

## EXPECTATIVA DECISIÓN DE BANREP

## Aumento de 100 básicos en tasa BanRep: Haciendo la tarea

- Este viernes es la última reunión de política monetaria de BanRep en 2022. En octubre, la Junta del Emisor decidió de forma unánime aumentar en 100 puntos básicos (pbs) su tasa de interés, a 11%. Desde entonces, la inflación en Colombia siguió sorprendiendo al alza y en noviembre alcanzó un nuevo máximo desde 1999, de 12,5%.
- El desanclaje de las expectativas respecto al objetivo de inflación es más alto en Colombia que en Brasil, Chile, México y Perú. La permanencia de precios altos de los alimentos y el grupo de energéticos, la depreciación adicional del peso colombiano respecto a otras divisas de la región y la dinámica sobresaliente de la demanda interna están configurando un escenario preocupante de inflación más elevada y persistente frente a los países comparables de Latinoamérica (LatAm).
- Los datos del PIB del tercer trimestre sorprendieron al alza, aunque algunos indicadores del cuarto trimestre sugieren que ya empezó a moderarse la dinámica del consumo privado. El crecimiento real de la cartera de crédito viene desacelerándose desde mediados de 2022, aunque partiendo de tasas altas similares a las de antes de la pandemia. Ahora bien, la entrada de remesas del exterior, los términos de intercambio elevados y los programas sociales del gobierno siguen favoreciendo la demanda interna.
- La situación en los mercados financieros locales mejoró en el último mes y medio, en buena parte porque el contexto externo permitió una corrección parcial de las desvalorizaciones de octubre y parte de noviembre. Tras alcanzar un máximo histórico de \$5.133, la tasa de cambio se estabilizó recientemente entre \$4.750 y \$4.860. Por su parte, los rendimientos de los TES tasa fija de la parte media y larga han oscilado entre 12,3% y 13,5%, tras alcanzar niveles superiores a 15% hace dos meses.
- En diciembre, la Reserva Federal (Fed) de EEUU aumentó su tasa de interés al rango entre 4,25% y 4,50%, en línea con lo esperado por el mercado. La tasa de interés llegaría al rango entre 5,0% y 5,25% a inicios de 2023 y se mantendría en ese nivel durante todo el año.
- Consideramos que BanRep debería aumentar su tasa de interés en 100 pbs en la reunión de este viernes, a 12,0%, y reafirmar que mantendrá una postura monetaria restrictiva hasta que la inflación básica y las expectativas de inflación corrijan de forma contundente. No esperamos anuncios de intervención en el mercado cambiario.

## Aumento de 100 básicos en tasa BanRep: Haciendo la tarea

---

Este viernes es la última reunión de política monetaria de BanRep en 2022. En su reunión de octubre (hace siete semanas), la Junta decidió de forma unánime incrementar su tasa de intervención en 100 puntos básicos (pbs), llevándola a 11,0%, en un contexto de alta inflación, crecimiento robusto y fuerte deterioro de los indicadores financieros locales – depreciación del tipo de cambio y desvalorización de los títulos de deuda pública–. Esto como resultado del aumento en la percepción de riesgo país y un contexto financiero externo poco favorable. La unanimidad de la decisión fue un mensaje positivo para reafirmar el compromiso con el cumplimiento de la meta de inflación.

Desde entonces, las condiciones macroeconómicas han tenido algunos cambios relevantes para la toma de decisiones de BanRep:

