

## INFORME SEMANAL

## El valor de tu empresa está siendo afectado por las tasas de interés externas

- En los últimos meses las variaciones en las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU se han incrementado. Además, la incertidumbre relacionada con la reforma tributaria en Colombia se tradujo en aumentos en la volatilidad de los títulos colombianos de largo plazo en renta fija.
- Esto tiene un efecto en la rentabilidad esperada de los recursos propios (también llamado Costo del Capital o  $Ke$ ) de las empresas colombianas. Así, el punto medio de nuestro rango estimado para el  $Ke$  de una empresa madura de riesgo promedio en Colombia continúa 157 pbs mayor a los niveles observados antes de la pandemia (Diciembre de 2019) al pasar de 13,65% a 15,22%.
- Ante el choque de eventos tanto internos como externos, **aquellas empresas con proyectos con un plazo mayor al vencimiento o que reciben sus flujos en los últimos años de vida de sus proyectos, se encuentran más expuestas a cambios en las tasas de interés externas.**
- En el presente editorial, presentamos un resumen de un reciente informe del equipo de Finanzas Corporativas (para ver el informe completo, haga [click aquí](#)) que permite a las empresas estimar la sensibilidad de la rentabilidad de sus proyectos ante variaciones en factores como la tasa de los Tesoros en EEUU.

### MERCADO DE DEUDA (PAG. 7)

- El mercado estará atento a la publicación de varios indicadores macroeconómicos a nivel global. En el contexto local, el mercado recibió la rebaja de calificación crediticia de Colombia por parte de Standard and Poor's, a un nivel por debajo de grado de inversión.

### MERCADO CAMBIARIO (PAG. 14)

- El tipo de cambio aumentó la semana pasada y cerró en 3.747 pesos por dólar, en medio de una mayor incertidumbre por la rebaja de calificación de S&P.

### MERCADOS EXTERNOS (PAG. 16)

- Esta semana se conocerá el consumo personal y la inflación PCE de abril en EEUU y el PIB1T21 de México.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG. 20)

- El retorno de las restricciones a la movilidad y las manifestaciones afectaron la confianza empresarial en abril.

## El valor de tu empresa está siendo afectado por las tasas de interés externas

### Rafael España

Director Finanzas Corporativas

(+57) 1 353 8787 Ext. 6195

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

### Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57) 1 353 8787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

### Daniel Espinosa

Analista de Finanzas Corporativas

(+57) 1 353 8787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

- En los últimos meses las variaciones en las tasas de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU se han incrementado. Además, la incertidumbre relacionada con la reforma tributaria en Colombia se tradujo en aumentos en la volatilidad de los títulos colombianos de largo plazo en renta fija.

- Esto tiene un efecto en la rentabilidad esperada de los recursos propios (también llamado Costo del Capital o *Ke*) de las empresas colombianas. Así, el punto medio de nuestro rango estimado para el *Ke* de una empresa madura de riesgo promedio en Colombia continúa 157 pbs mayor a los niveles observados antes de la pandemia (Diciembre de 2019) al pasar de 13,65% a 15,22%.

- Ante el choque de eventos tanto internos como externos, **aquellas empresas con proyectos con un plazo mayor al vencimiento o que reciben sus flujos en los últimos años de vida de sus proyectos, se encuentran más expuestas a cambios en las tasas de interés externas.**

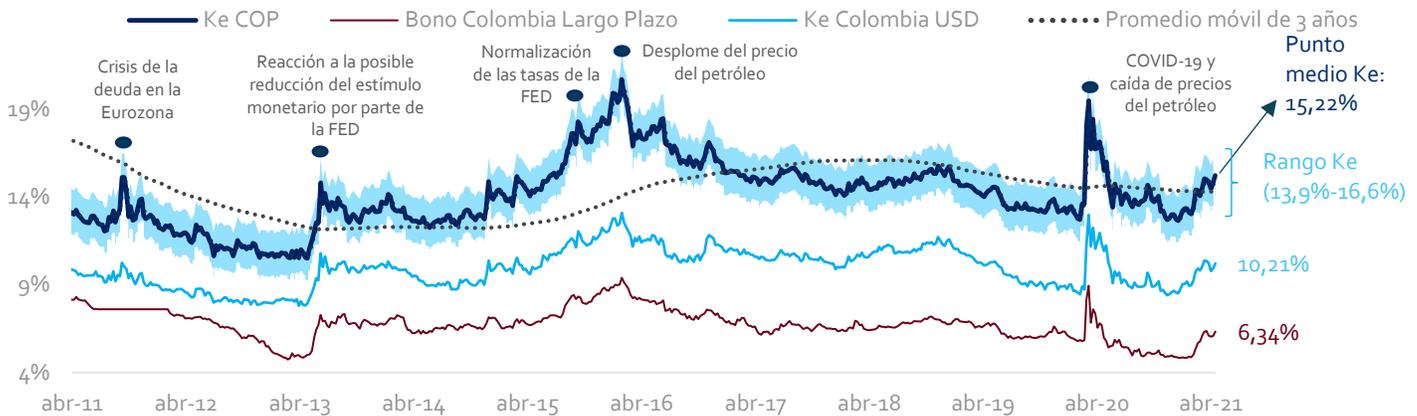
- En el presente editorial, presentamos un resumen de un reciente informe del equipo de Finanzas Corporativas (para ver el informe completo, haga [click aquí](#)) que permite a las empresas estimar la sensibilidad de la rentabilidad de sus proyectos ante variaciones en factores como la tasa de los Tesoros en EEUU.

### › *Los factores y eventos que determinan el cálculo de la rentabilidad esperada del capital propio (*Ke*)*

Hemos actualizado nuestra estimación de la rentabilidad esperada del capital propio (*Ke*<sup>1</sup>) para el mes de abril de 2021 con la metodología establecida por el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés) y encontramos que el punto medio de nuestro rango estimado aumentó cerca de 117 pbs respecto a octubre 30 de 2020 (14,05%), y continúa 157 pbs mayor a los niveles observados antes de la pandemia (Diciembre de 2019) al pasar de 13,65% a 15,22% (ver Gráfico 1).

<sup>1</sup> La sigla *Ke* se utiliza en la academia como abreviatura de "Cost of Equity". En este informe no utilizamos la traducción literal de "Costo de Patrimonio" sino "Rentabilidad Esperada del capital propio". El objetivo es enfocar la discusión hacia el punto de vista de un inversionista, en contraposición a "la carga" o costo financiero que implica el capital accionario en una empresa.

**Gráfico 1: Comportamiento de la última década del rango la rentabilidad esperada del capital propio en Colombia**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. Datos semanales. 30 de abril de 2021

La tasa libre de riesgo es el elemento que más contribuyó a la subida de **117 pb** desde la última actualización en el informe anual de Finanzas Corporativas: [Manual de Estrategias para 2021](#). Los tesoros a 10 años en EEUU, que usamos para estimar la tasa libre de riesgo, presentaron un incremento de **76 pbs** entre octubre y abril del presente año (de **0,87 %** pasó a **1,63%**), valor que no se veía desde enero de 2020 (ver [Gráfico 2](#)).

