

INFORME SEMANAL

LA DEUDA EN EL SECTOR ENERGÉTICO COLOMBIANO

- El deterioro en la deuda corporativa colombiana en dólares del sector energético se alinea al comportamiento de la deuda soberana (bonos globales), si bien se mantiene el carácter defensivo de los emisores del sector energético no petrolero, junto con otras diferencias que se le pueden atribuir a características específicas de cada emisor.
- En cuanto a los pares regionales, las empresas petroleras estatales de la región presentan un comportamiento peor al de Ecopetrol, si bien esta última -sus bonos- se ha deteriorado más recientemente. Las petroleras globales integradas también han visto deteriorada su deuda corporativa, aunque en un grado menor al de Ecopetrol, reflejando más adecuadamente su buena situación financiera.
- Los bonos en dólares a diez años (aproximado) de ISA y GEB presentan un mejor desempeño que el bono global correspondiente, pero frente a sus pares tienen un peor desempeño, junto con un deterioro mayor durante los últimos meses.
- Los resultados recientes y esperados de estos emisores deberían reflejarse en menores castigos. Creemos que para que esto ocurra, se requiere de mayor estabilidad y confianza respecto a la regulación a aplicar por parte del gobierno (especialmente en el sector petrolero).

MERCADO DE DEUDA (PAG.8)

- La curva de los tesoros americanos se valorizó en promedio 16 pbs, en la semana previa la penúltima reunión de la Fed del año.
- En el mercado local, los TES tanto en tasa fija como en UVR se valorizaron. Los rendimientos de la curva en tasa fija cayeron en promedio 116 pbs y los de la curva en UVR se redujeron en 59 pbs.

CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PAG.17)

- El tipo de cambio USDCOP se tomó un respiro y retrocedió durante la semana pasada al cerrar en \$4.835.
- Resultados macroeconómicos mixtos anteceden la reunión de política monetaria de la Fed de esta semana.
- Banco Central Europeo decidió aumentar las tasas de interés claves de la Zona Euro en 75 pbs por segunda ocasión consecutiva.
- El PIB de China creció más de lo esperado durante el tercer trimestre del año pese a que se mantiene la estricta política de confinamientos por Covid-19.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG.19)

- BanRep aumentó su tasa de intervención a 11,0% en una decisión unánime.

La deuda en el sector energético colombiano

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

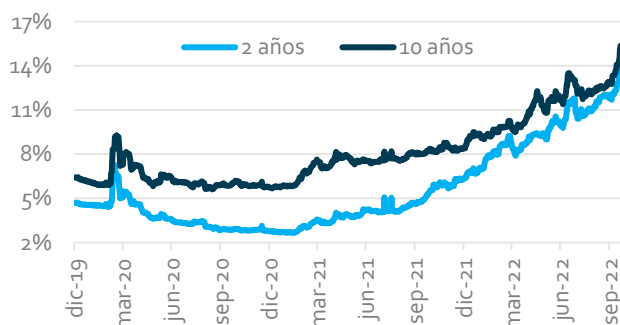
+57 1 353 8787 ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

- El deterioro en la deuda corporativa colombiana en dólares del sector energético se alinea al comportamiento de la deuda soberana (bonos globales), si bien se mantiene el carácter defensivo de los emisores del sector energético no petrolero, junto con otras diferencias que se le pueden atribuir a características específicas de cada emisor.
- En cuanto a los pares regionales, las empresas petroleras estatales de la región presentan un comportamiento peor al de Ecopetrol, si bien esta última -sus bonos- se ha deteriorado más recientemente. Las petroleras globales integradas también han visto deteriorada su deuda corporativa, aunque en un grado menor al de Ecopetrol, reflejando más adecuadamente su buena situación financiera.
- Los bonos en dólares a diez años (aproximado) de ISA y GEB presentan un mejor desempeño que el bono global correspondiente, pero frente a sus pares tienen un peor desempeño, junto con un deterioro mayor durante los últimos meses.
- Los resultados recientes y esperados de estos emisores deberían reflejarse en menores castigos. Creemos que para que esto ocurra, se requiere de mayor estabilidad y confianza respecto a la regulación a aplicar por parte del gobierno (especialmente en el sector petrolero).

