

## INFORME SEMANAL

# EL REGRESO DE LAS OPAS AL MERCADO ACCIONARIO COLOMBIANO

- Este será nuestro último informe semanal del año. El próximo informe semanal será publicado el 11 de enero de 2022.
- Con respecto al cierre de 2020 el mercado accionario colombiano, medido por el índice de capitalización COLCAP, registra una pérdida de 3,0% año corrido al 17 de diciembre, luego de haber estado abajo 17,7% a finales de mayo. Aproximadamente la tercera parte de la recuperación frente al mínimo del año se le puede atribuir a las ofertas públicas de adquisición (OPAs) sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura, aprobadas el 10 de noviembre y el 14 de diciembre respectivamente. La recuperación fue mayor, pero entre el 2 y el 13 de diciembre el mercado retrocedió
- La prima de 36,5% con respecto al precio anterior a la oferta en el caso de Nutresa y de 43,8% en el caso de Sura respecto a la fecha de la OPA por Nutresa, junto con la participación a ser adquirida de mínimo 50,1% de Nutresa y 25,3% de Sura (acciones con derecho a voto), justifican la reacción positiva del mercado.
- Tomando como punto de partida varios de los análisis que se han conocido sobre la OPA por Nutresa, revisamos algunos elementos que deben tenerse en cuenta en este tipo de operaciones como lo son la prima de control, el valor fundamental y la composición de las Juntas Directivas. Asimismo, revisamos el estado actual de las OPAs sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura.
- Si bien contamos con elementos objetivos para el análisis de las ofertas y elementos fundamentales en el caso de Nutresa, no hay una conclusión inequívoca respecto a la bondad de estas ofertas. Lo cierto es que todo depende de la situación de control tanto del comprador como del vendedor.

### MERCADO DE DEUDA (PAG.10)

- Los Tesoros a 10 años de EEUU se valorización 7 pbs, y cerraron en 1,41% en la semana previa. Por esta línea, las referencias a 10 años de las economías avanzadas se valorizaron en promedio 3 pbs, mientras que las tasas de los bonos a 5 años de las economías emergentes subieron 15 pbs.
- El mercado de deuda local presentó desvalorizaciones la semana pasada. Las tasas de los Títulos Tasa Fija subieron 11 pbs en promedio, mientras que las referencias en UVR se desvalorizaron 9 pbs.

### MERCADO CAMBIARIO (PAG. 17)

- El tipo de cambio avanzó la semana pasada, en línea con la postura menos expansiva de la Fed y las mayores preocupaciones por la variante Ómicron en el mundo.

### MERCADOS EXTERNOS (PAG. 18)

- A nivel macroeconómico, se conocerán las ventas al por menor de noviembre en el Reino Unido, la tasa de desempleo de noviembre en México, y la inflación PCE de noviembre en EEUU.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG. 25)

- El Banco de la República aumentó su tasa de interés en 50 pbs, llevándola a 3,00% en una decisión por mayoría 4 a 3.
- Los datos de actividad económica de octubre mostraron tendencias heterogéneas: el valor agregado de las actividades primarias se contrajo mensualmente, lo cual fue parcialmente compensado por las actividades secundarias. La tendencia al interior del sector terciario fue mixta.

# El regreso de las OPAs al mercado accionario colombiano

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable

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

- Con respecto al cierre de 2020 el mercado accionario colombiano, medido por el índice de capitalización COLCAP, registra una pérdida de 3,0% año corrido al 17 de diciembre, luego de haber estado abajo 17,7% a finales de mayo. Aproximadamente la tercera parte de la recuperación frente al mínimo del año se le puede atribuir a las ofertas públicas de adquisición (OPAs) sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura, aprobadas el 10 de noviembre y el 14 de diciembre respectivamente. La recuperación fue mayor, pero entre el 2 y el 13 de diciembre el mercado retrocedió.
- La prima de 36,5% con respecto al precio anterior a la oferta en el caso de Nutresa y de 43,8% en el caso de Sura respecto a la fecha de la OPA por Nutresa, junto con la participación a ser adquirida de mínimo 50,1% de Nutresa y 25,3% de Sura (acciones con derecho a voto), justifican la reacción positiva del mercado.
- Tomando como punto de partida varios de los análisis que se han conocido sobre la OPA por Nutresa, revisamos algunos elementos que deben tenerse en cuenta en este tipo de operaciones como lo son la prima de control, el valor fundamental y la composición de las Juntas Directivas. Asimismo, revisamos el estado actual de las OPAs sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura.
- Si bien contamos con elementos objetivos para el análisis de las ofertas y elementos fundamentales en el caso de Nutresa, no hay una conclusión inequívoca respecto a la bondad de estas ofertas. Lo cierto es que todo depende de la situación de control tanto del comprador como del vendedor.

## › Las ofertas y la discusión

*Valoración a precios de mercado y precio justo son equivalentes (Decreto 2555 de 2010).*

Durante la Oferta Pública de Adquisición (OPA) en curso por Nutresa, lanzada por Nugil S.A.S. (50,01% de Jaime Gilinski Bacal y 49,99% de Aflaj Investment LLC, de Emiratos Árabes Unidos), dirigida a todos los accionistas de Nutresa, Grupo Gilinski – de aquí en adelante para hacer referencia a Nugil S.A.S., a JGDB Holdings S.A.S. y a Jaime Gilinski Bacal- ha enfatizado que el precio de oferta es muy superior al del mercado, en referencia a una acción que no ha tenido un buen desempeño durante los últimos años. Posteriormente Grupo Gilinski ha reiterado que su oferta es justa.

*Valor fundamental es el valor que se le puede asignar a un activo basado en sus fundamentales, como lo son el flujo de caja, el crecimiento esperado y el riesgo asociado a la inversión.*

Los accionistas controlantes de Nutresa, Grupo Sura y Grupo Argos, que hacen parte del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), decidieron no participar en el proceso, argumentando que el precio ofrecido no refleja el valor fundamental de la compañía en cuestión.

Esta discusión sobre el precio de la oferta en relación con el de mercado y un valor fundamental es probable que también esté en el centro de la discusión con respecto a la OPA sobre Grupo Sura lanzada por JGDB Holding S.A.S. (100% de Jaime Gilinski Bacal, a través de JGDB Holding S.A., de Panamá).

En el caso de Nutresa, adicionalmente, el elemento de la prima de control, el monto adicional que un comprador está dispuesto a pagar por el control de una compañía frente a lo que estaría dispuesto a pagar por una participación no controlante, hace parte central de la discusión.

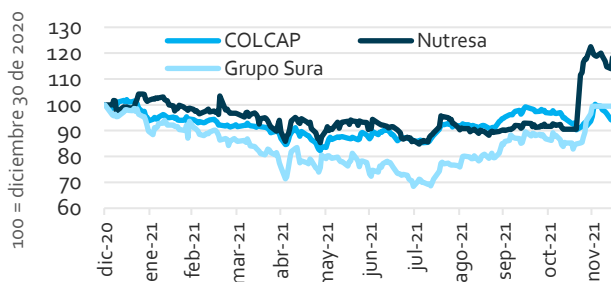
*Participación controlante: Obtener derechos a rendimientos variables derivados de su relación con la participada y con la capacidad de afectar dichos rendimientos a través de su poder sobre la participada (NIIF 10).*

En la oferta por Nutresa, el Grupo Gilinski quiere comprar una participación controlante de entre el 50,1% y el 62,625% del capital suscrito, pagado, en circulación y con derecho a voto. La semana pasada se conoció que el plazo de la oferta se amplió hasta el 12 de enero del próximo año. En caso de que no exista una oferta competidora y el número de aceptaciones de la Oferta sea inferior a 50,1%, “el Oferente podrá, a través de Servivalores GNB Sudameris S.A. Comisionista de Bolsa, modificar la cantidad mínima ofrecida de participación” (del cuadernillo de la OPA). De hecho, de acuerdo con algunas notas en medios, el Grupo Gilinski estaría satisfecho con comprar entre el 30% y el 40% de la participación (influencia significativa, sin control). De no ejercer la opción ni lograr la participación mínima (original o modificada), no habrá una compra final de las acciones vendidas a la fecha. Las aceptaciones recibidas al 17 de diciembre ascienden al 6,92% del porcentaje máximo a comprar, o 4,33% del total de acciones en circulación.

El contexto bursátil local: En relación con el desempeño de la acción de Nutresa frente al precio ofrecido es pertinente tener presente dos elementos. En primer lugar, el precio de la oferta es muy superior al precio de mercado anterior a dicha oferta (+40,8% utilizando la TRM vigente en el momento de publicación de este informe). Adicionalmente, el precio ofrecido supera al precio máximo histórico en términos nominales de COP 29,500 registrado por la acción a finales de 2014, pero es inferior a dicho máximo si se hace el ajuste respectivo por inflación. Como era previsible, la oferta por Nutresa, y posteriormente por Grupo Sura, ha generado correcciones al alza en las cotizaciones de dichas acciones (gráfico 1).

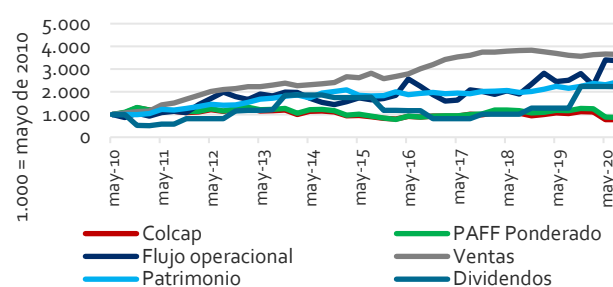
En segundo lugar, el deficiente desempeño de la acción de Nutresa, no es particular a dicha compañía, sino un fenómeno generalizado en el mercado accionario colombiano. Medido desde 2010, con el índice de capitalización (COLCAP), el mercado ha tenido un mal desempeño relativo a los mercados accionarios de la región y de las economías desarrolladas, el crecimiento del PIB, el mercado de deuda, y frente a otras métricas. Medido en dólares, el deterioro ha sido incluso más pronunciado.

**Gráfico 1. Desempeño bursátil 2021**



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corfic Colombiana.

**Gráfico 2. COLCAP, PAFF y fundamentales**



Fuentes: Capital IQ y Eikon. Cálculos: Corfic Colombiana.

Se trata de un mercado con valor, si se quiere, atrapado. Esto se evidencia al medir el desempeño del mercado accionario local mediante un índice de ponderación fundamental como el PAFF Corficolombiana®. Al comparar dicho índice con la evolución de las variables fundamentales de ponderación que lo componen (valor en libros, ventas, dividendos y flujo de caja operativo), se observa un rezago importante en el valor accionario del mercado. Las acciones del mercado colombiano no vienen reflejando el buen desempeño fundamental las empresas (gráfico 2). Nutresa no escapa a esta realidad.

