

## INFORME SEMANAL

## PRIVATIZACIONES REQUERIDAS POR EL MFMP 2020

- Las fuentes de fondeo descritas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2020 publicado el pasado 26 de junio, incluyen 12,1 billones (1,1% del PIB) en enajenaciones.
- En este informe revisamos parte del portafolio de empresas estatales para determinar su posible valor, tratando de anticipar que estrategia de venta podría favorecer el Gobierno.
- Adicionalmente, calculamos el espacio de endeudamiento que tienen las empresas del portafolio de generación, distribución y comercialización de electricidad como fuente de fondeo alternativo para el gobierno.
- El objetivo de este ejercicio no es concluir si es deseable o no la venta de dichas participaciones, pero sí aportar algunos elementos de análisis sobre qué tipos de enajenaciones estatales podrían ocurrir de llevarse a cabo los supuestos del MFMP.

### MERCADO DE DEUDA (PAG. 7)

- La renta fija a nivel internacional presentó valorizaciones ante un cierre de trimestre afectado por la cuarentena. En el ámbito local, los títulos de deuda respondieron favorablemente a las decisiones del BanRep, pues se garantiza liquidez de largo plazo a los agentes.

### MERCADO CAMBIARIO (PAG. 14)

- El tipo de cambio retrocedió la semana pasada y cerró en 3.650 pesos por dólar, soportado en una menor búsqueda de activos refugio y un repunte de las cotizaciones internacionales de crudo.

### MERCADOS EXTERNOS (PAG. 16)

- Durante esta semana se dará la reunión de política monetaria en Perú. Actualmente la tasa se ubica en 0,25%.
- A nivel macroeconómico se conocerá la inflación de junio en China junto con el PMI de servicios y compuesto global.

### ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG. 19)

- Pese a la menor destrucción de empleo en mayo, la tasa de desempleo a nivel nacional ascendió a 21,4%.
- La inflación volvió a presentar una fuerte reducción en junio, ubicándose en 2,19% a/a.

# Privatizaciones requeridas por el MFMP 2020

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable

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

- Las fuentes de fondeo descritas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2020 publicado el pasado 26 de junio, incluyen 12,1 billones (1,1% del PIB) en enajenaciones.
- En este informe revisamos parte del portafolio de empresas estatales para determinar su posible valor, tratando de anticipar que estrategia de venta podría favorecer el Gobierno.
- Adicionalmente, calculamos el espacio de endeudamiento que tienen las empresas del portafolio de generación, distribución y comercialización de electricidad como fuente de fondeo alternativo para el gobierno.
- El objetivo de este ejercicio no es concluir si es deseable o no la venta de dichas participaciones, pero sí aportar algunos elementos de análisis sobre qué tipos de enajenaciones estatales podrían ocurrir de llevarse a cabo los supuestos del MFMP.

## › *Una coyuntura difícil en lo fiscal y para las acciones locales*

Las fuentes de fondeo descritas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2020 publicado el pasado 26 de junio, incluyen 12,1 billones (1,1% del PIB) en enajenaciones, que disminuyen el endeudamiento requerido por el gobierno, limitando la ampliación del déficit fiscal durante la difícil coyuntura actual. Con esto en mente, actualizamos nuestra valoración de los activos que podría privatizar el gobierno para alcanzar el monto esperado, a falta de ingresos fiscales recurrentes. Asimismo, calculamos el espacio de endeudamiento teórico que tienen las empresas del portafolio de generación, distribución y comercialización eléctrica como fuente de fondeo alternativo para el gobierno.

El portafolio de empresas de la nación consta de 104 empresas, 39 controladas y 65 con participación minoritaria. Al cierre de 2019, calculamos que el patrimonio ajustado por la participación de la nación asciende a 78 billones de pesos, donde la mayor parte (96,4%) viene de empresas controladas. Dentro del portafolio de controladas, se destacan las participaciones de los sectores de hidrocarburos, financiero y energía, de 64,0%, 19,9% y 14,5% respectivamente. Limitamos nuestro análisis a los sectores de Hidrocarburos (Ecopetrol) y Energía (ISA, junto a ocho empresas dedicadas a las actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad), sin incluir la porción del sector financiero en el portafolio, compuesta por banca de segundo piso e Instituciones Oficiales Especiales (IOEs).

La enajenación de participaciones en Ecopetrol e Isa ya ha sido contemplada en el pasado. Recientemente se postergaron dichas privatizaciones debido a los buenos resultados de BanRep (portafolio) y Ecopetrol (dividendos e impuestos). En caso de venta, el gobierno debe procurar porque estas enajenaciones se realicen bajo buenas

condiciones de mercado, condiciones que no se presentaron el año pasado, y este año han resultado esquivas.

En cuanto a las empresas del sector Energético que no cotizan en bolsa, el año pasado el gobierno manifestó su deseo de optimizar el capital invertido, lo que interpretamos como la posibilidad de incrementar el nivel de endeudamiento de estas compañías.

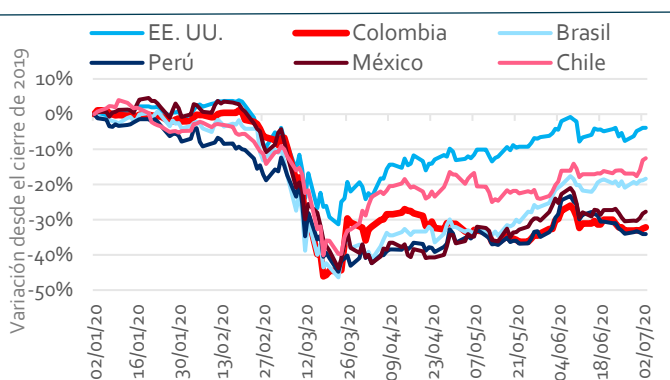
En lo corrido de este año, los mercados accionarios a nivel mundial han presentado fuertes correcciones (gráfico 1). Este castigo ha sido especialmente acentuado en Colombia, donde el choque doméstico del COVID-19 ha coincidido con la caída de los precios del petróleo en el mercado internacional. La recuperación de los diferentes mercados desde finales de marzo ha sido heterogénea. Mientras el mercado accionario estadounidense está punto de regresar a máximos históricos absolutos, el mercado colombiano muestra una capitalización bursátil inferior al valor patrimonial de las empresas listadas.

Adicionalmente, los indicadores que usualmente se toman de referencia de valor relativo y valor intrínseco, no son concluyentes en la actualidad. A falta de transacciones durante 2020, las referencias de los mercados internacionales (excesos de retorno, primas, etc.) lucen manos aplicables al mercado local; las tasas de interés cero-riesgo están reflejando más la situación de liquidez que el riesgo, etc. Teniendo en cuenta lo anterior, el ejercicio que aquí presentamos es conservador a la hora de aplicar múltiplos comparables en los ejercicios de valoración.

› *El portafolio estatal en hidrocarburos y energía*

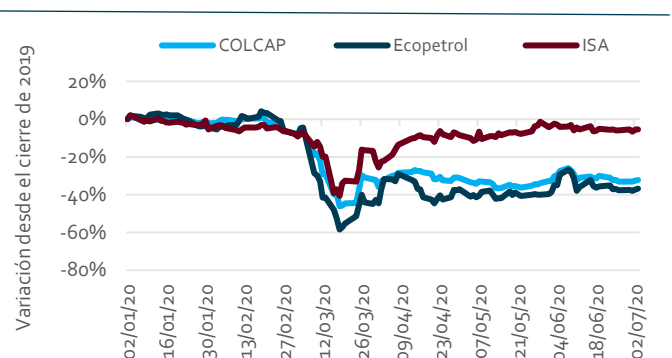
Destacamos el comportamiento diferenciado de los resultados financieros y el desempeño bursátil, entre Ecopetrol e ISA. El deterioro en los resultados de Ecopetrol a causa de la caída en los precios del petróleo se evidencia en la cotización de su acción; mientras que la resiliencia de los resultados de ISA, explicada por la estructura tarifaria que rige sus ingresos, resultó en una pronta recuperación respecto a la corrección negativa y generalizada iniciada a finales de febrero (gráfico 2).

