto agravado por el deterioro en la calidad de la cartera, medido a través del Indicador de Cartera Vencida (ICV), que pasó del 3,7% al 3,9% en el mismo periodo.** Este aumento en el volumen de la cartera vencida evidencia las dificultades que enfrentan las empresas para cumplir con sus obligaciones en un contexto de altos costos financieros y márgenes operativos reducidos.

Por su parte, el análisis de los plazos de colocación de los créditos muestra una clara preferencia por el financiamiento a corto plazo. Los créditos con vencimientos menores a un año representan en promedio de enero a noviembre de 2024, el 58,1% de los desembolsos totales, en comparación con el promedio observado durante 2019 en el mismo periodo de 50,4%. En el Gráfico 1, se observa como los desembolsos de los créditos comerciales menores de un año pasaron de \$71,8 a \$134,2 billones entre 2020 y 2024. Adicional a esto, para 2023 y 2024 la cartera comercial ordinaria para plazos menores a un año en términos reales se ubicó en los niveles más altos desde 2010. Esta tendencia refleja un enfoque por parte de las empresas de priorizar la financiación operativa y de capital de trabajo, limitando los compromisos de largo plazo y la inversión.

Esta preferencia por el corto plazo también está influenciada por la incertidumbre respecto al crecimiento futuro, así como la expectativa de que las tasas de interés continúen disminuyendo, lo que en el futuro permitiría refinanciar deudas en mejores condiciones.

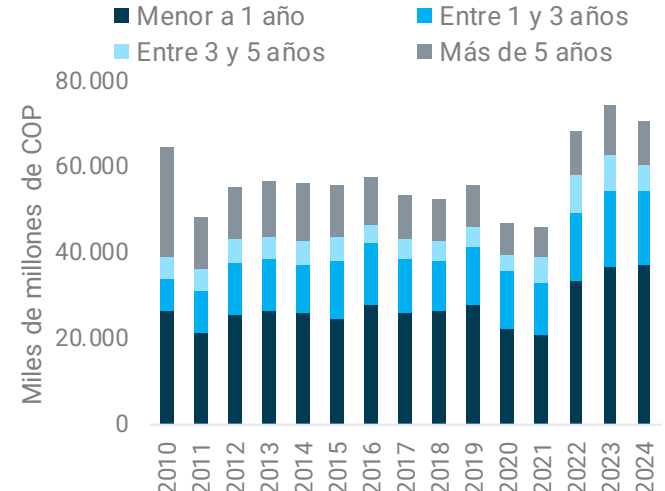
¹ A menos que se indique lo contrario, utilizamos crecimientos anuales nominales para contrastar las cifras corporativas con los rubros de cartera y PIB.

Gráfico 1. Participación de los desembolsos de la Cartera Comercial por plazos



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana. Cartera Comercial Ordinaria y Preferencial. Corte noviembre de 2024.

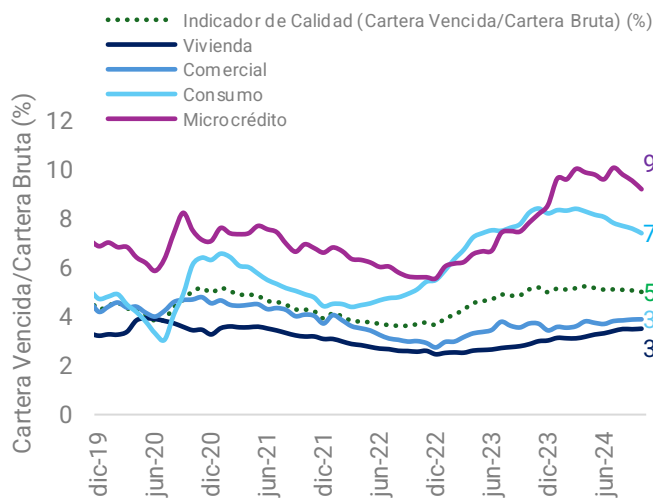
Gráfico 2. Participación de los desembolsos de la Cartera Comercial Ordinaria por plazos (términos reales)



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana. Base 2010. Corte noviembre de 2024.

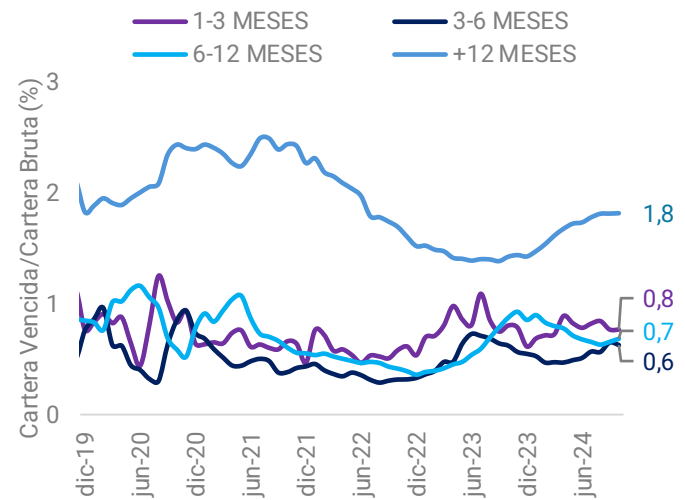
Respecto al deterioro en la calidad de la cartera comercial durante 2023 y 2024 (Gráfico 3), destacamos el mayor deterioro en los créditos a largo plazo. Como se puede observar en el Gráfico 4, el indicador de cartera vencida para plazos de más de 12 meses presenta el peor desempeño.

Gráfico 3. Calidad de la Cartera por segmentos (ICV)



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana. Corte octubre de 2024.

Gráfico 4. Calidad de la Cartera Comercial por plazo



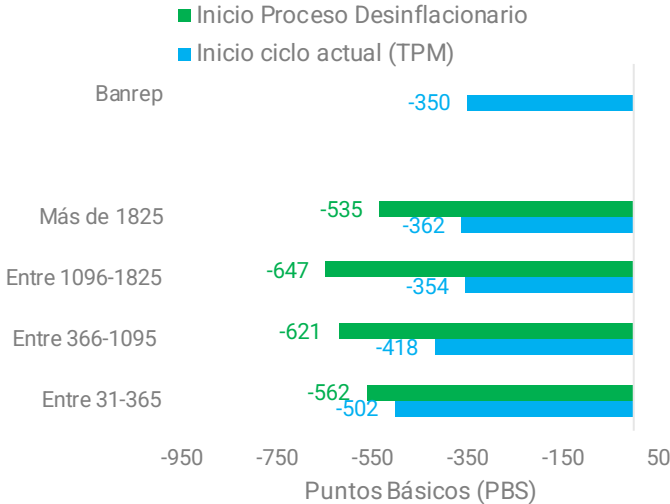
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana. Corte octubre de 2024.

Este deterioro, previsible en un entorno de altos costos, representa un desafío adicional para las empresas al verse restringido su acceso a financiamiento por parte de los

07 de febrero de 2025

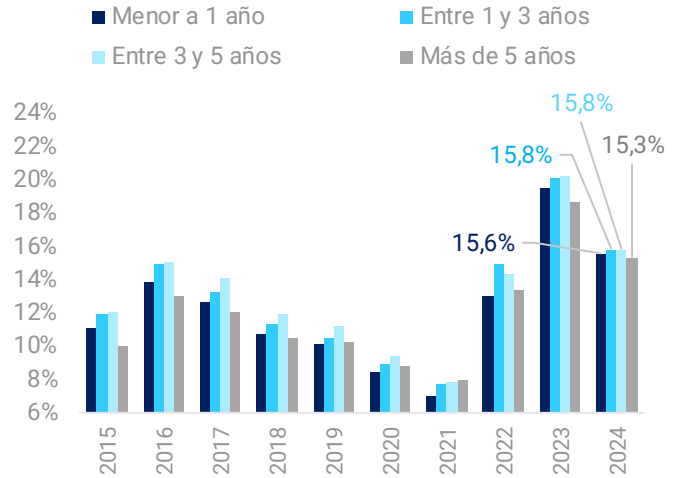
Establecimientos de Crédito. No obstante, desde abril de 2023, las tasas de colocación comenzaron a disminuir, junto con la inflación en Colombia, aliviando el costo financiero para las nuevas operaciones crediticias (Gráfico 5).