### › *Análisis de la oferta por Nutresa*

\*Para este análisis utilizamos las definiciones que aparecen al final del editorial.

*Prima de control: Cantidad que un comprador está dispuesto a pagar sobre el valor de mercado de una empresa, para adquirir una participación controlante sobre esta.*

El precio ofrecido por Gilinski sobre Nutresa implica una prima con respecto al precio de mercado anterior a la oferta. Esta puede ser entendida como una prima de control, dado que la intención es lograr una participación controlante sobre la compañía. El precio en bolsa de Nutresa anterior a la oferta era de COP 21,900 por acción y el precio ofrecido por Gilinski de COP 29.891 por acción (USD 7,71 con la tasa de cambio del 10 de noviembre) era 35,5% superior. Con la tasa de cambio del 20 de diciembre, el precio de compra es de COP 30.839 (+40,8% de prima).

Para analizar la prima de control implícita en la operación planteada, es importante recordar en qué consiste. En la línea con lo planteado por el profesor Aswath Damodaran, el valor del control se relaciona con el convencimiento del comprador sobre su capacidad de cambiar positivamente el valor de la compañía a partir de cambios en la manera como esta se opera, así como la probabilidad de que estos cambios se puedan llevar a cabo. En este sentido, creemos que el valor de referencia a comparar con el valor ofrecido debe ser un valor fundamental o intrínseco, basado en los fundamentales actuales de la compañía (flujo de caja esperado, riesgo asociado a la inversión, etc.). El valor fundamental no necesariamente coincide con el precio de mercado.

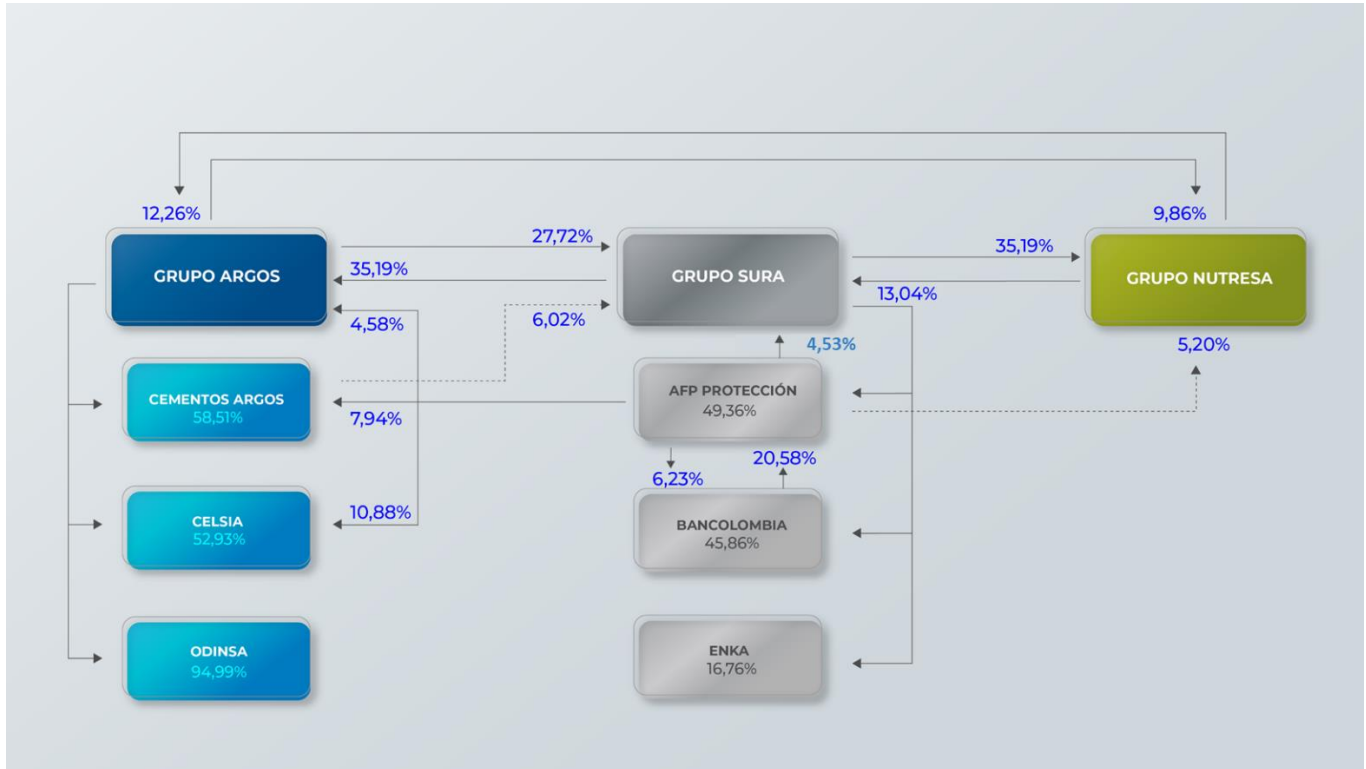
Nuestra valoración fundamental del precio de la acción de Nutresa, se basa en la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) al Costo Ponderado del Capital (WACC). Aplicando esta metodología, nuestro precio objetivo 12 meses (a noviembre de 2022) es de COP 31,381 por acción, que en valor presente (descontado al Costo del Patrimonio de 13,8%) da COP 27,582 por acción. Así las cosas, la prima de control implícita en la oferta de compra, frente a nuestra valoración, es de 11,8% aproximadamente.

El Grupo Gilinski estaría ofreciendo, según estos cálculos, una prima de control. No obstante, dicha prima no sería tan amplia como lo sugiere una simple comparación del precio de mercado (10 de noviembre) con el precio ofrecido para la OPA. Recordemos que esta prima, sería aplicable solo al caso de que el Grupo Empresarial Antioqueño hubiera decidido vender su participación mayoritaria en Nutresa.

Asimismo, la valoración fundamental de Nutresa para el GEA podría ser mayor a la acá mencionada, dado que, en el ejercicio como parte controlante, dicho grupo puede incidir

sobre el desempeño futuro de la compañía. Adicionalmente, el GEA podría esperar una prima de control mayor, teniendo en cuenta que un control sobre Nutresa implica una posición importante en Grupo Sura (13,0%) y Grupo Argos (12,6%) (diagrama 1).

**Diagrama 1. GEA actual**



Fuente: Superintendencia Financiera (corte: Junio 30 de 2021). Construcción: Corficolombiana.

*Accionista minoritario: Aquel que es dueño de menos del 50% del derecho a voto de en una compañía. Los dividimos entre minoritarios sin influencia significativa y minoritarios con influencia significativa.*

Así las cosas, el escenario de participación sobre la OPA de Nutresa parece ser más relevante para los accionistas minoritarios, quienes no tienen la capacidad de incidir de forma directa en el desempeño futuro de la compañía. En este caso, comparar el precio de oferta de la OPA y el precio de mercado puede ser suficiente. Asimismo, un minoritario podría utilizar una valoración que utilice un Modelo de Descuento de Dividendos (DDM), que es en últimas lo que recibe de su inversión como poseedor de las acciones. Este acercamiento a la valoración resulta en un valor menor al precio de mercado previo a la OPA.

En relación a los precios, nos limitamos a lo que tiene que ver con la prima de control y el valor intrínseco, toda vez que de acuerdo al decreto 2555 de 2010, el precio justo equivale al precio de mercado.

## › Descripción y estado actual de las OPAs

**Tabla 1. OPA sobre Nutresa**

Descripción y estado actual	
Oferente	Nugil S.A.S.
Destinatarios	Todos los accionistas
Aprobación Superfinanciera	'10/11/2021
Periodo de la OPA	'Desde el 29/11/2021 hasta el 11/01/2022 (originalmente 17/12/2021)
Precio por acción	USD 7,71 COP 30.839 (con la TRM de 3.999,85 vigente el 20 de diciembre)
Acciones con derecho a voto a ser adquiridas	50,1% - 62.5% USD 1.769 mm - 2.211 mm COP 7,08 Bn - 8,85 Bn
Ampliación de los rangos de compra	El máximo no se mueve, el mínimo tiene opción de modificarse a la baja
Prima con respecto al precio anterior a la OPA	36,5% (TC vigente a la fecha)
Prima con respecto a nuestro valor fundamental	11,8%

Fuente: Cuadernillo de oferta y Bolsa de Valores de Colombia. Construcción: Corficolombiana.

**Tabla 2. OPA sobre Grupo Sura**

Descripción y estado actual	
Oferente	JGDB Holding S.A.S.
Destinatarios	Todos los accionistas dueños de acciones ordinarias
Aprobación Superfinanciera	14/12/2021
Periodo de la OPA	Desde el 24/12/2021 hasta el 11/01/2021
Precio por acción	USD 8,01 32.039 COP (con la TRM de 3.999,85 vigente el 20 de diciembre)
Acciones con derecho a voto a ser adquiridas	25,344% - 31,68% USD 950 mm - 1.187 mm COP 3,80 Bn - 4,75 Bn
Ampliación de los rangos de compra	El máximo no se mueve, el mínimo tiene opción de modificarse a la baja
Prima con respecto al precio anterior a la OPA	43,8% (TRM vigente a la fecha)

Fuente: Cuadernillo de oferta y Bolsa de Valores de Colombia. Construcción: Corficolombiana.

Como lo mencionamos anteriormente, las cotizaciones de las acciones objeto de la oferta han corregido al alza y esto refleja la expectativa de que la compra/venta se realice. Siendo este el caso, se espera que quienes están comprando a los niveles de precio actuales en el mercado, posteriormente venderán a través de las OPAs.

A la fecha, Grupo Gilinski ha comunicado que no va a modificar las fechas de la OPA por Grupo Sura, no va a deslistar las acciones de las empresas objeto de las OPAs, no va a realizar OPA por Grupo Argos y en caso de darse la operación de Grupo Sura, propondrá la fusión de los bancos Bancolombia y GNB Sudameris, en un banco cuyo activo ascendería a COP 228 Billones (85% aportado por Bancolombia) y un patrimonio de 30 Billones (93% aportado por Bancolombia) y mantendría el primer puesto que actualmente ocupa Bancolombia (tabla 1 y tabla 2).

### › *Sobre la necesidad de obtener el control*

*Accionista minoritario con influencia significativa tiene el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, sin llegar a tener el control ni el control conjunto de esta (NIC 28).*

Si bien aplican definiciones de inversionista controlante o de influencia significativa basadas en la participación sobre las acciones con derecho a voto, donde más del 50% implica control y entre 20% y 50% implica influencia significativa, hay otras formas de obtener el control: indirectamente, mediante la agrupación de las participaciones de empresas que hacen parte de un mismo grupo empresarial, directamente con menos de 50% cuando las demás partes tienen menores participaciones y no actúan en conjunto, etc.