**Gráfico 1: Índices accionarios internacionales**



Fuente: CApital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 2: Desempeño diferenciado**



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

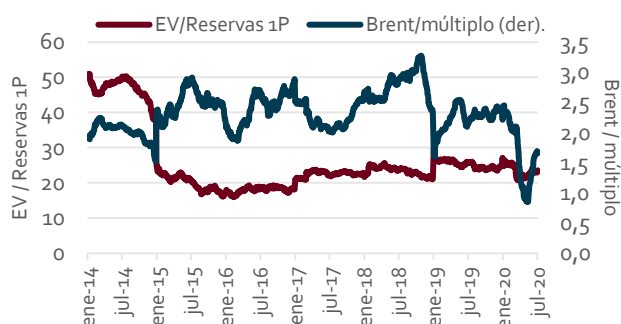
**Ecopetrol:** Si el gobierno vendiera el 8,49% de Ecopetrol al precio actual de la acción de 2,100 pesos, recibiría 7,3 billones. Como es bien sabido, la compañía ha sido afectada por el nivel de precios del petróleo, al punto de tener que recortar su producción de crudo. La ventaja de ser una empresa integrada, sí como la seguridad que genera la participación mayoritaria del gobierno a los inversionistas internacionales, le ha permitido a la Ecopetrol mantener múltiplos de reservas (valor empresarial / reservas de petróleo equivalente probadas) elevados frente a sus pares y una relativa facilidad para fondearse en los mercados internacionales.

Actualmente el petróleo Brent se cotiza a USD 42,8 / barril, cercano al nivel promedio de USD 38 / Barril y USD 39 / barril para el cierre del año. El múltiplo de reservas 1P se ubica en USD 23,6/ barril, con un castigo relativamente bajo frente a la cotización del crudo. Así las cosas, no esperamos una recuperación por esta vía, especialmente porque si la cotización promedio de 2020 es USD 38/Barril, es poco probable que se presente un aumento en las reservas de 2020. Más allá de reconocer la inmensa mejora en eficiencias lograda por Ecopetrol, no es razonable esperar mucho de la cotización sin una expectativa de mejora en el precio. **Siendo este el caso, tendría poco sentido vender participación en la empresa en este punto bajo** (gráfico 3).

**Cenit:** El gobierno también podría buscar los 12,1 billones de enajenaciones mediante la venta del 49% de Cenit (donde Ecopetrol tiene el 100%). Para este ejercicio, le asignamos el 56,8% del EBITDA del segmento de transporte a Cenit, de acuerdo con el peso de sus activos contables frente a Ocesa, Bicentenario, Llanos y Oleoducto Colombia. Adicionalmente, usamos un múltiplo bursátil EBITDA de 6,7x (mediana de los pares), para vender el 49% de la participación (sin control), un múltiplo conservador si se tiene en cuenta que las transacciones de Ocesa en 2013 se realizaron con múltiplos EBITDA de 19,7x y 29,5x. Ecopetrol recibiría 17,6 billones y el gobierno 15,6 billones (vía un dividendo extraordinario). La valoración calculada para Cenit equivale un precio / valor en libras de 2,4x. Finalmente, un análisis serio sobre una venta de Cenit deberá incluir a su vez un análisis de impacto sobre la operación consolidada de Ecopetrol.

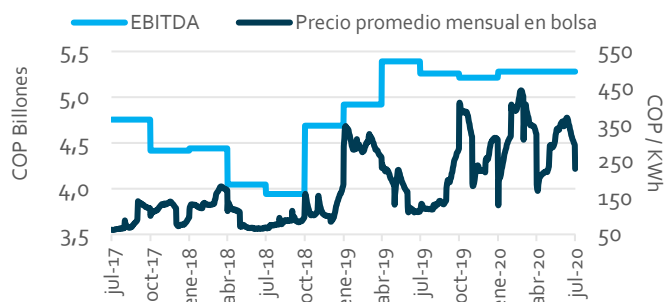
**ISA:** El ingreso operativo de 2.480 millones de dólares en 2019 logrado por ISA (8,1 billones de pesos), captura su participación de 70%, 70%, 20% y 5% de la totalidad de la transmisión eléctrica en Colombia, Perú, Brasil y Chile respectivamente, así como el 40%

**Gráfico 3: Múltiplo de reservas 1P de Ecopetrol**



Fuente: Ecopetrol y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4: EBITDA de ISA y precios en bolsa**



Fuente: ISA y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

**Cuadro 1: Portafolio energético no listado: Distribución (+ Comercialización) y Generación eléctrica. Cifras en millones de pesos.**

	Cedenaar	Dispac	Electrocaquetá	Electrohuala	Emsa	Gecelca	Gensa	Empresa Urrá
Caja	3.015	34.271	11.924	40.081	19.879	27.542	96.319	8.369
Pasivo	363.885	91.050	60.680	478.376	395.887	1.981.366	365.271	477.792
Deuda	103.073	5.087	–	168.575	131.962	1.536.499	143.855	291.836
Patrimonio	320.530	150.488	82.810	391.655	306.055	1.118.667	495.968	1.155.124
<b>EBITDA *</b>	34.251	22.832	12.167	87.491	114.677	74.275	17.514	5.796
Deuda Neta	100.058	(29.185)	(11.924)	128.493	112.083	1.508.956	47.536	283.467
Valor empresarial	371.177	247.426	131.850	948.133	1.242.753	866.992	204.435	73.812
Patrimonio a mercado **	<u>320.530</u>	<u>276.611</u>	<u>143.774</u>	<u>819.640</u>	<u>1.130.670</u>	<u>1.118.667</u>	<u>495.968</u>	<u>1.155.124</u>
Participación estatal (%)	99,98%	100,00%	72,35%	83,05%	55,68%	100,00%	93,20%	99,98%
Participación estatal (\$)	320.466	276.611	104.021	680.711	629.557	1.118.667	462.243	1.154.893
Capital	423.603	155.574	82.810	560.230	438.017	2.655.166	639.823	1.446.960
Capacidad de endeudamiento	163.846	60.175	32.030	216.693	169.422	1.026.999	247.479	559.673
Espacio de endeudamiento	60.774	55.088	32.030	48.118	37.460	–	103.624	267.838
Actividad principal	Distribución	Distribución	Distribución	Distribución	Distribución	Generación	Generación	Generación

Fuente: Reportes de las compañías. \* Salvo por Gecelca que publicó la cifra, es la utilidad operacional antes de depreciaciones, amortizaciones y provisiones. \*\* Máximo entre la valoración por múltiplo transaccional y el valor en libros.

del ingreso de carreteras interurbanas en Chile. Únicamente el 2,5% del ingreso de ISA depende de la demanda (corresponde a parte del negocio de transmisión en Perú). La estructura tarifaria del negocio de transmisión no depende del precio de la electricidad ni del volumen, sino de la capacidad de transmisión (gráfico 4). Adicionalmente, las medidas de alivio tomadas por el gobierno que afectan la caja de las distribuidoras eléctricas, que recaudan el ingreso para toda la cadena de la electricidad, no va a afectar a ISA a menos que las distribuidoras llegaran a una situación de quiebra.

