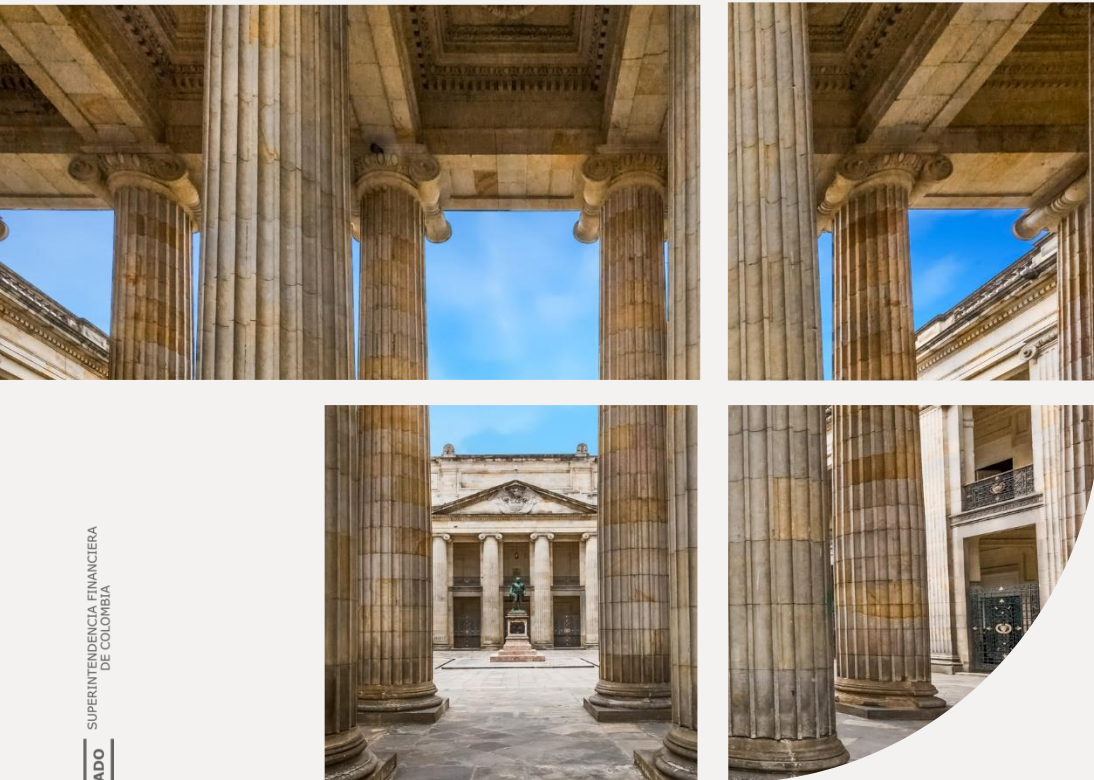


# Informe Semanal

## *Situación fiscal 2024-2025: crónica de una desfinanciación anunciada*



# Situación fiscal 2024-2025: crónica de una desfinanciación anunciada

## Informe Semanal

16 de diciembre de 2024

### EDITORIAL: SITUACIÓN FISCAL 2024-2025: CRÓNICA DE UNA DESFINANCIACIÓN ANUNCIADA (PÁG 3)

- La semana pasada, el Congreso de la República archivó el proyecto de Ley de Financiamiento, con el cual el gobierno buscaba aumentar el recaudo tributario y el espacio de endeudamiento en 2025 por un monto de \$9,8 billones.
- En su momento advertimos que la propuesta de Ley de Financiamiento era inconveniente para la reactivación económica e innecesaria pues buscaba cubrir el faltante de un proyecto de presupuesto inconsistente con las capacidades fiscales del país (ver “Ley de Financiamiento 2024: una reforma innecesaria e inconveniente” en Informe Semanal – Septiembre 15 de 2024).
- Además, la flexibilización de la Regla Fiscal que proponía el proyecto, incluyendo un componente verde que ampliaba el espacio de endeudamiento, debilitaría la credibilidad en la responsabilidad fiscal y presionaría al alza la prima de riesgo país.
- La situación fiscal constituye uno de los mayores desafíos para la economía. En 2024, la caída en el recaudo tributario obligó al gobierno a ajustar varias veces su presupuesto para cumplir con la Regla Fiscal. Hasta ahora, el recorte al Presupuesto General de la Nación (PGN) es de \$35,7 billones. Sin embargo, se estima que se requiere un ajuste adicional de \$21 billones, que podría lograrse mediante subejecución, lo que elevaría el total del ajuste a \$56,7 billones.
- Todo indica que en 2025 se repetirá la situación, ya que el archivo del proyecto de Ley de Financiamiento agudiza el desajuste en el PGN. El gobierno expedirá en las próximas dos semanas el decreto del PGN por \$523 billones, pero a comienzos del año deberá presentar otro decreto con recortes.
- Insistimos que el PGN tiene espacio para ser recortado, especialmente en gastos de funcionamiento que aumentan de una forma desproporcionada que no se compadece con la situación fiscal del país (ver “¿Ley de financiamiento o plan de austeridad en el gasto?” en [Informe Semanal – Septiembre 9 de 2024](#)).
- Según nuestras estimaciones, para cumplir el déficit de 4,9% del PIB que permite la Regla Fiscal en 2025, el gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) debería reducirse en \$35,4 billones (2,0% del PIB). De lo contrario, el déficit del GNC ascendería a 6,8% del PIB y no se cumpliría la Regla Fiscal.
- A esto se suman riesgos para las finanzas públicas a mediano plazo, como los efectos de la aprobación del Acto Legislativo 018 de 2024 sobre el SGP, la entrada en vigencia de la Ley 2381 de 2024 sobre el Sistema Pensional, la crisis en el mercado energético y las reformas al sistema de salud y al mercado laboral.

### MERCADO DE DEUDA (PÁG 7)

- La semana anterior, los Tesoros americanos a 2 y 10 años cerraron en 4,24% y 4,40%, siendo el punto más alto de las últimas tres semanas. En la semana, estos dos títulos se desvalorizaron 14 y 25 puntos básicos (pbs), respectivamente
- La no aprobación de la ley de financiamiento afectó a los TES. En promedio, las curvas de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizaron en la semana 38 y 22 pbs, respectivamente.

### CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PÁG 13)

- En Estados Unidos, la inflación anual subió a 2,7% en noviembre desde 2,6% el mes previo, en medio de las rigideces que enfrenta la inflación subyacente y el menor alivio de los componentes volátiles.
- El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió recortar los principales tipos de interés en 25 pbs. Con esto, la postura de política monetaria permanece restrictiva, en un contexto en el que la inflación permanece elevada, aunque comienza a ceder.
- El peso colombiano se apreció la semana pasada y alcanzó su menor nivel del último mes. Con esto, la tasa de cambio USDCOP cerró el viernes en \$4,317.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PÁG 17)

- En noviembre, la confianza y las expectativas del consumidor se deterioró frente al mes anterior.

16 de diciembre de 2024

## Situación fiscal 2024-2025: crónica de una desfinanciación anunciada

Editor:

**César Pabón**

Director Ejecutivo

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

Autores:

**Julio Romero**

Economista Jefe

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

Analista Senior Renta Fija

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

- La semana pasada, el Congreso de la República archivó el proyecto de Ley de Financiamiento, con el cual el gobierno buscaba aumentar el recaudo tributario y el espacio de endeudamiento en 2025 por un monto de \$9,8 billones.
- En su momento advertimos que la propuesta de Ley de Financiamiento era inconveniente para la reactivación económica e innecesaria pues buscaba cubrir el faltante de un proyecto de presupuesto inconsistente con las capacidades fiscales del país (ver “Ley de Financiamiento 2024: una reforma innecesaria e inconveniente” en [Informe Semanal – Septiembre 15 de 2024](#)).
- Además, la flexibilización de la Regla Fiscal que proponía el proyecto, incluyendo un componente verde que ampliaba el espacio de endeudamiento, debilitaría la credibilidad en la responsabilidad fiscal y presionaría al alza la prima de riesgo país.
- La situación fiscal constituye uno de los mayores desafíos para la economía. En 2024, la caída en el recaudo tributario obligó al gobierno a ajustar varias veces su presupuesto para cumplir con la Regla Fiscal. Hasta ahora, el recorte al Presupuesto General de la Nación (PGN) es de \$35,7 billones. Sin embargo, se estima que se requiere un ajuste adicional de \$21 billones, que podría lograrse mediante subejecución, lo que elevaría el total del ajuste a \$56,7 billones.
- Todo indica que en 2025 se repetirá la situación, ya que el archivo del proyecto de Ley de Financiamiento agudiza el desajuste en el PGN. El gobierno expedirá en las próximas dos semanas el decreto del PGN por \$523 billones, pero a comienzos del año deberá presentar otro decreto con recortes.
- Insistimos que el PGN tiene espacio para ser recortado, especialmente en gastos de funcionamiento que aumentan de una forma desproporcionada que no se compadece con la situación fiscal del país (ver “¿Ley de financiamiento o plan de austeridad en el gasto?” en [Informe Semanal – Septiembre 9 de 2024](#)).
- Según nuestras estimaciones, para cumplir el déficit de 4,9% del PIB que permite la Regla Fiscal en 2025, el gasto del Gobierno Nacional Central (GNC) debería reducirse en \$35,4 billones (2,0% del PIB). De lo contrario, el déficit del GNC ascendería a 6,8% del PIB y no se cumpliría la Regla Fiscal.
- A esto se suman riesgos para las finanzas públicas a mediano plazo, como los efectos de la aprobación del Acto Legislativo 018 de 2024 sobre el SGP, la entrada en vigencia de la Ley 2381 de 2024 sobre el Sistema Pensional, la crisis en el mercado energético y las reformas al sistema de salud y al mercado laboral.