Adicionalmente, el día a día de la administración de una empresa no se realiza mediante el uso constante del voto, sino a través de organismos como la Junta Directiva, que es elegida por la Asamblea General de Accionistas (AGA), el máximo órgano social y administrativo de una sociedad anónima, conformada por los dueños de las acciones de la sociedad en cuestión.

La normatividad del mercado público de valores establece la obligatoriedad de las sociedades inscritas de contar como mínimo con el 25% de miembros independientes en sus Juntas Directivas, quienes no se relacionan con los dueños de la sociedad ni con sus administradores, con lo que la JD no velará únicamente por los intereses de los mayoritarios. Por su parte, los miembros no independientes o patrimoniales sí representan a los dueños de las compañías. La JD de Nutresa tiene ocho miembros, cuatro independientes y cuatro no independientes, mientras que la JD de Grupo Sura tiene siete miembros, cuatro independientes y tres no independientes.

La elección de la Junta Directiva se realiza mediante el mecanismo de cociente electoral (en los términos del artículo 197 del Código de Comercio), determinado “dividiendo el número total de los votos válidos emitidos por el de las personas que hayan de elegirse”, incluyendo a los candidatos no independientes e independientes. En este sentido, para efectos del direccionamiento y la gestión de una compañía, es en la elección de la JD donde pesa más la participación sobre las acciones con derecho a voto.

En cuanto al rol de las AFP, estas votan como cualquier inversionista y su voto es igual al de los demás dueños, aunque tienen el deber de abstenerse de votar en eventos o

circunstancias excepcionales. Tanto en Nutresa como en Grupo Sura, los mayores accionistas minoritarios son las AFP. En el caso de Sura, la participación aproximada de las AFPs sobre las acciones ordinarias es de 17%, mientras que en Nutresa es del 16%.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, no es indispensable para el Grupo Gilinski obtener una participación controlante sobre Nutresa para incidir significativamente sobre la empresa. Partiendo de la independencia de los miembros independientes y el hecho de que estos velan por el beneficio de la compañía y todas las partes interesadas, un solo miembro patrimonial de junta puede hacer la diferencia. Asimismo, en el caso de Grupo Sura, Grupo Gilinski está ofertando por una participación minoritaria, pero suficiente para contar con un miembro de junta no independiente (patrimonial).

**Tabla 3. Escenario en el que Grupo Gilinski logra obtener el 50,10% de Nutresa y el 25,34% de Sura**

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
<b>OPAs</b>									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,10%	25,34%	0,00%
<b>Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs</b>									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,14%	0,00%	6,53%	0,00%
Grupo Sura	12,51%	11,62%	0,00%	0,00%	4,25%	8,92%	8,92%	0,00%	0,00%
<b>Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs</b>									
Grupo Nutresa	3,22%	3,00%	3,25%	3,59%	1,09%	2,30%	2,90%	1,70%	5,83%
Grupo Sura	2,39%	0,78%	6,08%	6,21%	0,00%	1,67%	1,53%	4,20%	8,47%
<b>OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas</b>									
Grupo Gilinski	18,13%	15,40%	9,33%	9,81%	5,34%	19,03%	63,45%	37,78%	14,31%

Fuente: Superintendencia Financiera (corte: Junio 30 de 2021). Construcción: Corficolombiana.

Calculamos que si Grupo Gilinski logra comprar en la parte baja de los rangos de compra propuestos sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura, teniendo en cuenta las participaciones directas e indirectas (diagrama 1 y tabla 3), obtendría una participación de 18,13% sobre AFP Protección, 15,40% sobre Bancolombia, 9,33% sobre Celsia, 9,81% sobre Cementos Argos, 5,34% sobre Enka, 19,03% sobre Grupo Argos, 63,45% sobre Grupo Nutresa, 37,38% sobre Grupo Sura y 14,31% sobre Odinsa. Las participaciones indirectas acá calculadas utilizan dos capas. Por ejemplo, el 15,40% sobre Bancolombia por parte de Grupo Gilinski se obtiene de sumar 3,00% de Bancolombia que viene de participar de 50,1% de Nutresa, quien participa de 13,04% de Grupo Sura, quien participa de 45,86% de Bancolombia; y el otro 12,40% de Bancolombia viene de participar de 25,34% de Grupo Sura quien participa de 45,86% de Bancolombia.



## › *Conclusión*

Aplaudimos el renovado interés por el mercado accionario colombiano y creemos que las recientes OPAs pueden servir de gatillo para liberar parte del valor atrapado que en nuestra opinión guarda el mercado accionario colombiano.

Asimismo, consideramos que este entusiasmo debe complementarse con información y conceptos que ayuden a contextualizar la realidad de los diferentes activos y la pertinencia de ciertas aproximaciones y conceptos a la hora de analizar las operaciones en curso. Creemos haber contribuido en esa dirección.

## › *Definiciones*

Nuestro análisis de las OPAs utiliza las siguientes definiciones (esto puede ir al final como anexo):

- Accionista con Influencia significativa: Accionista con el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, sin llegar a tener el control ni el control conjunto de esta (NIC 28). Se tiene influencia significativa cuando se cuenta con el 20% o más del derecho a voto sin ser el controlante.
- Accionista controlante: Un inversionista que tiene derechos a rendimientos variables derivados de su relación con la participada y tiene la capacidad de afectar dichos rendimientos a través de su poder sobre la participada (NIIF 10). El control se puede lograr de manera directa o indirecta contando con más del 50% de las acciones ordinarias con derecho a voto.
- Accionista minoritario: Aquel que es dueño de menos del 50% del derecho a voto de en una compañía. Los dividimos entre minoritarios sin influencia significativa y minoritarios con influencia significativa.
- Descuento de holding: El menor valor entre el precio de la acción de una holding frente al precio correspondiente a la suma de las partes (ya sea a través de precios de mercado o precios de valoración fundamental).
- OPA: Una Oferta Pública de Adquisición es una operación del mercado de valores por la que una persona natural o jurídica hace una oferta para comprar todas o parte de las acciones de una empresa que cotiza en bolsa a un precio determinado. Es obligatoria cuando se quiere comprar más del 5% de la participación sobre una empresa en una transacción.
- Precio justo de intercambio: Valor de mercado (Decreto 2555 de 2010).
- Prima de control: Cantidad que un comprador está dispuesto a pagar sobre el valor de mercado de una empresa, para adquirir una participación controlante sobre esta. Visto desde otro punto de vista, está el concepto de descuento minoritario, que es el menor valor por acción que un minoritario está dispuesto a pagar frente a aquel que está dispuesto a pagar un inversionista por una participación controlante.
- Valor de mercado: Valor que presentan los activos en el mercado, resultado de la interacción entre la oferta y la demanda. En el caso de las acciones colombianas se trata del precio en bolsa. Dado el nivel de liquidez de las acciones ordinarias de Nutresa y Grupo Sura, el precio de mercado corresponde al precio de cierre o el precio de la última transacción.
- Valor intrínseco o valor fundamental: El valor que se le puede asignar a un activo basado en sus fundamentales, como lo son el flujo de caja, el crecimiento esperado y el riesgo asociado a la inversión. De acuerdo con esto, los modelos de valoración por flujo de caja descontado son de hecho una valoración fundamental.

## Mercado de deuda

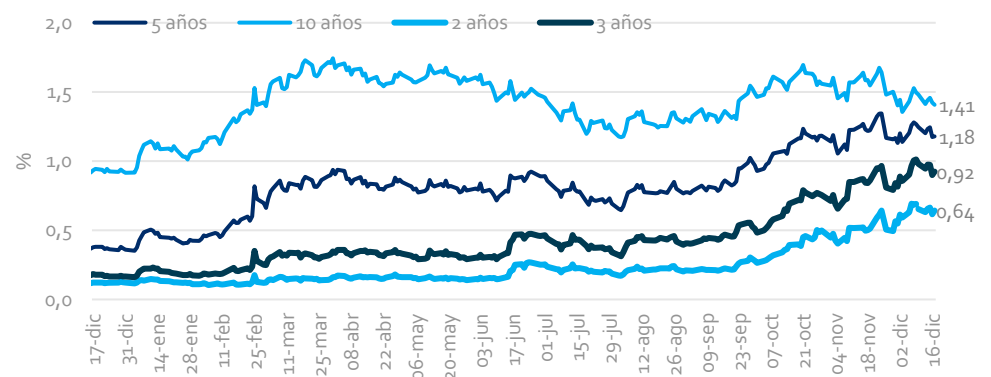
**Gabriela Bautista Escobar**  
 Practicante de Investigaciones  
 (+57-601) 3538787 Ext. 6112  
[laura.bautista@corficolombiana.com](mailto:laura.bautista@corficolombiana.com)

- Los Tesoros a 10 años de EEUU se valorización 7 pbs, y cerraron en 1,41% en la semana previa. Por esta línea, las referencias a 10 años de las economías avanzadas se valorizaron en promedio 3 pbs, mientras que las tasas de los bonos a 5 años de las economías emergentes subieron 15 pbs.
- El mercado de deuda local presentó desvalorizaciones la semana pasada. Las tasas de los Títulos Tasa Fija subieron 11 pbs en promedio, mientras que las referencias en UVR se desvalorizaron 9 pbs.

### › Mercado internacional: bancos centrales responden a la inflación

Los títulos a 10 años de los bonos del Tesoro estadounidense se valorizaron la semana pasada, pese a la decisión de la Reserva Federal de acelerar el *tapering* a partir de enero del 2022, lo que redujo la incertidumbre frente a la política monetaria de la Fed en un contexto de mayores presiones inflacionarias. Asimismo, otros bancos centrales de economías avanzadas y emergentes redujeron sus estímulos monetarios esta semana, anticipando una mayor respuesta a la inflación en el corto plazo (ver sección “Mercados Externos” en este informe).

### Bonos del Tesoro de EEUU

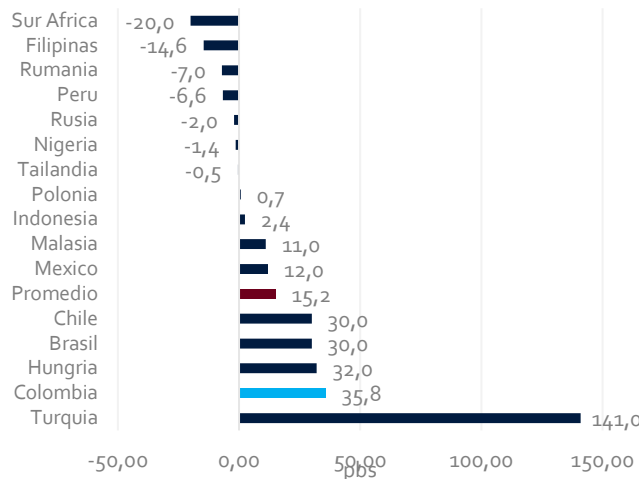


Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Sin embargo, los temores sobre los efectos que pueda tener el retiro del estímulo monetario sobre la recuperación de la actividad económica en el corto plazo, en un contexto de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, ha incrementado la aversión al riesgo de los inversionistas, y consiguó el apetito por los activos refugio, lo que motivó el aplanamiento de la curva.