Gráfico 5. Reducción en las tasas créditos comerciales ordinarios según su plazo (días)



Fuente: Banrep. Cálculos: Corficolombiana. Corte noviembre de 2024. Inicio ciclo actual (dic. 2023), inicio bajada Inflación (abr. 2023)

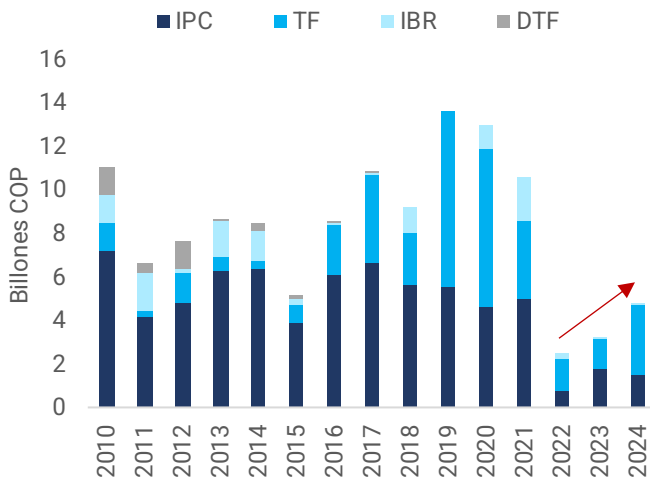
Gráfico 6. Tasas de Colocación por plazo - Cartera Comercial Ordinaria



Fuente: Banrep. Cálculos: Corficolombiana. Tasas promedio ponderada por periodo. Corte noviembre de 2024.

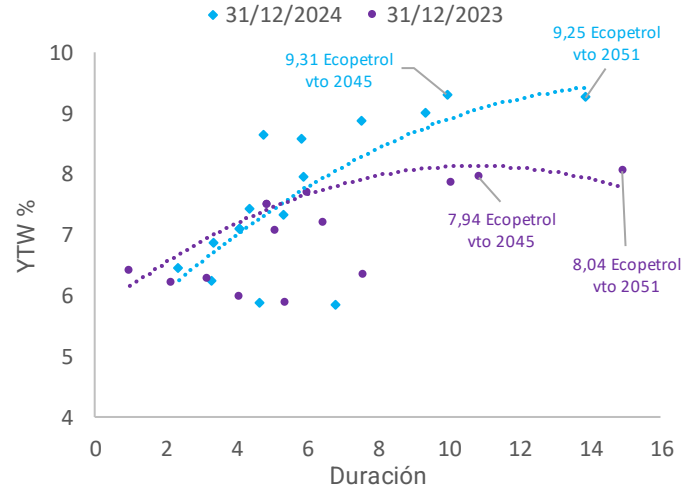
Por otra parte, **el mercado de capitales colombiano mostró una notable reactivación durante 2024, con un aumento significativo en las emisiones de deuda.** No obstante, la actividad actual todavía se sitúa por debajo del promedio histórico registrado desde 2010. Como lo ilustra el Gráfico 7, el volumen total emitido durante 2024 creció un 48,0% respecto al año 2023, impulsado principalmente por colocaciones de empresas líderes del sector real y financiero.

Gráfico 7. Montos emitidos de Deuda Corporativa



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: Corficolombiana. Corte diciembre 2024.

Gráfico 8. Deuda Corporativa - mercado de bonos



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

07 de febrero de 2025

Mientras tanto, **el costo de financiamiento en el mercado de capitales internacional se mantiene como un desafío para las empresas colombianas.** Por ejemplo, los bonos corporativos en dólares de Ecopetrol, con vencimientos en 2045 y 2051, registraron incrementos de 137 y 121 puntos básicos en su tasa de negociación, evidenciando tasas de largo plazo más altas para finales de 2024 frente a las observadas a finales de 2023. Este comportamiento se debió principalmente al deterioro en la percepción de riesgo país y de emisor.

Esta situación no se limita a Ecopetrol. El Gráfico 8 muestra un aumento en los rendimientos al vencimiento (YTW²) para diferentes duraciones de diferentes emisores del sector real, entre el 31 de diciembre de 2023 y el 31 de diciembre de 2024. **Durante 2024, se observó un incremento en el costo de financiamiento en dólares para los mayores plazos, en el mercado de capitales internacional.** Lo anterior implica que las empresas colombianas del sector real que debieron recurrir al mercado de capitales internacional para su endeudamiento de largo plazo en 2024 lo hicieron a un costo promedio superior frente al del año previo.

Teniendo en cuenta lo visto hasta ahora, resulta útil comparar las condiciones analizadas de la deuda corporativa, con el costo de la deuda actual en libros para el sector corporativo, toda vez que, para efectos de los resultados financieros de las empresas, el costo de su deuda cambiará en la medida en que las empresas recurran a nueva deuda bajo las condiciones actuales. Para este ejercicio, comparamos el costo de la deuda en libros de los emisores que, por su tamaño recurren a financiación en dólares en el mercado de capitales internacional.

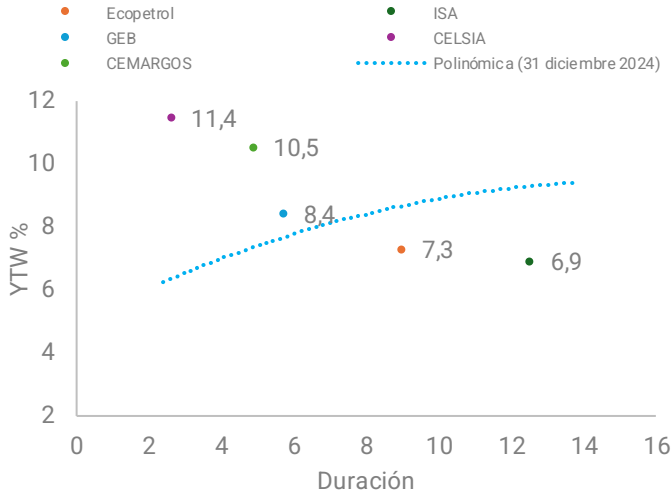
El Gráfico 9 presenta una comparación entre el costo promedio de la deuda en libros y la curva de rendimientos de los emisores corporativos colombianos en dólares. Los puntos representan el costo promedio de la deuda en libros expresada en dólares, ponderada por monto y duración. Así las cosas, los puntos por encima de la curva de rendimientos implican que, en promedio, la deuda en libros es más costosa que la financiación a través del mercado de capitales y viceversa. **Durante 2024, el sector corporativo presentó heterogeneidad en cuanto a la diferencia entre el costo de su deuda en libros y el costo de la deuda en el mercado de capitales internacional, y creemos que lo anterior se explica por cambios en el riesgo idiosincrático de cada compañía, donde empresa como Ecopetrol se deterioraron, por lo que su nueva financiación resulta más costosa, y empresas como Grupo Energía y Cementos Argos mejoraron, encontrando oportunidades de financiación y refinanciación en el mercado de capitales internacional, frente al costo actual de su endeudamiento.**

Competitividad crediticia frente a otros países y fortaleza financiera

En esta sección revisamos la competitividad sector corporativo colombiano frente a otros países comparables como México, Chile y Perú, en términos del costo de financiación con el sistema financiero local y su riesgo crediticio. Con esto en mente, **vemos que Colombia enfrenta tasas de interés más altas para la cartera comercial a plazos de más de un año en moneda local, lo que puede poner en cierta desventaja a las empresas colombianas frente a sus competidores regionales (Gráfico 10).**

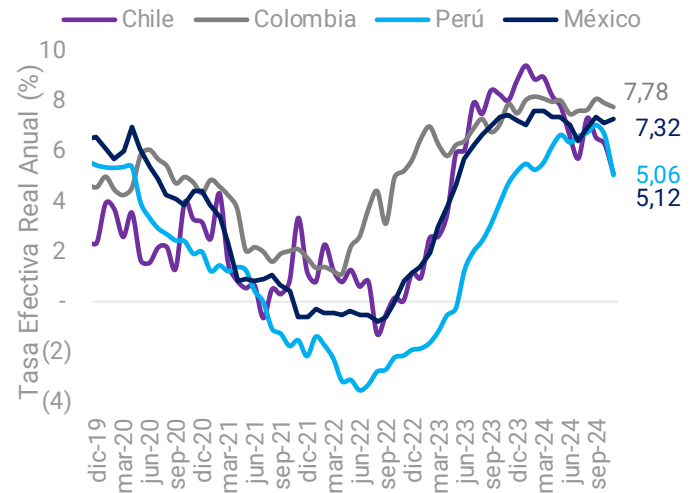
² Utilizamos el *Yield To Worst* (YTW) que es la menor tasa que puede recibir un inversionista, teniendo en cuenta las opciones del emisor para cerrar la emisión antes de su vencimiento a una tasa previamente pactada.