La semana pasada, **el Congreso de la República archivó el proyecto de ley de financiamiento, con el cual el gobierno buscaba aumentar el recaudo tributario y el espacio de endeudamiento en 2025 por un monto que, en conjunto, era de \$9,8 billones (inicialmente de 11,8 billones)**. En su momento advertimos que la propuesta de ley de financiamiento era inconveniente para la reactivación económica y que el ajuste fiscal debía realizarse mediante una reducción en los gastos de funcionamiento. Además, la flexibilización de la Regla Fiscal que proponía el proyecto, incluyendo un componente verde que ampliaba el espacio de endeudamiento, debilitaría la credibilidad en la responsabilidad fiscal del país y presionaría al alza la prima de riesgo país (ver “Ley de Financiamiento 2024: una reforma innecesaria e inconveniente” en [Informe Semanal – Septiembre 15 de 2024](#)).

Es claro que la situación fiscal es uno de los mayores desafíos que enfrenta la economía colombiana. Los problemas de desfinanciación del presupuesto de la Nación observados en 2024 seguirán estando presentes en 2025, generando incertidumbre en el proceso de

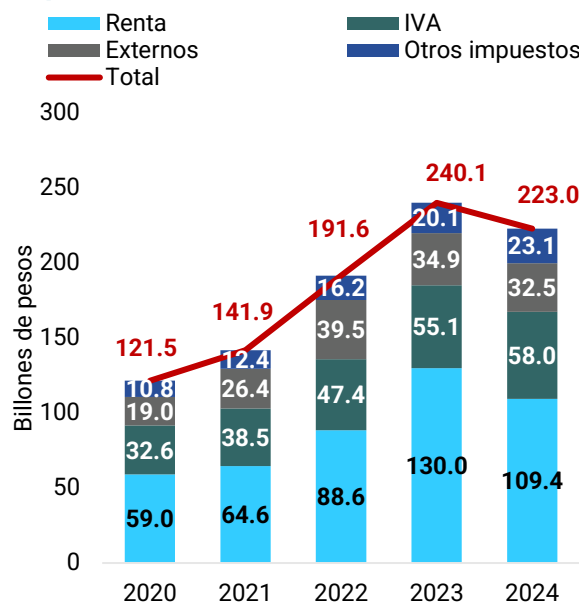
16 de diciembre de 2024

recuperación de la economía colombiana y ejerciendo presión sobre las tasas de interés en el mercado de deuda, la prima de riesgo y la tasa de cambio.

## Balance 2024: el gobierno tuvo que recortar el gasto ante la caída del recaudo tributario

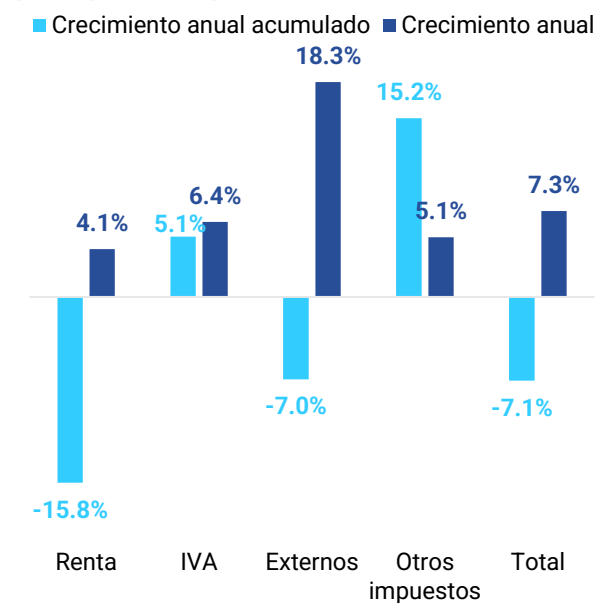
En 2024, el recaudo tributario tuvo una variación negativa y muy inferior a la prevista inicialmente en las cuentas del gobierno. El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) presentado en junio reconoció que los ingresos tributarios serían más bajos de lo previsto en el plan financiero de comienzos de año y para cumplir la regla fiscal, redujo su proyección del gasto primario en \$30,8 billones. Después de la publicación del MFMP, el recaudo siguió disminuyendo y con corte a octubre registraba una caída anual de 7,1% en términos nominales (Gráfico 1). Lo anterior confirma que no se cumplieron los supuestos del gobierno en materia de ingresos por arbitramento de litigios y eficiencia de la DIAN, a lo cual se sumaron los fallos de la Corte Constitucional sobre la no deducibilidad de las regalías del sector hidrocarburos y la devolución de saldos a personas naturales y jurídicas. **Nuestras estimaciones indican que el recaudo tributario ascendería a \$248,3 billones en 2024, lo que supone una caída de 5,5% frente a 2023.**

**Gráfico 1. Recaudo tributario por tipo de impuesto, acumulado a octubre**



Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 2. Crecimiento del recaudo tributario por tipo de impuesto, cifras a octubre**

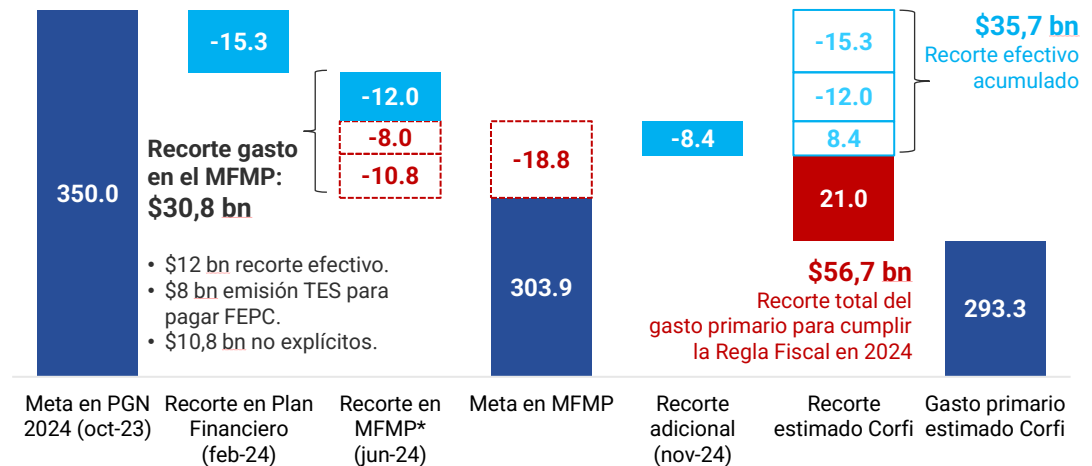


Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana.