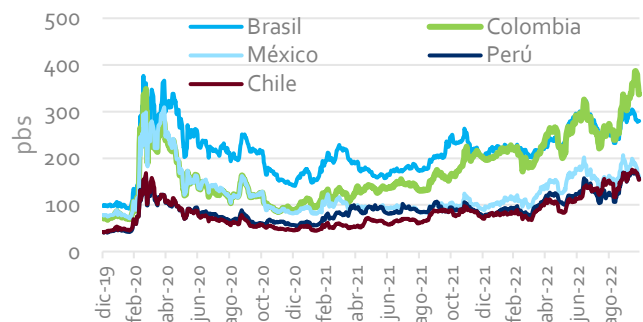
Este editorial busca detallar las condiciones de endeudamiento junto con la calidad crediticia de algunos emisores específicos. Será complementado con el contenido de un informe especial en el que se analizan los requerimientos de endeudamiento futuro de estos emisores. En este informe utilizamos parte del análisis realizado hace dos semanas en la sección de renta fija (ver sección Mercado de deuda en: [Informe Semanal, octubre 10 de 2022](#)). Asimismo, el análisis detallado del costo de la deuda en la región tiene su propia publicación (ver [Costo de la Deuda: Porqué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años ya mismo, agosto 4 de 2022](#)).

Gráfico 1. Curva Cero Cupón en Pesos



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. CDS Latam



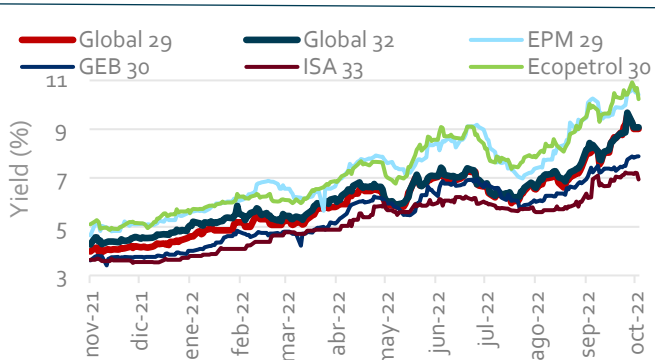
Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

› *La deuda del sector energético colombiano bajo la coyuntura actual*

La actual coyuntura de inflación, tasas interés y de cambio, afecta en mayor o menor medida a todo el país a través de los precios y costos de productos y servicios, la pérdida de poder adquisitivo, el mayor costo del endeudamiento, etc. Las empresas emisoras de valores son afectadas adicionalmente a través del mercado de capitales, cuyas condiciones actuales resultan inconvenientes para obtención de recursos de largo plazo (bonos, acciones, etc.), además de ver disminuida su capitalización bursátil. Lo anterior se presenta junto con la expectativa de un menor crecimiento económico -e inclusive decrecimiento- a nivel global y local.

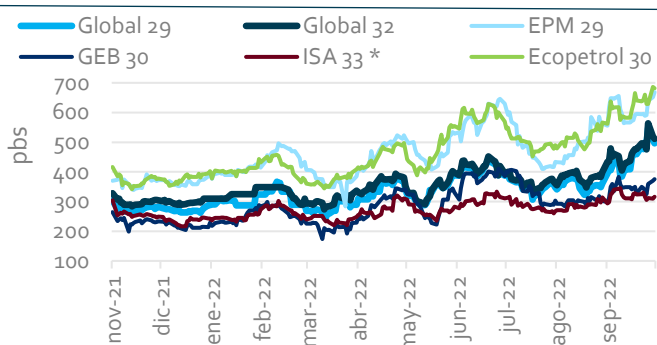
La situación actual del mercado de capitales es ideal para llevar a cabo planes de recompra de acciones y deuda, así como la adquisición participaciones a precios muy bajos frente a valoraciones intrínsecas; caso contrario para quien necesite recursos para inversión o el funcionamiento día a día (capital de trabajo), toda vez que estos recursos resultan muy costosos, más para Latam, más para los emisores colombianos. Lo anterior debe sumarse al hecho de que la expectativa respecto al endeudamiento bancario en

Gráfico 3. Globales y corporativos colombianos (yield)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 4. Globales y corporativos colombianos (ZS)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Colombia (cartera comercial) es una desaceleración en el crecimiento. Mientras el nivel de las tasas de interés se mantenga elevado, la situación descrita va a persistir.