Gráfico 9. Deuda Corporativa en libros y tasas de mercado en dólares



Fuente: Notas a los EE.FF. de los emisores. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 10. Comportamiento Costo de la Deuda Bancaria Corporativa plazo de más de 1 año (real)



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

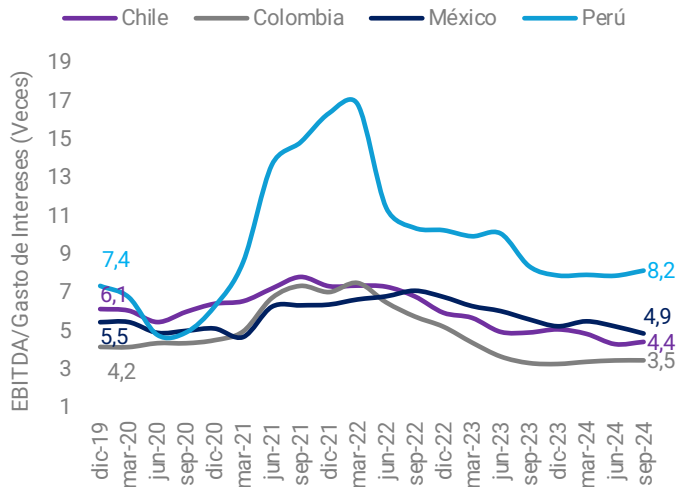
Por otro lado, el desempeño crediticio corporativo colombiano, medido a través de algunos indicadores luce peor frente a sus pares de México, Chile y Perú. La cobertura de intereses (Gráfico 11) muestra que, **los intereses de la deuda resultan más costosos para las empresas colombianas, pues relativo a su operación, el pago de los intereses de la deuda es mucho mayor, frente a las empresas de Chile, México y Perú. Adicionalmente, durante el último año, la solvencia de las empresas colombianas medida a través de la relación entre la deuda financiera y el patrimonio disminuyó (mejoró) al nivel de Chile, manteniéndose menos solvente que las empresas de México y Perú.** El Gráfico 12, evidencia cómo la relación deuda financiera a Patrimonio ha evolucionado de manera diferenciada en los países analizados.

Finalmente, el análisis de los indicadores financieros del sector corporativo colombiano revela desafíos adicionales. La prueba ácida (Gráfico 13), un indicador clave de liquidez, muestra una reducción significativa en los primeros dos trimestres de 2024, con una leve recuperación en el tercer trimestre, evidenciando dificultades para cubrir pasivos corrientes con activos líquidos en gran parte del año. Esto aumenta la vulnerabilidad de las empresas colombianas ante posibles tensiones financieras y limita su capacidad para enfrentar contingencias.

En cuanto al apalancamiento, medido como deuda neta sobre EBITDA (Gráfico 14), este se ha mantenido relativamente estable en su mediana, fluctuando entre el 2,0% y el 2,1% durante los últimos dos años. No obstante, esta aparente estabilidad contrasta con el aumento en la proporción de pasivos de corto plazo sobre el total de pasivos (Gráfico 15), el cual se ha incrementado desde el 40,1% al 43% según su mediana desde septiembre de 2023 hasta septiembre de 2024.

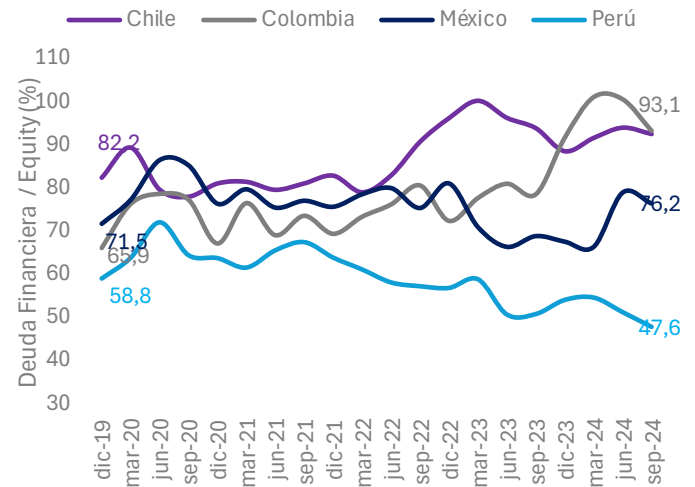
07 de febrero de 2025

Gráfico 11. Cobertura del Gasto de intereses



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 128 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

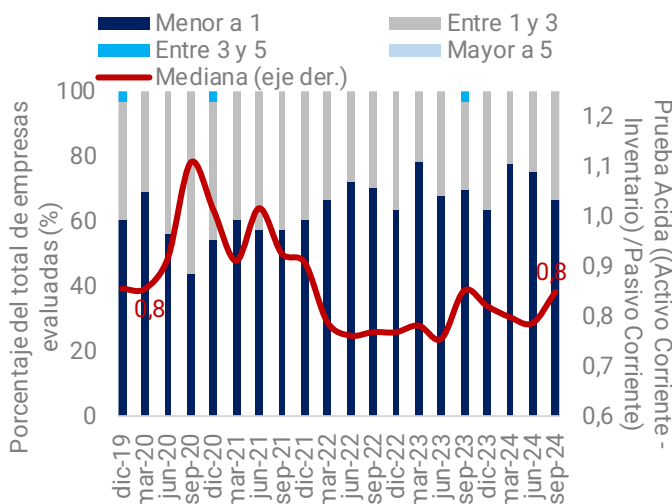
Gráfico 12. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 128 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana de los indicadores de las empresas por país. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

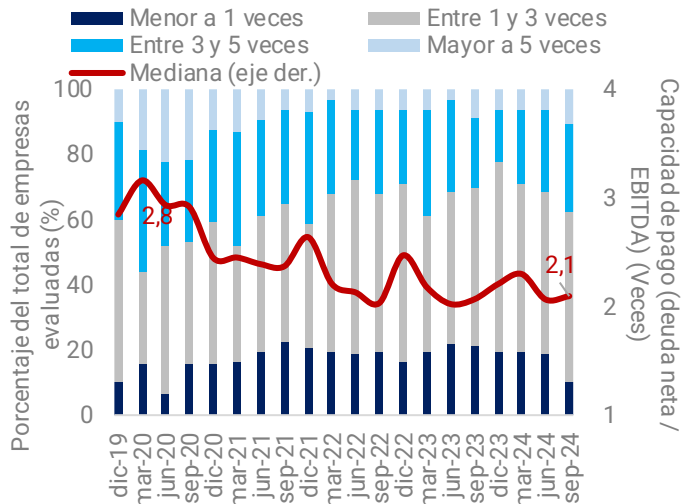
Así las cosas, luego del deterioro sufrido entre 2021 y 2022, durante los últimos tres años se ha presentado un deterioro en la solvencia, mientras que el costo de la deuda y la capacidad de pago respecto a la operación de las empresas colombianas ha permanecido relativamente estable. Sin embargo, la mayor proporción de deuda de corto plazo también implica un deterioro en la capacidad de pago de las empresas colombianas.

Gráfico 13. Evolución de la liquidez - Colombia (Prueba Ácida)



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

Gráfico 14. Capacidad de Pago - Colombia (Deuda Neta/EBITDA)



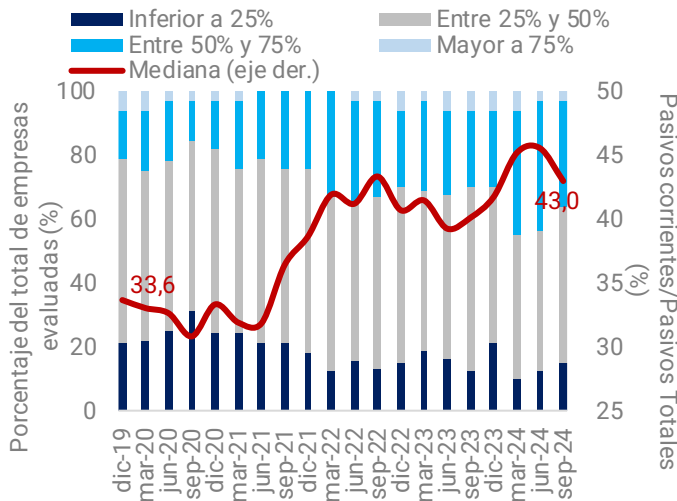
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

La mejora esperada en el nivel de ventas y/o márgenes operativos consistentes con un mejor panorama macroeconómico, junto con la disminución de las tasas de interés de colocación deberá repercutir en una mejora en los indicadores de endeudamiento corporativo. Esperamos que esta recuperación sea lo suficiente como para incentivar una mayor actividad de inversión.