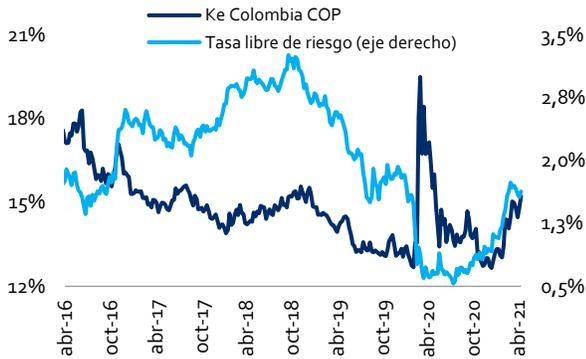
La prima de riesgo país, que mide el riesgo relativo del mercado accionario colombiano, aumentó **25 pbs** desde el último informe (de **3,44%** pasó a **3,69%**) explicado por un incremento relativo de la tasa de los *Credit Default Swaps* (CDS<sup>2</sup>) colombianos, **producto de la incertidumbre política relacionada con la reforma tributaria y de la disminución anticipada de calificación crediticia por parte de las agencias de calificadoras** de riesgo (ver [Gráfico 3](#) e informe semanal [Escenarios para el grado de inversión](#)). Como es posible apreciar en el gráfico 3, a pesar de que la prima de riesgo país ha caído desde el inicio de la pandemia en marzo de 2020, todavía está cerca de 100 puntos básicos por encima de los niveles pre-pandémicos.

Por su parte, la prima cambiaria, que mide el costo de la devaluación esperada, se incrementó levemente con respecto a octubre, al pasar de 4,45% a 4,55%. El aumento de 1) los Tesoros de EEUU, 2) la prima de riesgo país en Colombia y 3) la prima cambiaria explican, en ese orden, el incremento de 117pbs en el costo de los recursos propios de una compañía madura de riesgo promedio en Colombia con respecto a nuestro cálculo de octubre 30. Como bien fue presentado en el informe [Perspectivas TES y Turbulencia Emergente](#), la incertidumbre respecto al nivel de las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU es alta y, dada la incertidumbre política en el país, estimar qué tan sensible es el

<sup>2</sup> Un CDS es un instrumento financiero cuya tasa se relaciona con la probabilidad de que un gobierno no pague sus deudas.

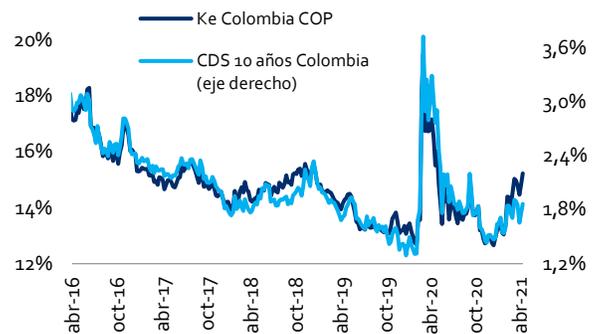
valor de su empresa o proyectos frente a estos factores cobra una alta relevancia en este momento.

**Gráfico 2: Rentabilidad esperada del capital propio y tasa libre de riesgo 10 años**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. 30 de abril de 2021

**Gráfico 3: Rentabilidad esperada del capital propio y tasa de los Credit Default Swaps colombianos a 10 años**



Fuente: Eikon, cálculos Corficolombiana. 30 de abril de 2021

› *La rentabilidad esperada del capital propio (Ke) como insumo a la hora de emprender proyectos de inversión*

La rentabilidad esperada del capital propio, Ke, es un indicador que se emplea como insumo para apoyar el proceso de toma de decisiones de un empresario o inversionista al momento de llevar a cabo proyectos de inversión que involucren el uso de recursos propios. Este proceso en el que una empresa determina si llevará a cabo un determinado proyecto se le conoce como presupuestación de capital.

La premisa detrás de la presupuestación de capital es que para determinar los efectos financieros esperados de un determinado proyecto o inversión, una empresa puede estimar el flujo de efectivo del proyecto a lo largo del tiempo y descontar esos flujos al presente por medio de una tasa de descuento, como el Ke, para saber si generará pérdidas o ganancias en el sentido económico –holístico– y no solo ganancias contables. **Es así como un aumento en el costo esperado de los recursos propios implica una reducción en el valor presente del flujo de caja futuro, y esto lleva a que un empresario descarte hoy un mayor número de proyectos porque no son rentables.** En caso de que los costos financieros se reduzcan, la metodología de flujos descontados aconsejaría aceptar más proyectos. Por esta razón, el cálculo de la rentabilidad esperada del capital propio –que es lo que esperan los accionistas que se les retorne– es un indicador esencial para las empresas a la hora de embarcarse en nuevos proyectos.

En informes anterior de Finanzas Corporativas explicamos que muchas empresas pueden considerarse más o menos riesgosas que el promedio de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia y, en ese caso, la rentabilidad esperada que exige un inversionista debe ajustarse al alza o a la baja teniendo en cuenta el riesgo y tamaño relativo del negocio, entre otros factores.

En esta ocasión, abarcamos el tema de la sensibilidad a la rentabilidad esperada del capital propio y cómo ciertas empresas enfrentan mayores impactos ante cambios en el  $K_e$  dependiendo de las particularidades de sus proyectos, en especial el plazo que abarcan estos. Al entender el concepto de sensibilidad al  $K_e$ , y por ende la sensibilidad a las tasas de interés externas, como líder de un área financiera podrá aplicar el mismo cálculo para entender qué tan expuestos están sus proyectos de inversión presentes y futuros a la incertidumbre que rodea a los tesoros en EEUU y otros componentes del  $K_e$ .

› *La rentabilidad esperada del capital propio ( $K_e$ ) como insumo a la hora de emprender proyectos de inversión*

La duración modificada es una extensión de la duración de Macaulay, que permite a los inversionistas estimar de forma aproximada la sensibilidad de un bono ante cambios en las tasas de interés y mide el cambio en el valor de un bono en respuesta a un cambio en una variación de 100 puntos básicos (1%) en las tasas de interés.

Explicado de manera simple, un bono con una duración modificada de 4 tiene una mayor sensibilidad aproximada a cambios en las tasas de interés que uno con una duración modificada de 2 ya que para el primer título, por cada incremento de 100 puntos básicos en toda la curva de tasas de interés, en promedio el precio del bono cae un 4% mientras que para el segundo título, la caída es de solo 2%. Entre más alta sea la duración modificada, más sensible es el bono a cambios en las tasas de interés.