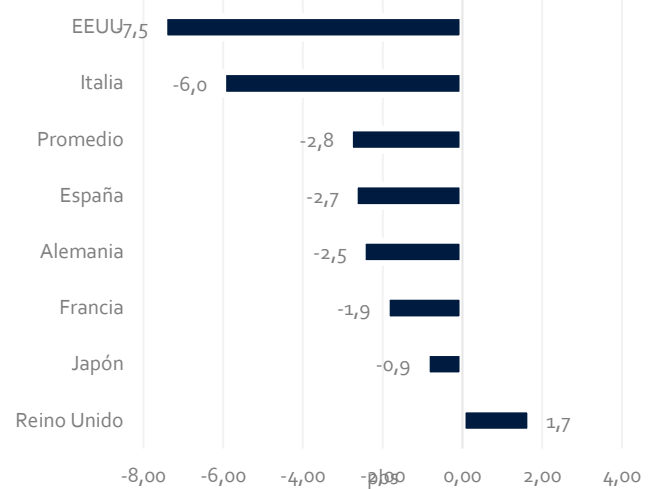
En línea con lo anterior, las tasas a 5 y 10 años de EEUU bajaron 7 pbs hasta 1,407% y 1,179% respectivamente, mientras que la referencia a 2 años alcanzó un mínimo de 0,616% al cierre de la jornada del jueves, pero corrigió al alza y finalizó la semana en 0,642%. Por su parte, el empinamiento entre la tasa de 2 y 10 años bajó hasta 76 pbs.

**Bonos a 5 años países emergentes (cambio semanal)**



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

**Bonos a 10 años países desarrollados (cambio semanal)**



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Este comportamiento se replicó en menor medida en las referencias a 10 años de varias economías desarrolladas, cuyas tasas se valorizaron 3 pbs respecto al cierre de la semana previa. Por su parte, el mercado de deuda de las economías emergentes presentó comportamientos mixtos, con una desvalorización promedio de 15 pbs, siendo las referencias de Turquía, Colombia y Hungría las que presentaron mayores pérdidas.

› **Mercado local**

La renta fija local presentó desvalorizaciones la semana pasada, en respuesta a la postura más *hawkish* de la Reserva Federal y al incremento de los tipos de interés en 50 pbs hasta 3,0% por parte de la Junta Directiva del Banco de la República. Las tasas de los títulos tasa fija aumentaron 11 pbs en promedio, mientras que las referencias en UVR subieron 9 pbs frente a la semana previa.

La curva de TES tasa fija corrigió al alza la semana pasada, impulsada por las referencias de corto y mediano plazo. En promedio, las partes corta y media de la curva se desvalorizaron 18 pbs y 25 pbs respectivamente, mientras la parte larga bajó marginalmente respecto al cierre de la semana previa. Además, se percibió una sobreacción de la referencia a 5 años ante el contexto internacional, siendo el título con peor desempeño al subir 36 pbs.

En el caso de las referencias en UVR, se presentaron desvalorizaciones a lo largo de la curva, con ganancias únicamente en el título con vencimiento en febrero de 2023 que bajó 16 pbs, en línea con las mayores expectativas de la persistencia de la inflación en el corto plazo.

Por otra parte, el Ministerio de Hacienda y Crédito público anunció la colocación de un nuevo título TES tasa fija de largo plazo, con vencimiento el 28 de mayo de 2042. El título

se subastará en el mercado primario a partir del 12 de enero de 2022, por un valor de 650 mil millones de pesos. Adicionalmente, esta semana concluyó el programa de colocaciones de TES de Corto Plazo (TCO) del 2021, y las subastas de este tipo de activos se reanudarán el martes 4 de enero del 2022.

### Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa		Precio	
				10-dic-21	17-dic-21	10-dic-21	17-dic-21
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT10040522	7,00%	4-may-22	0,38	3,26	3,26	101,40	101,36
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	2,35	6,31	6,67	108,56	107,64
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	3,60	6,96	7,28	97,60	96,57
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	4,04	7,25	7,55	100,91	99,76
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	5,08	7,55	7,77	91,67	90,73
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	5,21	7,68	7,86	91,72	90,91
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	6,55	7,85	7,86	99,36	99,29
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	6,69	7,98	7,99	93,70	93,61
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	7,43	8,06	8,02	92,62	92,86
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	8,51	8,14	8,13	93,03	93,11
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	9,23	8,20	8,16	83,70	83,97
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	11,82	8,37	8,35	87,93	88,09
<b>TES UVR</b>							
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	1,14	0,97	0,81	104,48	104,63
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	3,19	2,30	2,10	103,88	104,52
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,80	2,95	2,69	101,68	102,94
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	9,47	3,65	3,52	94,10	95,21
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	10,05	3,70	3,63	110,87	111,63
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	11,52	3,80	3,70	99,42	100,56
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	17,20	3,91	3,85	97,32	98,30

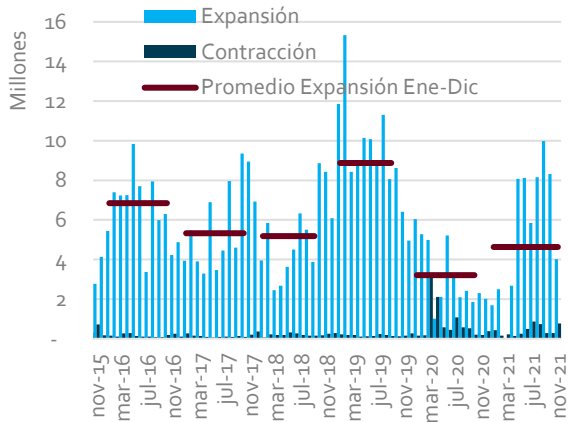
Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

### Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z- Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					10-dic-21	17-dic-21	10-dic-21	17-dic-21
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	1,22	104,19	1,83	1,88	100,78	100,78
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	2,13	128,10	2,28	2,36	103,27	103,09
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,80	160,00	3,20	3,27	104,69	104,51
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,84	185,00	3,79	3,77	100,41	105,14
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	6,19	206,00	4,08	4,12	102,52	102,25
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	8,92	222,70	4,39	4,42	90,55	90,27
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	10,18	334,52	5,63	5,79	118,12	116,92
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	12,12	330,90	5,66	5,84	106,17	104,30
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	13,82	291,70	5,18	5,27	86,71	85,29
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	14,05	315,40	5,49	5,68	94,06	92,54
COLGLB49	5,200%	15-may-49	15,02	320,80	5,51	5,71	95,63	93,80

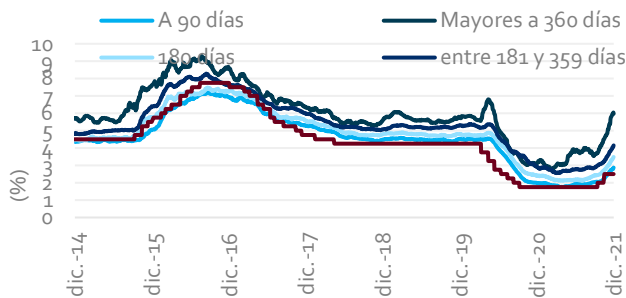
Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



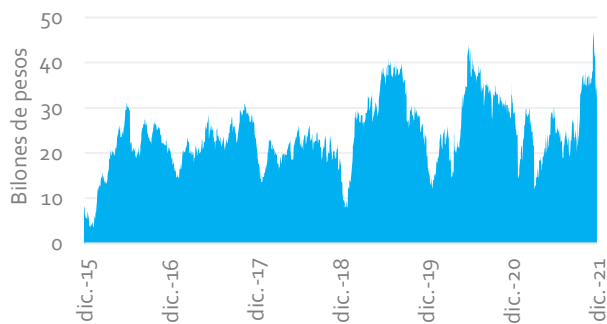
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



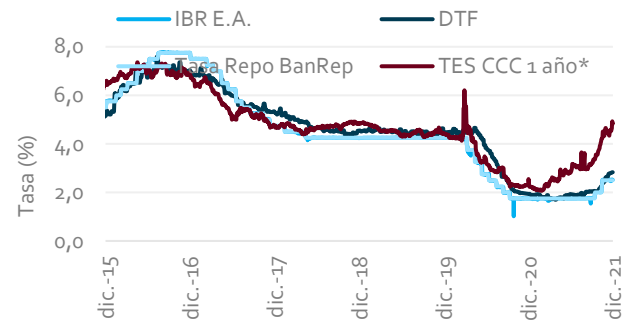
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



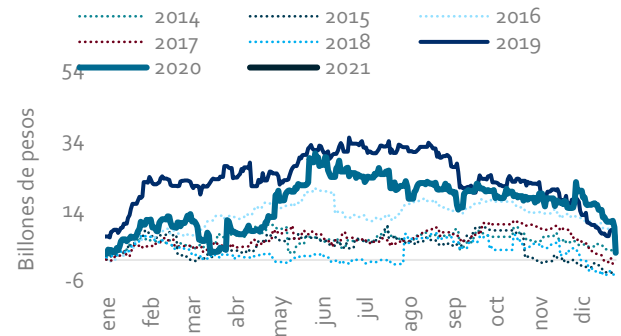
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



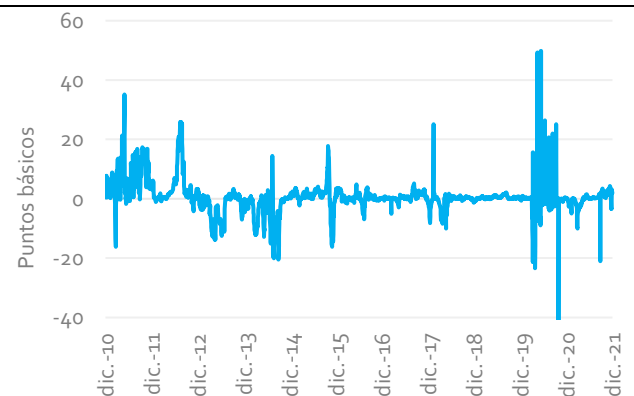
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep (año corrido)



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

**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	489,7	8,56%	471,5	9,33%	18,2	-8,19%
hace un año	508,1	3,77%	492,3	4,41%	15,9	-12,89%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	546,8	7,75%	527,7	7,81%	19,2	5,96%
3-dic.-21	555,2	9,27%	535,4	8,76%	19,8	24,98%