- i) **En EEUU, la Reserva Federal (Fed) elevó su tasa de referencia en 125 pbs y, según las proyecciones más recientes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por su sigla en inglés), la aumentaría otros 75 pbs en los próximos meses al rango entre 5,0% y 5,25%, en el cual permanecería durante todo 2023.** En los últimos tres meses, la expectativa del FOMC sobre la tasa de interés 'pivote' aumentó 50 pbs, a pesar de que la inflación total ha consolidado una tendencia de desaceleración desde julio. Las condiciones financieras globales han mejorado ante la expectativa de un aumento más lento en la tasa de referencia de EEUU, si bien la Fed viene ratificando una postura de "tasas más altas por más tiempo".
- ii) **En Colombia, la inflación siguió sorprendiendo al alza y en noviembre alcanzó un nuevo máximo desde 1999, de 12,5%. En la encuesta de BanRep a analistas realizada en diciembre, el promedio de las expectativas de inflación a 12 meses se ubicaba en 7,74%, esto es 36 pbs más que hace dos meses.** De forma positiva, el consenso de expectativas a 24 meses disminuyó 13 pbs, a 4,57%, aunque sigue por encima del rango meta. El desanclaje de las expectativas respecto al objetivo de inflación es más alto en Colombia que en Brasil, Chile, México y Perú. La permanencia de precios altos de los alimentos y el grupo de energéticos, la depreciación adicional del peso colombiano respecto a otras divisas de la región y la dinámica sobresaliente de la demanda interna están configurando un escenario preocupante de inflación más elevada y persistente frente a los países comparables de Latinoamérica (LatAm).
- iii) **Los datos del PIB del tercer trimestre sorprendieron al alza, aunque algunos indicadores del cuarto trimestre sugieren que ya empezó a moderarse la dinámica del consumo privado.** El crecimiento real de la cartera de crédito viene desacelerándose desde mediados de 2022, aunque partiendo de tasas altas similares a las de antes de la pandemia. Ahora bien, la entrada de remesas del exterior, los términos de intercambio elevados y los programas sociales del gobierno siguen favoreciendo la demanda interna.

- iv) **La situación en los mercados locales mejoró desde la reunión de octubre, en buena medida porque el contexto externo impulsó una corrección parcial de las desvalorizaciones de octubre y parte de noviembre.** Tras alcanzar un máximo histórico de \$5.133 el 4 de noviembre, la tasa de cambio se estabilizó recientemente entre \$4.750 y \$4.860. Estos niveles siguen reflejando riesgos idiosincráticos y mantendrán las presiones inflacionarias en los próximos meses. Por su parte, los rendimientos de los TES tasa fija de la parte media y larga de la curva han oscilado entre 12,3% y 13,5%, tras alcanzar niveles superiores a 15% hace dos meses.

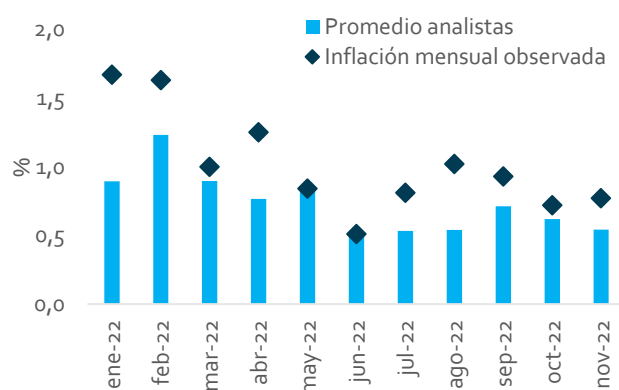
Con base en lo anterior, consideramos que **BanRep debería aumentar su tasa de interés en 100 pbs en la reunión de esta semana, a 12,0%**, y dar una guía sobre las decisiones futuras, indicando que mantendrá una postura monetaria restrictiva hasta que la inflación básica y las expectativas de inflación corrijan de forma contundente. Esta decisión llevaría la tasa ex-ante (descontando las expectativas de inflación) al nivel más alto desde enero de 2009. Teniendo en cuenta los comentarios recientes del Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, es probable que la decisión sea por mayoría.