La caída del recaudo tributario obligó al gobierno a ajustar varias veces su presupuesto de gasto para cumplir la Regla Fiscal. Hasta el momento, **el recorte efectivo al Presupuesto General de la Nación (PGN) aprobado inicialmente para 2024 asciende a \$35,7 billones**: i) en el Plan Financiero presentado en febrero, **el gasto primario disminuyó en \$15,3 billones frente al monto del PGN**; ii) luego, con la presentación del MFMP se anunció un recorte de \$20 billones adicionales, de los cuales **solo fueron efectivos \$12 billones**, ya que los otros \$8 billones consistieron en emisión de TES para pagar parte de la deuda con el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC); y iii) dado que el recaudo tributario siguió cayendo después de la publicación del MFMP, el Ministerio de Hacienda emitió un

16 de diciembre de 2024

decreto en noviembre recortando el gasto en \$28,4 billones, es decir, **\$8,4 billones adicionales a los anunciados en el MFMP**. Sin embargo, los ingresos tributarios que estimamos para todo 2024 implican que para cumplir la Regla Fiscal **se requiere un ajuste adicional del gasto de \$21 billones, el cual podría llegar a través de una subejecución presupuestal (Gráfico 3). De esta forma, el ajuste total requerido sería de \$56,7 billones.**

**Gráfico 3. Gasto primario del GNC de 2024, cifras en billones**


Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

De esta forma, el cumplimiento de la Regla Fiscal este año dependerá de que en el cuarto trimestre se mantenga el bajo ritmo de ejecución presupuestal observado hasta noviembre. **Nuestro escenario base es que el déficit total del GNC será de 5,6% del PIB en 2024, logrando cumplir la Regla Fiscal gracias a una combinación entre recorte del gasto y subejecución.**

### Los problemas de desfinanciación del gobierno continuarán en 2025

El archivo del proyecto de Ley de Financiamiento hace más evidente el problema de desfinanciación del PGN de 2025. De hecho, **antes de que esto sucediera ya anticipábamos que en 2025 la incertidumbre fiscal sería alta, en la medida que el PGN contempla un fuerte aumento del gasto con fuentes de financiación inciertas.**

Vale la pena recordar que el Congreso no aprobó el monto del PGN propuesto por el Gobierno para el próximo año, por \$523 billones, llevando a una situación inédita en la que se presentará por decreto. Dentro de las fuentes de financiación del PGN, el Ministerio de Hacienda incluyó: i) \$11,8 billones de ingresos y mayor espacio de endeudamiento si se aprobaba la Ley de Financiamiento; ii) \$24,6 billones adicionales por eficiencia en la administración de la DIAN, es decir, \$14,6 billones adicionales a los que se incluyeron por este factor en el MFMP; y iii) \$4,5 billones por mayores recursos de capital.

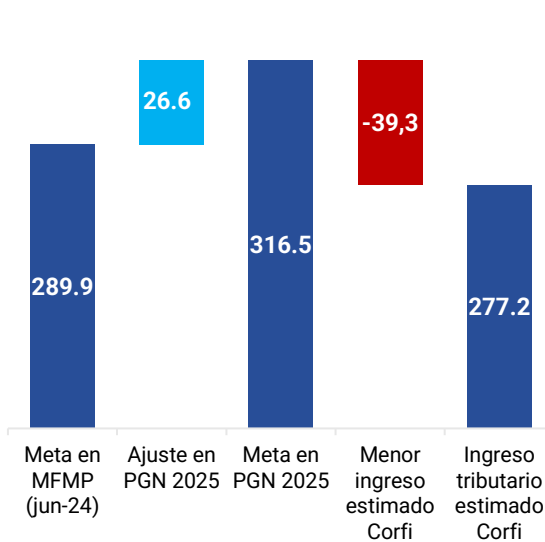
Además, el menor recaudo que proyectamos en 2024 implica un punto de partida más bajo para los ingresos fiscales que asume el proyecto de PGN para 2025. **En nuestro escenario base, estimamos que los ingresos del GNC en 2025 serán de \$277,2 billones, inferiores en \$39,3 billones (2,2% del PIB) a los que se esperan en el PGN (Gráfico 4).** Esta estimación contempla que la elasticidad entre el recaudo tributario y el PIB nominal retorna en 2025 a sus

16 de diciembre de 2024

niveles de largo plazo<sup>1</sup>. De esta forma, los ingresos tributarios distintos a los que se esperaban de la Ley de Financiamiento y la gestión de la DIAN serían de \$268 billones. Respecto a la expectativa de mayor recaudo por gestión de la DIAN, prevemos que sea de aproximadamente \$9,2 billones, equivalentes al 0,5% del PIB, una cifra más realista con lo observado en años recientes.

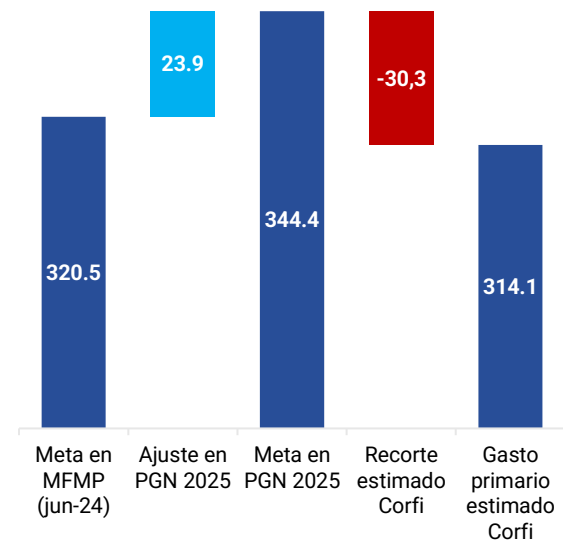
Bajo este contexto, y asumiendo que el gobierno decreta el PGN 2025 por un monto de \$523 billones, **prevemos que para cumplir el déficit de 4,9% del PIB que permite la Regla Fiscal en 2025, sería necesario realizar un recorte del gasto del GNC de \$35,4 billones (2,0% del PIB) (Gráfico 5)**. De lo contrario, el déficit del GNC ascendería a 6,8% del PIB y no se cumpliría la Regla Fiscal. Esta incertidumbre debería resolverse a comienzos de 2025, cuando el Ministerio de Hacienda presente el Plan Financiero y el decreto de recorte de gasto del PGN. Por lo pronto, nuestro escenario base para 2025 supone un cumplimiento de la Regla Fiscal, pero con retos importantes a solucionar en materia de ingresos y gastos.

**Gráfico 4. Ingresos tributarios GNC para 2025, cifras en billones**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 5. Gasto primario GNC para 2025, cifras en billones**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Vale la pena señalar que, en materia de gasto, nuestro análisis del proyecto de PGN identificó un espacio importante de austeridad que permitiría recortar entre \$10,9 y \$11,6 billones en gastos de funcionamiento (ver “¿Ley de financiamiento o plan de austeridad en el gasto?” en [Informe Semanal – Septiembre 8 de 2024](#)). En todo caso, se requerirían recortes adicionales de aproximadamente \$20 billones que seguramente recaerán en el componente de inversión en el PGN, limitando nuevamente la capacidad de la política fiscal para reactivar la economía.

Ahora bien, los riesgos sobre las finanzas públicas en 2025 también pasan por: i) los efectos a mediano plazo de la aprobación del Acto Legislativo 018 de 2024, que pretende modificar las transferencias al Sistema General de Participaciones (ver “Proyecto de Ley del SGP:

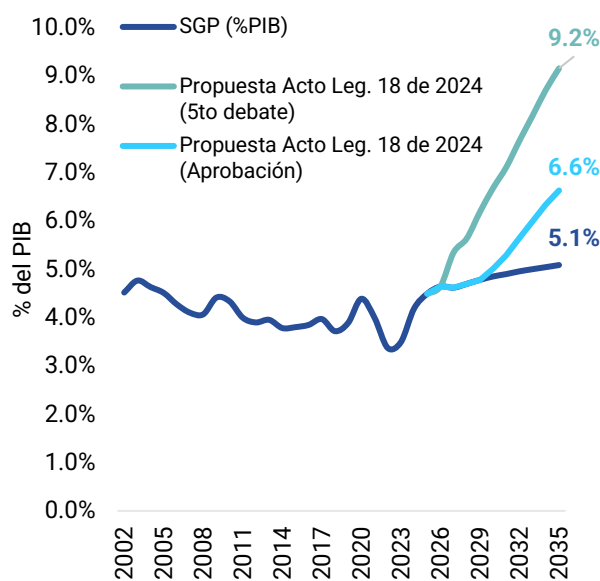
<sup>1</sup> En el largo plazo, la elasticidad del recaudo al PIB en Colombia es levemente superior a la unidad. Según estimaciones del CARF, en “el recaudo neto de cuotas no-petrolero, dicha elasticidad se ubica en 1,073, y para no-cuotas es de 1,179”. Ver “Elasticidades de recaudo tributario al PIB para Colombia” (CARF, abril de 2022). Proyectamos que el PIB nominal crecerá 6,5% en 2025.

16 de diciembre de 2024

reactivación y autonomía de las regiones sí, pero no así” en [Informe Semanal – Octubre 20 de 2024](#)), ii) la entrada en vigencia de la Ley 2381 de 2024 sobre el Sistema Pensional, iii) la crisis en el mercado energético y iv) el avance de las reformas al sistema de salud y al mercado laboral.