Es así como la fórmula de duración modificada y Duración de Macaulay (ver Nota Metodológica en el [informe completo](#)), implica que:

- **A MAYOR plazo al vencimiento de un bono, manteniendo todo lo demás constante, MAYOR es su sensibilidad a cambios en las tasas de interés.**
- **Al comparar dos o más títulos de renta fija con el mismo plazo al vencimiento y mismo flujo de caja agregado, manteniendo todo lo demás constante, aquel con los cupones MÁS GRANDES en los años INICIALES de vida del proyecto, tiene una MENOR sensibilidad a cambios en las tasas de interés.**

Estas dos máximas se relacionan a la rentabilidad esperada del capital propio cuando se aplica el mismo concepto de duración modificada en un proyecto de valoración con flujos de caja proyectados para un accionista de una empresa, donde cada flujo asemeja el pago de un cupón mientras que la tasa de descuento, es decir el  $K_e$ , equivale a la tasa de interés en la fórmula de duración modificada.

De esta forma, los postulados presentados anteriormente se pueden reformular de la siguiente manera en un escenario de valoración con flujos de caja proyectados para el accionista de una empresa:

- **A MAYOR plazo al vencimiento de un proyecto de inversión, manteniendo todo lo demás constante, MAYOR es su sensibilidad a cambios en el  $K_e$ .**

- Al comparar dos o más proyectos de inversión con el mismo plazo al vencimiento y mismo flujo de caja agregado, manteniendo todo lo demás constante, aquel con los retornos o flujos **MÁS GRANDES** en los años iniciales de vida del proyecto, tiene una **MENOR** sensibilidad a cambios en las tasas de interés.

› *La incertidumbre alrededor de las tasas de interés externas afecta más a los proyectos que esperan recibir sus flujos en años futuros*

De acuerdo con el informe semanal [Perspectivas TES y Turbulencia Emergente](#), la incertidumbre respecto al nivel de las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU es alta. Por tal razón, un potencial incremento en la tasa de los Tesoros aumentaría el costo esperado de los recursos propios, suponiendo que las otras variables se mantengan constantes. Un incremento en la tasa de los Tesoros afectaría más a aquellos empresarios que esperan que sus proyectos sean de mayor plazo o que esperan recibir sus flujos en años futuros. Esto, sumado a la incertidumbre sobre la reforma tributaria en Colombia, hacen que no sea posible inferir la posible dirección que tomará el costo esperado de los recursos propios en los próximos meses.

Para complementar la información presentada aquí lo invitamos a ingresar a la sección de Finanzas Corporativas, en [www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas](http://www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas) donde también encontrará **las acciones que puede tomar un empresario para disminuir sus costos financieros, aumentar el valor de sus proyectos, y, por consecuencia, su compañía.**

De igual manera, encontrará un cálculo que le permitirá aplicar el concepto de duración modificada en sus propios proyectos. De esta manera, podrá tener una aproximación de qué tan expuesta se encuentran los proyectos de su empresa a variaciones en las tasas de interés externas.

## Mercado de deuda

**Ana Vera Nieto**

Especialista Renta Fija

+57 1 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

*Mercados atentos  
a datos macroeconómicos*

- El mercado estará atento a la publicación de varios indicadores macroeconómicos a nivel global. En el contexto local, el mercado recibió la rebaja de calificación crediticia de Colombia por parte de Standard and Poor's, a un nivel por debajo de grado de inversión.

### › Mercado internacional

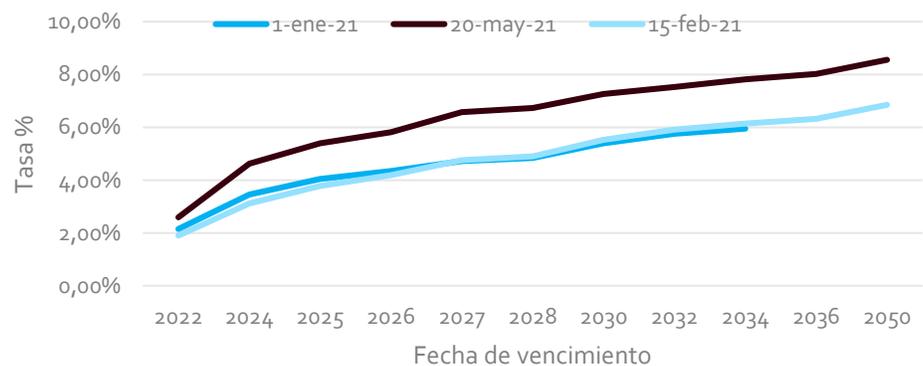
La semana pasada las tasas de los bonos del tesoro estadounidense presentaron ligeras valorizaciones ante una mayor volatilidad, en la medida que se publicaron las minutas de la reunión de la Fed, en donde se menciona que si la economía se sigue recuperando a un mayor ritmo, la Fed podría empezar a reducir la compra de activos. En ese sentido la tasas de los *treasuries* de 10 años bajaron un 0,07% s/s, cerrando la semana en 1,62%. Por su parte, el *spread* entre la tasa de 10 y 2 años (empinamiento) bajó a 149 pbs desde los 152 pbs de la semana previa.

Los mercados emergentes muestran menor volatilidad en la medida que los casos de Coronavirus se han reducido levemente, así mismo los países que son productores de materias primas como petróleo y cobre, reciben algo de flujos de fondos de inversión ante la recuperación del precio de dichos *commodities*.

### › Mercado local

Las tasas de los títulos tasa fija a nivel local presentaron desvalorizaciones de 15 puntos básicos (pbs) en promedio, frente a la semana anterior, ante la rebaja de la calificación crediticia al nivel BB+ desde BBB-, esta nota pone al país en la categoría de bono sin grado de inversión o "basura" después de más de 10 años de haberlo conservado. Si bien las tasas subieron, el efecto en parte ya está incorporado por el comportamiento reciente de las tasas (ver "Escenarios para el grado de inversión" en [Informe Semanal Mayo 10 2021](#))

### Curva rendimientos TES Tasa Fija



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

El informe de la agencia menciona que esta acción obedece al retiro de la reforma fiscal en un contexto de presiones de gasto elevadas que reduce significativamente la probabilidad de que Colombia mejore su posición fiscal tras el marcado deterioro reciente (ver "S&P retira el grado de inversión a Colombia, ¿qué viene ahora? En [Informe Especial Mayo 21 2021](#)).

En sentido estricto, esto no significa que el país haya perdido el grado de inversión, **pues Fitch Ratings y Moody's mantienen la calificación del país en BBB- y Baa2, y por eso se deberá estar atento de pronunciamientos de estas agencias en los próximos días.**

Ante este panorama, la curva de rendimientos en tasa fija presentó un incremento de tasas de 15 pbs en las tasas de los bonos de todos los plazos, debido al entorno sociopolítico, que en estos momentos es uno de los determinantes principales para que el gobierno pueda hacer trámite a las reformas necesarias para su estabilidad fiscal.

En el caso de las referencias en UVR, las desvalorizaciones fueron de 5 pbs en promedio, este comportamiento se da porque estos títulos en gran medida se han convertido en refugio de valor por los anuncios de mayor inflación en EEUU y otros emergentes.