Hacia adelante, las decisiones de política monetaria en EEUU serán un determinante clave para la política monetaria en Colombia y, en general, para las economías emergentes. Si las condiciones de inflación, mercado laboral y crecimiento económico de EEUU permiten anticipar el relajamiento de la tasa de fondos federales, los bancos centrales de países emergentes tendrán espacio para iniciar el ciclo de recorte de tasas de interés el próximo año. **Este evento, que está sujeto a un alto nivel de incertidumbre, puede detonar un ciclo muy favorable para los activos de riesgo (debilitamiento global del dólar y valorización de los mercados de renta fija).**

### *Inflación sin freno en Colombia y mayor desanclaje de expectativas*

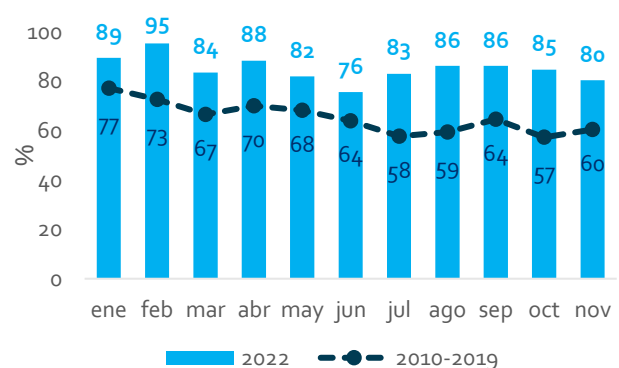
La inflación local ha sorprendido reiterativamente al alza durante todo el año (Gráfico 1), reflejando la afluencia de múltiples factores que están dificultando el panorama para el

**Gráfico 1. Inflación mensual observada y esperada**



Fuente: BanRep y DANE. Cálculos Corficolombiana.

**Gráfico 2. Porcentaje de rubros de la canasta IPC con variaciones mensuales positivas**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

BanRep. Tradicionalmente, las presiones inflacionarias suelen ceder durante el segundo y tercer trimestre del año. Sin embargo, en 2022 el porcentaje de rubros que registró variaciones mensuales positivas se mantuvo elevado (cerca al 80%) frente a su referente histórico de 64% (Gráfico 2). Esto se debe a que al choque de costos más persistente de lo anticipado se sumó una indexación elevada y una demanda robusta, lo cual facilitó el traslado de los costos y la depreciación a los precios finales.

Así, la inflación anual alcanzó un nuevo máximo de 23 años en noviembre, al ubicarse en 12,5%, impulsada por un persistente protagonismo de los precios de los alimentos y presiones generalizadas provenientes de los bienes y los servicios. Esto último se ha reflejado en un incremento sustancial de las medidas de inflación básica, cuyo promedio se encuentra en niveles récord de al menos 22 años, desde que se cuenta con información (ver [Monitor de Inflación - Diciembre 7 de 2020](#)). En la región, **exceptuando a Colombia, la inflación comenzó a ceder de manera heterogénea en las principales economías frente al pico alcanzado en el actual ciclo inflacionario**. Sin embargo, un elemento en común es la tendencia alcista del componente núcleo, que evidencia mayores presiones provenientes la demanda.

La fuerte inercia inflacionaria ha ocasionado un incremento continuo de las expectativas de inflación. Con corte a diciembre, la encuesta de BanRep a los analistas revelaba un nuevo récord en las expectativas a un año de 7,74%, y una leve reducción del valor esperado a dos años, desde 4,70% en octubre a 4,57% en diciembre. Pese a que se han anunciado medidas para reducir el porcentaje de indexación local, el impacto de estas medidas sería limitado pues el nuevo indexador de inflación básica cerraría el año entre 9% y 10%. A esto se sumarán presiones por la reciente depreciación de más de 25% anual del peso colombiano, el incremento en los precios de alimentos ultraprocesados por la Reforma Tributaria, un eventual aumento en los precios de la gasolina y el aún incierto panorama de producción agropecuaria. En conjunto, estos factores podrían socavar la efectividad de la política monetaria para moderar el aumento de los precios.

De esta manera, el incremento persistente en la inflación esperada refleja dudas crecientes sobre la capacidad de la Junta de llevar la inflación al rango meta (2% a 4%). Aunque el aumento en los precios ha sido global e incorpora en buena medida choques relacionados con la oferta, la desviación de la inflación esperada frente al objetivo es una señal inquietante para la credibilidad de BanRep.