Para terminar, debemos hacer notar que, al revisar el ciclo de conversión de efectivo para las empresas analizadas, encontramos un aumento en la financiación con proveedores. El ciclo de conversión de efectivo, que mide el tiempo necesario para convertir los recursos operativos en efectivo disponible, muestra una ligera mejora en 2024. Esto se debe, en parte, a la extensión de los plazos de pago a proveedores, lo que ha permitido a las empresas retener efectivo por más tiempo. **Una mayor financiación con proveedores puede generar tensiones en la cadena de suministro, especialmente para las pequeñas y medianas empresas que dependen de pagos oportunos para mantener su operación.**

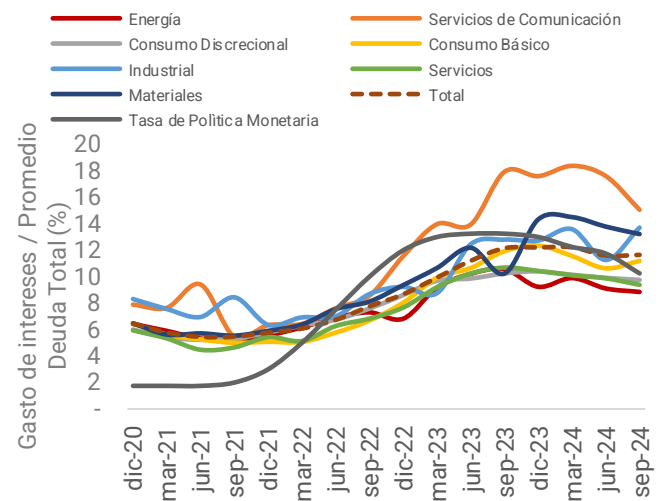
Endeudamiento promedio y ajuste esperado: El seguimiento al endeudamiento relativo a las operaciones de las empresas (utilizamos el EBITDA como medida de desempeño operacional), nos recuerda que la sostenibilidad y calidad de la deuda dependen básicamente de la capacidad de pago posibilitada por el negocio. Con esto en mente, e **incorporando nuestra proyección sobre el crecimiento anual de Colombia, que pasa de 1,8% en 2024 a 2,6% en 2025 en términos reales, podemos esperar una leve recuperación en las ventas y/o márgenes operativos del sector corporativo colombiano, lo que se traduciría en un mayor espacio de endeudamiento.**

Gráfico 15. Pasivos Corrientes relativo a sus pasivos totales



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

Gráfico 16. Costo de la deuda implícita: carga financiera relativa a la deuda financiera



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tengan algún instrumento en el mercado de capitales. Corresponde a la mediana por cada sector. El indicador corresponde a los Gastos por intereses / ((Deuda Financiera T-1 + Deuda Financiera T)/2). Información financiera corte trimestral de los últimos doce meses.

07 de febrero de 2025

En esta misma línea, revisamos los promedios históricos desde 2019 de los indicadores de endeudamiento para el sector corporativo colombiano, con el fin de determinar si basados en el EBITDA logrado en 2024, podemos esperar un aumento o una disminución en el endeudamiento de las empresas. El ejercicio asume que las empresas buscarán ajustar sus indicadores de endeudamiento al promedio histórico de estos.

Del ejercicio presentado en la tabla 1, **corroboramos un deterioro generalizado en el costo de la deuda, medido a través del indicador de cobertura de intereses (EBITDA sobre intereses). Mientras tanto, hay heterogeneidad en cuanto a la expectativa de aumentar o disminuir el nivel de deuda para cumplir con el promedio histórico de los indicadores utilizados (Deuda bruta y deuda neta sobre EBITDA)**; mientras empresas como Ecopetrol se encuentran por encima de su nivel de endeudamiento promedio con relación a su operación, otras como GEB se encuentran por debajo, con espacio para incrementar su nivel de deuda.

Tabla 1. Espacio de endeudamiento empresas sector real MSCI COLCAP (Denominación COP) *

Empresa	Cobertura de intereses (actual – promedio)	Espacio de endeudamiento actual (%)		
		Deuda bruta /EBITDA	Deuda neta /EBITDA	Ajuste Esperado en endeudamiento
Ecopetrol	-2,7x	-20,5%	-7,6%	Disminución
ISA	-0,3x	-5,9%	-6,0%	Disminución
GEB	0,7x	-10,4%	8,1%	Aumento
Cementos Argos	-0,9x	23,8%	57,5%	Aumento
Grupo Argos	0,2x	64,1%	64,3%	Aumento
Celsia	-1,4x	-7,3%	-8,40%	Disminución
Promigas	-0,8x	6,7%	4,3%	Aumento
Terpel	-0,1x	59,9%	51,0%	Aumento
ETB	-2,7x	-34,6%	-64,4%	Disminución

Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

*En esta tabla establecemos el espacio de endeudamiento de las empresas basados en el nivel de los indicadores promedio de endeudamiento de los últimos cinco años (nos basamos en el indicador de Deuda Neta sobre EBITDA). Calculamos el nivel de endeudamiento que podría tener la empresa hoy (al 2T24) si estuviera endeudada acorde al indicador promedio, la diferencia entre estos valores resulta en el espacio o la falta de espacio para asumir más deuda de acuerdo con la generación actual de EBITDA. Los demás indicadores de endeudamiento consagrados sirven para complementar el análisis. Cálculos: Corficolombiana.

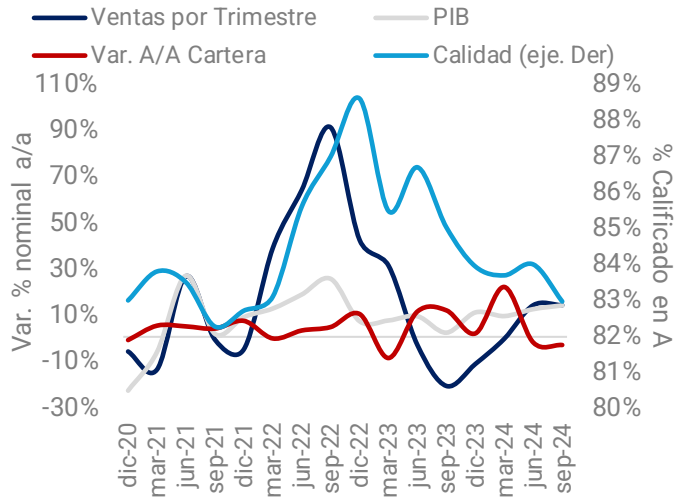
Desempeño sectorial en Colombia: ventas, cartera y PIB en 2024

En esta sección, realizamos un análisis sectorial partiendo de la revisión del crecimiento de las ventas y el PIB frente al desempeño de la cartera comercial para cada sector (crecimientos anuales nominales en todos los casos). Procuramos caracterizar el desempeño de cada sector, con el fin de inferir sobre su calidad crediticia futura.

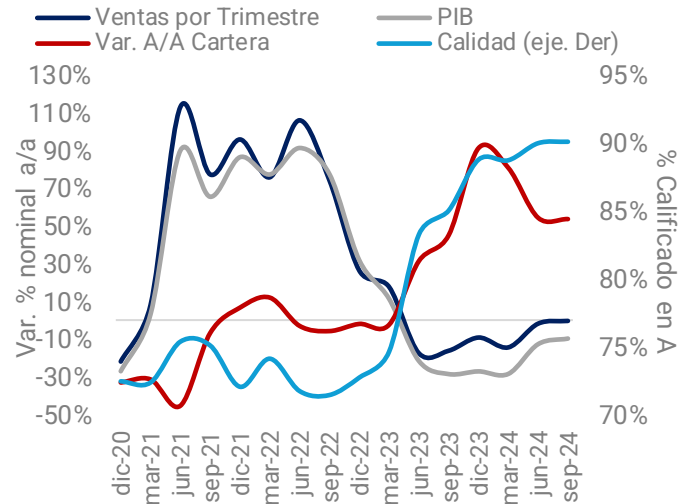
La información de las ventas viene de los resultados financieros trimestrales publicados por las empresas emisoras de títulos valores en el mercado de capitales colombiano (fuente: Capital IQ); la información del PIB viene del crecimiento anual desde la oferta (fuente: DANE); la información del desempeño de la cartera comercial incluye al crecimiento anual de la cartera bruta, junto con la proporción de la cartera con mejor calificación de riesgo crediticio

07 de febrero de 2025

(A), tomando los 5.000 créditos de mayor monto de la cartera comercial (fuente: Superfinanciera).