Por otra parte, el Gobierno Nacional, a través de la Dirección de Crédito Público, llevó a cabo la subasta de TES. Respecto a la operación anterior se observó una mejor demanda, con sobre adjudicación del 50% del monto convocado. Esta operación resultó con menores tasas en promedio (30 pbs por debajo de la última operación), lo que evidencia algunas correcciones antes las mayores tasas de semanas anteriores, importante mencionar que esta subasta se realizó antes del anuncio de la calificadora S&P.

### Resumen colocación subasta de TES

Monto miles de millones de pesos

Fecha vencimiento	Tasa de corte	Tasa anterior	Tasa Cupón	Monto Colocado	Diferencia en tasas frente a colocación anterior
TCOS. 8 de junio de 2021	2,400 %	2,320 %	No aplica	250	+4 pbs
2029	2,813%	3,210%	2,250%	200	-40 pb
2037	3,930%	4,200%	3,750%	121	-27pbs
2049	4,175%	4,380%	3,750%	204	-19pbs

Fuente: Ministerio de Hacienda

### › Expectativas

El mercado estará atento a los mensajes que se envíen de parte del Ministerio de Hacienda respecto a la nueva propuesta de ley de reforma tributaria, así como de la situación de orden público en el país.

**Cifras de deuda pública interna**

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa		Precio	
				14-may-21	21-may-21	14-may-21	21-may-21
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT10040522	7,00%	4-may-22	0,95	2,40	2,65	104,37	104,04
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	2,71	4,52	4,68	115,93	115,33
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	3,97	5,29	5,47	103,74	103,03
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	4,35	5,77	5,94	107,65	106,84
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	5,38	6,53	6,63	95,94	95,45
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	5,83	6,70	6,81	96,23	95,65
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	6,69	7,23	7,30	103,38	102,91
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	7,51	7,52	7,63	96,14	95,37
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	8,52	7,69	7,86	96,34	95,03
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	8,55	7,90	8,07	90,00	88,70
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	11,33	8,40	8,54	87,51	86,17
<b>TES UVR</b>							
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	1,72	0,51	0,62	107,50	107,21
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	3,78	1,60	1,49	107,28	107,69
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	5,38	2,44	2,44	104,64	104,63
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	10,06	3,36	3,38	96,52	96,33
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	10,63	3,68	3,68	111,53	111,52
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	12,02	3,84	4,00	98,94	97,10
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	16,80	4,01	4,17	95,59	93,06
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	1,72	0,51	0,62	107,50	107,21

Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

**Cifras de deuda pública externa**

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z- Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					14-may-21	21-may-21	14-may-21	21-may-21
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	1,53	136,47	1,02	1,24	102,38	101,64
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	2,39	132,20	1,37	1,51	106,38	105,76
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	4,03	160,30	2,24	2,45	109,49	109,53
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	5,14	176,00	2,35	2,80	106,27	108,05
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	6,49	200,60	3,18	3,33	108,68	108,14
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	9,21	205,70	3,56	3,65	97,00	97,19
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	10,47	301,05	4,61	4,80	131,01	129,83
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	12,10	306,40	4,65	4,85	117,76	115,80
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	13,93	258,00	4,35	4,44	96,35	96,93
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	13,98	284,14	4,62	4,75	104,67	104,12
COLGLB49	5,200%	15-may-49	15,32	288,20	4,66	4,77	107,72	106,66

Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Liquidez

### Saldos promedio de operaciones repos en BanRep (millones de pesos)

Fecha	Expansión a 1 día		Saldo Total	
	Cupo	Demanda <sup>1</sup>	Fecha	Cupo
may-17	9.185.914	6.940.991	6.892.948	68.171
may-18	5.600.000	3.655.038	3.634.650	323.755
may-19	11.800.000	9.814.266	9.249.803	129.797
may-20	8.993.000	1.925.618	10.137.720	573.378
may-21	<b>11.850.000</b>	<b>8.898.656</b>	<b>7.529.456</b>	<b>95.860</b>

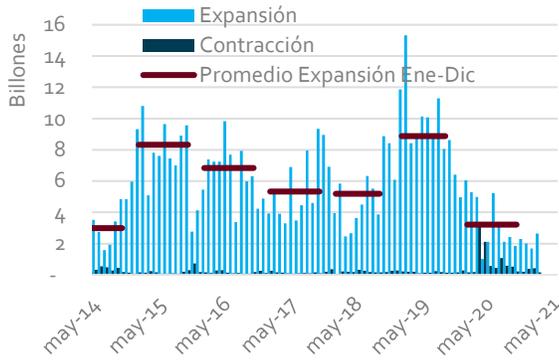
1. Comprende OMAs y ventanilla de expansión a 1 día.

2. Comprende OMAs y ventanilla de expansión a 1 día y OMAs entre 7 y 90 días, para la semana del 9 al 20 de marzo contempla la expansión de operaciones con respaldo de deuda privada

- Las necesidades de liquidez del sistema subieron la semana pasada. La demanda promedio por repos de expansión a 1 día se ubicó en 8,8 billones. Entre tanto, el saldo promedio de los repos de contracción se ubicó en 95 mil millones de pesos.

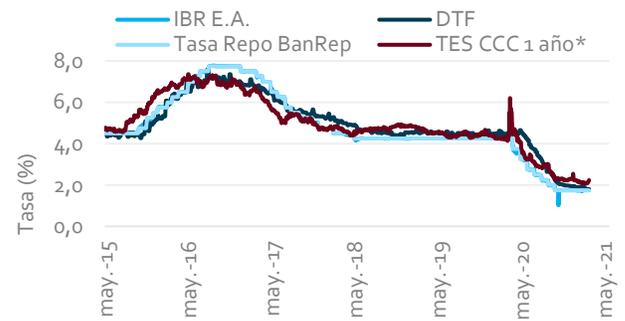
El saldo de las disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República se incrementa de manera importante. El último dato señala que el saldo fue de 24 billones frente a 19 billones de pesos de la semana previa.

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



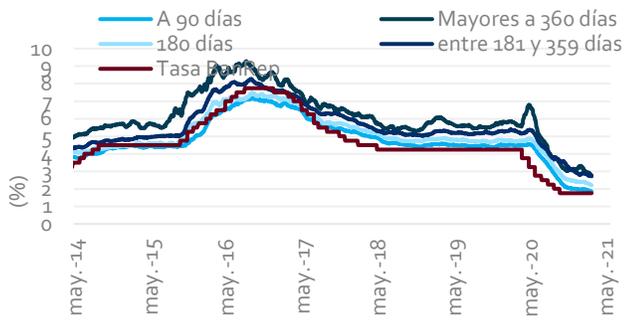
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



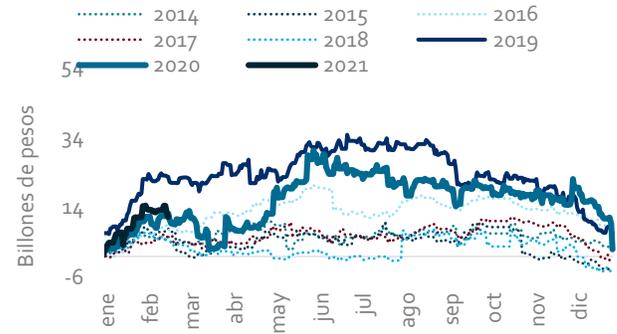
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