Comparativamente, las expectativas de inflación a 12 meses están desancladas en toda la región, pero en todos los países analizados, excepto Colombia, empezaron a corregir. Para el próximo año, tanto los analistas como los bancos centrales prevén una disminución de la inflación desde los niveles actuales, con una caída más pronunciada en Chile y Perú. Vale la pena destacar que, de acuerdo con el consenso del mercado, Colombia liderará la desviación de la inflación frente a su objetivo entre los pares regionales. Este patrón se repite con los pronósticos del equipo técnico de cada autoridad monetaria, lo cual confirma que Colombia atraviesa actualmente el mayor desanclaje de expectativas en la región (Gráfico 3).

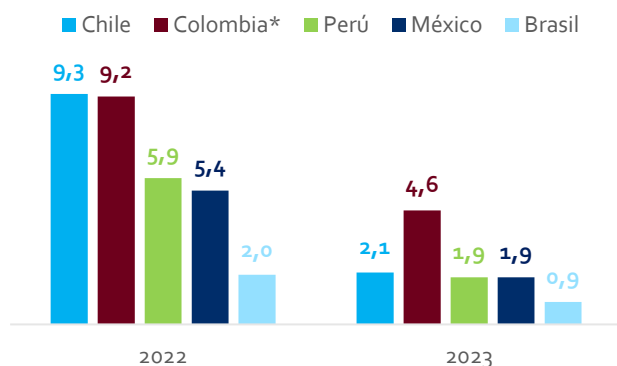
### Una decisión con argumentos encontrados

Además del contexto inflacionario mencionado previamente, la decisión de BanRep tendrá en cuenta el favorable crecimiento económico de Colombia en los últimos trimestres relativo a otros países de la región. El PIB de Colombia registró una expansión destacable durante 3T22 (cerca del doble de su capacidad pre-pandemia) y, aunque hay señales de desaceleración en el consumo, lo cierto es que la actividad productiva continuaba operando por encima de su capacidad estructural al punto que Colombia tiene la brecha positiva del producto más alta entre las principales economías latinoamericanas (Gráfico 4).

Así, consideramos que el balance de riesgos del último mes y medio amerita mantener el ritmo de incrementos en la tasa de referencia. Ahora bien, anticipamos que el Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, podría disentir frente a la mayoría, favoreciendo un menor ritmo de ajustes o incluso estabilidad en la tasa de referencia. Entre sus afirmaciones destacamos sus apreciaciones sobre i) la fortaleza y limitada efectividad de la respuesta del Banco de la República; ii) la caracterización de la inflación como un fenómeno principalmente de oferta y que iii) la tasa de interés real ya es bastante alta y está en terreno ligeramente contractivo.

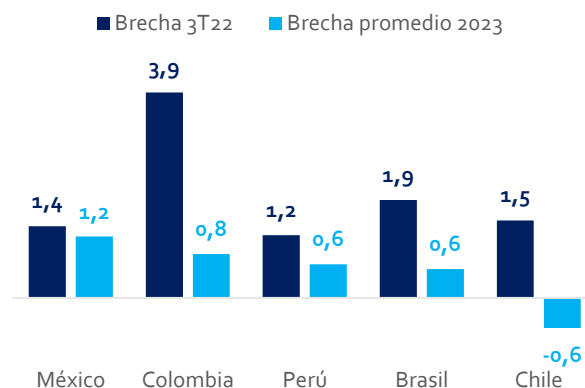
En contraste, Roberto Steiner, a quien consideramos uno de los codirectores más alcistas, manifestó preocupación por el déficit externo en un marco de menor liquidez internacional y mayor percepción de riesgo local. También señaló que “la inevitable desaceleración en 2023 debe leerse con cuidado” y señaló que el aumento de tasas es un “resultado natural mientras que la inflación no descienda”. Finalmente, el Gerente de la Entidad, Leonardo Villar ha señalado que la Junta continuará tomando cada decisión en función de la información disponible, pero también afirmó que, dado que la tasa de

**Gráfico 3. Desviación de la inflación esperada por analistas encuestados por LatinFocus vs objetivo**



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast. Edición: Diciembre 2022. Elaboración: Corficolombiana. \*Proyecciones Corficolombiana.