Gráfico 17. Construcción (12,4% de la cartera comercial)


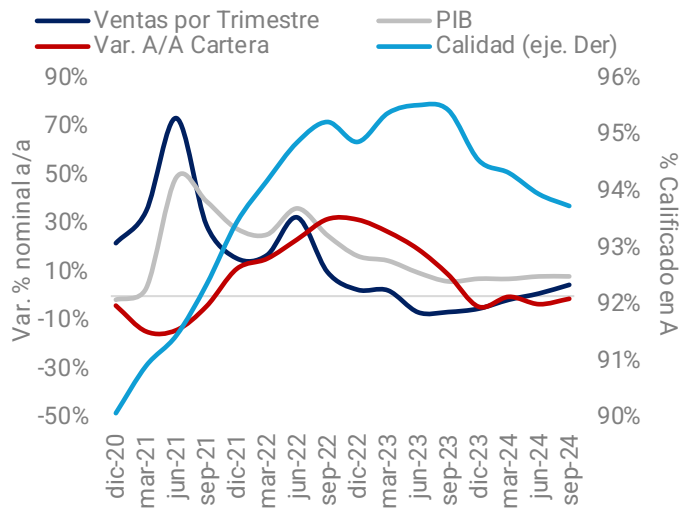
Fuente: Superfinanciera, DANE y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 18. Explotación de minas y canteras (1,4% de la cartera comercial)


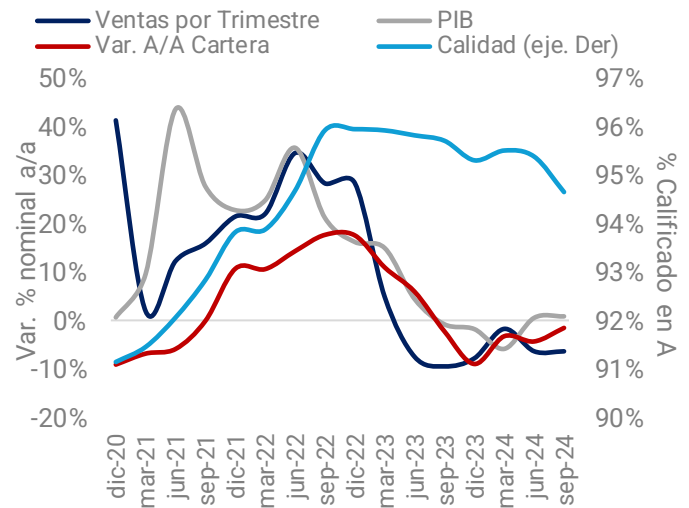
Fuente: Superfinanciera, DANE y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Construcción (Gráfico 17): durante 2024, el crecimiento anual de las ventas trimestrales volvió a ser positivo, coincidiendo con el crecimiento del anual PIB del sector, que se mantuvo lateral, alrededor del 10% nominal. Mientras tanto, la cartera bruta volvió a decrecer, y la calidad de la cartera no ha dejado de empeorar. La recuperación de las ventas del sector a partir de septiembre de 2023 ha sido insuficiente para incidir en un mejor desempeño de la cartera comercial correspondiente, lo cual a su vez podría limitar un futuro crecimiento del sector a partir de condiciones restrictivas en el otorgamiento de créditos. No esperamos que durante 2025 se presente una recuperación en el crecimiento de la cartera, ni en su calidad, pero esta calidad sí debería dejar de deteriorarse. El problema acá es que el endeudamiento del sector con el sistema financiero y por consiguiente la participación de su cartera sobre la total es muy bajo.

07 de febrero de 2025

Gráfico 19. Comercio (14,1% de la cartera comercial)


Fuente: Superfinanciera, DANE y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 20. Manufactura (16,4% de la cartera comercial)


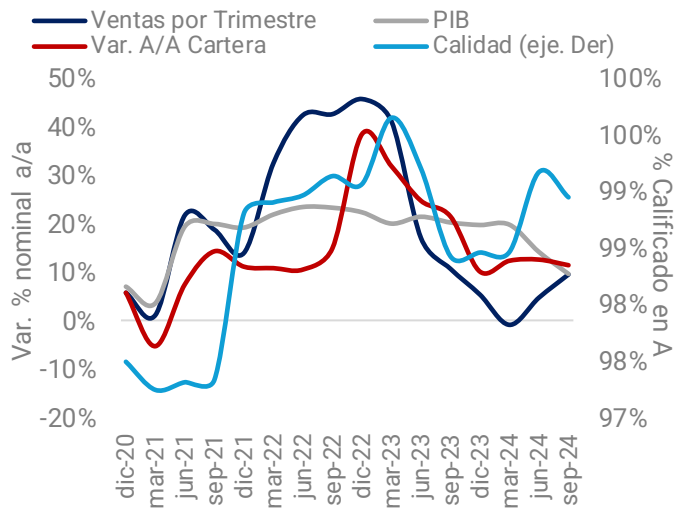
Fuente: Superfinanciera, DANE y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Minas y Canteras (Gráfico 18): como era de esperarse debido a la cotización internacional de los precios del petróleo, las ventas del sector no crecieron durante 2024, mientras que el PIB mostró decrecimiento. Mientras tanto, la calidad de la cartera comercial mejoró durante 2024 y su crecimiento se mantuvo muy elevado (cercano al 60% a/a). Aclaramos que, la información de ventas graficada se limita a las empresas con presencia en nuestro mercado de capitales (solamente petróleo y gas). Asimismo, la participación del sector en la cartera de créditos comercial se mantiene muy baja desde la crisis de precios de 2016. Para 2025, no esperamos una recuperación en el PIB del sector, ni mayores cambios en la calidad de su cartera de créditos.

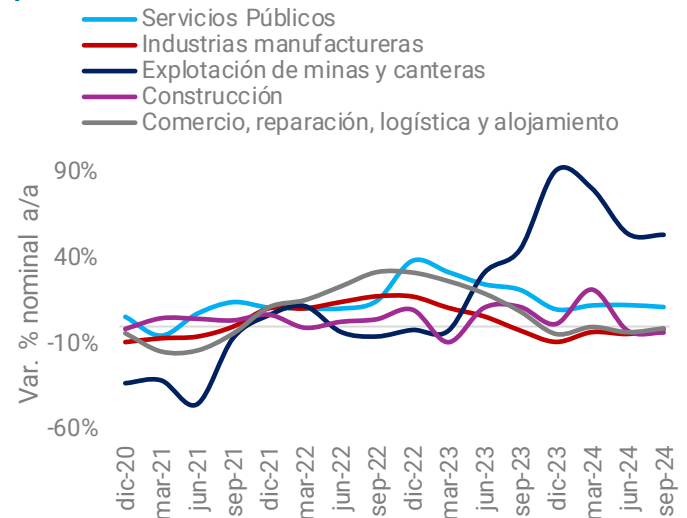
Comercio (Gráfico 19): la recuperación de las ventas, que logró ubicarse en terreno positivo, ha sido insuficiente para incidir en un mejor desempeño crediticio. La cartera con está creciendo y completa un año de deterioro en su calidad. Mientras tanto, el crecimiento anual del PIB se mantuvo estable, levemente por debajo del 9%. Durante 2025 debería continuar la recuperación en las ventas, lo cual debería evidenciarse el crecimiento del PIB sectorial, e incidir positivamente en el desempeño la cartera, cuya calidad debería dejar de deteriorarse.

Manufactura (Gráfico 20): al cierre de septiembre, el sector no aporta al crecimiento del PIB, mientras que las ventas continuaron contrayéndose. Por su parte, el crecimiento de la cartera dejó de deteriorarse en 2024, sin llegar a crecer nominalmente, mientras que la calidad se deterioró un poco, manteniéndose por encima del 94%. Creemos que las empresas del sector están esforzándose por mantener un endeudamiento responsable, consecuente con el deterioro en ventas. Es probable que el mejor entorno económico de 2025 junto con mayores ventas no se refleje en una recuperación en la dinámica de la cartera, teniendo en cuenta el impacto adverso de la reforma laboral.