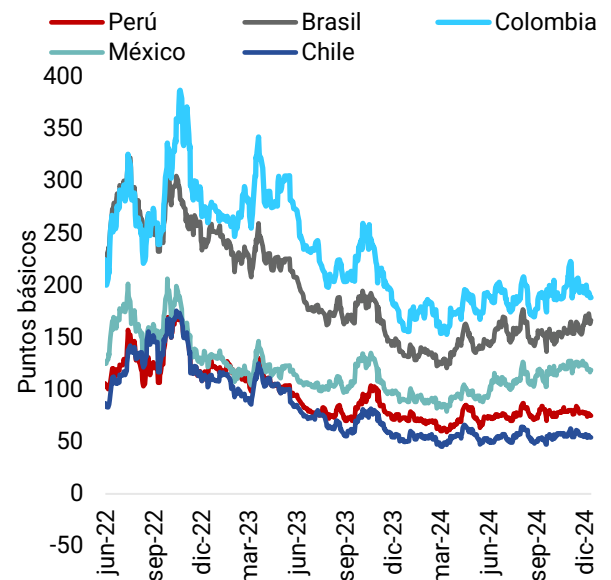
Es claro que la situación de las finanzas públicas seguirá generando incertidumbre no solo el próximo año sino también en el mediano plazo, afectando el desempeño del mercado de deuda y la tasa de cambio. La reforma a las transferencias al SGP añadió más presión a la situación fiscal y ahora la atención se centrará en la discusión del Proyecto de Ley de Competencias sobre las responsabilidades fiscales que tendrían los entes territoriales. Puntualmente, **esta iniciativa que fue aprobada en la primera semana de diciembre incrementaría las transferencias al SGP hasta un 6,6% del PIB en 2035**, una cierta mejora frente a lo expuesto en el quinto debate, pero generando aún riesgos para el mediano plazo sobre las finanzas públicas (Gráfico 6). Por otra parte, a mediados del próximo año iniciará la aplicación de la Ley 2381 de 2024, que establece un Sistema de Protección Integral para la Vejez, en el cual Colpensiones tiene una mayor responsabilidad operativa y presupuestal, y a mediano plazo requerirá mayores recursos del PGN. De los cuales, según estimaciones del Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF), las transferencias del GNC a Colpensiones pasarían en 2025 de 1,3% del PIB sin la reforma hasta un 3,8% del PIB en 2061 con el umbral de 2,3 salarios mínimos aprobados en la reforma.

**Gráfico 6. Transferencias al SGP como % del PIB**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 7. CDS a 5 años de LatAm**



Fuente: Refinitiv Eikon.

El mercado de deuda pública, las primas de riesgo y la tasa de cambio vienen registrando una alta volatilidad en las últimas semanas, debido en gran medida al deterioro del panorama fiscal a corto y mediano plazo. La prima de riesgo país de Colombia indica que los inversionistas descuentan una menor calificación soberana para el país (Gráfico 7), mientras que las principales agencias calificadoras han resaltado los riesgos fiscales mencionados previamente, y señalan que el bajo crecimiento económico en los próximos años es un riesgo que puede materializarse en una nueva rebaja de la calificación soberana.

16 de diciembre de 2024

En enero de este año, Standard & Poor's (S&P) revisó de estable a negativa la perspectiva de la calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Colombia, lo que implica que durante el primer semestre de 2025 podría materializarse una rebaja de BB+ a BB. Por su parte, Fitch Ratings mantiene la calificación de la deuda colombiana en BB+ con perspectiva estable, y ha señalado que los niveles de deuda/PIB del país están dentro del promedio de países con calificación similar, aunque señala riesgos asociados al bajo crecimiento y a la necesidad de ajustes fiscales para evitar un incremento del endeudamiento. Entre tanto, Moody's es la única de estas tres agencias que mantiene a Colombia en la categoría de grado de inversión, con una calificación de Baa2 y perspectiva negativa (Tabla 1). Un eventual anuncio negativo de una de estas agencias sobre la calificación de Colombia, ocasionado por posible incumplimiento de la Regla Fiscal, puede agregar volatilidad a las tasas de interés de los TES y presionar al alza las primas de riesgo y la tasa de cambio.

**Tabla 1. Calificación de riesgo crediticio de la deuda en moneda extranjera y perspectiva de Colombia**

Agencia calificadora	Calificación de crédito	Perspectiva	Última fecha de actualización
Standard and Poor's	BB+	Negativa	Enero 18 de 2024
Fitch Ratings	BB+	Estable	Julio 2 de 2021
Moody's	Baa2	Negativa	Junio 27 de 2024

Fuente: Standard and Poor's, Fitch Ratings y Moody's. En rojo significa una revisión en la calificación, en azul significa una revisión a la perspectiva



## Mercado de deuda

**Felipe Espitia**  
 Analista Senior Renta Fija  
[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

- La semana anterior, los Tesoros americanos a 2 y 10 años cerraron en 4,24% y 4,40%, siendo el punto más alto de las últimas tres semanas. En la semana, estos dos títulos se desvalorizaron 14 y 25 puntos básicos (pbs), respectivamente
- La no aprobación de la ley de financiamiento afectó a los TES. En promedio, las curvas de los TES en tasa fija y UVR se desvalorizaron en la semana 38 y 22 pbs, respectivamente.

## Mercado internacional

La semana anterior, los Tesoros americanos a 2 y 10 años cerraron en 4,24% y 4,40%, siendo el punto más alto de las últimas tres semanas. En la semana, estos dos títulos se desvalorizaron 14 y 25 puntos básicos (pbs), respectivamente. Este comportamiento estuvo soportado en el resultado de la inflación de EE. UU. de noviembre (ver Contexto externo y mercado cambiario en este informe) y anticipándose a lo que pueda suceder con la decisión de esta semana en materia de tasas de interés de la Reserva Federal.

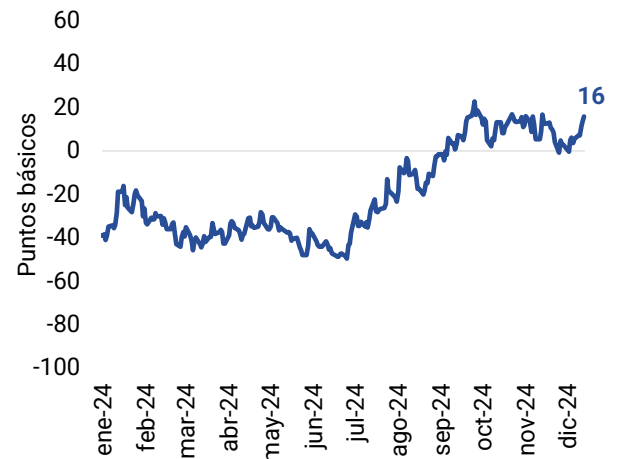
De esta forma, hasta el cierre de la segunda semana de diciembre, el Tesoro americano a 2 años se ha valorizado un punto básico, mientras el Tesoro a 10 años se ha desvalorizado 54 pbs. Durante el año se esperaba que la pendiente de la curva se empinará, debido a los recortes de la tasa Fed. Ante este escenario, al cierre de este informe, el empinamiento de la curva se ubicaba en 16 pbs. Para 2025, el empinamiento podría acelerarse, pero dependerá de lo que realice la Fed y las políticas de gobierno del presidente electo Donald Trump.

**Gráfico 1. Tesoros americanos a 2 y 10 años**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 2. Pendiente de la curva de rendimientos de Tesoros (2 - 10 años)**



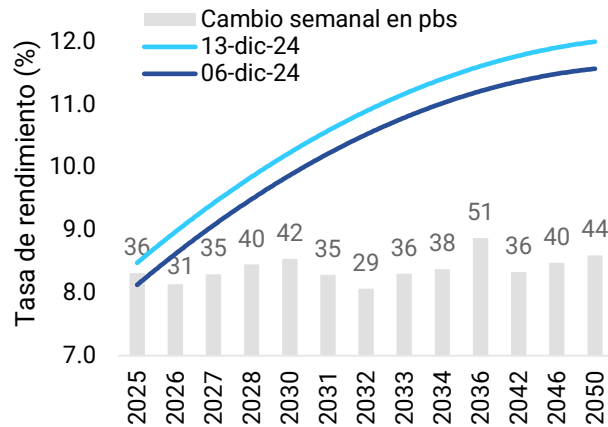
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Mercado local

En Colombia, los títulos de deuda soberana se desvalorizaron. Además del contexto externo que fue adverso, la no aprobación de la ley de financiamiento por parte del Congreso de la República y sus implicaciones sobre el Presupuesto General de la Nación (PGN) del próximo año y las finanzas públicas impulsaron el aumento en las tasas de interés de los TES. Mientras la incertidumbre fiscal no sea solventada, la presión sobre nuestros títulos de deuda permanecerá y será imperativo para percibir menores costos para la financiación de la nación.