**Gráfico 4. Brecha del producto en la región (puntos porcentuales)**



Fuente: Institutos de Estadística, Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

\*Calculada como porcentaje del PIB.

referencia está alcanzando niveles muy altos, es posible que el ritmo de aumentos pueda disminuir en un “futuro no muy lejano”. En consecuencia, es previsible algo de división al interior de la junta sobre la magnitud ideal de incrementos.

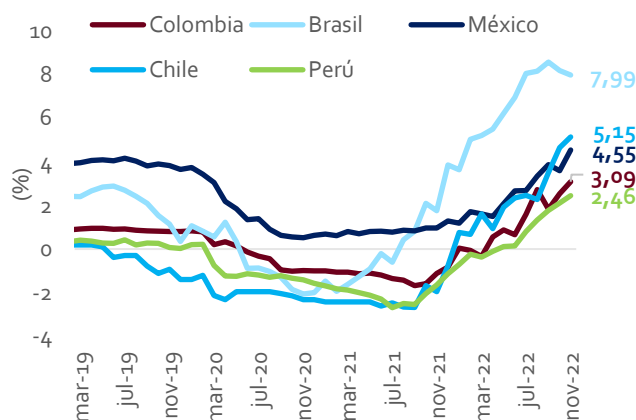
En resumen, **anticipamos un aumento de 100 pbs en la tasa de referencia, de forma que la tasa cerraría el año en 12,0%, el nivel nominal más elevado desde 1999**. Con esta decisión, la tasa de interés real ex ante (descontando expectativas de inflación a un año) pasaría de 3,1% a 4,0%, el nivel más alto desde enero de 2009. Si bien este nivel es contractivo (superior a la tasa neutral estimada de 2,0%), comparativamente luce bajo frente a los demás pares de la región, pues a pesar de que en Brasil y Chile ya se alcanzó el nivel terminal de este ciclo alcista, la tasa real ex ante local solo supera la de Perú (Gráfico 5).

› **Depreciación del peso persiste y agrega presión a la inflación**

Desde inicios del segundo semestre de 2022, el peso colombiano ha transitado por una senda de depreciación acompañada de alta volatilidad. Este comportamiento ocurrió en un contexto de fortaleza global del dólar ante la expectativa de aumentos adicionales en la tasa de interés de la Fed en EEUU y ante los consecuentes temores de una recesión global en las economías desarrolladas. Además, en el plano local hubo alta incertidumbre asociada al cambio de ciclo político. Proceso que vino acompañado por vulnerabilidades particulares en las cuentas externas y fiscales del país.

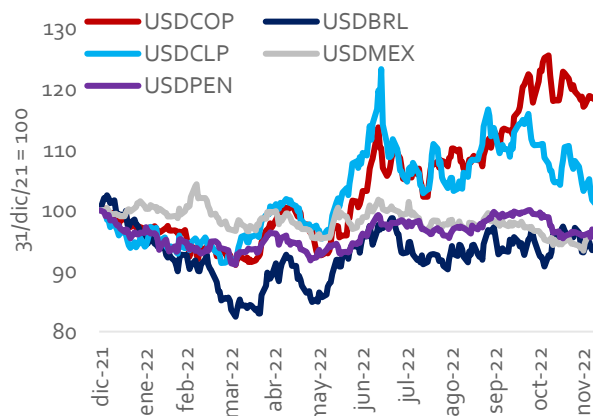
Sin embargo, este fenómeno se agudizó desde inicios de octubre, donde el peso colombiano se debilitó de manera pronunciada no solo frente al dólar estadounidense, sino también frente a las principales divisas latinoamericanas, petroleras y de economías desarrolladas (Ver “Aumento de 150 básicos en tasa BanRep: El valor de actuar” en [Informe Especial – Octubre 27 de 2022](#)).