07 de febrero de 2025

Gráfico 21. Servicios Públicos (10,5% de la cartera comercial)


Fuente: Superfinanciera, DANE y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 22. Crecimiento anual cartera comercial por sector


Fuente: Superfinanciera. Elaboración: Corficolombiana.

Servicios Públicos (Gráfico 21): al cierre de septiembre, se observa una coincidencia entre el crecimiento del PIB, las ventas y la cartera del sector, alrededor del 10% nominal. De los cinco sectores analizados, servicios públicos presenta el mejor desempeño. Las ventas crecieron más de 4 p.p. por arriba de la inflación, lo cual no sorprende tratándose de un sector donde predominan los cargos regulados. El funcionamiento habitual del sector permite elevados niveles de endeudamiento junto con un buen desempeño crediticio, Para 2025 puede mantenerse esta dinámica, siempre y cuando no se sigan deteriorando las condiciones de los distribuidores eléctricos, una de nuestras mayores preocupaciones.

En definitiva, al cierre de octubre, la cartera comercial total en Colombia creció apenas 3,3% nominal, contrayéndose cerca de 2,0% en términos reales. Mientras tanto, la calidad esta cartera se deterioró durante 2024, ubicándose en 3,9% (cartera vencida sobre cartera bruta). Este comportamiento se entiende por su composición sectorial y el desempeño por sector analizados en esta sección. Teniendo en cuenta lo anterior, junto con nuestras expectativas para 2025 a nivel sectorial (PIB) y corporativo (ventas y márgenes), creemos que la cartera comercial dejará de deteriorarse, para pasar a un periodo de lenta recuperación. Debería haber oferta suficiente de crédito durante 2025, pero su mayor utilización por parte de las empresas dependerá se las expectativas de mayor crecimiento, junto con una mayor disminución en las tasas de interés.

Optimismo moderado para 2025

Lo analizado a lo largo de este reporte nos permite concluir que la situación agregada del crédito corporativo dejó de deteriorarse, con algunas variables estabilizándose en la parte baja del ciclo, como es el caso de la calidad de la cartera de créditos y los indicadores de endeudamiento corporativo para los emisores colombianos; otras variables iniciando su recuperación, como es el caso del costo de la deuda reflejado en los estados financieros corporativos y la actividad de colocaciones en el mercado de capitales; y algunas variables completando más de un año comportándose positivamente, como es el caso de las tasas de

07 de febrero de 2025

interés. Asimismo, observamos un desempeño heterogéneo en el riesgo crediticio por sectores, lo cual esperamos siga siendo el caso durante 2025.

Durante 2024, nuestra principal preocupación fue el hecho de que la disminución en las tasas de interés no se reflejara en los resultados financieros reportados por las empresas colombianas, por lo que destacamos la información al corte de 3t24 reportada al cierre del año pasado. Basados en una muestra de 33 empresas de diversas industrias del sector real con instrumentos en el mercado de, se comienza a notar una reacción positiva en el costo de la deuda corporativa, reflejada en leves disminuciones de los gastos financieros en proporción a la deuda (Gráfico 16). Si bien esperamos que esta mejora continúe, debemos anotar que en la actualidad el costo de la deuda en Colombia se mantiene muy elevado respecto a los últimos cinco años, así como en su impacto negativo en los resultados financieros de las empresas.

Durante 2025, esperamos que la inflación disminuya cerca de 116 pbs y la tasa de política 175 pbs. Estas disminuciones sumadas al efecto rezagado de las disminuciones en la inflación y tasas de interés desde 2023, deberán ayudar a bajar el costo de la deuda. Sin embargo, hacen falta más medidas, pues aún con estas disminuciones, el costo de la deuda en Colombia sigue luciendo muy elevado para el sector corporativo, teniendo en cuenta que el periodo de tasas altas se mantuvo durante más de tres años. La urgencia de que disminuyan las tasas y el costo del crédito también obedece a darle viabilidad a los proyectos de inversión y las decisiones de financiamiento de largo plazo. El riesgo más grave en 2025 es que el costo de la deuda no disminuya lo suficiente como para incentivar la realización de nuevas inversiones y viabilizar proyectos aplazados.

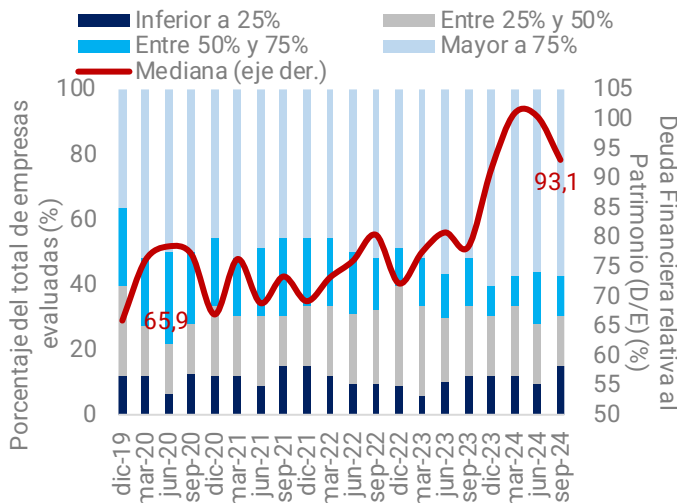
En cuanto a la recuperación en los indicadores de endeudamiento corporativo, lo más probable es que esta recuperación sea heterogénea entre sectores. Mientras que industrias como la energía e infraestructura podrían beneficiarse rápidamente de las mejores condiciones de financiamiento, el deterioro en la calidad de la cartera comercial de los sectores de construcción, industria y comercio, seguramente limitarán su acceso a las mejores tasas de interés.

El entorno regulatorio y de inversión desempeñará un papel fundamental en la recuperación del sector corporativo. La implementación de políticas orientadas a fortalecer la confianza de los inversionistas, eliminar barreras de acceso al financiamiento y promover un ambiente competitivo serán clave para garantizar una recuperación sostenida. Entre las acciones prioritarias se encuentran el impulso al mercado de capitales local, la mitigación de las percepciones de riesgo país mediante la estabilidad jurídica y regulatoria, así como el diseño de incentivos que favorezcan la inversión a largo plazo. Estas medidas serán determinantes para consolidar un marco financiero más sólido y atractivo para el desarrollo empresarial.

Anexo: indicadores de deuda

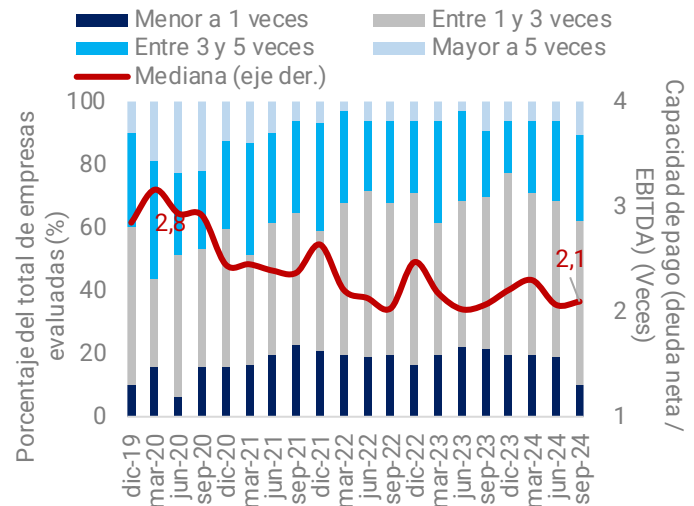
Colombia

Gráfico i. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



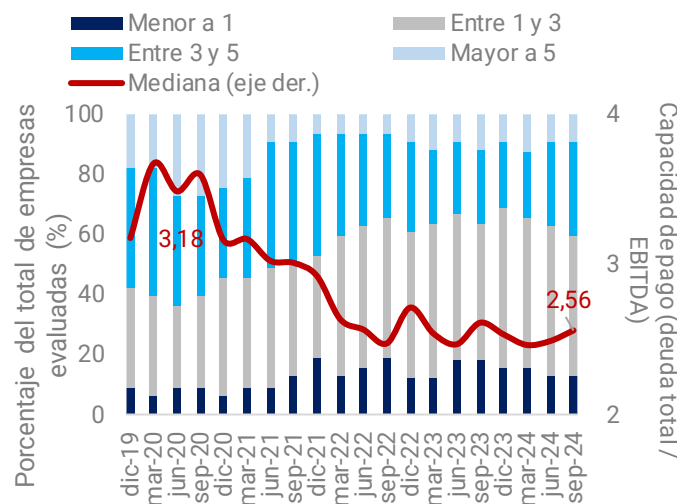
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