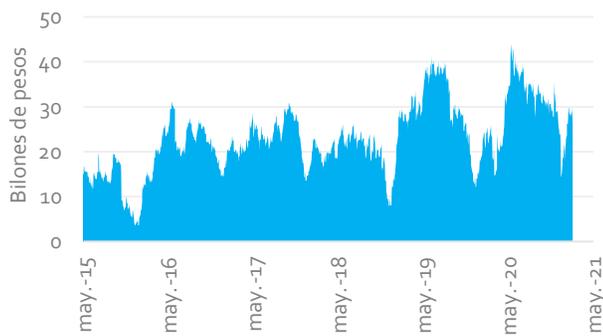
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



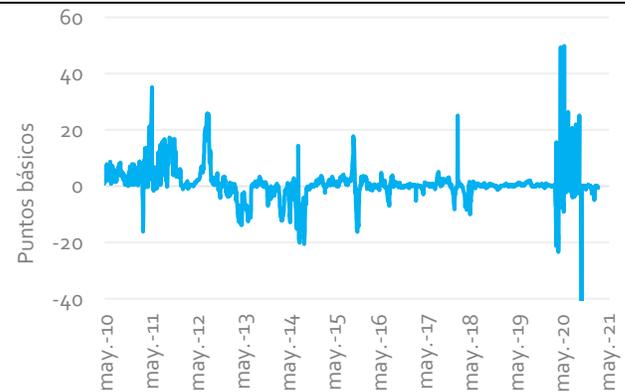
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

- El crecimiento de la cartera bruta se mantiene bajo con corte al 7 de mayo. En general, las diferentes líneas de crédito muestran un crecimiento leve frente al mes pasado. Continúa la caída en la cartera comercial, lo que evidencia las dificultades de las empresas ante los nuevos cierres y restricciones de movilidad por el paro que tiene bloqueos en algunos puntos del país.

**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	463,7	6,69%	444,8	6,55%	19,0	9,85%
hace un año	513,9	10,82%	490,6	10,31%	23,3	22,64%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	512,0	0,06%	495,8	1,47%	16,2	-29,93%
7-may.-21	516,1	0,43%	498,9	1,69%	17,2	-26,17%

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	244,5	3,70%	139,6	10,91%	67,1	10,22%
hace un año	271,2	10,92%	157,0	12,43%	72,7	8,42%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	260,4	-2,29%	160,8	0,92%	77,3	6,40%
7-may.-21	263,3	-2,90%	161,3	2,76%	78,0	7,32%

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	244,5	3,70%	226,1	3,26%	18,3	9,34%
hace un año	271,2	10,92%	248,5	9,91%	22,6	23,41%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	260,4	-2,29%	244,7	0,26%	15,7	-30,01%
7-may.-21	263,3	-2,90%	246,6	-0,76%	16,6	-26,47%

Fuente: Banco de la República

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

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
1-ene-20	4,26%	4,25%	4,15%	4,31%	4,35%	4,49%	4,76%
13-abr-21	1,73%	1,71%	1,76%	1,96%	2,11%	2,83%	3,57%
1-ene-21	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
7-may-21	1,76%	1,74%	1,84%	2,34%	2,47%	3,11%	3,91%
14-may-21	1,76%	1,74%	1,84%	2,34%	2,47%	3,11%	3,91%
<b>Cambios (pbs)</b>							
Semanal	0	0	0	0	0	0	0
Mensual	3	3	8	38	35	28	34
Año corrido	2	-1	21	71	75	116	151
Anual	-147	-176	5	43	-11	73	118

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)

*El dólar cerró en 3.747 pesos por dólar en medio de una mayor incertidumbre fiscal y sociopolítica*

- El tipo de cambio aumentó la semana pasada y cerró en 3.747 pesos por dólar, en medio de una mayor incertidumbre por la rebaja de calificación de S&P.

El peso se devaluó respecto al dólar y retrocedió 1,7% semanal, cerrando en 3.747 pesos por dólar. Este movimiento se dio en línea con el retroceso del precio del petróleo –al viernes, la referencia Brent se ubicó en 66,7 dólares por barril (dpb) y el WTI en 63,9 dpb, lo que implicó un descenso semanal de 2,9% y de 2,3% respectivamente–, y a pesar del retroceso del índice DXY –cerró en 90 puntos, 0,7% menor frente al cierre de la semana pasada–. De este modo, la evolución reciente del tipo de cambio estuvo enmarcada en una mayor aversión al riesgo por la incertidumbre local en el frente fiscal y sociopolítico.

En efecto, el anuncio de Standard and Poor's de rebajar la calificación soberana para Colombia a BB+, con perspectiva estable, generó un debilitamiento del peso colombiano y un incremento en las primas de riesgo. La decisión estuvo soportada en que, dadas las condiciones actuales, el ajuste fiscal sería más prolongado de lo previsto inicialmente y eso reduce la probabilidad de revertir el deterioro de las finanzas públicas. Adicionalmente, las reuniones infructuosas entre el Gobierno y el Comité de Paro han derivado en nuevas jornadas de protestas y movilizaciones a lo largo del país. En contraste, el dólar en el mundo ha exhibido una menor fortaleza, en línea con la estabilidad de los Tesoros.

Por su parte, las cotizaciones internacionales de crudo mostraron una mayor volatilidad durante la semana. En particular, la referencia Brent retrocedió desde los 70 dólares por barril (dpb) en las últimas jornadas, luego de que se confirmaran avances sustanciales en una posible reactivación del Acuerdo Nuclear con Irán que levantaría las sanciones impuestas por EEUU y la Unión Europea. No obstante, a pesar de que el aumento paulatino en el suministro de la OPEP e Irán pueden limitar el avance de las cotizaciones, la recuperación de la demanda de la mano de las menores restricciones a la movilidad en

### Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	3.721,57	-0,17%	-2,69%	8,42%
Dólar Interbancario	Colombia	3.747,00	1,67%	-0,63%	9,50%
BRLUSD	Brasil	5,36	1,06%	-5,80%	3,26%
CLPUSD	Chile	721,05	1,84%	-10,18%	1,48%
PENUSD	Perú	3,75	0,86%	10,26%	3,60%
MXNUSD	México	19,94	-1,11%	-14,03%	0,28%
JPYUSD	Japón	108,96	-0,65%	1,33%	5,52%
USDEUR	Eurozona	1,22	0,91%	10,94%	-0,28%
USDGBP	Gran Bretaña	1,41	0,68%	15,55%	3,47%
DXY (Índice del Dólar)	EEUU	90,02	-0,77%	-9,19%	0,09%

Fuente: Eikon

EEUU y la Unión Europea sugieren que el mercado petrolero continuará en déficit durante todo el 2021.