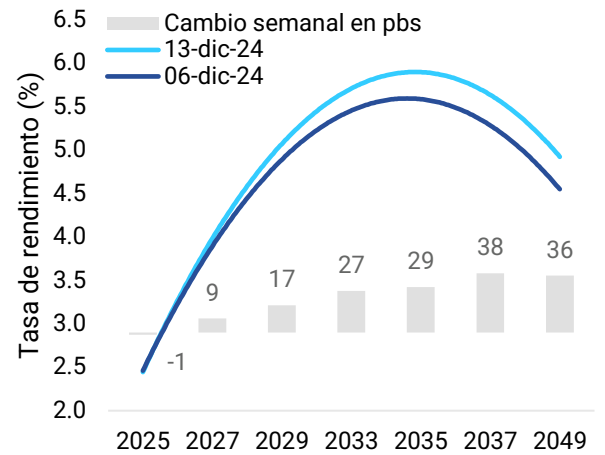
De esta manera, la curva de los TES en tasa fija aumentó, en promedio, 38 pbs, viéndose más afectado el título con vencimiento en 2036 (Gráfico 3). De igual forma, la curva de los TES en UVR se desplazó hacia arriba en promedio 22 pbs (Gráfico 4).

**Gráfico 3. Curva de rendimiento de los TES en tasa fija, cambio semanal**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4. Curva de rendimiento de los TES en UVR, cambio semanal**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

16 de diciembre de 2024

## Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Tasa		Precio	
				6-dic-24	13-dic-24	6-dic-24	13-dic-24
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	0,88	8,05%	8,41%	98,36	98,07
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	1,50	8,44%	8,75%	98,49	98,04
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	2,48	9,22%	9,57%	91,47	90,73
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	2,75	9,59%	9,98%	89,95	88,99
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	4,26	10,09%	10,51%	90,05	88,43
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	4,43	10,36%	10,71%	84,94	83,59
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	5,17	10,51%	10,80%	82,20	80,95
TFIT11090233	13,25%	9-feb-33	4,60	10,61%	10,96%	113,90	111,85
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	6,21	10,78%	11,15%	79,16	77,33
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	6,77	11,02%	11,53%	69,51	67,07
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	7,16	11,45%	11,81%	83,54	81,26
TFIT23250746	11,50%	25-jul-46	7,30	11,70%	12,10%	98,30	95,28
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,30	11,54%	11,98%	64,97	62,59
<b>TES UVR</b>							
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	0,39	1,80%	1,79%	100,69	100,66
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	2,06	4,91%	5,00%	96,59	96,44
TUVT10180429	2,25%	18-abr-29	3,91	5,05%	5,22%	89,26	88,69
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	6,81	5,17%	5,43%	85,67	84,12
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	7,63	5,19%	5,48%	96,54	94,35
TUVT25022537	3,75%	25-feb-37	8,96	5,16%	5,54%	87,46	84,45
TUVT17160649	3,75%	16-jun-49	14,32	4,84%	5,20%	84,57	80,14

Fuente: Refintiv Eikon, SEN. Cálculos: Corficolombiana.

16 de diciembre de 2024

## Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada (años)	Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					6-dic-24	13-dic-24	6-dic-24	13-dic-24
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	1,03	129,90	5,33%	5,42%	99,10	99,02
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	2,13	175,50	5,58%	5,70%	96,27	96,06
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	3,60	241,10	6,19%	6,24%	93,81	93,67
COLGLB30	3,000%	30-ene-30	4,37	282,10	6,59%	6,61%	84,77	84,73
COLGLB31	3,125%	15-abr-31	5,28	308,30	6,83%	6,85%	81,41	81,36
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	5,97	328,50	6,97%	7,04%	79,08	78,78
COLGLB33	8,000%	20-abr-33	5,75	343,00	7,13%	7,19%	105,27	104,88
COLGLB34	7,500%	2-feb-34	6,09	356,60	7,31%	7,33%	101,22	101,11
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	7,91	378,74	7,56%	7,61%	98,51	98,09
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	8,87	402,30	7,77%	7,81%	85,13	84,84
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	10,15	390,50	7,63%	7,70%	66,99	66,52
COLGLB44	5,625%	26-feb-44	9,83	417,58	7,85%	7,96%	78,28	77,42
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	10,60	416,68	7,86%	7,94%	71,30	70,68
COLGLB49	5,200%	15-may-49	11,08	422,90	7,85%	7,96%	71,51	70,65
COLGLB51	4,125%	15-may-51	12,16	397,50	7,60%	7,68%	60,82	60,20
COLGLB53	8,750%	14-nov-53	10,73	457,40	8,19%	8,27%	106,12	105,23
COLGLB61	3,875%	15-feb-61	12,97	391,00	7,39%	7,50%	56,03	55,15

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

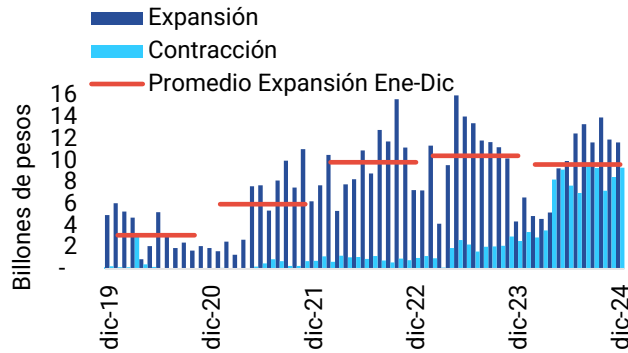
## Inflación implícita extraída de la curva cero cupón de TES

Fecha	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
31-dic-23	6,18%	5,64%	5,45%	5,39%	5,59%
14-dic-23	5,84%	5,41%	5,30%	5,34%	5,70%
13-nov-24	3,69%	3,95%	4,34%	4,85%	5,42%
6-dic-24	4,46%	4,08%	4,16%	4,71%	5,84%
13-dic-24	4,81%	4,38%	4,39%	4,86%	5,98%
<b>Cambios (pbs)</b>					
Semanal	34	29	23	15	13
Mensual	112	43	5	0	56
Anual	-103	-103	-91	-49	28
Año corrido	-137	-126	-106	-53	39

Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

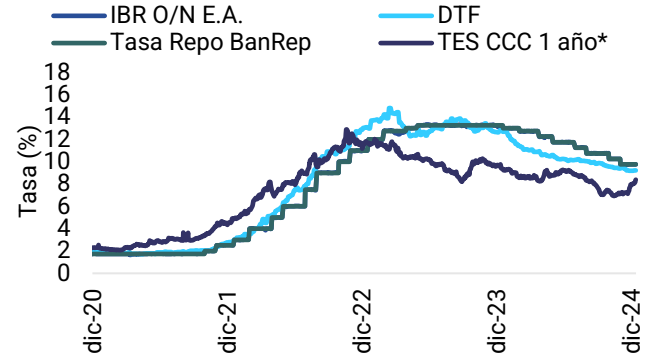
16 de diciembre de 2024

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



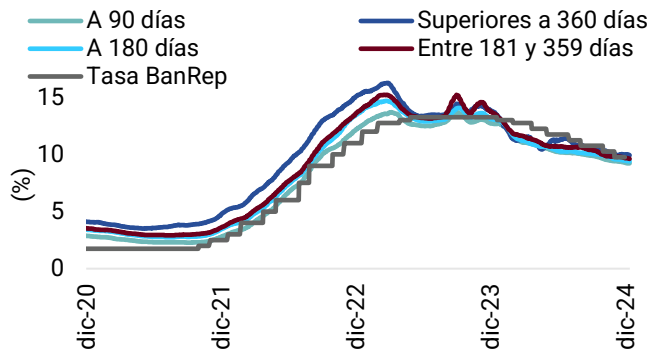
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



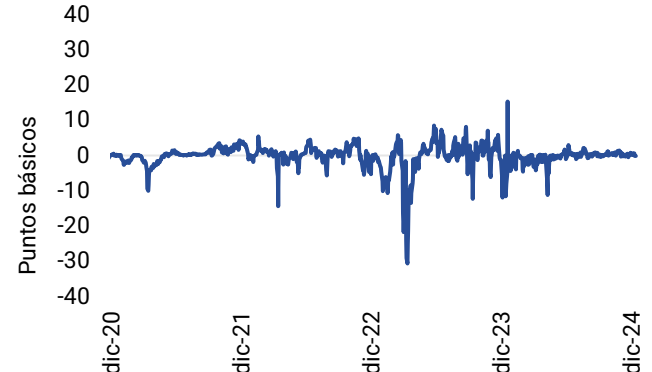
Fuente: BanRep y Precia. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