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



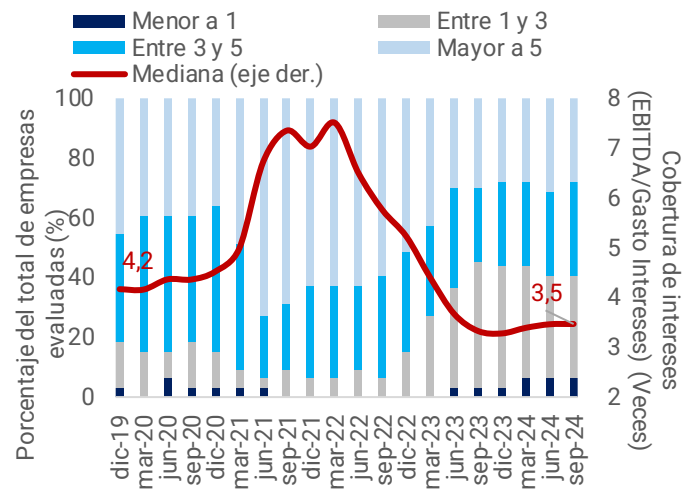
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 33 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

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



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 33 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.

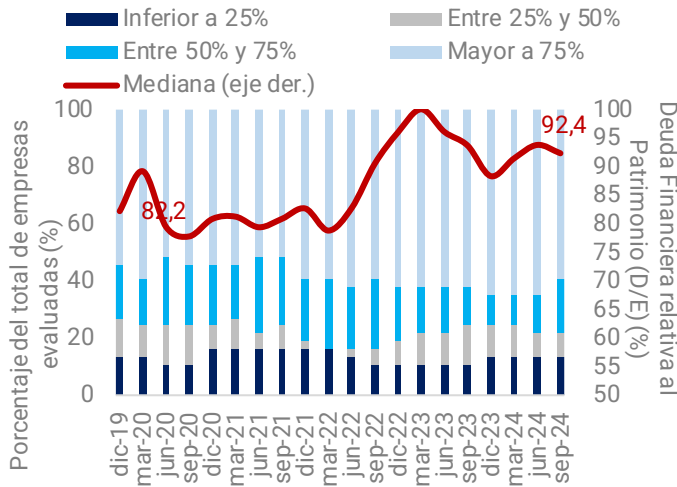
Gráfico iv. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 33 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.

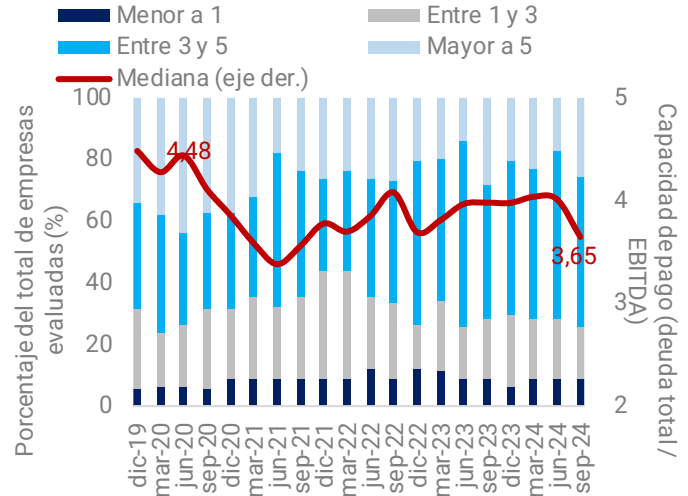
Chile

Gráfico i. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



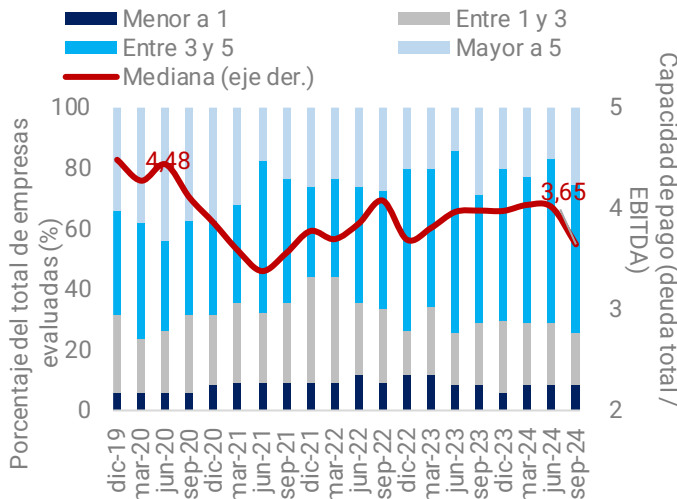
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 38 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

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



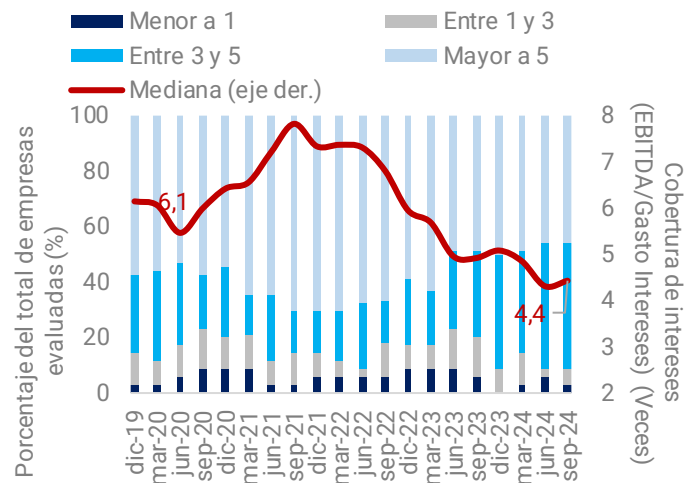
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 38 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

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



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 38 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.

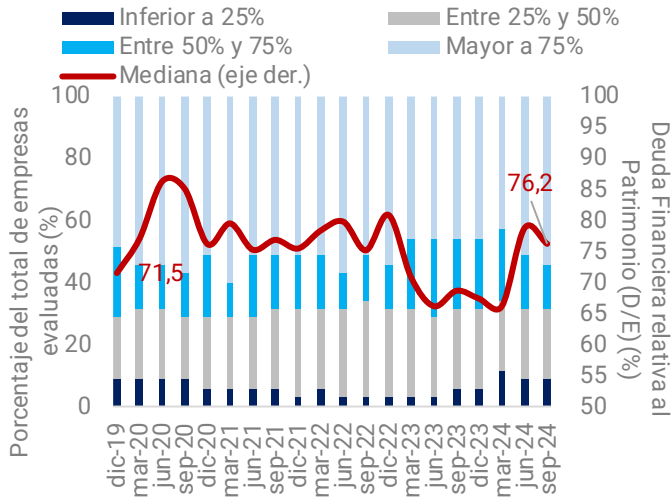
Gráfico iv. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 38 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.

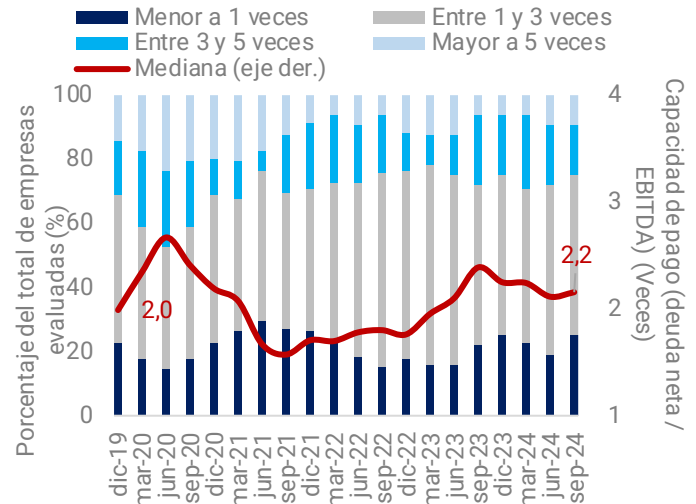
México

Gráfico i. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



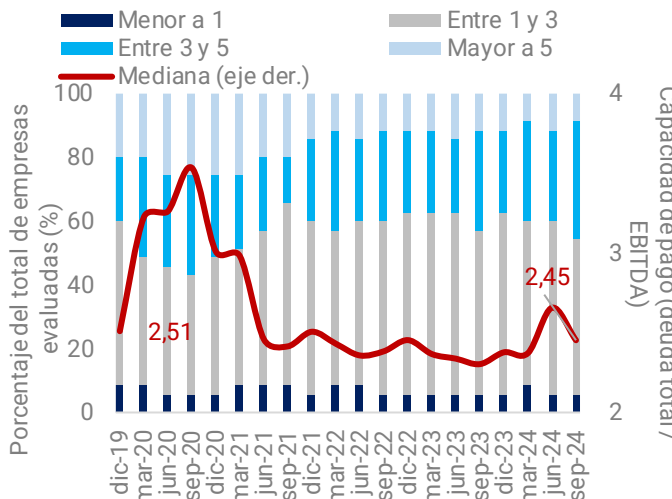
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera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