## Mercados externos

**Laura Daniela Parra Pérez**

Analista de Mercados Externos

+57 1 3538787 ext. 6196

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

- Esta semana se conocerá el consumo personal y la inflación PCE de abril en EEUU y el PIB1T21 de México.

### Minutas de la última reunión de la Fed

Algunos participantes del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sugirieron que, si la economía continúa avanzando rápidamente hacia el cumplimiento del objetivo dual, sería apropiado comenzar a discutir el plan de ajuste del ritmo de compras de activos durante las próximas reuniones (proceso conocido como *tapering*). Esto luego de que los datos de marzo fueran muy positivos tanto en materia de precios como de mercado laboral, sin embargo, esta afirmación desconocía el resultado macro de abril. Durante dicho mes la inflación sorprendió fuertemente al alza, pero los datos del mercado laboral fueron débiles, de forma que el número de ocupados se mantenía 7,6 millones de empleos por debajo del nivel pre-pandemia (esta cifra asciende a 11,7 millones si la participación laboral fuera igual a febrero de 2020).

De esta manera, es necesario esperar para confirmar si i) el débil desempeño del mercado laboral durante abril fue un dato atípico en medio de los meses de mayor ritmo de recuperación y ii) las presiones inflacionarias son transitorias durante el 2T21.

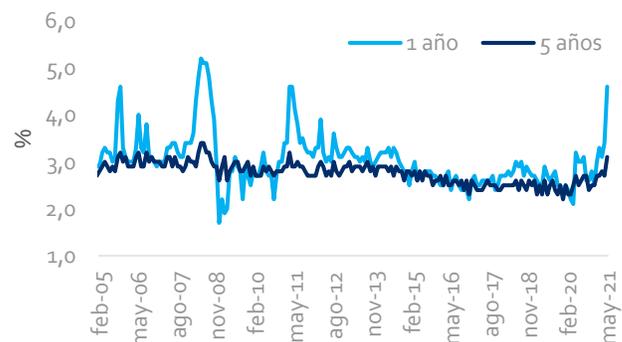
Así las cosas, creemos que por ahora los miembros del comité estarán a la espera de los datos de mayo, disponibles en su mayoría antes de la reunión de mediados de junio. El momento en el que el FOMC anuncie el inicio del *tapering* será crucial para dar un mensaje al mercado sobre el balance entre mitigar el incremento excesivo de la inflación esperada y prolongar el periodo de estímulo elevado a la espera de avances en materia laboral. En cualquier caso, **el comité ha sido enfático en que anunciará con suficiente antelación el inicio del *tapering*** para evitar un ajuste desordenado de las tasas de interés de los tesoros que pueda afectar las condiciones de financiamiento.

Expectativas implícitas de inflación en EEUU



Fuente: Eikon

Expectativas de inflación a 1 y 5 años de los consumidores



Fuente: Eikon

Si las expectativas de inflación continúan aumentando considerablemente por encima del objetivo, la Fed podría verse obligada a reiterar que cuenta con los instrumentos para controlar las presiones inflacionarias, y que durante la década pasada la regla fue la debilidad inflacionaria en medio de una relación debilitada entre el nivel de empleo y el incremento de los precios.

Vale la pena señalar que en el escenario base actual de la Fed, la inflación PCE núcleo cerrará el año en 2,2% y la inflación total ascenderá a 2,4%, sin embargo, **no se anticipan movimientos en el rango de la tasa de interés de referencia.**

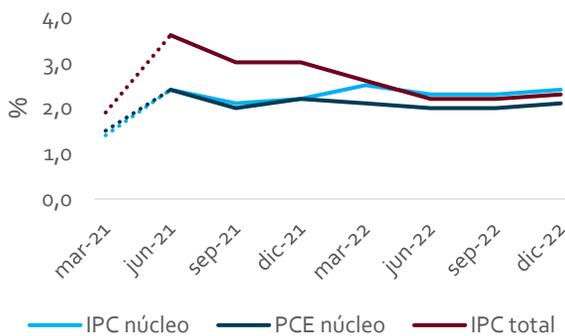
### Recuperación sincronizada en el mundo desarrollado soportada por vacunación y menores restricciones a la actividad económica

El PMI preliminar compuesto de mayo aumentó a un nuevo récord en EEUU y el Reino Unido y a un máximo de casi tres años en la Zona Euro, impulsado en todos los casos por el acelerado avance del segmento de servicios y el buen desempeño del sector manufacturero. El incremento transversal de la demanda explicó el buen resultado. La contratación aumentó y la confianza se mantuvo al alza, sin embargo, los empresarios manifestaron dificultades para cubrir algunos puestos de trabajo y preocupación por la disrupción en las cadenas de suministro. Este elemento continúa presionando los costos al alza y dificulta que la oferta supla adecuadamente la demanda en el segmento manufacturero. El incremento en los costos junto con un mayor poder de fijación de precios otorgado por la creciente demanda justificó el aumento en los precios finales, más moderadamente en el segmento de servicios.

### PIB 1T21 de Chile se mantiene 0,9% por debajo de nivel máximo pre-pandemia

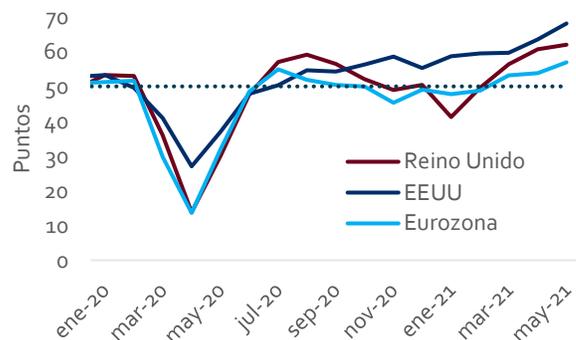
La economía chilena creció 3,2% t/t y 0,3% a/a (ant:0% a/a, esp: 0,5% a/a) impulsada por la demanda interna (6,7% a/a) que compensó la contribución negativa de la balanza comercial, impulsada por el aumento de 17% de las importaciones. A nivel sectorial, el

**Pronóstico de inflación de los analistas en EEUU**



Fuente: Eikon. Promedio trimestral. Pronósticos al 21 de mayo.

**PMI compuesto**



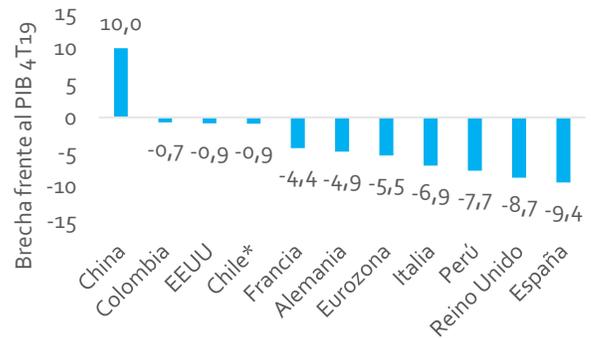
Fuente: Eikon

### PIB 1T21



Fuente: Eikon

### Brecha entre el PIB 1T21 y el pre-pandemia



Fuente: Eikon\* Chile toma como referencia 3T19 por protestas de 4T19

comercio, el agro y la industria lideraron las contribuciones positivas. Construcción y restaurantes y hoteles moderaron el dinamismo.