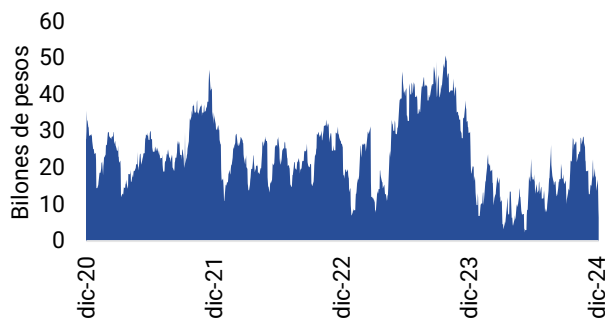
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR O/N EA y tasa BanRep



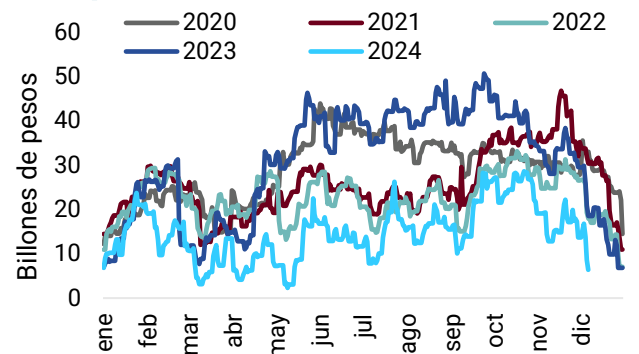
Fuente: Superintendencia Financiera y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep.

### Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep, estacional



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

16 de diciembre de 2024

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	646,6	16,46%	624,6	16,66%	22,0	11,28%
hace un año	668,0	3,30%	652,2	4,43%	15,7	-28,69%
cierre 2023	665,8	1,91%	651,4	3,18%	14,4	-34,63%
hace un mes	677,1	1,61%	659,3	1,36%	17,8	11,68%
<b>29-nov.-24</b>	<b>684,1</b>	<b>2,41%</b>	<b>665,7</b>	<b>2,06%</b>	<b>18,4</b>	<b>17,20%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	321,0	15,29%	213,0	19,86%	96,1	13,55%
hace un año	335,8	4,64%	210,0	-1,40%	103,5	7,70%
cierre 2023	334,4	2,70%	208,3	-2,43%	104,5	7,13%
hace un mes	347,1	3,36%	199,9	-4,59%	110,2	7,44%
<b>29-nov.-24</b>	<b>350,1</b>	<b>4,24%</b>	<b>202,4</b>	<b>-3,63%</b>	<b>111,6</b>	<b>7,80%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	321,0	15,29%	299,8	15,62%	21,1	10,92%
hace un año	335,8	4,64%	320,9	7,05%	14,9	-29,54%
cierre 2023	334,4	2,70%	320,8	5,35%	13,6	-35,56%
hace un mes	347,1	3,36%	330,3	3,02%	16,8	10,61%
<b>29-nov.-24</b>	<b>350,1</b>	<b>4,24%</b>	<b>332,7</b>	<b>3,66%</b>	<b>17,4</b>	<b>16,61%</b>

Fuente: Banco de la República

**Gabriela Bautista**

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

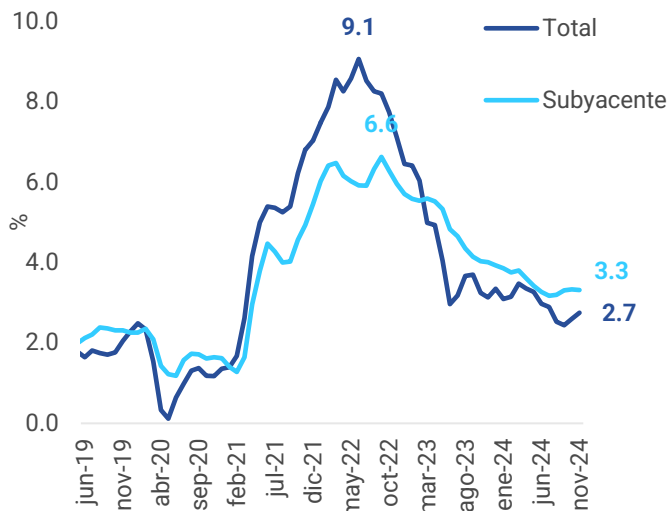
## Contexto externo y mercado cambiario

- En Estados Unidos, la inflación anual subió a 2,7% en noviembre desde 2,6% el mes previo, en medio de las rigideces que enfrenta la inflación subyacente y el menor alivio de los componentes volátiles.
- El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo decidió recortar los principales tipos de interés en 25 pbs. Con esto, la postura de política monetaria permanece restrictiva, en un contexto en el que la inflación permanece elevada, aunque comienza a ceder.
- El peso colombiano se apreció la semana pasada y alcanzó su menor nivel del último mes. Con esto, la tasa de cambio USDCOP cerró el viernes en \$4,317.

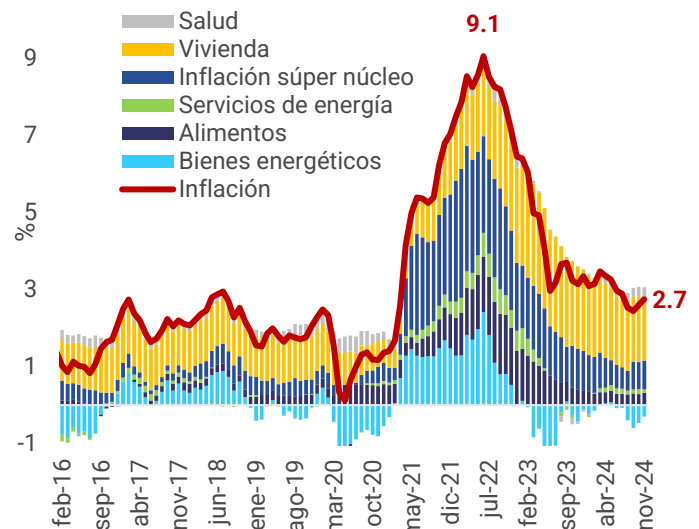
## Inflación IPC de EE. UU. subió por segundo mes consecutivo en noviembre

La semana pasada se conoció la inflación IPC de noviembre en EE. UU., que subió por segundo mes consecutivo. El IPC subió 0,3% en el mes, situando la inflación anual en 2,7%, en línea con lo que anticipaba el consenso.

La aceleración del resultado anual respondió al menor aporte negativo de los precios de la energía, que moderó su ritmo de caída pese a que los rubros de gasolina y combustibles registraron inflaciones de -8% y -20% anual, respectivamente. Esto pone en evidencia las rigideces que sigue enfrentando el proceso desinflacionario, pues la inflación subyacente sigue representando el principal obstáculo para alcanzar el objetivo, al mantenerse estable en 3,3% por tercer mes consecutivo. Particularmente, la inflación anual de los servicios de vivienda cedió levemente a 4,7% (desde 4,9%), siendo este su menor nivel desde enero del 2022, pero continuó 1,4 p.p. por encima de su promedio observado en el lustro prepandemia, ante las rigideces existentes en el mercado inmobiliario. Entre tanto, se han moderado los aportes negativos de la inflación de bienes núcleo, en medio de la resiliencia del mercado laboral.