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



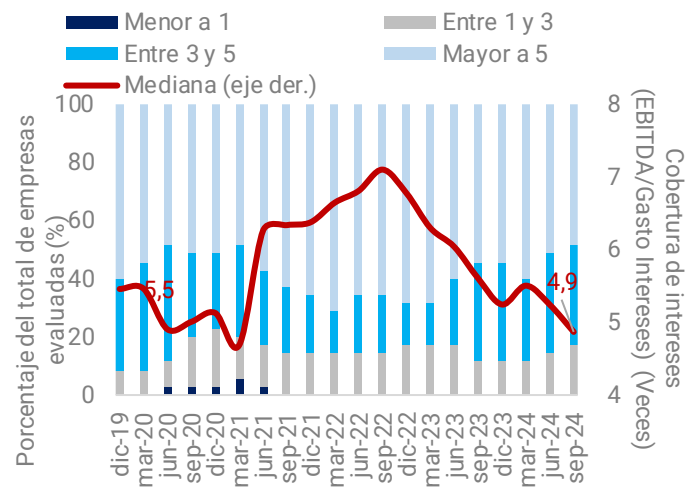
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 35 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a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

Gráfico iii. 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.

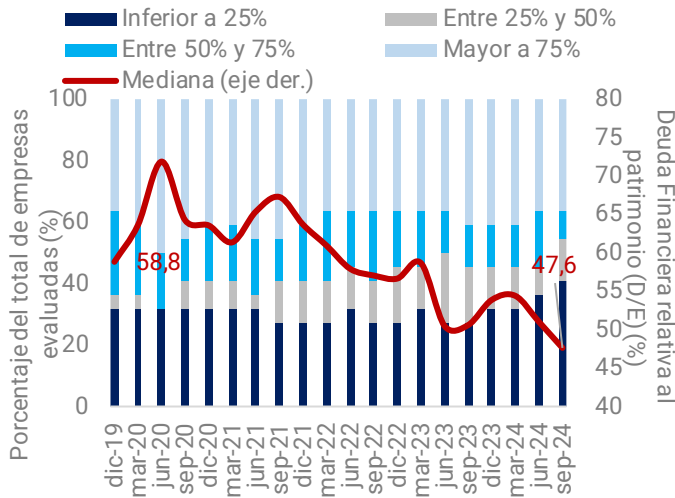
Gráfico iv. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



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.

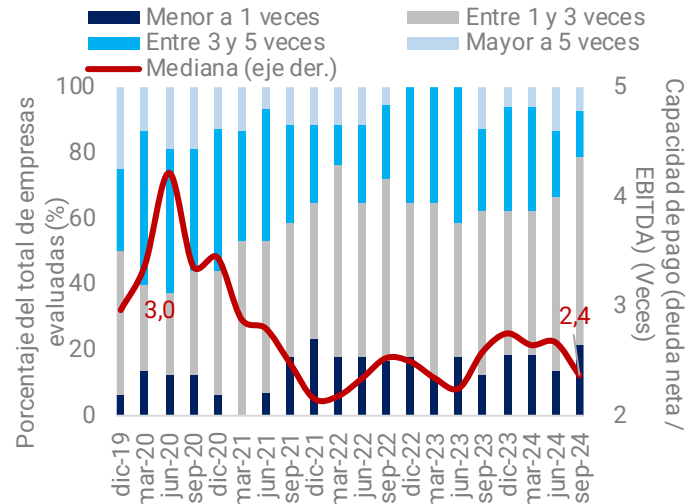
Perú

Gráfico i. Deuda Financiera relativa al Patrimonio



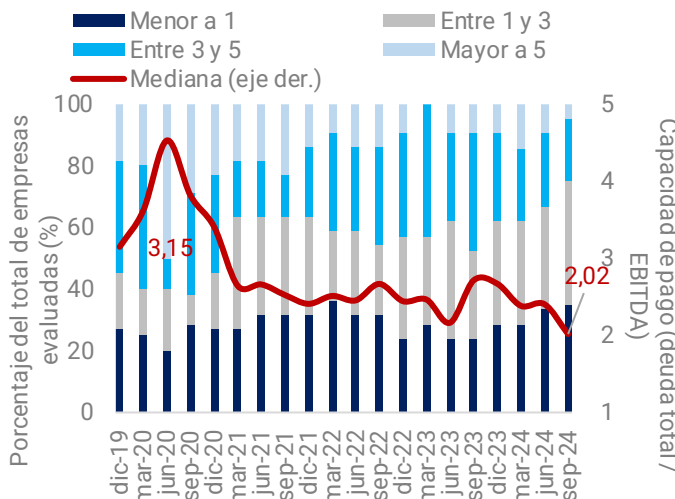
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. D/E, corresponde a Deuda Financiera/ Patrimonio en libros. Se tomaron 22 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses.

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



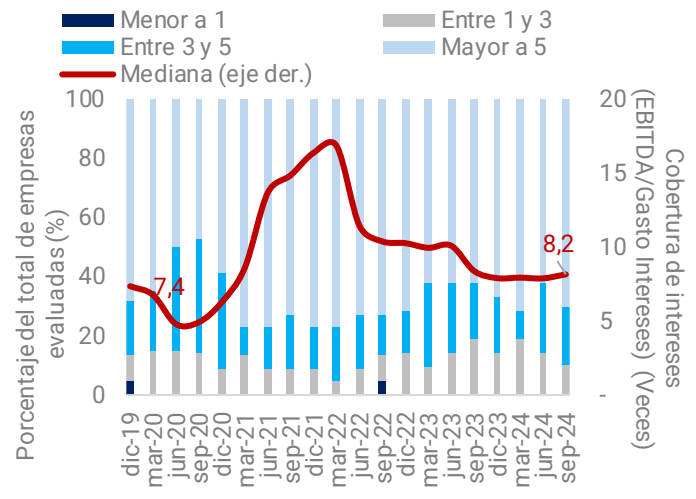
Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 22 empresas de diferentes industrias relacionadas con el sector real que tiene algún instrumento en el mercado de capitales. Indicador construido trimestralmente con información financiera de los últimos doce meses. La deuda neta, corresponde a la diferencia entre la deuda total y el efectivo e inversiones de corto plazo.

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



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 22 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 iv. Distribución histórica de la cobertura de intereses (EBITDA/Gasto de intereses)



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Se toman 22 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 128 empresas colombianas, chilenas, mexicanas y peruanas 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 = $\text{Activo Corriente} - \text{Inventario} / \text{Pasivo Corriente}$
- Deuda neta = $\text{Deuda financiera} - \text{Caja} - \text{Inversiones de corto plazo} - \text{activos financieros mantenidos para compra y venta}$
- Cobertura de Intereses = $\text{EBITDA} / \text{Gasto de intereses}$
- Costo de la Deuda Implícita = $\text{Gastos por intereses} / ((\text{Deuda Financiera T-1} + \text{Deuda Financiera T})/2)$
- EBITDA = $\text{Ingresos totales} - \text{Costos y gastos operacionales totales} + \text{Depreciaciones} + \text{Amortizaciones}$ (incluyen los relacionados con *goodwill* y activos intangibles)
- Capital de trabajo neto = $(\text{Total activos corrientes} - \text{Caja} - \text{Inversiones de corto plazo}) - (\text{Total pasivos corrientes} - \text{Prestamos a corto plazo} - \text{Porción actual deuda a largo plazo})$
- Total Activo Corriente e Inventarios
- Gasto de intereses
- Intervalo de defensa = $\text{Activos Corrientes} / \text{Gastos operativos diarios}$

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Maria Paula Castañeda

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

maria.castaneda@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

crsthian.osorio@corfi.com

Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

dino.cordoba@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

07 de febrero 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.

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

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

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

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