A los 18.820 pesos/acción del último cierre (6,8x EBITDA, por debajo de la media cercana a 7,5x), la participación del gobierno asciende a 10,7 billones. Los 6,8 veces EBITDA del valor empresarial implícito son razonables en relación con la historia de la compañía, y reconociendo que el 14% del EBITDA viene de concesiones viales. Teniendo en cuenta las condiciones actuales de mercado, el hecho de que buena parte de las tarifas de ISA están indexadas al dólar, junto con la relativa estabilidad del EBITDA, tomamos el valor actual como precio justo. Dado que la venta de 51% del gobierno incluye el control, aplicamos una prima de 30% a este valor, con lo que el precio por acción se ubicaría en 24.466 pesos, superando al máximo histórico de 20.480, y muy cerca de los 24.744 que arroja nuestro modelo de descuento de dividendos de dos fases. El gobierno recibiría 13,9 billones de pesos, y un múltiplo de valor empresarial sobre EBITDA de 8,0x, razonable, teniendo en cuenta que el múltiplo transaccional histórico para la región es de 12x.

**Portafolio energético sin ISA:** En cuanto al portafolio del sector energético sin ISA, destacamos el hecho de que los resultados de 2019 evidencian un deterioro respecto a 2018, especialmente en las generadoras, al punto de que su valor en libros supera a la

valoración por múltiplos transaccionales (cuadro 1). Las generadoras de la nación representan cerca del 6% de la capacidad del país y regularmente participan de una porción similar respecto a la energía generada. Mientras tanto, la Base Regulatoria de Activos (BRA) de las distribuidoras es cercana a los 3,2 billones de pesos, aunque con diferencias considerables en las tarifas que pueden cobrar, sirviendo a más de un millón trescientos mil usuarios, mayoritariamente de los primeros dos estratos.

Estimamos un valor de 4,7 billones para la venta de la participación del gobierno; 2,7 billones correspondiente a las generadoras, y 2,0 billones a las distribuidoras y comercializadoras de electricidad. Para esta estimación utilizamos múltiplos transaccionales de 11,7x en generación térmica, 12,7x en generación hídrica, y 10,8x en distribución eléctrica.

También se observa un mayor endeudamiento agregado para estas compañías respecto al año anterior. Al cierre de 2019, el espacio de endeudamiento adicional para estas empresas asciende a 0,6 billones. Para disponer de estos recursos, que no serían utilizados en inversión, el gobierno deberá recurrir a una repartición de dividendos (*cash – out*). En este caso, dado el deterioro observado en las empresas, nos conformamos con una relación deuda/capital de 38,6% (el 75% de la estructura óptima de referencia).

### › *Vender o no vender*

Las enajenaciones estatales son un tema políticamente sensible y al no ser una fuente recurrente de ingresos, no despeja las dudas en materia fiscal para los próximos años. Del ejercicio de valoración que aquí se presenta se concluye que el Gobierno tiene varias opciones para alcanzar la meta de 12,1 billones en enajenaciones. Pensamos que la coyuntura es desfavorable para una venta de la participación del Gobierno en Ecopetrol, por lo que una venta de participaciones sobre Cenit e ISA sin control pueden ser la opción más viable desde el punto de vista político y financiero. Por otro lado, la venta del portafolio energético no listado (sin ISA) resulta en una carga operativa y logística elevada, que puede ameritar cierto empaquetamiento en caso de que estos recursos sean requeridos más adelante.

## Mercado de deuda

**Ana Vera Nieto**

Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext.6138

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

*Renta fija presenta un comportamiento estable ante mejores datos de actividad económica*

- La renta fija a nivel internacional presentó valorizaciones ante un cierre de trimestre afectado por la cuarentena. En el ámbito local, los títulos de deuda respondieron favorablemente a las decisiones del BanRep, pues se garantiza liquidez de largo plazo a los agentes.

### › Mercado internacional

A nivel internacional, los títulos de deuda soberana se mantienen relativamente estables ante las cifras que se vienen publicando mostrando un mejor desempeño de la actividad económica (ver “Mercados Externos” de este informe).

En términos generales, los bonos en los países desarrollados se valorizaron 4 pbs en promedio durante la semana pasada, en línea con los países emergentes, cuyos títulos de referencia se valorizaron 9 pbs en promedio. Los países con mayores reducciones de tasas (ganancias) fueron Nigeria (-84), Colombia (-30) y Brasil (-25 pbs).

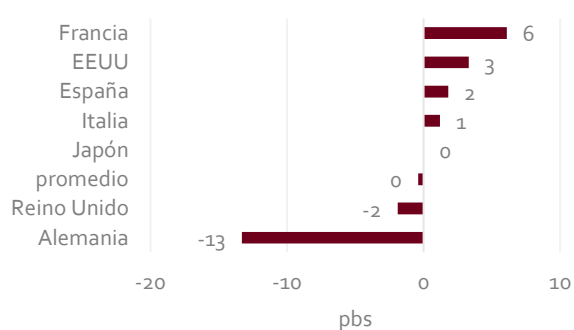
### › Mercado local

Las tasas de los títulos de deuda pública presentaron buenos resultados.

El desempeño por tipo de bono fue el siguiente:

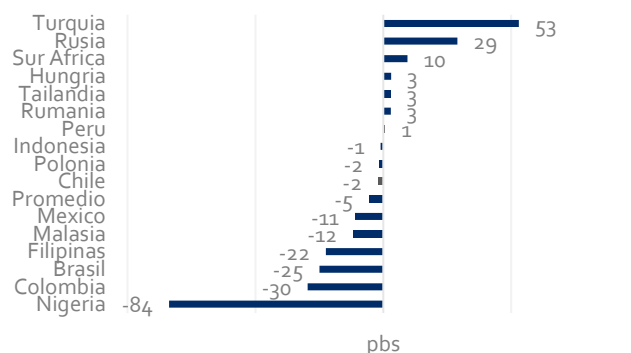
1. Los títulos tasa fija se valorizaron en promedio 45 pbs, con la mayor reducción de tasas de títulos TES 2025 (-75 pbs).
2. En promedio las referencias en UVR se valorizaron 33 pbs, con reducción de 80 pbs en la tasa del TES 2021.
3. Los bonos en dólares se valorizaron en promedio 20 pbs, en línea con el comportamiento de los títulos a nivel global.

**Comportamiento semanal bonos a 5 años desarrollados**



Fuente: Bancos Centrales. Cálculos: Corficolombiana

**Comportamiento semanal bonos a 5 años países emergentes**



Fuente: Bancos Centrales. Cálculos: Corficolombiana

Por su lado, el Gobierno Nacional, a través de la Dirección de Crédito Público, llevó a cabo la subasta de TES tasa UVR. Esta se realizó con tasas similares a la última subasta, respondiendo de manera positiva a la presentación del MFMP (ver “Financiamiento Pendiente” en [Informes Especiales – Julio 1 2020](#))

De igual modo, se llevó a cabo una subasta de TES de corto plazo de la referencia con vencimiento en junio 2011.

### 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	2,661%	2,730%	No aplica	250	-6 pbs
18-abr-29	3,140%	3,170%	2,25%	107	-4 pbs
25-feb-37	3,500%	3,505%	3,75%	50	-5 pbs
16-jun-49	3,725%	3,729%	3,5%	218	-5 pbs

Fuente: Ministerio de Hacienda

### › Expectativas

El mercado responderá a la publicación de la inflación de junio, la que da señales tempranas de deflación ante la pandemia (ver “Actividad Económica” de este informe).



### Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa		Precio	
				26-Jun-20	3-Jul-20	26-Jun-20	3-Jul-20
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT15240720	11,00%	24-Jul-20	0,08	3,06	2,66	101,03	100,67
TFIT10040522	7,00%	4-May-22	1,77	3,50	3,01	106,61	106,93
TFIT16240724	10,00%	24-Jul-24	3,33	4,30	3,60	122,26	123,34
TFITo8261125	6,25%	26-Nov-25	4,63	5,02	4,25	107,50	108,89
TFIT15260826	7,50%	26-Aug-26	4,95	5,25	4,54	113,69	114,81
TFITo8031127	5,75%	3-Nov-27	5,99	5,85	5,39	101,83	102,13
TFIT16280428	6,00%	28-Apr-28	6,43	5,87	5,50	102,86	102,77
TFIT16180930	7,75%	18-Sep-30	7,19	6,50	6,23	111,98	110,41
TFIT16300632	7,00%	30-Jun-32	8,57	6,61	6,48	105,61	103,96
TFIT16181034	7,25%	18-Oct-34	9,06	6,83	6,64	107,12	105,66
<b>TES UVR</b>							
TUVT10100321	3,50%	10-Mar-21	0,69	2,90	2,02	101,00	100,97
TUVT17230223	4,75%	23-Feb-23	2,52	2,44	1,88	107,51	107,27
TUVT11070525	3,50%	7-May-25	4,53	2,60	2,15	105,52	106,38
TUVT11170327	3,30%	17-Mar-27	6,09	3,03	2,55	103,70	104,37
TUVT20250333	3,00%	25-Mar-33	10,64	3,39	3,52	98,02	94,72
TUVT20040435	4,75%	4-Apr-35	11,12	3,50	3,44	116,59	114,95
TUVT25022537	4,00%	25-Feb-37	12,59	3,66	3,52	104,33	103,04
TUVT17160649	3,50%	16-Jun-49	18,16	3,87	3,70	120,15	100,49

### Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z- Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					26-Jun-20	3-Jul-20	26-Jun-20	3-Jul-20
COLGLB21	4,375%	12-Jul-21	0,98	142,80	1,87	1,75	102,65	102,70
COLGLB23	2,625%	15-Mar-23	2,36	166,63	2,35	1,94	100,63	101,77
COLGLB24	4,000%	26-Feb-24	3,17	202,60	2,54	2,26	104,90	105,66
COLGLB26	4,500%	28-Jan-26	4,72	228,80	2,91	2,64	107,80	109,28
COLGLB27	3,875%	25-Apr-27	5,83	243,40	3,04	2,88	104,90	106,13
COLGLB29	4,500%	15-Mar-29	7,10	257,40	3,31	3,13	108,68	110,41
COLGLB33	10,375%	28-Jan-33	8,18	377,39	4,55	4,39	155,33	157,35
COLGLB37	7,375%	18-Sep-37	10,97	347,69	4,37	4,21	136,01	138,51
COLGLB41	6,125%	18-Jan-41	12,68	343,60	4,38	4,21	124,06	126,08
COLGLB45	5,000%	15-Jun-45	15,06	322,21	4,24	4,04	111,61	114,87
COLGLB49	5,200%	15-May-49	16,15	325,60	4,14	4,08	117,58	118,74

Fuente: <https://investigaciones.corficolombiana.com/informacion-de-mercados>

# Liquidez

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

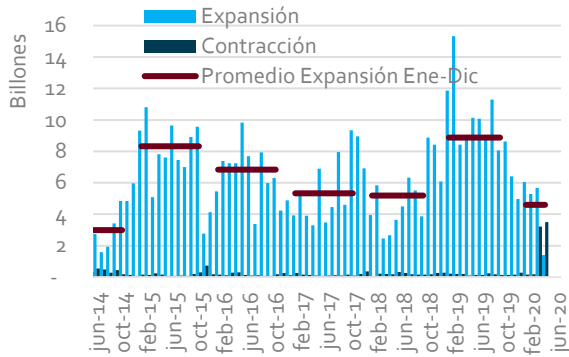
Fecha	Expansión a 1 día		Saldo Total	
	Cupo	Demanda <sup>1</sup>	Expansión <sup>2</sup>	Contracción
Jul-16	6.315.789	3.434.184	3.372.380	114.692
Jul-17	6.868.421	4.457.829	4.457.829	111.727
Jul-18	9.040.000	6.325.119	9.249.803	186.762
Jul-19	11.140.227	8.778.433	6.325.119	233.058
Jun-20	<b>ilimitado</b>	<b>3.431.025</b>	<b>3.454.270</b>	<b>506.686</b>

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

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

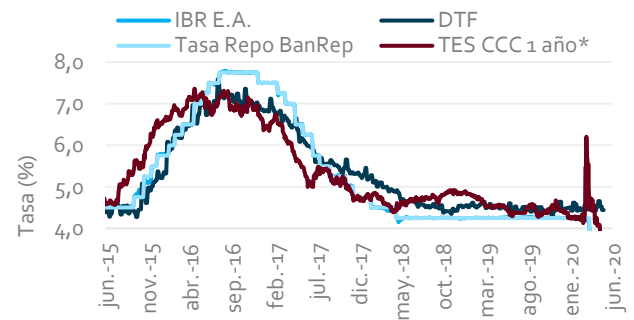
- El mercado demanda liquidez e incrementa el uso de repos de contracción frente a la semana anterior y comienza a hacer un menor uso de los repos de expansión.
- Es importante resaltar los anuncios del BanRep, para garantizar liquidez de largo plazo, puntualmente: "la Junta Directiva decidió mantener indefinidamente la facilidad de repos con títulos de cartera. Es decir, las subastas quincenales de repos con títulos de cartera continuarán mientras se considere necesario. Anteriormente, la Junta había autorizado la realización de estas subastas por un monto máximo acumulado de 6,3 billones de pesos. Adicionalmente, la Junta dispuso que se realizarán repos con deuda pública a un año y a nueve meses, cada dos semanas, en las semanas en las que no se subasten repos con títulos de cartera.
- La Junta también autorizó el acceso de FINDETER a todas las facilidades de expansión transitoria disponibles.
- Por otra parte, el saldo de las disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República finalizando el 26 de junio se ubicó en 38,5 billones de pesos, cifra similar a la semana anterior.

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



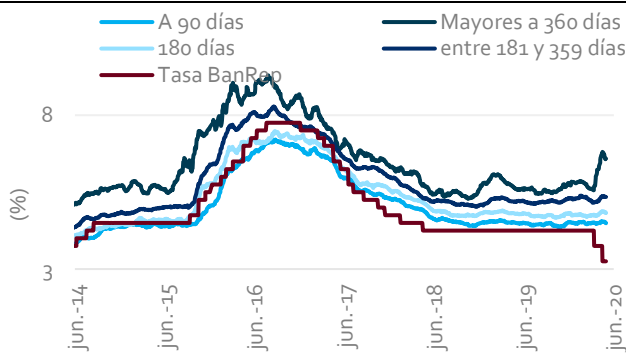
Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



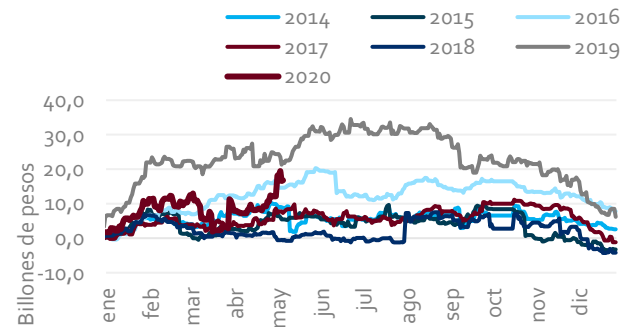
Fuente: BanRep Cálculos: Corficolombiana \*Cero cupón

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



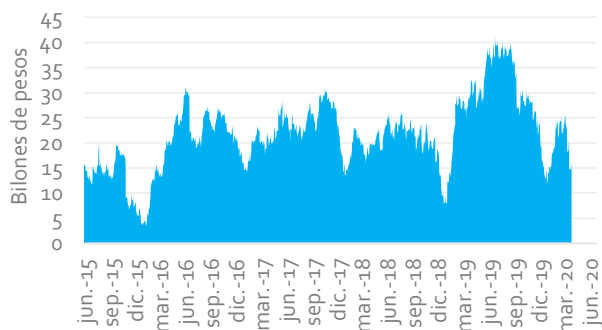
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



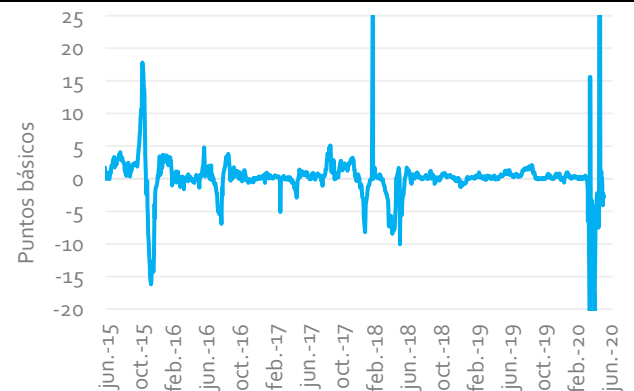
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### 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 estable al 19 de junio. En general, las diferentes líneas de crédito muestran un crecimiento estable frente al mes pasado a pesar de las reducciones de tasas del BanRep.