### PIB 1T21 de Perú se mantiene 7,7% por debajo de nivel pre-pandemia

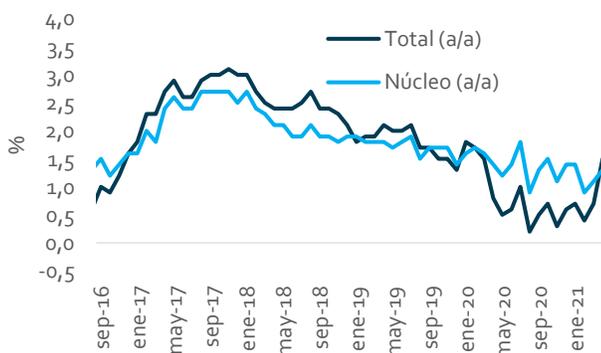
La economía peruana creció 3,8% a/a en 1T21 (ant: -1,7% a/a) impulsada por la demanda interna y a pesar de la contribución negativa de las exportaciones netas. En particular, el consumo creció 2,1% –en línea con la recuperación de empleos independientes–, el gasto público 7,2% –impulsado por el rubro de salud– y la inversión 30,4% –soportada por el segmento de construcción–.

A nivel sectorial, construcción, pesca, servicios financieros y manufacturas impulsaron el crecimiento, mientras que hotelería, restaurantes, transporte y comercio presentaron variaciones negativas.

### Inflación en el Reino Unido aumentó al nivel más alto en un año

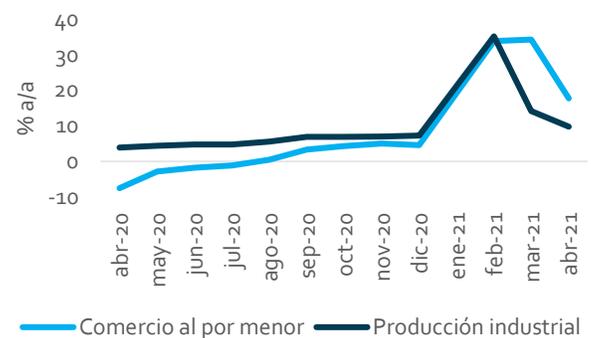
La inflación aumentó 0,6% m/m en abril y 1,5% a/a (esp: 1,4%, ant: 0,7%) impulsada por el aumento en los precios de servicios del hogar, combustible y vestuario, elementos compensados por la reducción de los precios de cultura y recreación

### Inflación en el Reino Unido



Fuente: Eikon

### Comercio e industria en China



Fuente: Eikon

### China: datos de abril con un dinamismo menor al anticipado

Los datos de abril continuaron reforzando la tendencia de recomposición del crecimiento desde la inversión hacia el consumo. Aunque los datos fueron inferiores a lo previsto, lo cierto es que la economía china ya recuperó su nivel de producto pre-pandemia e inició una senda de crecimiento más balanceado. Por un lado, la producción industrial redujo su ritmo de aumento desde 14,1% a/a hasta 9,8% a/a en abril, en línea con lo anticipado. Vale la pena mencionar que el segmento de fabricación de vehículos se está viendo afectado por la escasez de semiconductores. Por su parte, las ventas al por menor aumentaron 17,7% a/a (ant:34,2% a/a, esp: 24,9% a/a), impulsadas por la variación de 46,4% en servicios de restaurante.

#### Cifras publicadas durante la última semana en EEUU

Fecha	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
18-may-21	Permisos de construcción	Abr	1,760M	1,770M	1,755M
18-may-21	Permisos de construcción (m/m)	Abr	0,3%	-	1,7%
18-may-21	Inicios de vivienda	Abr	1,569M	1,710M	1,733M
18-may-21	Inicios de vivienda (m/m)	Abr	-9,5%	-	19,8%
19-may-21	Inventarios de crudo EIA	10 May	1,321M	1,623M	-0,427M
20-may-21	Solicitudes iniciales de desempleo	10 May	444 mil	430 mil	478 mil
21-may-21	PMI compuesto de Markit	May (p)	68,1	-	63,5
21-may-21	PMI manufacturero de Markit	May (p)	61,5	60,2	60,5
21-may-21	PMI de servicios de Markit	May (p)	70,1	64,5	64,7
21-may-21	Ventas de vivienda usada (m/m)	Abr	-2,7%	2,0%	-3,70%

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

## Actividad económica local

**Maria Paula Contreras**

Especialista Economía Local

+57 1 3538787 ext. 6164

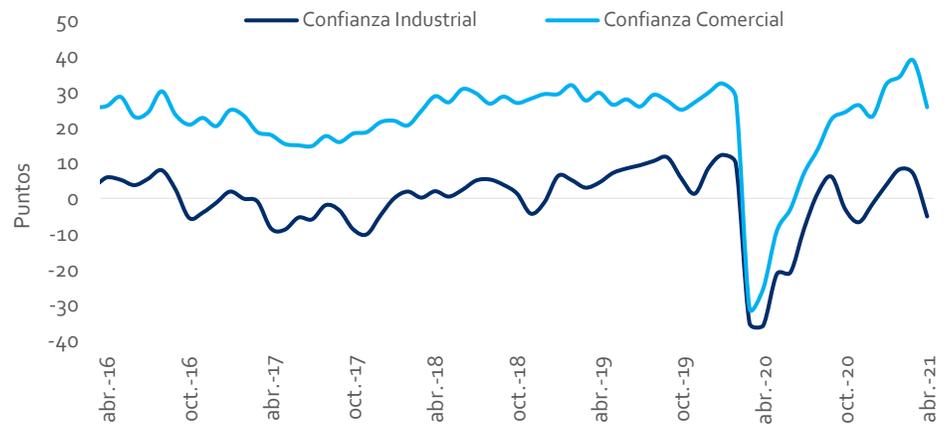
[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

- El retorno de las restricciones a la movilidad y las manifestaciones afectaron la confianza empresarial en abril.

### › Retrocede la confianza empresarial

Los índices de confianza empresarial de Fedesarrollo presentaron un retroceso notable en abril, en medio del retorno de algunas restricciones a la movilidad y el inicio del Paro Nacional a fin de mes. El **Índice de Confianza Comercial (ICCO)** se redujo 13,1 puntos frente a marzo, alcanzando su menor nivel en cuatro meses. Lo anterior como consecuencia de un fuerte deterioro en la percepción de la situación actual de la empresa (-20 puntos) y las expectativas para los próximos seis meses (-19 puntos). Por su parte, el **Índice de Confianza Industrial (ICI)** se redujo 11,9 puntos frente a marzo, regresando a terreno negativo. En este caso, el deterioro estuvo impulsado principalmente por una reducción en las expectativas de producción para el próximo trimestre, a lo cual se sumó un menor volumen de pedidos y una mayor acumulación de inventarios.