**Gráfico 5. Tasa de política monetaria real ex - ante**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana

**Gráfico 6. Evolución tasas de cambio latinoamericanas**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana

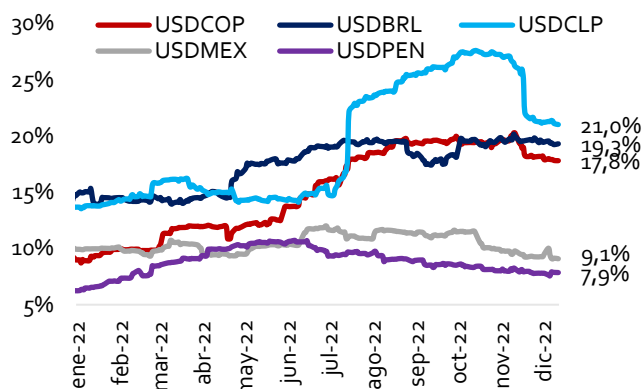
No obstante, desde inicios de noviembre el grueso de las monedas en el mundo ha corregido parte de esta fuerte depreciación, producto de las mejores perspectivas de inflación y crecimiento económico que han acogido las economías de EEUU y la Zona Euro en las últimas semanas (Gráfico 6). En esta línea, la volatilidad del peso colombiano también ha corregido de manera significativa en el mismo período de tiempo y ahora se ubica por debajo de la volatilidad del real brasileiro (Gráfico 7).

Este comportamiento ha estado acompañado de una menor liquidez en el mercado cambiario. En particular, en el año corrido a corte del 17 de noviembre, la liquidez en el mercado interbancario se situaba en promedio en USD 1.175 millones día. En contraste, desde el 18 de noviembre, esta liquidez diaria ha caído en promedio un 27% y se ubica alrededor de los USD 858 millones (Gráfico 8).

En este sentido, algunos funcionarios del Banco de la República han argumentado que los mercados del dólar y las coberturas cambiarias han funcionado correctamente en la coyuntura reciente, por lo que una intervención cambiaria por medio de instrumentos derivados no se ha considerado necesaria<sup>1</sup>. Sin embargo, la volatilidad y la depreciación del peso colombiano han corregido parcialmente y su nivel frente al dólar aún se encuentra en niveles comparativamente altos frente a otras monedas de la región. En efecto, si el peso colombiano se hubiera comportado como las demás monedas principales de LatAm, hubiera fluctuado en un rango entre \$3.882 y \$4.131, en promedio \$880 superior a su nivel actual (Gráfico 9).

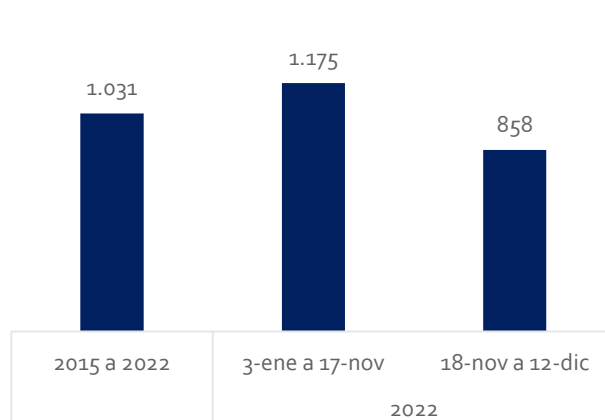
De esta manera, consideramos que la opción de intervenir en el mercado cambiario tal como sugerimos en nuestro informe de octubre (Ver "Aumento de 150 básicos en tasa BanRep: El valor de actuar" en [Informe Especial – Octubre 27 de 2022](#)) no se debe descartar completamente; más teniendo en cuenta que los bancos centrales

**Gráfico 7. Volatilidad anualizada de la tasa de cambio**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana (Promedio 3 meses)