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

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
22-Jun-18	437,7	5,02%	420,0	6,45%	17,8	-20,28%
21-Jun-19	469,0	7,14%	450,7	7,31%	18,3	3,08%
29-Dec-17	428,5	6,18%	409,0	7,16%	19,5	-11,03%
22-May-20	514,5	10,32%	491,8	10,08%	22,7	15,79%
19-Jun-20	514,7	9,75%	492,8	9,35%	21,9	19,70%

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
22-Jun-18	236,4	1,76%	127,4	8,33%	61,7	11,52%
21-Jun-19	246,2	4,18%	142,2	11,57%	67,9	10,12%
29-Dec-17	233,5	3,09%	123,7	9,56%	59,1	11,81%
22-May-20	272,3	10,89%	156,5	11,11%	72,8	8,02%
19-Jun-20	273,1	10,89%	155,6	9,42%	73,1	7,68%

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
22-Jun-18	236,4	1,76%	205,7	4,70%	20,4	-20,08%
21-Jun-19	246,2	4,18%	215,6	4,79%	17,3	-14,95%
29-Dec-17	233,5	3,09%	214,5	4,60%	19,0	-11,36%
22-May-20	272,3	10,89%	250,1	10,41%	22,1	16,59%
19-Jun-20	273,1	10,89%	251,7	10,13%	21,4	20,66%

Fuente: Banco de la República

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

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
4-Jul-19	4,26%	4,26%	4,05%	4,00%	4,04%	3,98%	4,03%
1-Jan-18	4,69%	4,48%	4,74%	4,02%	4,10%	4,08%	4,68%
2-Jun-20	2,76%	3,18%	1,81%	2,24%	2,35%	2,20%	2,44%
1-Jan-19	4,24%	4,24%	4,19%	4,29%	4,40%	4,67%	4,96%
26-Jun-20	2,76%	2,82%	1,67%	2,15%	2,13%	2,13%	2,33%
3-Jul-20	2,49%	2,71%	1,83%	2,10%	2,12%	2,03%	2,21%
<b>Cambios (pbs)</b>							
Semanal	-26	-10	15	-4	-1	-10	-12
Mensual	-26	-47	1	-14	-22	-18	-23
Año corrido	-175	-153	-236	-219	-228	-265	-275
Anual	-176	-154	-222	-190	-191	-195	-182

Fuente: 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 alcanzó los 3.650 pesos, motivado por la menor aversión al riesgo y el repunte en las cotizaciones de crudo.*

• El tipo de cambio retrocedió la semana pasada y cerró en 3.650 pesos por dólar, soportado en una menor búsqueda de activos refugio y un repunte de las cotizaciones internacionales de crudo.

El peso se revaluó respecto al dólar y avanzó 2,7% semanal, para cerrar en 3.650 pesos por dólar. Este movimiento se dio en línea con la tendencia alcista del precio del petróleo –al jueves, la referencia Brent se ubicó en 42,8 dólares por barril (dpb) y el WTI en 39,8 dpb, lo que implicó un ascenso semanal de 4,3% y 4,7% respectivamente–, y con el retroceso del índice DXY –cerró en 97,2 puntos, 0,3% menor frente al cierre de la semana pasada–. De este modo, la evolución reciente del tipo de cambio estuvo soportada en la menor aversión al riesgo por parte de los inversionistas y el avance en los precios del petróleo.

En particular, los resultados de actividad manufacturera y ventas minoristas de algunas economías de Europa y Asia empiezan a mostrar algo de recuperación, lo que motivó una mayor búsqueda de riesgo por parte de los inversionistas. El PMI del sector manufacturero en China completa cuatro meses de expansión, después de su histórica caída en febrero, alcanzando en junio un nivel de 50,9. La actividad fabril en Francia, por su parte, registró una expansión por segundo mes consecutivo y Alemania exhibió un menor descenso en el indicador. Esto se sumó a la mejora en el dato de desempleo de EEUU que pasó de 13,1% en mayo a 11,1% en junio.

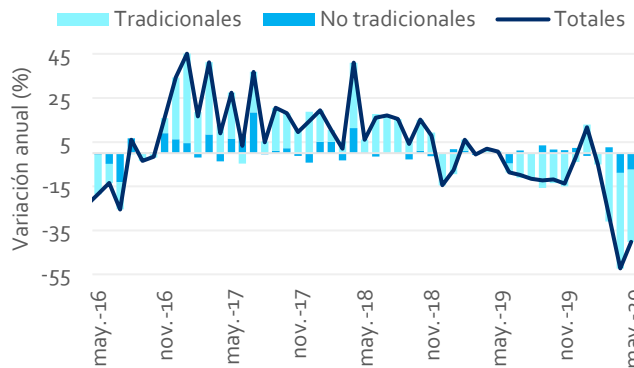
Por su parte, las cotizaciones de crudo presentaron aumentos, llegando a niveles por encima de los 40 dpb. Los inventarios en EEUU disminuyeron 7,2 millones de barriles, muy por encima de la expectativa del mercado, y soportaron este repunte en las cotizaciones del petróleo. Asimismo, el recorte de la OPEP+ ha exhibido un estricto cumplimiento en la mayoría de los países, lo que ha motivado la reciente dinámica del mercado de petróleo en el mundo. Sin embargo, resaltamos que Angola advirtió que no

### Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	3.645,90	-3,01%	13,33%	11,25%
Dólar Interbancario	Colombia	3.650,05	-2,69%	14,13%	11,12%
USDBRL	Brasil	5,32	-0,89%	39,87%	32,08%
USDCLP	Chile	802,52	-1,16%	18,19%	6,59%
USDPEN	Perú	3,54	0,85%	7,59%	6,90%
USDMXN	México	22,39	-1,78%	17,82%	18,31%
USDJPY	Japón	107,51	0,34%	-0,29%	-1,01%
EURUSD	Eurozona	1,12	-0,25%	-0,32%	0,32%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,25	0,57%	-0,75%	-5,82%
DXY (Índice del Dólar)	EEUU	97,14	0,92%	1,03%	1,51%

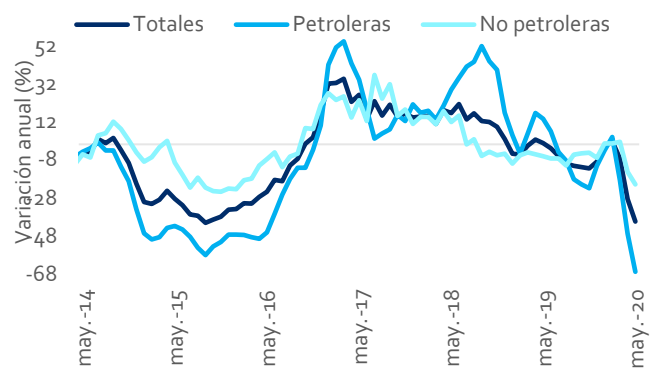
Fuente: Thomson Reuters

### Contribución exportaciones totales



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

### Exportaciones colombianas (trimestre móvil)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

estaba listo para alinear su producción con las cuotas acordadas al interior del pacto, lo que podría generar volatilidad en las próximas jornadas.