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	250,8	4,72%	154,8	15,32%	71,1	9,68%
hace un año	261,0	4,06%	158,8	2,61%	75,1	5,53%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	275,3	4,69%	173,8	10,72%	83,5	12,23%
3-dic.-21	278,4	6,68%	177,7	11,91%	84,6	12,77%

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	250,8	4,72%	233,3	5,90%	17,5	-8,82%
hace un año	261,0	4,06%	245,6	5,27%	15,4	-12,06%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	275,3	4,69%	256,8	4,67%	18,5	4,98%
3-dic.-21	278,4	6,68%	259,3	5,60%	19,1	23,85%

Fuente: Banco de la República

**Tasa IBR overnight implícita en los swaps (Tasas E.A.)**

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
17-dic-20	1,75%	1,75%	1,62%	1,78%	1,90%	2,15%	2,77%
1-ene-20	4,26%	4,25%	4,15%	4,31%	4,35%	4,49%	4,76%
16-nov-21	2,53%	2,27%	3,69%	4,28%	5,04%	7,04%	7,16%
1-ene-21	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
10-dic-21	2,53%	2,53%	3,98%	4,79%	4,99%	6,40%	6,92%
17-dic-21	2,52%	2,53%	4,31%	5,19%	5,55%	6,84%	7,15%
<b>Cambios (pbs)</b>							
Semanal	-1	0	33	40	57	44	22
Mensual	-1	26	63	91	52	-20	-2
Año corrido	78	78	269	356	384	489	475
Anual	77	78	270	341	365	469	438

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana



## Mercado cambiario

**Jose Luis Mojica**

Analista de Investigaciones

+57 1 3538787 ext. 6107

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

*La decisión de la Fed fortaleció el dólar a nivel global*

- El tipo de cambio avanzó la semana pasada, en línea con la postura menos expansiva de la Fed y las mayores preocupaciones por la variante Ómicron en el mundo.

El peso se devaluó un 1,9% respecto al dólar durante la semana y cerró en 3.974 pesos por dólar. Este movimiento se dio en línea con el retroceso del precio del petróleo –al viernes, la referencia Brent se ubicó en 73 dólares por barril (dpb) y el WTI en 70,3 dpb, lo que implicó un descenso semanal de 2,9% y de 1,9% respectivamente–, y con el avance del índice DXY –cerró en 96,6 puntos, 0,7% menor frente al cierre de la semana pasada–. De este modo, el peso colombiano registró un retroceso soportado en un mayor apetito por dólar a nivel global.

En particular, los inversionistas aumentaron sus posiciones largas en dólar la semana pasada, después de que la Fed en su reunión mensual decidiera incrementar el retiro del estímulo monetario (ver Mercados Externos en este informe). La expectativa de unas menores compras de activos en los próximos meses abre la posibilidad a incrementos de la tasa de interés para el 2022 en la mayor economía del mundo, lo que limitará los flujos a emergentes y generará presiones devaluacionistas para el peso colombiano. Adicionalmente, la aversión al riesgo continuó en niveles elevados por el repunte de los casos de coronavirus en el mundo, lo que está llevando a varias economías a tomar medidas de distanciamiento con el fin de contener la nueva variante Ómicron.

En términos de crudo, las cotizaciones retrocedieron durante la semana, en línea con las preocupaciones por una menor recuperación de la demanda. El repunte de los casos de coronavirus y la liberación de reservas estratégicas de crudo en EEUU han soportado las presiones a la baja para los precios del petróleo.

### Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4002,97	1,50%	7,08%	16,62%
Dólar Interbancario	Colombia	3974,32	1,91%	16,41%	16,14%
BRLUSD	Brasil	5,70	2,95%	12,45%	9,67%
CLPUSD	Chile	843,26	0,46%	14,84%	18,68%
PENUSD	Perú	4,04	-0,89%	12,54%	11,59%
MXNUSD	México	20,83	-0,51%	3,42%	4,73%
JPYUSD	Japón	113,73	0,04%	9,31%	10,14%
USDEUR	Eurozona	1,12	-0,92%	-7,24%	-8,00%
USDGBP	Gran Bretaña	1,32	0,16%	0,09%	-3,24%
DXY (Índice del Dólar)	EEUU	96,57	0,70%	1,67%	7,37%

Fuente: Eikon

## Mercados externos

**María Paula González**

Analista de Investigaciones

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

- A nivel macroeconómico, se conocerán las ventas al por menor de noviembre en el Reino Unido, la tasa de desempleo de noviembre en México, y la inflación PCE de noviembre en EEUU.

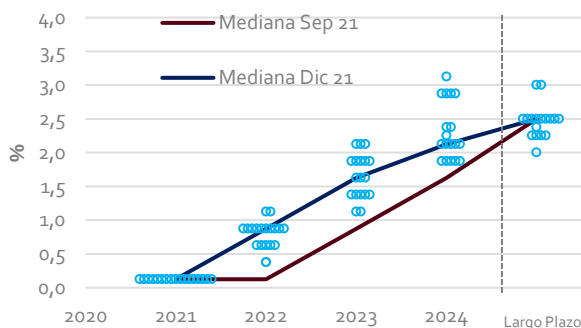
### Reuniones de política monetaria: Reducción del estímulo monetario

#### FED: Aceleración del tapering a partir de enero

En su reunión de diciembre, **el Comité de Mercado Abierto (FOMC) de la Reserva Federal mantuvo sus instrumentos de política en sus niveles previos<sup>1</sup> ; y en línea con el rápido aumento de la inflación y el fortalecimiento del mercado laboral anunció la aceleración del tapering a partir de enero del próximo año**. Anteriormente, la Reserva Federal había anunciado que en noviembre empezaría a reducir el estímulo monetario, mediante una disminución de 15 mil millones de dólares en la compra de activos para los meses de noviembre y diciembre de 2021<sup>2</sup>. Sin embargo, el Comité decidió en su última reunión incrementar el ritmo de reducciones a 30 mil millones de dólares a partir de enero, de manera que la compra de valores del Tesoro se reduce en 20 mil millones de dólares y la compra de valores respaldados por hipotecas (MBS) disminuye en 10 mil millones de dólares (Ver Informe Especial: [Reacción de la última reunión de la Fed](#)).

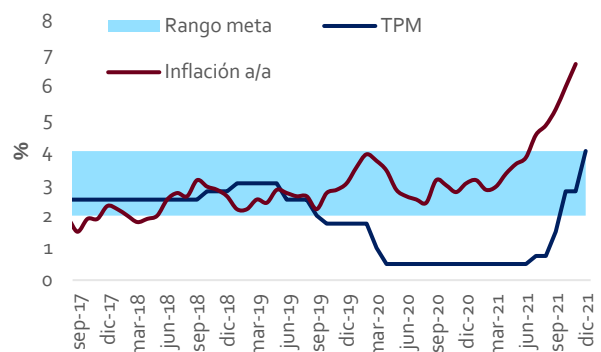
A futuro, el FOMC considera que reducciones mensuales similares serán apropiadas, pero está preparado para ajustar el ritmo de compras si lo justifican los cambios en las perspectivas económicas. De continuar con este ritmo, el programa concluiría en marzo de 2022.

### Dot plot del FOMC



Fuente: Reserva Federal

### Tasa de política monetaria e inflación en Chile



Fuente: Eikon

<sup>1</sup> El rango de tasas de referencia se mantuvo en 0,00%-0,25%. Este nivel se mantendrá hasta que i) se logre el pleno empleo, ii) la inflación haya alcanzado el objetivo de 2,0% y iii) esté encaminada a superar moderadamente el nivel objetivo.

<sup>2</sup> El programa de compras de activos mantenía un ritmo de compras mensuales por 120 mil millones de dólares, de los cuales 80 mil millones se destinaban a valores del Tesoro y 40 mil a valores respaldados por hipotecas (MBS).

**Tabla 1. Proyecciones económicas del FOMC en diciembre**

Indicador	Mediana de los rangos de pronósticos				
	2021	2022	2023	2024	Largo plazo
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
Proyección en Septiembre 2021	5,9	3,8	2,5	2,0	1,8
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	<b>4,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>
Proyección en Septiembre 2021	4,8	3,8	3,5	3,5	4,0
<b>Inflación PCE (%)</b>	<b>5,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Proyección en Septiembre 2021	4,2	2,2	2,2	2,1	2,0
<b>Inflación PCE núcleo (%)</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>
Proyección en Septiembre 2021	3,7	2,3	2,2	2,1	2,0

Fuente: Reserva Federal.

### **Ajuste de las proyecciones: una visión más hawkish**

Frente a la subida del rango de la tasa de interés, la Fed señaló que “dado que la inflación ha superado el 2% durante algún tiempo, el Comité espera que sea apropiado mantener el rango objetivo hasta que las condiciones del mercado laboral alcancen niveles consistentes con las evaluaciones del Comité sobre el máximo empleo”. **Sin embargo, el dot plot del rango de la tasa de referencia señala que la mayoría de los miembros del FOMC anticipan una subida de tasas en el 2022 con una mediana en el rango 0,75-1,0%.**

Por su parte, la actualización de proyecciones refleja un panorama menos favorable para este año y un crecimiento notable en 2022 con una inflación desacelerada, pero por encima del objetivo de la Fed. En efecto, la Fed prevé un crecimiento de 5,5% en 2021 y de 4,0% en 2022 (ant: 5,9% y 3,8%, respectivamente). En materia de precios, la inflación PCE para este año fue revisada al alza en 1,1 p.p a 5,3% en línea con una inflación más persistente de lo previsto anteriormente. Así, las cosas en 2022 la inflación se desaceleraría al 2,6% (ant: 2,6%) y hasta el 2,3% en 2023. Finalmente, la tasa de desempleo fue ajustada a la baja en 0,5 p.p, para el cierre de este año, hasta 4,3%.

### **BCE: terminaría las compras de emergencia en marzo**

En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sus instrumentos de política en sus niveles previos<sup>3</sup>. Entre tanto, en el primer trimestre de 2022 las compras de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) continuarán en un menor ritmo al observado en el anterior trimestre, de modo que terminen en marzo de 2022. Sin embargo, la

<sup>3</sup> Las tasas de interés de las operaciones principales de financiación, la facilidad marginal de crédito y la facilidad de depósito se mantuvieron 0,00 %, 0,25 % y -0,50 %, respectivamente. Las tasas se mantendrán en los niveles actuales, o inferiores, hasta que i) la inflación subyacente avance y sea compatible con alcanzar el objetivo de 2,0% en el mediano plazo, ii) la inflación esperada se ubique en 2% bastante antes del final del horizonte de proyección y iii) se mantenga en 2,0% en el resto de dicho horizonte.

reinversión de los principales valores adquiridos bajo este programa se extenderá hasta 2024.