**Gráfico 8. Liquidez mercado cambiario interbancario – Colombia (Promedio diario en millones de dólares)**

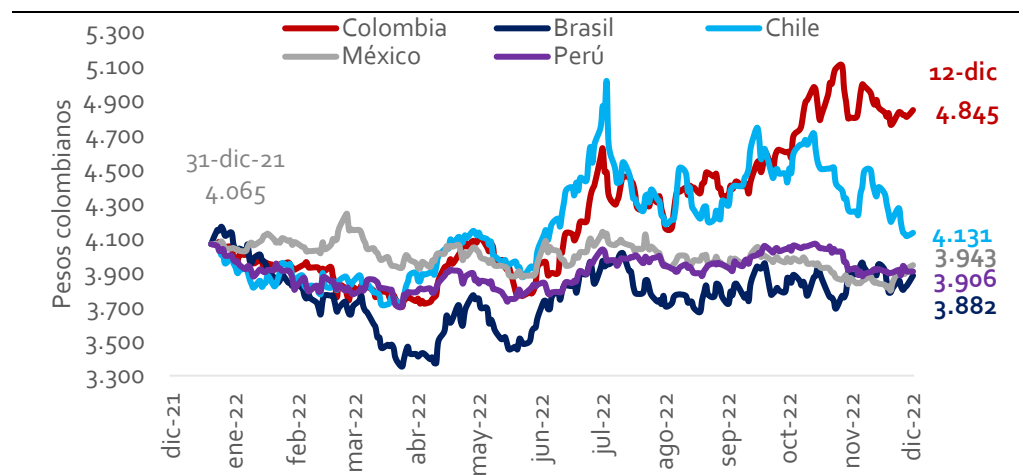


Fuente: Set-ICAP. Cálculos Corficolombiana

<sup>1</sup> <https://www.banrep.gov.co/es/blog/comportamiento-tasa-cambio-estrategias-politica>

desarrollados -como la Fed en EEUU y el Banco Central Europeo- aún están llevando a cabo su proceso de normalización monetaria y las probabilidades de que las tasas se mantengan en puntos máximos durante buena parte del próximo año siguen altas.

**Gráfico 9. Evolución USDCOP replicando comportamiento de principales tasas de cambio LatAm**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

### › Fed advierte "tasas más altas por más tiempo"

En línea con las expectativas del mercado, esta semana la Fed decidió aumentar el rango objetivo de los fondos federales (*Federal Funds Rate*) en 50 pbs, al rango entre 4,25% a 4,50%. La decisión configura la primera desaceleración en el ritmo de subida de tasas tras cuatro reuniones consecutivas en las que la tasa se había incrementado en 75 pbs. Este es su nivel más alto desde diciembre de 2007.

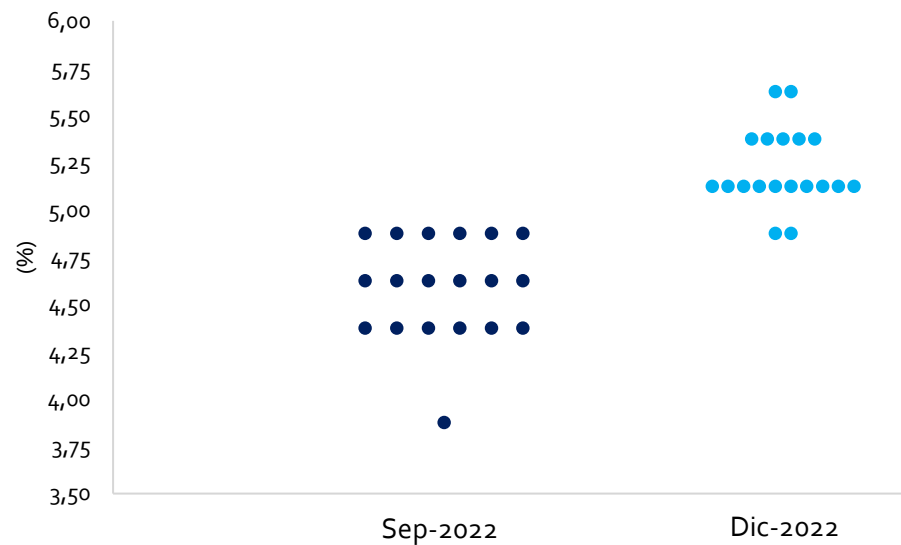
Las proyecciones sobre la trayectoria futura de la tasa de interés apuntan a que la tasa terminal de la Fed se alcanzaría durante 2023, cerrando el año en el nivel entre el 5,00%-5,25%, lo que significa un aumento promedio de 50 pbs frente a la última revisión (Gráfico 10). Sin embargo, Jerome Powell, presidente de la Fed, en conferencia de prensa luego de la reunión, mencionó que las presiones sobre la inflación siguen estando al alza y no se puede descartar que incluso aumenten esta estimación de la tasa en publicaciones posteriores. Además, confirmó que no esperan recortes de tasas durante el próximo año, de manera que solo hasta 2024 se observarían las primeras reducciones en el nivel de la tasa de política, en donde la mayoría de los miembros prevé que haya una reducción de 100 pbs para cierre de año.