### Exportaciones desaceleran su caída en mayo

El DANE reveló que las exportaciones totales en mayo fueron de US\$ 2.237 millones FOB, lo que supone una caída anual (a/a) de 40,3%. En general, el retroceso está asociado a las menores ventas externas de petróleo, cuya contribución negativa fue de 23,8 puntos porcentuales (p.p.), carbón (-9,6 p.p.) y no tradicionales (-7,4 p.p.). Por países, EEUU, la Unión Europea y Panamá fueron los destinos más golpeados, restando al crecimiento 10,4 p.p., 6,1 p.p. y 4,3 p.p. respectivamente. Así las cosas, el petróleo mostró un deterioro en su desempeño externo, asociado tanto al efecto negativo de los precios como al descenso en las cantidades exportadas. En efecto, las ventas de crudo al exterior pasaron de 19 millones de barriles en mayo de 2019 a 18,4 millones de barriles en el mismo mes de 2020, exhibiendo una caída del 3,5%. Adicionalmente, el precio de la canasta colombiana se ubicó en 25,1 dpb -aproximadamente 7 dpb por debajo de la referencia Brent- registrando una caída de 61,2%.

*Las exportaciones cayeron 40,3% en mayo, alcanzando los 2.237 millones de dólares.*

## Mercados Externos

**Laura Daniela Parra Pérez**  
 Analista de Mercados Externos  
 (+57) 1 353 8787 Ext. 6196  
[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

- Durante esta semana se dará la reunión de política monetaria en Perú. Actualmente la tasa se ubica en 0,25%.
- A nivel macroeconómico se conocerá la inflación de junio en China junto con el PMI de servicios y compuesto global.

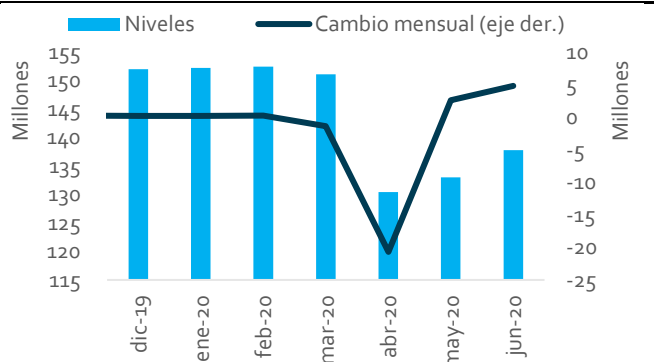
### › Reporte de empleo de junio: sorpresa positiva en EEUU

De acuerdo con el último reporte de empleo, se crearon 4,8 millones de nóminas no agrícolas durante el mes pasado (ant: 2,7 millones revisado al alza desde 2,5 millones, esp: 3,0 millones) gracias a un avance sectorial transversal. En particular, la creación de empleos fue significativa en ocio y alojamiento, sector que explicó el 44% de la variación mensual; y comercio al por menor, que aportó el 19% de los nuevos puestos de trabajo.

Por su parte, la tasa de participación en el mercado laboral aumentó a 61,5% (ant: 60,8%), en línea con la reducción de la población que estaba temporalmente inactiva, no obstante, esta variable continúa 1,9 p.p. por debajo de su nivel de febrero. Así las cosas, la tasa de desempleo se redujo a 11,1% (ant: 13,3%, esp: 12,3%). Entre tanto, el crecimiento de los salarios se contrajo por segundo mes consecutivo, en línea con la recuperación de nóminas de bajos ingresos.

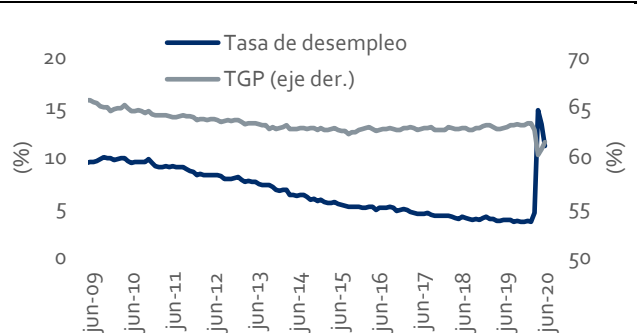
**Aunque la reducción en la tasa de desempleo fue mayor a lo anticipado, este resultado debe ser tomado con cautela**, pues el número de personas desempleadas se ubicó en 17,8 millones, nivel significativamente superior a los 5,8 millones de febrero, pero inferior al máximo de 23,8 alcanzado en abril. Además, se presentó un aumento en la población con desempleo de más larga duración (permanente). Cabe aclarar que el número de empleados aumentó a 142 millones, pero se mantiene significativamente inferior a los casi 159 millones de febrero.

**Nóminas no agrícolas en EEUU**



Fuente: BLS.

**Tasa de desempleo y participación en EEUU**



Fuente: BLS.



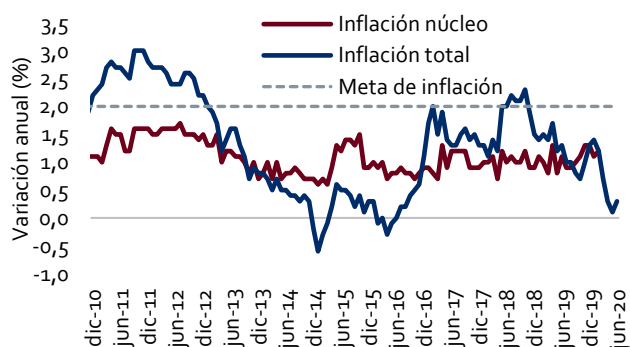
› **Eurozona: inflación se aceleró a 0,3% a/a en junio**

De acuerdo con la estimación preliminar, la inflación total de la Eurozona se ubicó en 0,3% a/a (ant y esp: 0,1%), impulsada al alza por los precios de la energía, que compensaron la reducción en el componente de alimentos. Así, la estimación núcleo, que excluye de su cálculo los alimentos y la energía, se desaceleró a 0,8% a/a (ant: 0,9% a/a), el nivel más bajo desde mayo de 2019, debido a la reducción de los precios en el componente de servicios. En adelante, se esperan presiones a la baja por cuenta de la reducción del IVA en Alemania y la temporada de descuentos de verano, que fue aplazada para julio-agosto.

› **PMI manufacturero global alcanzó su mayor nivel desde enero**

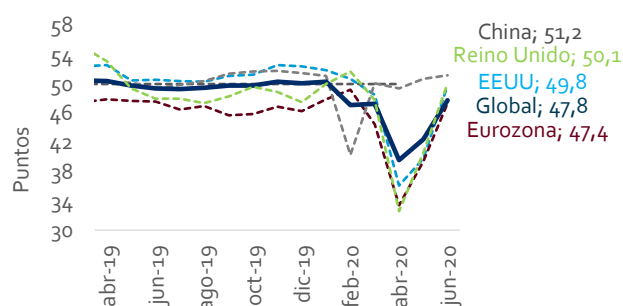
El PMI manufacturero aumentó a 47,8 puntos, el nivel menos contractivo desde enero de este año. Este avance fue impulsado por una mejora importante en el componente de producción futura, que alcanzó su mayor nivel desde febrero de este año. Además, los componentes de nuevas órdenes y nuevos pedidos de exportación se ubicaron en un nivel contractivo 10 y 11 puntos menos profundo al de mayo, impulsados al alza por un avance transversal –bienes de consumo, intermedios y de capital–. Cabe aclarar que la producción aumento en 15 de los 32 países de la muestra, destacándose China, Francia, Italia, el Reino Unido y Brasil, mientras que se presentaron contracciones en EEUU, Japón y Alemania.