**Gráfico 1. Inflación IPC anual en EE. UU.**


Fuente: Refinitiv Eikon

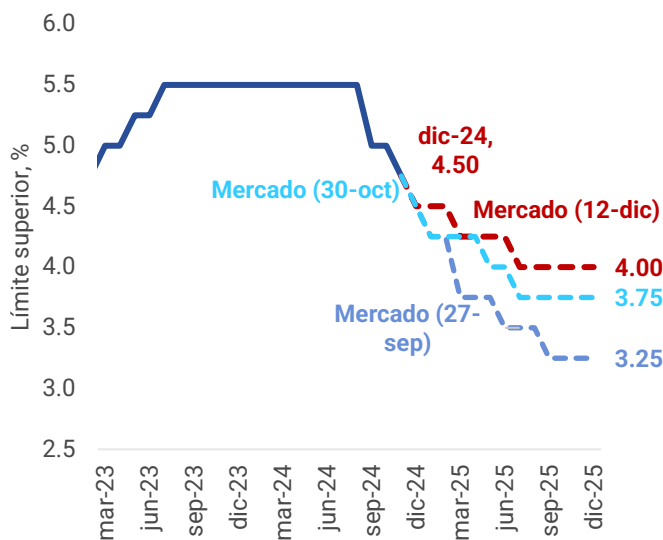
**Gráfico 1. Aportes a la inflación IPC anual en EE. UU.**


Fuente: Refinitiv Eikon

Este aumento de la inflación ya había sido anticipado por los mercados y analistas, y refuerza las expectativas respecto a una estrategia de recortes de tipos de interés cauta por parte de la Reserva Federal (Fed), por lo que no se observaron movimientos en los mercados financieros en respuesta a este dato. Con esto, y de cara a la última reunión de política monetaria de la Fed del 2024, esperamos que el Comité recorte los tipos de interés de los fondos federales en 25 pbs, cerrando en el rango 4,25-2,50%. Así, la Fed habría acumulado 100 pbs de recortes acumulados en 2024. Las expectativas derivadas de los mercados de futuros están alineadas con esta perspectiva. Asimismo, esperan recortes acumulados por 50 puntos básicos en 2025, consistente con un panorama de tasas altas por más tiempo de la Fed.

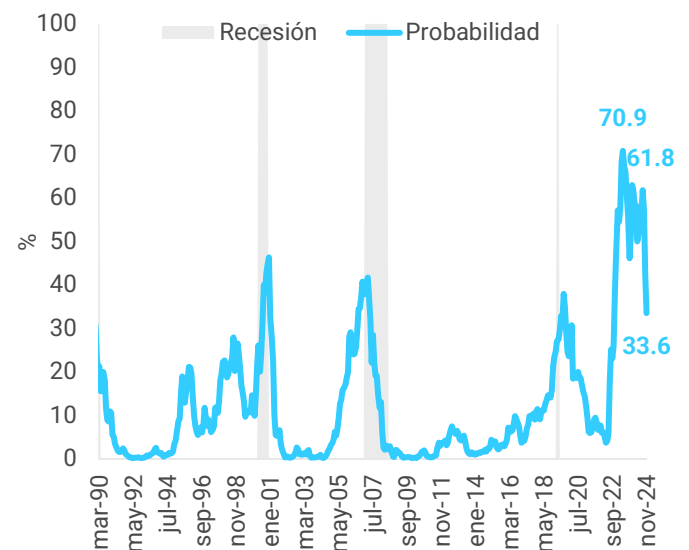
A su vez, esto se soporta en la resiliencia de la actividad económica y del mercado laboral, lo que le da espacio a la Fed para sobreponderar la brecha inflacionaria en sus decisiones de política monetaria, ergo, seguir adoptando una postura monetaria restrictiva. De acuerdo con la Fed de Nueva York, la probabilidad de que la economía estadounidense entre en recesión en los próximos 12 meses se ha moderado considerablemente, y en noviembre ya había caído al 34%, tras haber alcanzado el 62% en agosto. Así, una dinámica sólida de la actividad productiva, sumado a las tasas altas por más tiempo de la Fed podrán seguir impulsando la fortaleza global del dólar en los próximos meses.

**Gráfico 3. Senda esperada de los tipos de interés de los fondos federales**



Fuente: FedWatch Tool de CME Group

**Gráfico 4. Probabilidad de que EE. UU. entre en recesión en los próximos 12 meses**

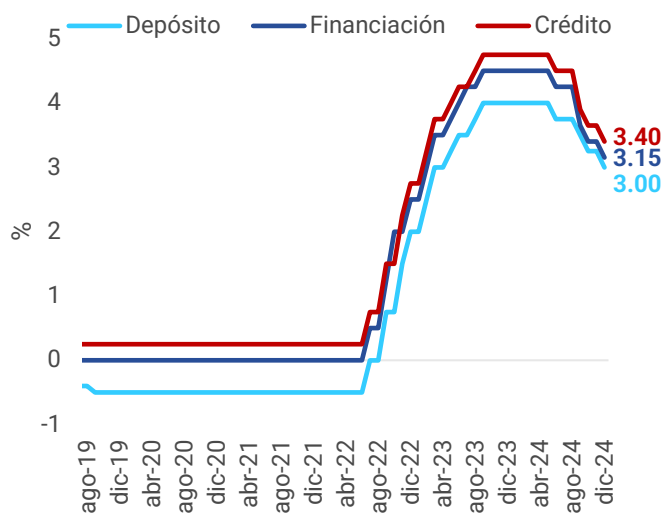


Fuente: Reserva Federal de Nueva York

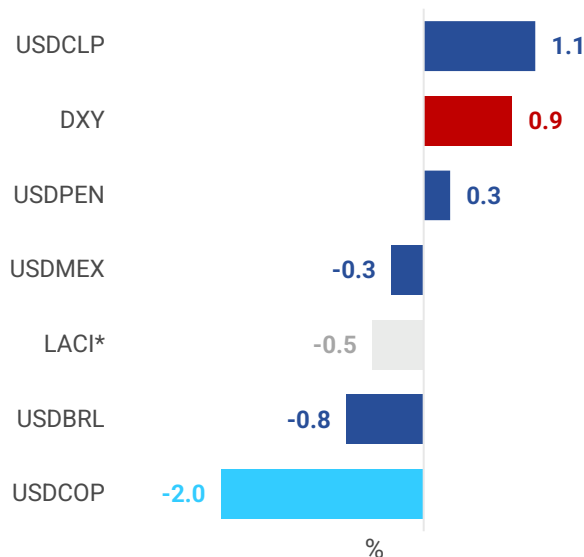
### Banco Central Europeo recortó sus principales tipos de interés en 25 pbs

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió bajar los principales tipos de interés en 25 pbs en su última reunión del 2024, en línea con las expectativas. Con esto, ubicó los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito en 3,00 %, el 3,15 % y el 3,40 %, respectivamente.



**Gráfico 4. Tipos de interés del BCE**


Fuente: Refinitiv Eikon

**Gráfico 5. Depreciación semanal del tipo de cambio**


Fuente: Refinitiv Eikon

Esto se dio en un contexto en el que aumentan las preocupaciones sobre el desempeño económico de la eurozona. En efecto, el BCE redujo sus expectativas de crecimiento económico para 2024 y 2025 a 0,7% y 1,1%, respectivamente, y anticipan crecimientos del 1,4% y 1,3% en 2026 y 2027.

### Tasa de cambio USDCOP: vuelve la apreciación del peso colombiano

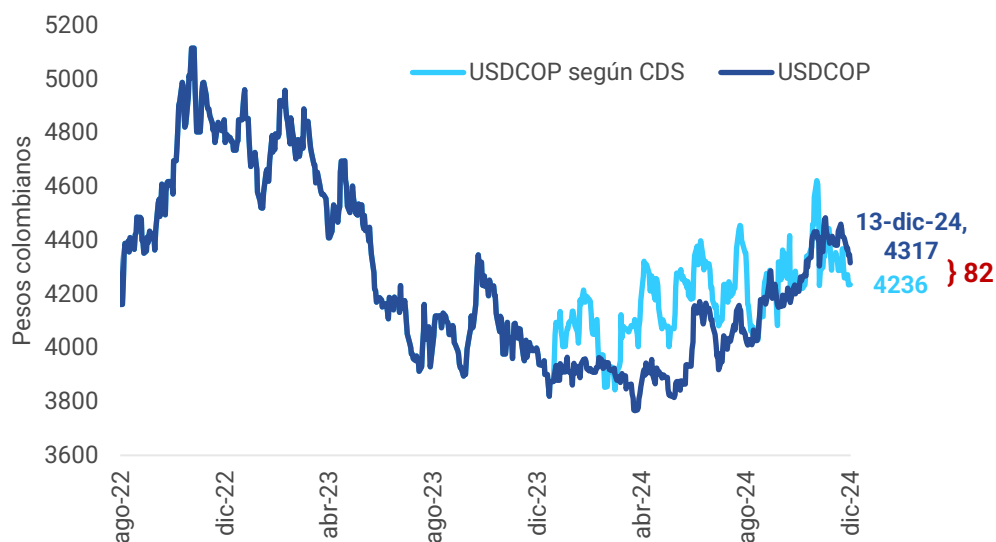
La semana pasada, el precio del dólar en Colombia alcanzó su menor nivel en un mes y el tipo de cambio USDCOP cerró el viernes en 4.317 pesos por dólar. Esto se reflejó en una apreciación del peso colombiano de 2,0% respecto al cierre del viernes anterior, lo que supuso una caída de 90 pesos (Tabla 1).