Adicionalmente, el Consejo de Gobierno señaló que en búsqueda de garantizar la estabilización de la inflación hacia su objetivo de mediano plazo, las compras de activos (APP) tendrán un ritmo de compras netas mensuales de 40 mil millones de euros en el segundo trimestre del próximo año y de 30 mil millones en el tercer trimestre. Así las cosas, a partir de octubre las compras netas continuaran con un ritmo mensual de 20 mil millones de euros durante el tiempo que sea necesario “para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos de interés oficiales”. Ahora bien, el Consejo reafirmó que espera que las compras finalicen poco antes de que comiencen a subir los tipos de interés oficiales.

### *BoE: sube la tasa de referencia en 15 pbs*

El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (BoE) decidió por mayoría (8-1) incrementar la tasa de referencia en 15 pbs al 0,25%, convirtiéndose en el primer banco central del G7 en subir tasas desde la adopción de la política monetaria expansiva por cuenta del Covid-19. Por su parte, Silvana Tenreiro votó en contra de la decisión al preferir que la tasa se mantuviera en 0,10%. En contraste, con una votación unánime el BoE decidió continuar con el programa existente de compras de bonos del gobierno con un objetivo del stock de compras de activos en 875 mil millones de libras esterlinas.

El comunicado señala que la decisión tuvo en cuenta las continuas presiones inflacionarias que han elevado la inflación de 3,1% a/a en septiembre a 5,1% a/a en noviembre. De modo que, desde la reunión de noviembre las expectativas de inflación se han incrementado esperando que esta se mantenga en torno al 5% a/a durante la mayor parte del periodo invernal, para alcanzar un máximo de 6% a/a en abril de 2022, dado el impacto retardado en las facturas de los servicios públicos para este mes. Aun así, se prevé que la inflación retroceda en el segundo semestre del próximo año.

Frente al crecimiento, el Comité señaló que la variante Ómicron, que se ha extendido rápidamente en el Reino Unido representa un riesgo a la baja para la actividad económica a principios de 2022, aunque aún no se tiene claridad sobre los efectos que esta pueda tener sobre la demanda y la oferta, y por lo tanto, sobre las presiones inflacionarias a mediano plazo.

### *BoJ: reduce el estímulo monetario*

La junta del Banco de Japón (BoJ) decidió en una votación de 8-1 mantener su tasa de interés en -0,1% y continuar con el objetivo de rendimiento de los títulos de deuda a 10 años en 0,0%. En contraste, por decisión unánime, la Junta del Banco de Japón continuará con la compra de fondos cotizados en bolsa (ETFs) y fondos fiduciarios de bienes raíces de Japón (J-REITs) cuando sea necesario, manteniendo el límite de

compras en 12 billones de yenes y en 180 mil millones de yenes, respectivamente. Sin embargo, decidió ralentizar las compras adicionales de bonos corporativos con un límite de 20 billones de yenes en total hasta finales de marzo de 2022. De esta forma, el BoJ afirmó que a partir de abril el programa de compras de bonos corporativos se hará por el mismo monto pre-pandemia. Al mismo tiempo, el BoJ acordó extender por seis meses la fecha límite de marzo de 2022 para su plan de préstamos de alivio de la pandemia con ajustes en las condiciones.

### *Chile: incremento de la tasa de política monetaria de 125 pbs*

En su reunión de diciembre, el Consejo del Banco Central de Chile decidió por unanimidad incrementar la tasa de política monetaria en 125 pbs hasta 4,00% (ant: 2,75%, esp: 4,00%) ante un panorama moderado sobre las perspectivas de la actividad económica mundial, especialmente en las economías emergentes. En este sentido, la persistencia de las dificultades de oferta ha seguido impactando el desempeño de algunos sectores, al mismo tiempo que han contribuido a que la inflación siga aumentando. Razón por la cual, varios bancos centrales se han sumado al retiro del estímulo monetario y han modificado en su lenguaje la transitoriedad de la inflación.

Por otro lado, el Consejo prevé que la tasa de política monetaria siga aumentando en el corto plazo, ubicándose por encima de su nivel neutral nominal durante gran parte del horizonte de política monetaria relevante. Así las cosas, el Consejo espera que su orientación de política contribuya a resolver los desequilibrios acumulados que han contribuido a la aceleración de la inflación, que se ubicó en 6,7% a/a en noviembre.

### *México: incremento de la tasa de referencia en 50 pbs*

La Junta de Gobierno del Banxico decidió por mayoría (4-1) incrementar la tasa de referencia en 50 pbs hasta el 5,50% (ant: 5,00%, esp: 5,25%). La decisión consideró el incremento moderado del crecimiento global en el cuarto trimestre, aunque de forma heterogénea entre países debido a la evolución de la pandemia y las acciones de política monetaria, fiscal y sanitaria. Entre tanto, la inflación global continúa al alza presionada por los cuellos de botella en la producción, la recomposición del gasto hacia mercancías, el elevado precio de los bienes energéticos y de los alimentos, y la recuperación en el gasto en servicios.

A su vez, la Junta de Gobierno tuvo en cuenta el anuncio de la Reserva Federal sobre la aceleración del *tapering*, las previsiones para el rango de la tasa de interés de la Fed en los próximos dos años, dadas a conocer en la última reunión del organismo, y el amplio número de economías emergentes que han reforzado los incrementos de las tasas de referencia. Así las cosas, el Banxico destaca como riesgos globales aquellos asociados a la pandemia, las presiones inflacionarias y los ajustes a las condiciones monetarias y financieras.

Finalmente, la Junta de Gobierno revisó nuevamente al alza sus pronósticos de inflación. En particular, prevé que al cierre del cuarto trimestre la inflación total se situé en 7,1% a/a (ant: 6,8% a/a) y que la inflación núcleo se ubique en 5,6% a/a (ant: 5,5% a/a). En 2022, la inflación total cerraría en 3,5% a/a (ant: 3,3% a/a) para retroceder a 3,0% a/a en 2023. Vale la pena mencionar que las i) presiones inflacionarias externas, ii) las presiones de costos, iii) la persistencia de la inflación subyacente, iv) la depreciación, y v) el incremento de los precios de los bienes agropecuarios y energéticos son riesgos al alza sobre sus previsiones.

### Producción industrial en EEUU: sorprendió a la baja en noviembre

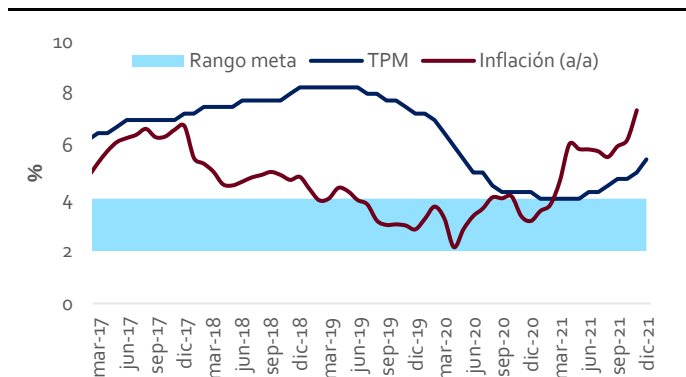
La producción industrial registró un incremento de 0,5% m/m en noviembre (esp: 0,7% m/m), reflejando un retroceso frente al dato de octubre (1,7% m/m). Por sectores, la producción minera y de manufacturas registraron una expansión de 0,7% m/m (ant: 4,3% m/m y 1,4% m/m, respectivamente), mientras que, el grupo de *Utilities* se contrajo 0,8% m/m (ant: 0,6% m/m). En términos anuales, la producción industrial avanzó 5,3% (ant: 5,3% a/a) su nivel más alto desde septiembre de 2019.

El crecimiento de la industria manufacturera se dio gracias a la expansión que registró la producción de los vehículos de motor y sus partes, sumado al incremento de 1,6% m/m en la fabricación de equipo aeroespacial y de transporte. En contraste, la maquinaria fue el único segmento que experimentó una caída mensual en noviembre. En esta línea, la capacidad instalada de la industria manufacturera continuó recuperándose en noviembre al ubicarse en 77,3% (ant: 76,8%, esp: 76,8%), alcanzando su nivel más alto desde diciembre de 2018.

### Ventas minoristas en EEUU: crecen por debajo de lo previsto

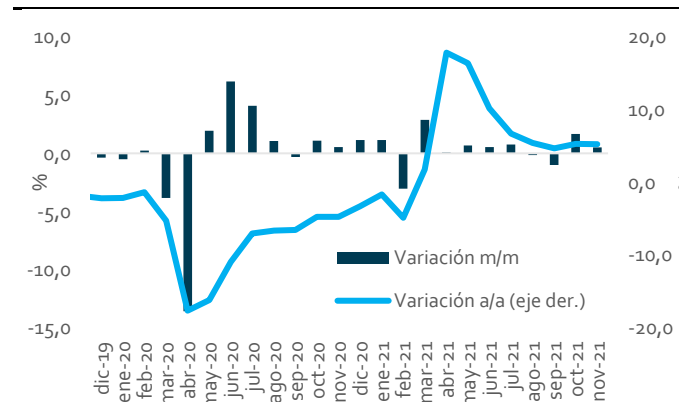
En noviembre, las ventas al por menor sorprendieron a la baja al registrar una variación de 0,3% m/m (ant: 1,8% m/m, revisado al alza desde 1,7% m/m, esp: 0,8% m/m),

Tasa de política monetaria e inflación en México



Fuente: Eikon

Producción industrial en EEUU



Fuente: Eikon

impulsadas por las ventas de alimentos, la gasolina, y en los servicios de restaurantes y bares. Estos rubros compensaron parcialmente la caída de las ventas de productos electrónicos (-4,6% m/m), mercancía en general (-1,2% m/m), bienes de salud y cuidado personal (-0,6% m/m), artículos de oficina y otros (-0,3% m/m) y vehículos y autopartes (-0,1% m/m). En términos anuales, las ventas al por menor se incrementaron 18,2% a/a (ant: 16,3% a/a), impulsadas por las ventas de gasolina (52,3% a/a), el comercio en los servicios de restaurantes y bares (37,4% a/a), vestuario y accesorios (34,8% a/a) y vehículos y autopartes (13,4% a/a).