**Inflación en la Eurozona**



Fuente: Eikon.

**PMI manufacturero**



Fuente: Eikon.

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

Fecha	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
30-jun-20	Confianza del consumidor (puntos)	Jun	98,1	91,8	85,9
1-jun-20	PMI manufacturero de Markit (puntos)	Jun	49,8	-	49,6
1-jun-20	Encuesta de desempleo ADP	Jun	2369	3000	3065
2-jul-20	Salario promedio (a/a)	Jun	5,0%	5,3%	6,6%
2-jul-20	Órdenes de fábrica (m/m)	May	8,0%	8,9%	-13,5%
2-jul-20	Peticiones iniciales de subsidios de desempleo (miles)	27-jun	1427	1375	1482
2-jul-20	Tasa de desempleo	Jun	11,1%	12,3%	13,3%
2-jun-20	Comercio Internacional (miles de millones de dólares)	May	-54,6	-53,0	-49,8

Fuente: Thomson Reuters, Investing y Econoday

## Actividad económica local

---

### **Maria Paula Contreras**

Especialista Economía Local

3538787 ext. 6164

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

### **Juan Camilo Pardo Niño**

Analista de Investigaciones

Tel. (571) 3538787 Ext. 6120

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

- En línea con nuestra expectativa, la Junta de BanRep recortó la tasa repo en 25 pbs, llevándola a 2,5%.
- Pese a la menor destrucción de empleo en mayo, la tasa de desempleo a nivel nacional ascendió a 21,4%.
- La inflación volvió a presentar una fuerte reducción en junio, ubicándose en 2,19% a/a.

### › *Decisión BanRep: se modera el ritmo de recortes*

En su reunión de junio, la Junta Directiva de BanRep redujo la tasa de intervención en 25 pbs, moderando la velocidad de recortes y ubicándola en 2,5%, en línea con nuestra expectativa. La decisión contó con el apoyo de cinco de los siete miembros de la Junta – los dos restantes votaron por un recorte de 50 pbs– y estuvo soportada por la rápida corrección que han presentado los distintos indicadores de inflación y el deterioro reciente de las perspectivas de crecimiento económico, que suponen una mayor ampliación de los excesos de capacidad instalada.

Durante la rueda de prensa, el Gerente señaló que, pese a la reciente revisión de proyecciones por parte del Fondo Monetario, el equipo técnico no ha realizado ajustes a sus pronósticos de crecimiento. Estas cifras se revisarían en julio y posiblemente serían más pesimistas. Asimismo, el Gerente resaltó que todavía es incierto el impacto de la crisis sobre las variables macroeconómicas en el mediano y largo plazo, sin embargo, debido a su naturaleza, las secuelas podrían ser menores a las observadas en otros episodios donde la crisis ha involucrado al sector financiero.

Finalmente, BanRep anunció nuevas medidas para reforzar la provisión de liquidez tanto en pesos como en dólares (ver “Mercado de Deuda” en este informe).

### › *Aumento en participación laboral presionó al alza el desempleo*

En mayo las cifras del mercado laboral exhibieron un nuevo deterioro, aunque el ritmo de destrucción de empleo se moderó, en línea con la apertura gradual de algunos sectores económicos. En efecto, en el quinto mes del año la población ocupada se redujo en 4,9 millones de personas, cerca de 500 mil personas menos que lo evidenciado en abril (5, 4 millones).

Pese a lo anterior, y en línea con nuestra expectativa, la tasa de desempleo a nivel nacional volvió a registrar un aumento anual significativo (10,8 p.p.), ubicándose en 21,4%, nuevo máximo histórico. Lo anterior, debido a que una proporción de la población que en el mes de abril se identificó como inactiva, decidió incorporarse nuevamente al mercado laboral pero no logró conseguir empleo, reportándose como desempleada y presionando al alza la tasa de desocupación.

Cabe resaltar que el choque sobre el empleo está afectando en mayor proporción a las microempresas. En efecto, **de los 4,9 millones de empleos perdidos en mayo, el 70% estuvo concentrado en empresas con 10 o menos empleados**. Asimismo, a nivel sectorial las actividades que lideran la destrucción de empleo siguen siendo aquellas muy afectadas por las medidas de aislamiento: comercio e industria.

A nivel urbano se observó una tendencia similar, y mientras el número de ocupados se redujo en 2,4 millones de personas en mayo (vs 2,9 millones en abril), la tasa de desempleo ascendió desde 11,2% en mayo de 2019 a 24,5% doce meses después. Con este resultado, la tasa de desocupación en las 13 principales ciudades alcanzó un nivel de 17,1% en lo corrido del año, 5 p.p. por encima de lo observado en el mismo periodo de 2019.

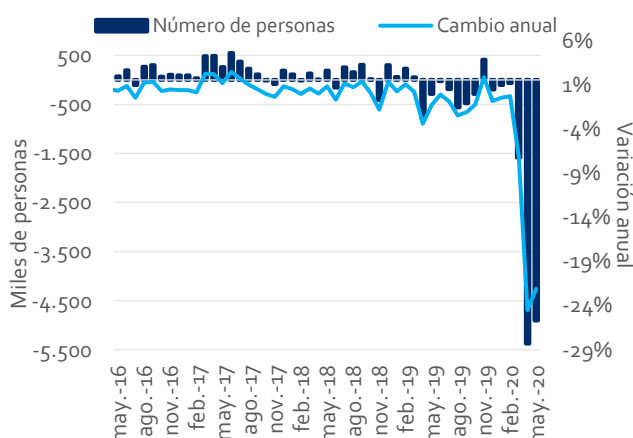
› **Inflación de junio se redujo a 2,19%**

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación mensual de -0,38% en junio, sorprendiendo nuevamente a la baja nuestra expectativa y la del promedio del mercado (-0,17% y -0,09%, respectivamente). Así, la inflación anual registró un descenso de 0,66 p.p, al pasar de 2,85% en mayo hasta 2,19% en junio, su nivel más bajo desde febrero de 2014. Como habíamos anticipado, todos los componentes generaron presiones a la baja, liderados nuevamente por el grupo de bienes y servicios regulados, cuya inflación anual alcanzó niveles negativos por primera vez en la historia (-0,78%), y explicó el 40% del cambio en la inflación anual.

› **Los beneficios del COVID-19 para el medio ambiente**

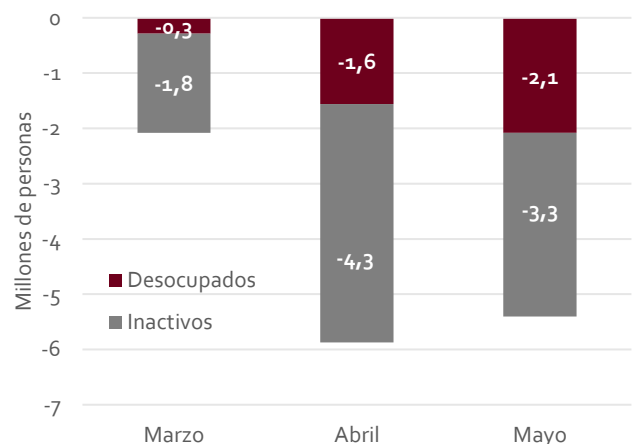
La relación entre el coronavirus y el medio ambiente es directa. Los lugares con peores condiciones ambientales (altos niveles de polución) tienen un mayor riesgo de agravamiento de la enfermedad y el cambio climático incrementa la probabilidad de que ocurran pandemias similares al COVID-19. Según las estimaciones del Foro Internacional de Economía, el aumento en los niveles de calor causados por el cambio climático puede