Así pues, el peso colombiano fue la moneda más fortalecida frente a sus pares latinoamericanos durante la semana pasada, seguida por el real brasilero. En el ámbito externo, esto se enmarcó en el aumento de los precios internacionales de las principales referencias del petróleo. En efecto, las referencias Brent y WTI aumentaron 4,7% y 6,1% semanalmente, y cerraron el viernes en 75 y 71 dólares por barril, respectivamente. Además, este comportamiento contrastó con la fortaleza del dólar a nivel global, que se reflejó en un incremento semanal del 0,9% del índice DXY. Por su parte, en el ámbito local, esta situación estuvo alineada con el alivio de la prima de riesgo local, tras el rechazo en el Congreso al proyecto de la Ley de Financiamiento.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 5.968 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.194 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana pasada fue de \$4.398, observado en la sesión del lunes. Por su parte, el valor mínimo alcanzado durante la semana fue de \$4.315 por dólar y se registró en la sesión del viernes.

16 de septiembre de 2024

### Gráfico 6. Escenario contrafactual de la tasa de cambio USDCOP según la prima de riesgo



Fuente: Refinitiv Eikon.

## Actividad Económica Local

**Nicolás Cruz**

Analista de Investigaciones  
 Nicolas.cruz@corfi.com

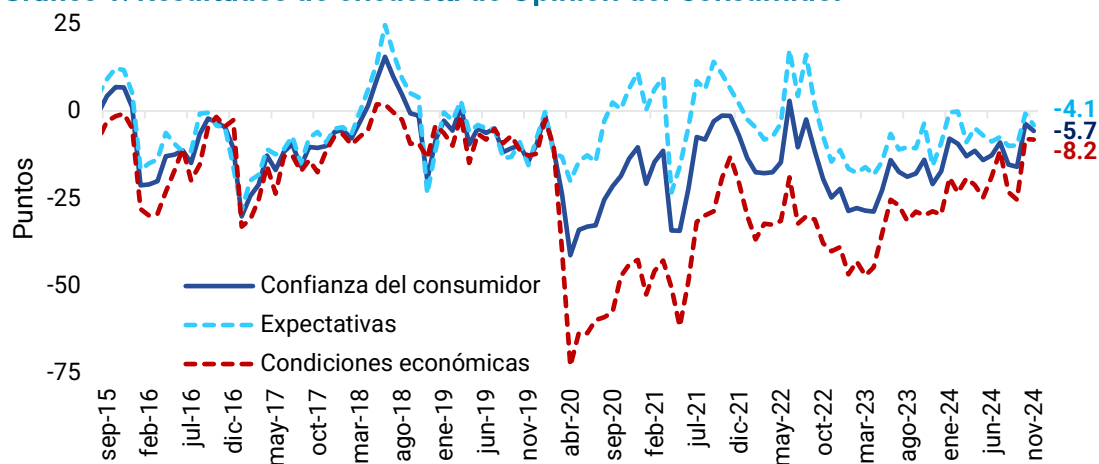
- En noviembre, la confianza y las expectativas del consumidor se deterioró frente al mes anterior.

### En noviembre la confianza del consumidor se deterioró ubicándose en -5,7%

En noviembre, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo disminuyó frente al dato del mes anterior, al caer 2,0 puntos porcentuales (p.p.) a -5,7 puntos, sin embargo, aumentó 15,2 p.p. frente noviembre de 2023. El resultado mostró un ligero deterioro en sus dos componentes donde las personas tenían peores expectativas de consumo y condiciones económicas, pero principalmente la disminución del ICC se atribuyó a peores expectativas de consumo. En particular, se presentó una caída de 3,3 p.p. en el índice de Expectativas del Consumidor que paso de -0,8% a -4,1%, y una disminución de 0,2 p.p. en el Índice de Condiciones Económicas que se ubicó -8,2%.

En el ICC, la pregunta que mostró la mayor contracción intermensual fue: Dentro de un año, ¿a su hogar le estará yendo económicamente mejor?, al caer del 21,0% en octubre al 14,9% en noviembre, lo que refleja un pesimismo que los consumidores tienen sobre su bienestar financiero. Por su parte, la pregunta Durante los próximos 12 meses, ¿vamos a tener buenos tiempos económicamente? descendió de -11,9% a -15,5% en el mismo período, evidenciando una disminución en las expectativas de los consumidores respecto a la economía del país.

**Gráfico 1. Resultados de encuesta de Opinión del Consumidor**



Fuente: Fedesarrollo. Cálculos Corficolombiana.

El ICC se deterioró intermensualmente en todos los niveles socioeconómicos. Sin embargo, solo mostró una caída en ciudades como Cali y Barranquilla, mientras que en las otras tres ciudades presentó un avance. Además, la disposición a comprar vivienda disminuyó 8,7 p.p. frente a octubre, pero se incrementó 18,8 p.p. en comparación con noviembre de 2023. Finalmente, la disposición a comprar bienes durables aumentó 0,3 p.p., pasando de -5,3 en octubre a -5,0 en noviembre.

16 de septiembre de 2024

## Calendario económico

### Estados Unidos

hora	US	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
8:30	US	17-dic-24	Comercio minorista m/m	Nov		0.40%
9:15	US	17-dic-24	Producción industrial m/m	Nov		-0.30%
14:00	US	18-dic-24	Decisión de tasas de interés	Dic	4.25%-4.50%	4.50%-4.75%
8:30	US	19-dic-24	GDP Final	3T	2.90%	2.80%
8:30	US	19-dic-24	Peticiones iniciales por desempleo	9-dic		242k

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Colombia

hora	CO	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
10:00	CO	16-dic-24	Producción industrial a/a	Oct		-4.2%
10:00	CO	16-dic-24	Comercio minorista a/a	Oct		1.5%
10:00	CO	18-dic-24	Importaciones a/a	Oct		4.4%
10:00	CO	18-dic-24	Balanza comercial	Oct		-687,8M
11:00	CO	18-dic-24	Indicador de seguimiento a la economía ISE a/a	Oct		0.012
13:15	CO	20-dic-24	Tasa de interés	Dic	9.25%	9.75%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### México

hora	MX	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
7:00	MX	17-dic-24	Comercio minorista a/a	Oct		-1.5%
7:00	MX	18-dic-24	PIB t/t	Q3		-0.4%
7:00	MX	18-dic-24	PIB y/y	Q3		2.1%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Chile

16 de septiembre de 2024

hora	CL	Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
16:00	CL	17-dic-24	Decisión de tasas de interés	Dec		5.25%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

16 de septiembre de 2024

## Proyecciones económicas

	2021	2022	2023	2024p	2025p
<b>Actividad Económica</b>					
<b>Crecimiento real</b>					
PIB (%)	10,8	7,3	0,6	1,8	2,6
Consumo Privado (%)	14,7	10,7	0,8	1,4	2,4
Consumo Público (%)	9,8	0,8	1,6	0,1	1,1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	16,7	11,5	-9,5	2,0	2,9
Exportaciones (%)	14,6	12,3	3,4	3,8	0,6
Importaciones (%)	26,7	23,6	-15,0	3,0	4,7
<b>Mercado laboral</b>					
Tasa de desempleo nacional, promedio anual (%)	13,8	11,2	10,2	10,5	10,3
<b>Precios</b>					
Inflación, fin de año (%)	5,6	13,1	9,3	5,0	4,0
Inflación, promedio anual (%)	3,5	10,2	11,8	6,6	4,0
<b>Tasas de Interés</b>					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	3,00	12,00	13,00	9,25	7,00
DTF E.A., fin de año (%)	3,21	13,70	12,69	9,04	6,45
TES TF 2 años (Tasa, %)	6,36	12,12	9,35	8,1	7,1
TES TF 10 años (Tasa, %)	8,38	13,25	10,02	10,9	10,1
<b>Finanzas Públicas</b>					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-7,1	-5,3	-4,3	-5,6	-5,1
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-3,7	-1,0	-0,4	-0,9	-0,5
Deuda bruta GNC (% PIB)*	63,0	60,8	56,7	58,2	59,4
<b>Sector Externo</b>					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	4.070	4.850	3.875	4.379	4.389
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.768	4.278	4.352	4.110	4.355
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-5,6	-6,1	-2,5	-2,7	-2,7
Inversión extranjera directa (% PIB)	2,9	4,9	4,7	3,7	3,8

16 de septiembre de 2024

## 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)

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

*Director Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

#### Jaime Cárdenas

*Analista de finanzas corporativas*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Daniel Monroy

*Analista de finanzas corporativas*

(+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)

#### Andrés Gallego

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

#### Dino Francisco Córdoba

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

16 de septiembre de 2024

**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.