### Índices de Confianza Empresarial



Fuente: Fedesarrollo.

## 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. (17 May – 23 May)	1,75%	1,79%	-4,0	1,76%	1,94%	4,36%
DTF T.A. (17 May – 23 May)	1,73%	1,77%	-3,9	1,74%	1,92%	4,24%
IBR E.A. overnight	1,76%	1,75%	1,1	1,74%	1,74%	3,22%
IBR E.A. a un mes	1,76%	1,75%	1,0	1,74%	1,75%	2,91%
TES – Julio 2024	4,68%	4,52%	16,2	4,08%	3,45%	4,24%
Tesoros 10 años	1,62%	1,63%	-1,2	1,57%	0,93%	0,68%
Global Brasil 2025	1,85%	1,79%	5,6	2,07%	1,69%	2,90%
LIBOR 3 meses	0,16%	0,17%	-1,5	0,17%	0,24%	0,37%

Fuente: BanRep, Superfinanciera

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	652,89	-0,97%	-0,97%	-4,15%	-4,00%
COLCAP	1244,08	-3,54%	-5,13%	-13,48%	16,02%
COLEQTY	870,94	-3,33%	-4,98%	-13,03%	16,74%
Cambiario – TRM	3721,57	-0,17%	3,19%	6,88%	-2,17%
Acciones EEUU – Dow Jones	34207,84	-0,51%	1,14%	12,49%	39,77%

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

## Calendario económico

### Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
25-may-21	Ventas de vivienda nueva	Abr	0,950M	1,021M
25-may-21	Ventas de vivienda nueva (m/m)	Abr	-	20,7%
25-may-21	Confianza del consumidor	May	119	121,7
26-may-21	Inventarios de crudo EIA	17 May	-	1,321M
27-may-21	Órdenes de bienes durables	Abr	0,7%	0,8%
27-may-21	Órdenes de bienes durables sin transporte	Abr	0,7%	1,9%
27-may-21	PIB (t/t)	1T21(p)	6,5%	6,4%
27-may-21	Solicitudes iniciales de desempleo	17 May	430 mil	444 mil
27-may-21	Ventas pendientes de vivienda (m/m)	Abr	1,1%	1,9%
28-may-21	Ingreso personal (m/m)	Abr	-14,0%	21,1%
28-may-21	Inflación PCE (m/m)	Abr	-	0,5%
28-may-21	Inflación PCE (a/a)	Abr	-	2,3%
28-may-21	Condiciones actuales U. Michigan (puntos)	May (f)	-	90,8
28-may-21	Expectativas económicas U. Michigan (puntos)	May (f)	-	77,6
28-may-21	Confianza del consumidor U. Michigan (puntos)	May (f)	82,9	82,8

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
28-may-21	Clima de negocios	May	-	1,13
28-may-21	Confianza del consumidor	May (f)	-6,0	-5,1

Fuente: Thomson Reuters

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

### Alemania

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
25-may-21	PIB (t/t)	1T21 (f)	-1,7%	0,5%
25-may-21	PIB (a/a)	1T21 (f)	-3,3%	-2,3%
25-may-21	Clima de negocios Ifo	May	98,1	96,8
25-may-21	Condiciones actuales Ifo	May	95,5	94,1
25-may-21	Expectativas Ifo	May	101,0	99,5
27-may-21	Confianza del consumidor GfK	Jun	-5,3	-8,8

Fuente: Thomson Reuters

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

### Francia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-may-21	PIB (t/t)	1T21 (f)	0,4%	-1,4%
28-may-21	PIB (a/a)	1T21 (f)	-	-4,9%
28-may-21	Inflación (m/m)	May (p)	0,3%	0,2%
28-may-21	Inflación (a/a)	May (p)	1,8%	1,6%

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
28-may-21	Decisión de política monetaria	May	1,75%	1,75%

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
26-may-21	Ventas al por menor (a/a)	Mar	-	28,2%
27-may-21	Balanza comercial USD	Abr	1,350M	400M

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
25-may-21	Balanza comercial USD	Abr	3,200B	-3,004B
26-may-21	PIB (t/t)	1T21 (f)	3,1%	0,4%
26-may-21	PIB (a/a)	1T21 (f)	-4,5%	-3,8%
26-may-21	índice de actividad económica IGAE (m/m)	Mar	-	-0,3%
26-may-21	índice de actividad económica IGAE (a/a)	Mar	-3,9%	-5,1%
27-may-21	Tasa de desempleo	Abr	-	4,4%

Fuente: Thomson Reuters

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

### Brasil

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
27-may-21	Tasa de desempleo	Mar	-	14,40%

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
27-may-21	Tasa de desempleo	Abr	2,7%	2,6%

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	5,3	4,0
Consumo Privado (%)	2,1	3,0	4,5	-5,8	5,1	3,6
Consumo Público (%)	3,8	7,0	4,3	3,7	4,2	3,1
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1,9	1,5	4,3	-21,1	9,1	6,1
Exportaciones (%)	2,5	0,9	2,6	-17,4	5,3	9,2
Importaciones (%)	1,2	5,8	8,1	-18,0	5,8	7,2
<b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>						
Consumo Privado (p.p.)	1,4	2,1	2,7	-4,1	3,6	2,5
Consumo Público (p.p.)	0,6	1,1	0,8	0,6	0,7	0,5
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,4	0,3	0,7	-4,6	1,7	1,2
Exportaciones (p.p.)	0,4	0,1	-1,2	1,5	0,7	1,3
Importaciones (p.p.)	-0,3	-1,2	3,3	-6,8	1,2	1,4
<b>Precios</b>						
Inflación, fin de año (%)	4,1	3,2	3,8	1,6	3,3	3,0
Inflación, promedio anual (%)	4,3	3,2	3,5	2,5	2,1	2,9
<b>Tasas de Interés</b>						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,75	4,25	4,25	1,75	1,75	3,25
DTF E.A., fin de año (%)	5,21	4,54	4,48	1,96	1,60	2,75
<b>Finanzas Públicas</b>						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-8,2	-8,3	-3,6
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0,7	-0,3	0,7	-5,0	-5,1	-0,4
Deuda bruta GNC (% PIB)*	47,0	49,8	50,2	62,0	65,4	65,0
<b>Sector Externo</b>						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	2.984	3.249	3.297	3.433	3.627	3.570
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2.951	2.958	3.282	3.731	3.722	3.596
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3,3	-3,9	-4,3	-3,3	-3,8	-3,8
Inversión extranjera directa (% PIB)	3,2	3,5	4,5	3,4	3,6	3,6

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

## Equipo de investigaciones económicas

---

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

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

## Macroeconomía y Mercados

---

### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

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

### Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

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

### Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

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

### Laura Daniela Parra

Analista de Mercados Externos

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

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

### José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

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

### María Paula González

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

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

## Renta Variable

---

### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

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

### Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

### Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

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

## Finanzas Corporativas

---

### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

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

### Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

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

### Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@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.