**Tabla 2. Ventas al por menor en EEUU**

Rubro	Noviembre		Contribución a la variación	
	% m/m	% a/a	% m/m	% a/a
<b>Ventas totales</b>	0,3	18,2	0,3	18,3
Excluyendo vehículos	0,3	19,5	0,2	15,5
Excluyendo gasolina	0,1	15,8	0,1	14,7
Excluyendo vehículos y gasolina	0,2	16,5	0,1	12,0
<b>Rubros</b>				
Vehículos y autopartes	-0,1	13,4	0,0	2,8
Muebles	0,0	16,3	0,0	0,3
Electrónicos	-4,6	16,8	-0,1	0,2
Materiales de construcción (hogar)	0,7	9,3	0,0	0,6
Alimentos	1,3	8,6	0,2	1,1
Bienes de salud y cuidado personal	-0,6	7,2	0,0	0,4
Gasolina	1,7	52,3	0,1	3,5
Vestuario y accesorios	0,5	34,8	0,0	1,3
Librerías, artículos deportivos e instrumentos musicales	1,3	20,0	0,0	0,3
Mercancía general	-1,2	14,2	-0,1	1,6
Artículos de oficina y otros	-0,3	23,8	0,0	0,5
Ventas no presenciales	0,0	12,1	0,0	1,8
Restaurantes y bares	1,0	37,4	0,1	3,7

Fuente: United States Census Bureau

### PMI preliminar en diciembre: la actividad privada se desaceleró

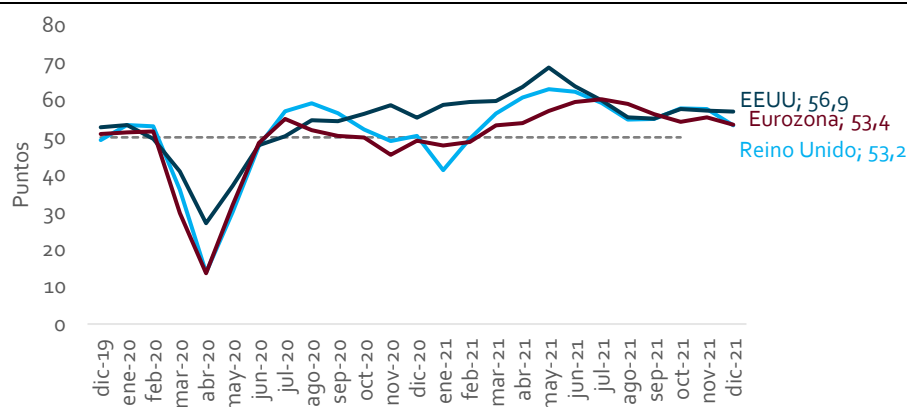
En diciembre, el PMI compuesto de EEUU retrocedió hasta ubicarse en 56,9 puntos (ant: 57,2 puntos) debido a la desaceleración en el ritmo de expansión del sector manufacturero y del sector de servicios. En particular, el PMI de servicios se ubicó en 57,5 puntos (ant: 58,0 puntos, esp: 58,5 puntos), mientras que, el PMI manufacturero se situó en 57,8 puntos (ant: 58,3 puntos, esp: 58,5 puntos) reflejando el grave deterioro de los tiempos de entrega a proveedores.

De igual manera, el PMI compuesto de la Zona Euro se desaceleró por encima de lo previsto y se ubicó en 53,4 puntos (ant: 55,4 puntos, esp: 54,0 puntos) en medio de una nueva ola de contagios por Covid-19 que afectó la actividad del sector servicios, al mismo

tiempo que, la producción industrial experimentó un repunte en su ritmo de crecimiento en medio de cierto alivio sobre las presiones en la cadena de suministro. En efecto, el PMI de servicios retrocedió a 53,3 puntos (ant: 55,9 puntos, esp: 54,1 puntos) impulsado por una fuerte caída de la actividad en los subsectores de turismo y ocio, que tuvo una magnitud similar a la observada a principios de este año. Entre tanto, el PMI manufacturero se ubicó en 58,0 puntos (ant: 58,4 puntos, esp: 57,8 puntos).

Por su parte, en el Reino Unido, el PMI sorprendió a la baja y se ubicó en 53,2 puntos (ant: 57,6 puntos, esp: 56,4 puntos), alcanzando el menor ritmo de expansión desde febrero de este año. El resultado de diciembre fue consecuencia del endurecimiento de las restricciones que buscan contener el virus y la mayor incertidumbre empresarial. Por sectores, el PMI de servicios se ubicó en 53,2 puntos (ant: 58,5 puntos, esp: 57,0 puntos) y el PMI manufacturero retrocedió a 57,6 puntos (ant: 58,1 puntos, esp: 57,6 puntos).

### PMI compuesto en las economías avanzadas



Fuente: Eikon.

### Cifras publicadas durante la última semana en EEUU

Fecha	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
14-dic-21	Índice de precios del productor (m/m)	Nov	0,8%	0,5%	0,6%
14-dic-21	Índice de precios del productor (a/a)	Nov	9,6%	9,2%	8,8%
15-dic-21	Ventas al por menor (m/m)	Nov	0,3%	0,8%	1,8%
15-dic-21	Ventas al por menor (a/a)	Nov	18,2%	-	16,3%
15-dic-21	Decisión de política monetaria	15 Dic	0%-0,25%	0%-0,25%	0%-0,25%
16-dic-21	Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo	6 Dic	206 mil	200 mil	188 mil
16-dic-21	Producción industrial (m/m)	Nov	0,5%	0,7%	1,7%
16-dic-21	PMI compuesto de Markit	Dic (p)	56,9	-	57,2
16-dic-21	PMI manufacturero de Markit	Dic (p)	57,8	58,5	58,3
16-dic-21	PMI de servicios de Markit	Dic (p)	57,5	58,5	58,0

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday



## Actividad económica local

**Laura Daniela Parra Pérez**  
 Analista de Economía Local  
[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

- El Banco de la República aumentó su tasa de interés en 50 pbs, llevándola a 3,00% en una decisión por mayoría 4 a 3.
- Los datos de actividad económica de octubre mostraron tendencias heterogéneas: el valor agregado de las actividades primarias se contrajo mensualmente, lo cual fue parcialmente compensado por las actividades secundarias. La tendencia al interior del sector terciario fue mixta.

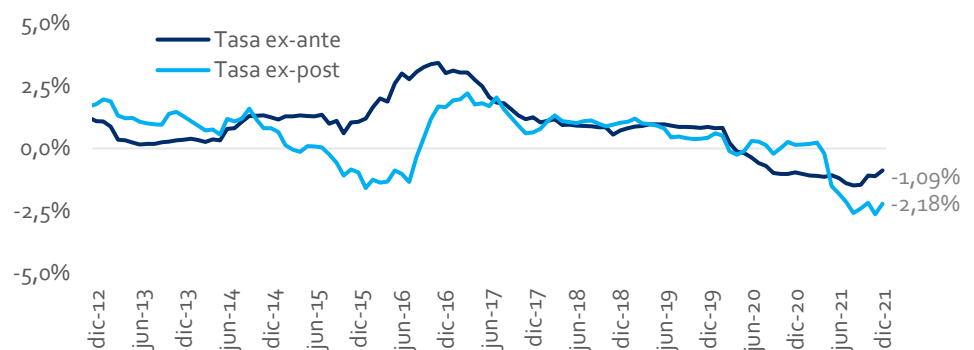
### Banco de la República aumentó su tasa de interés en 50 pbs a 3,00%

En su reunión de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República (BanRep) decidió continuar con el proceso de normalización de la política monetaria y anunció un incremento de 50 pbs en su tasa de referencia, llevándola a 3,00%. Aunque la decisión de continuar ajustando al alza la tasa fue unánime, no hubo consenso al interior de la Junta respecto a la magnitud del incremento, pues tres codirectores respaldaron un incremento de 75 pbs. Esta decisión estuvo en línea con nuestra expectativa, sin embargo, la votación fue más cerrada de lo que anticipábamos, pues un codirector más de lo que preveíamos se unió al grupo de 75 pbs.

La decisión fue motivada por múltiples elementos: el primero, el notable incremento de la inflación total y básica durante noviembre, mes en el que aumentaron 68 y 52 puntos básicos respectivamente, hasta ubicarse en 5,26% y 2,54%, correspondientemente. Lo anterior llevó a la Junta a ajustar su pronóstico de inflación cierre de 2021 y 2022, a 5,3% y 3,7%.

Adicionalmente, las expectativas de inflación a corto y mediano plazo de los analistas han aumentado y continúan situándose por encima del objetivo, lo cual supone riesgos adicionales de indexación a niveles elevados durante 2022.

### Tasa de política monetaria real



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana.

En materia de crecimiento económico, los indicadores líderes del 4T21 evidencian una dinámica importante de la actividad productiva, lo cual llevó a la Junta a ratificar su expectativa de crecimiento de 9,8% durante todo 2021. En esta línea, la fortaleza del consumo interno continuará reflejándose en un déficit en cuenta corriente de 5,6% del PIB para el año en curso. Al respecto, BanRep anticipa una corrección del déficit a 4,9% del PIB durante el próximo año, en un contexto de condiciones financieras externas menos holgadas.

Durante la rueda de prensa, el Gerente General, Leonardo Villar, insistió en que la tasa de política actual continúa siendo negativa y expansiva para la actividad productiva. Además, señaló que las condiciones económicas actuales continúan propiciando un ajuste **gradual** en la tasa de intervención, que permitirá reducir paulatinamente los desequilibrios macroeconómicos. Finalmente, reiteró el compromiso absoluto de BanRep con el cumplimiento de la meta de inflación.

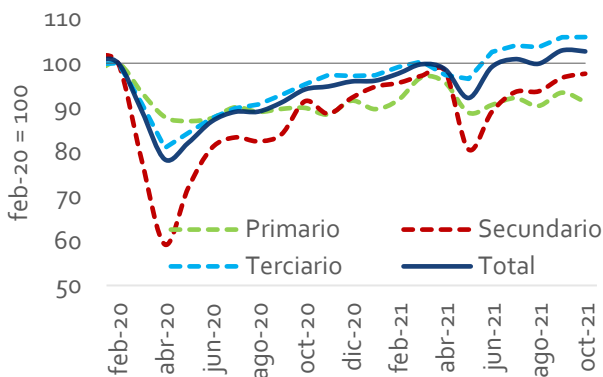
Finalmente, respecto al incremento de 10,1% del salario mínimo, Villar señaló que esto “genera un reto particularmente fuerte para el Banco de la República”, pues es necesario mantener una inflación baja y estable para garantizar el aumento en el poder adquisitivo de los hogares.

### Datos de actividad económica mixtos en octubre

De acuerdo con las cifras publicadas por el DANE la semana pasada, la actividad productiva se contrajo 0,2% m/m en octubre, registrando su cuarta contracción mensual en lo corrido del año.

El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) presentó una variación mensual de -0,2% en octubre, llevando a la actividad económica a retroceder a un nivel 2,6% superior al pre-pandemia en términos desestacionalizados (ant: 2,9%). Lo anterior, junto con una base estadística menos negativa, ocasionó una moderación en el ritmo de crecimiento anual, que pasó de 12,9% en septiembre a 9,3% en octubre, de acuerdo con la serie original.