**Cambio en el número de ocupados**



Fuente: DANE

**Cambio anual en el número de desocupados e inactivos**



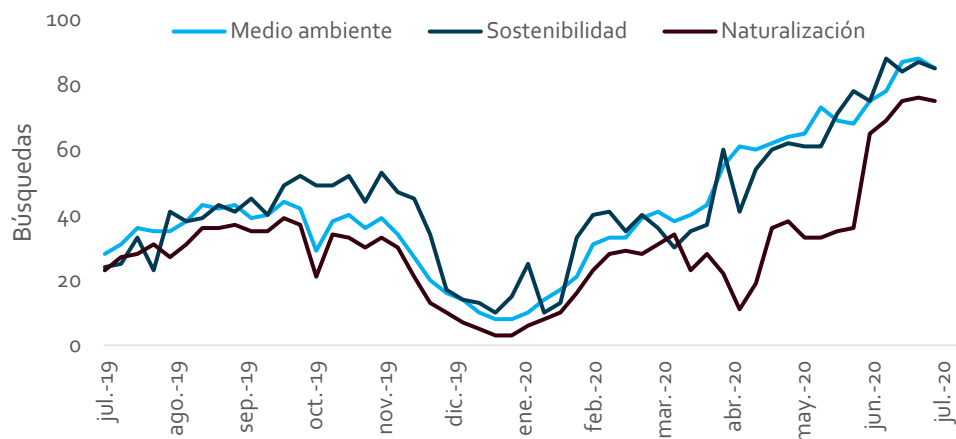
Fuente: DANE

costar alrededor de dos trillones de dolares a la economía internacional, con pérdidas en algunos países de hasta un 6% del PIB.

No obstante, la coyuntura generada por el COVID-19 ha contribuido a mejorar los niveles de polución. Según los estimativos del Foro Internacional de Economía, la mejora en la calidad del aire ha prevenido 11 mil muertes en Europa, y a nivel global, sus proyecciones apuntan a que los gases de efecto invernadero se reducirán en un 5,5% este año. Además, en un horizonte de mediano plazo, se espera que los marcos mundiales de seguridad sanitaria abarquen todos los riesgos, incluidos los derivados del cambio climático, y se rediseñen ciudades que sean más amigables con la calidad del aire, y tengan una movilidad y trabajo más saludables.

Así las cosas, en Colombia el tema del cambio climático no se ha quedado atras. Las búsquedas de Google Trends evidencian que **desde inicios de la pandemia, los consumidores han aumentado su interés por aspectos relacionados con el medio ambiente** (ver *Búsqueda Google – Medio ambiente*).

### Búsqueda Google – Medio ambiente



Fuente: Google Trends. Cálculos: Corficolombiana.

Nota: Escala va de 0-100 dependiendo del volumen de búsquedas. 100 representa la mayor cantidad de búsquedas.

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2019	Un año atrás
DTF E.A. (8 Jun – 12 Jun)	3,71%	3,76%	-5,0	4,17%	4,48%	4,53%
DTF T.A. (8 Jun – 12 Jun)	3,63%	3,63%	0,0	4,06%	4,36%	4,41%
IBR E.A. overnight	2,49%	2,76%	-26,3	2,76%	4,26%	4,26%
IBR E.A. a un mes	2,54%	2,65%	-10,9	2,92%	4,25%	4,25%
TES - Julio 2024	3,60%	3,90%	-29,6	3,97%	5,32%	5,01%
Tesoros 10 años	0,67%	0,69%	-2,4	0,75%	1,92%	2,07%
Global Brasil 2025	2,78%	2,94%	-16,5	2,65%	2,84%	4,15%
Libor 3 meses	0,31%	0,30%	1,1	0,33%	1,91%	2,29%

Fuente: BanRep, Superfinanciera

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	679,69	13,74%	-0,43%	4,57%	4,35%
COLCAP	1125,26	1,32%	-2,83%	-32,31%	-28,14%
COLEQTY	782,05	1,31%	-2,78%	-31,68%	-27,27%
Cambiarío – TRM	3645,90	-3,01%	-0,15%	11,25%	13,54%
Acciones EEUU - Dow Jones	25827,36	0,32%	-1,68%	-9,50%	-4,22%

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

## Calendario económico

### Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
6-jul-20	ISM manufacturero (puntos)	Jun	49,5	45,4
6-jul-20	PMI compuesto de Markit (puntos)	Jun	-	46,8
6-jul-20	PMI de servicios de Markit (puntos)	Jun	-	46,7
7-jul-20	Encuesta JOLTS de ofertas de empleo (millones)	May	-	5046
9-jul-20	Inventarios mayoristas (m/m)	May	-1,2%	-1,2%
9-jul-20	Peticiones iniciales de subsidios de desempleo (miles)	29-jun	1375	1480
10-jul-20	Índice de Precios al Productor núcleo (a/a)	Jun	0,5%	-0,3%
10-jul-20	Índice de Precios al Productor (a/a)	Jun	-0,4%	-0,8%

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
6-jul-20	Ventas al por menor (a/a)	May	-7,5%	-19,6%
6-jun-20	Ventas al por menor (m/m)	May	15,0%	-11,7%

Fuente: Thomson Reuters

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

### Perú

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
9-jul-20	Tasa de interés	Jul	-	0,25%

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
8-jul-20	Ventas al por menor (a/a)	May	-	-16,8%

Fuente: Thomson Reuters

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

### China

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
8-jul-20	Inflación (a/a)	Jun	2,5%	2,4%
8-jul-20	índice de precios al productor (a/a)	Jun	-3,2%	-3,7%

Fuente: Thomson Reuters

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

## Proyecciones económicas

	2016	2017	2018	2019	2020p	2021p
<b>Actividad Económica</b>						
<b>Crecimiento real</b>						
PIB (%)	2,0	1,4	2,5	3,3	-4,8	2,8
Consumo Privado (%)	1,7	2,1	3,0	4,5	-7,3	2,7
Consumo Público (%)	2,4	3,8	7,0	4,3	6,0	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	-2,7	1,9	1,5	4,3	-11,6	6,0
Exportaciones (%)	-1,2	2,5	0,9	2,6	-10,2	1,5
Importaciones (%)	-7,3	1,2	5,8	8,1	-15,4	3,2
<b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>						
Consumo Privado (p.p.)	1,1	1,4	2,1	3,1	-5,0	1,9
Consumo Público (p.p.)	0,4	0,6	1,1	0,7	0,9	0,3
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	-0,7	0,4	0,3	0,9	-2,5	1,3
Exportaciones (p.p.)	-0,2	0,4	0,1	0,4	-1,6	0,2
Importaciones (p.p.)	1,8	-0,3	-1,2	-1,8	3,4	-0,7
<b>Precios</b>						
Inflación, fin de año (%)	5,8	4,1	3,2	3,8	2,2	3,0
Inflación, promedio anual (%)	7,5	4,3	3,2	3,5	2,8	2,9
<b>Tasas de Interés</b>						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	7,50	4,75	4,25	4,25	2,00	2,00
DTF E.A., fin de año (%)	6,86	5,21	4,54	4,48	2,50	2,25
<b>Finanzas Públicas</b>						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-8,0	-6,0
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-1,0	-0,7	-0,3	0,7	-4,7	-2,7
Deuda bruta GNC (% PIB)*	46,0	47,0	49,8	50,2	65,2	67,0
<b>Sector Externo</b>						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.002	2.984	3.249	3.297	3.756	3.720
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.053	2.951	2.958	3.282	3.778	3.773
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-3,7	-3,5
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,2	3,2	3,5	4,5	4,6	4,0

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 Campos

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[maria.campos@corficolombiana.com](mailto:maria.campos@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.