Con esto en mente, queremos ahondar varios aspectos relacionados con el endeudamiento de algunas de las empresas más representativas del país, como lo son el espacio para que se corrija (disminuya) parte del castigo que vienen teniendo sus bonos en el mercado secundario, así como el requerimiento de nueva deuda para continuar sus planes de inversión, y/o funcionar en el corto plazo. En este informe nos concentraremos en las empresas del Sector Energético Colombiano que a su vez son las empresas del sector real más representativas en el mercado de bonos corporativos en dólares (Ecopetrol, ISA, GEB y EPM).

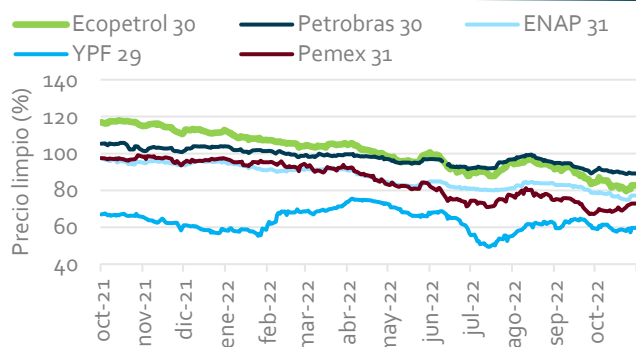
Para facilitar el análisis, haremos referencia de manera separada a los sectores Petrolero (petróleo y gas) y Energético no petrolero (la cadena de la electricidad y el transporte de gas).

› *Castigo general, castigo idiosincrático*

Deuda soberana: La coyuntura de inflación, tasas de interés y de cambio se reflejan en tasas de descuento para la deuda en pesos y dólares superiores a las registradas durante la pandemia (COVID-19). Esta coyuntura es global. A Colombia se le suman factores locales como el déficit en cuenta corriente, el déficit fiscal y la incertidumbre respecto al futuro de los sectores económicos más importantes para el país, sobresaliendo el petrolero. Durante los últimos meses, la prima de riesgo crediticio colombiano ha incrementado relativo a los demás emergentes de Latam, tal como la tasa de cambio del país (gráficos 1 y 2).

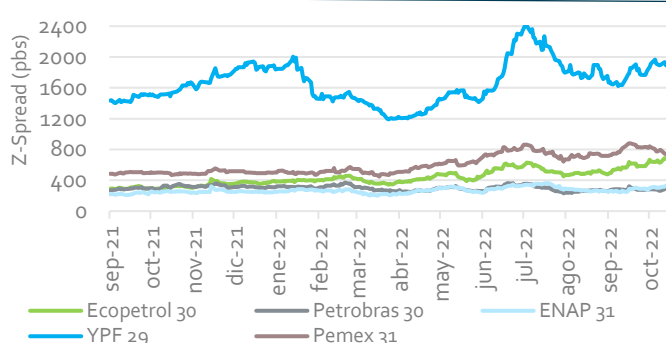
Deuda corporativa: Teniendo en cuenta el encarecimiento de la deuda soberana, revisamos el desempeño de los bonos corporativos en dólares Ecopetrol, empresa que presenta un desempeño sobresaliente en sus resultados, junto con emisores del sector energético no petrolero (*utilities*), considerado como un sector defensivo. En este caso, observamos que si han aumentado las tasas en línea con el soberano, así como la diferencia respecto a emisores de menor riesgo crediticio (medido con el Z-Spread, que

Gráfico 5. Petroleras estatales (precio)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