### ISE total y por actividades en niveles



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

### Variaciones del ISE por actividades

Rubro	Variación		
	Anual	Mensual	vs feb-20
ISE	9,3	-0,2	2,6
Sector primario	1,7	-2,3	-8,8
Sector secundario	6,6	1,0	-2,4
Sector terciario	11,1	0,0	5,9
Servicios públicos	6,4	0,3	2,7
Comercio	23,2	4,1	7,8
Comunicaciones	17,6	-0,5	11,4
Financiero	4,0	-4,5	3,7
Inmobiliario	1,7	0,1	2,9
Actividades profesionales	9,1	-2,9	5,0
Administración pública	8,3	-4,0	6,8

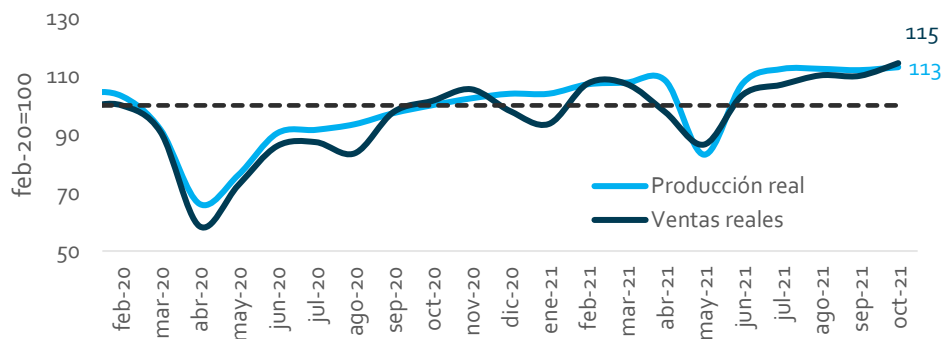
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

A nivel desagregado, el sector primario fue el de menor dinámica al presentar una contracción mensual de 2,3%, afectado por la continua disminución en la producción de minas y canteras, en particular, de extracción de petróleo.

Por su parte, el valor agregado del sector terciario registró una variación mensual nula como resultado de una contribución positiva del comercio y los servicios públicos, que fue compensada por contracciones en las actividades financieras y de seguros, administración pública y defensa, actividades profesionales y comunicaciones e información.

Vale la pena señalar que los descuentos por el primer día sin IVA junto con otras promociones de temporada soportaron de manera importante las ventas al por menor de octubre –impulsadas por los rubros de vestuario, equipos de tecnología, combustibles y vehículos–, que registraron una variación mensual del 4,0%. Además, la encuesta mensual de alojamiento reveló que los ingresos reales alcanzaron su nivel pre-pandemia por primera vez desde el inicio de la crisis, como resultado de la semana de receso y su efecto especialmente positivo sobre el turismo en la región Caribe.

### Ventas al por menor y producción industrial en niveles



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

En contraste, el sector secundario presentó una variación mensual de 1,0%, debido a la contribución negativa de la construcción de edificaciones no residenciales y de obras civiles que fue parcialmente compensada por la construcción de edificaciones residenciales y el desempeño de la industria manufacturera.

Al respecto, las actividades de fabricación de papel y cartón, vestuario, sustancias químicas y productos alimenticios fueron los principales determinantes para la expansión mensual de 0,9% en la actividad manufacturera, rubros que se vieron impulsados por la solidez de las ventas durante el mes.

En términos anuales, el ISE aumentó 9,3% impulsado por las contribuciones del comercio, la administración pública y la industria –que en conjunto contribuyeron con 6,6 p.p.–, si bien todas las ramas de actividad presentaron variaciones positivas. Así las cosas, el sector terciario contribuyó con 8,0 p.p. a la variación anual, seguido por el sector secundario (1,1 p.p.) y el primario (0,2 p.p.).

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2020	Un año atrás
DTF E.A. (10 dic - 17 dic)	2,83%	2,80%	3,0	2,62%	1,94%	1,94%
DTF T.A. (10 dic - 17 dic)	2,78%	2,75%	2,9	2,58%	1,92%	1,92%
IBR E.A. overnight	2,52%	2,53%	-1,1	2,53%	1,74%	1,75%
IBR E.A. a un mes	3,13%	2,94%	18,9	2,56%	1,75%	1,75%
TES - Julio 2024	6,67%	6,31%	35,8	6,68%	3,45%	3,58%
Tesoros 10 años	1,41%	1,48%	-7,4	1,64%	0,93%	0,93%
Global Brasil 2025	2,24%	2,30%	-5,3	2,26%	1,69%	1,74%
LIBOR 3 meses	0,20%	9,17%	-897,6	0,16%	0,24%	0,24%

Fuente: BanRep, Superfinanciera

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	612,61	-0,42%	0,36%	-10,06%	-9,29%
COLCAP	1395,00	0,42%	4,61%	-2,98%	-1,86%
COLEQTY	980,96	0,53%	5,68%	-2,05%	-0,90%
Cambiarío – TRM	4002,97	2,64%	3,27%	14,96%	17,18%
Acciones EEUU - Dow Jones	35366,56	-1,68%	-2,15%	16,30%	16,71%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters, BVC, Corficolombiana

## Calendario económico

### Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-dic-21	PIB (t/t)	3T21	2,1%	2,1%
22-dic-21	Índice de precios PCE núcleo	3T21	-	4,5%
22-dic-21	Índice de precios PCE	3T21	-	5,3%
22-dic-21	Ventas de vivienda existente	Nov	6,50 M	6,34 M
22-dic-21	Confianza del consumidor	Dic	110,2	109,5
22-dic-21	Inventarios de crudo de EIA	13 Dic	-2,082M	-4,58 M
23-dic-21	Consumo (m/m)	Nov	0,6%	1,3%
23-dic-21	Inflación núcleo PCE (m/m)	Nov	0,4%	0,4%
23-dic-21	Inflación núcleo PCE (a/a)	Nov	4,5%	4,1%
23-dic-21	Inflación PCE (m/m)	Nov	-	0,6%
23-dic-21	Inflación PCE (a/a)	Nov	-	5,0%
23-dic-21	Órdenes de bienes durables	Nov	1,5%	-0,4%
23-dic-21	Solicitudes iniciales de subsidios por desempleo	13 Dic	205 mil	206 mil
23-dic-21	Índice de confianza del consumidor de Michigan	Dic	70,4	70,4
23-dic-21	Ventas de vivienda nueva	Nov	770 mil	745 mil

Fuente: Thomson Reuters

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

### Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
21-dic-21	Tasa de desempleo	3T21	10,8%	9,6%
23-dic-21	Indicador de seguimiento de la actividad económica (a/a)	Oct	-	11,6%
23-dic-21	Balanza comercial	Nov	-	1,601 M

Fuente: Thomson Reuters

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

### Colombia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
20-dic-21	Importaciones (a/a)	Oct	-	60,0%
20-dic-21	Balanza comercial	Oct	-	-1,711 MM

Fuente: Thomson Reuters

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

### México

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-dic-21	Ventas al por menor (m/m)	Oct	0,8%	0,2%
22-dic-21	Ventas al por menor (a/a)	Oct	-	5,9%
23-dic-21	Tasa de desempleo	Nov	-	3,9%
24-dic-21	Indicador de seguimiento de la actividad económica (a/a)	Oct	2,9%	0,9%
24-dic-21	Balanza comercial	Nov	-2,400 MM	-2,701 MM

Fuente: Thomson Reuters

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

### Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
21-dic-21	Índice de confianza del consumidor	Dic (p)	-8,0	6,8

Fuente: Thomson Reuters

### Francia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-dic-21	Índice de precios al productor (m/m)	Nov	-	2,9%
22-dic-21	Índice de precios al productor (a/a)	Nov	-	14,9%

Fuente: Thomson Reuters

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

### Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
23-dic-21	Inflación núcleo (a/a)	Nov	0,4%	0,1%
23-dic-21	Inflación (a/a)	Nov	-	0,1%
24-dic-21	Inicios de construcción de vivienda (a/a)	Nov	7,1%	10,4%

Fuente: Thomson Reuters

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

## Proyecciones económicas

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
<b>Actividad Económica</b>						
<b>Crecimiento real</b>						
PIB (%)	1,4	2,5	3,3	-6,8	9,7	5,0
Consumo Privado (%)	2,1	3,0	4,5	-5,6	13,8	4,1
Consumo Público (%)	3,8	7,0	4,3	3,7	12,1	5,4
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1,9	1,5	4,3	-20,6	8,5	5,4
Exportaciones (%)	2,5	0,9	2,6	-18,3	40,0	12,7
Importaciones (%)	1,2	5,8	8,1	-17,3	52,7	9,7
<b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>						
Consumo Privado (p.p.)	1,4	2,1	2,7	-4,1	4,8	2,3
Consumo Público (p.p.)	0,6	1,1	0,8	0,6	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,4	0,3	0,7	-4,6	2,4	1,0
Exportaciones (p.p.)	0,4	0,1	-1,2	1,5	1,4	0,6
Importaciones (p.p.)	-0,3	-1,2	3,3	-6,8	2,9	0,6
<b>Precios</b>						
Inflación, fin de año (%)	4,1	3,2	3,8	1,6	5,3	4,2
Inflación, promedio anual (%)	4,3	3,2	3,5	2,5	3,4	4,9
<b>Tasas de Interés</b>						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	5,25
DTF E.A., fin de año (%)	5,21	4,54	4,48	1,96	2,70	5,25
<b>Finanzas Públicas</b>						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-7,6	-6,6
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0,7	-0,3	0,7	-4,9	-5,3	-3,7
Deuda bruta GNC (% PIB)*	47,0	49,8	50,2	64,7	67,4	69,6
<b>Sector Externo</b>						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	2.984	3.249	3.297	3.433	3.830	3712
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2.951	2.958	3.282	3.731	3.760	3852
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3,3	-3,9	-4,3	-3,3	-5,3	-4,4
Inversión extranjera directa (% PIB)	3,2	3,5	4,5	3,4	3,4	4,1

Fuente: BanRep, DANE, MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana. \*Corresponde a deuda financiera del GNC.

## Equipo de investigaciones económicas

---

### **Jose Ignacio López**

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

(+57-601) 3538787 Ext. 6165

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

## Macroeconomía y Mercados

---

### **Julio César Romero**

*Economista Jefe*

(+57-601) 3538787 Ext. 6105

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

### **Laura Daniela Parra**

*Analista de Economía Local*

(+57-601) 3538787 Ext. 6196

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

### **José Luis Mojica**

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

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

### **Juan Camilo Pardo**

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 6120

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

### **Maria Paula Gonzalez**

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 6120

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

### **Gabriela Bautista Escobar**

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 6112

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

## Renta Variable

---

### **Andrés Duarte Pérez**

*Director de Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 6163

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

## Finanzas Corporativas

---

### **Rafael España Amador**

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-601) 3538787 Ext. 6195

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

### **Sergio Andrés Consuegra**

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-601) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@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 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.