Por otra parte, la actualización de proyecciones del FOMC refleja un panorama menos favorable en términos de crecimiento económico para este y el próximo año, pese a que habría una corrección pronunciada en el avance de la inflación (Tabla 1). La Fed corrigió al alza su estimación de inflación PCE de 2023 en 0,3 p.p. al pasar del 2,8% estimado en septiembre al 3,1% de diciembre. De esta manera, tan solo hasta 2025 la inflación retornaría a su nivel objetivo. Así mismo, se espera que el PIB crezca 0,5% en 2022, 0,3 p.p. más que el 0,2% proyectado hace tres meses. Sin embargo, para el próximo año



prevén una tasa de crecimiento del PIB de 0,5 p.p., lo que deriva en una corrección significativamente a la baja tras el 1,2% que se preveía en septiembre.

**Gráfico 10. Nivel apropiado tasa Fed (cierre 2023)**



Fuente: Reserva Federal (Fed).

Sobre el mercado laboral, la entidad monetaria espera que la tasa de desempleo cierre 2022 en 3,7%, en línea con su nivel actual. En 2023 y 2024, la tasa de desempleo se elevaría a niveles cercanos al 4,6%, anticipando las presiones que ejercerá el proceso de normalización monetaria sobre el empleo.

La reacción de los mercados a esta decisión pareciera no incorporar plenamente los mensajes de la Fed de “tasas más altas por más tiempo”. Desde hace varias jornadas, los mercados financieros reflejaban un mayor optimismo de los inversionistas respecto a las decisiones futuras de política monetaria en EEUU. A pesar de que la Fed ratificó su postura alcista (*hawkish*), el índice DXY, la tasa de los bonos del Tesoro a 2 años y el índice accionario S&P 500 reaccionaron positivamente y parecen no creer del todo que la Fed cumplirá lo que reflejan sus proyecciones.

**Tabla 1. Proyecciones Económicas del FOMC**

Indicador	2022	2023	2024	2025	Largo plazo
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Proyección en septiembre 2022	0,2	1,2	1,7	1,8	1,8
Cambio	0,3	-0,7	-0,1	0,0	0,0
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>
Proyección en septiembre 2022	3,8	4,4	4,4	4,3	4,0
Cambio	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,0
<b>Inflación PCE (%)</b>	<b>5,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Proyección en septiembre 2022	5,4	2,8	2,3	2,0	2,0
Cambio	0,2	0,3	0,2	0,1	0,0
<b>Inflación PCE núcleo (%)</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	
Proyección en septiembre 2022	4,5	3,1	2,3	2,1	
Cambio	0,3	0,4	0,2	0,0	

Fuente: Reserva Federal (Fed). Cálculos Corficolombiana.

## Equipo de investigaciones económicas

---

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

#### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[jenny.moreno@corficolombiana.com](mailto:jenny.moreno@corficolombiana.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[diana.lopez@corficolombiana.com](mailto:diana.lopez@corficolombiana.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

[maria.orbezo@corficolombiana.com](mailto:maria.orbezo@corficolombiana.com)

#### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:juan.pardo@corficolombiana.com)

## ADVERTENCIA

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

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

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

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

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN 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.