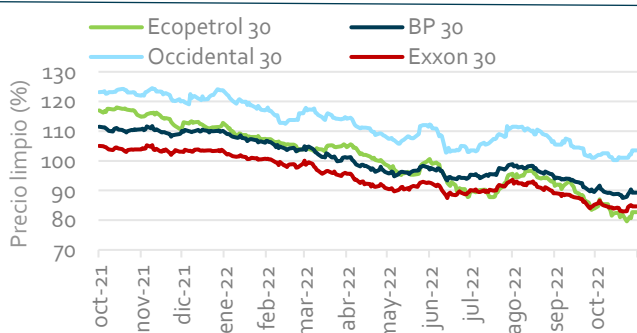
Gráfico 6. Petroleras estatales (Z-Spread)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

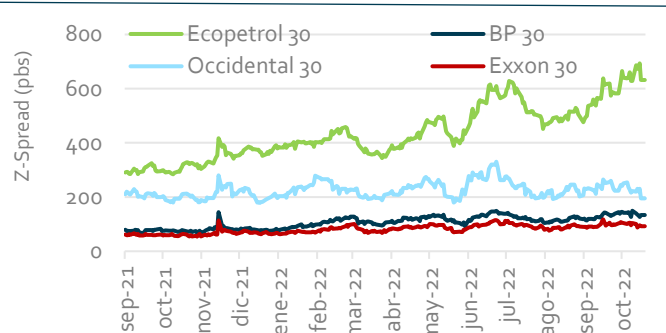
calcula la diferencia entre la valoración actual del bono y la valoración utilizando las tasas correspondientes a instrumentos sin riesgo crediticio). Asimismo se observa un tratamiento diferenciado por emisor, que debe estar incorporando la situación específica de cada uno (resultados recientes y esperados, entre otros).

Gráfico 7. Petroleras globales (precio)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 8. Petroleras globales (Z-Spread)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

A pesar de que en 2022 va a lograr los mejores resultados de su historia, la incertidumbre respecto al futuro de Ecopetrol se evidencia en un mayor castigo; mientras que la mayor certeza a partir de los ingresos regulados, junto con la adjudicación de la construcción de proyectos de transmisión de gran envergadura en Brasil, son reconocidos en el mercado de bonos corporativos de ISA y GEB, superando el desempeño de los bonos globales (gráficos 2 y 3).

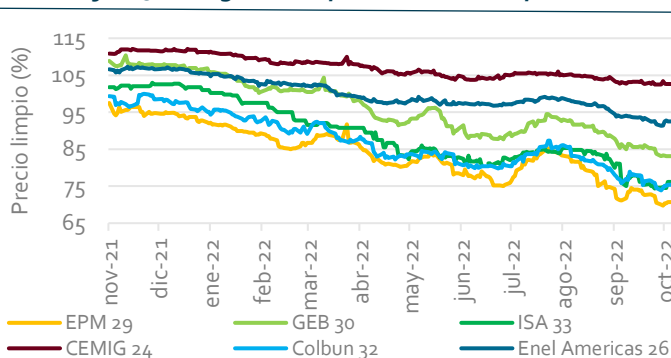
Comparables – Sector petrolero estatal: Durante los últimos tres meses, Ecopetrol registra el mayor deterioro relativo a las empresas petroleras estatales de Latam, a pesar de lo cual, continúa gozando de mejores condiciones de endeudamiento en los mercados externos. Las demás petroleras estatales han sido afectadas por cambios regulatorios adversos, eventos de corrupción y un mal desempeño financiero (gráficos 5 y 6).

Comparables – Sector petrolero global integrado: El encarecimiento de la deuda ha afectado a todo el sector petrolero a nivel mundial, a pesar de los excelentes resultados financieros que vienen obteniendo las empresas del sector. Sin embargo, Ecopetrol presenta el mayor deterioro en su cotización, así como en su diferenciación respecto a la deuda de menor riesgo crediticio. Adicionalmente, el comportamiento accionario de las petroleras globales sí ha reflejado el buen desempeño operativo de estas, lo cual dista mucho de ser el caso para Ecopetrol (gráficos 7 y 8).

Comparables – Sector energético no petrolero Latam: Salvo por Colbun (Chile), que viene presentando resultados negativos, la cotización de ISA y GEB se ha deteriorado más que sus pares, así como la diferencia de su valor y una valoración que utilice las tasas correspondientes a instrumentos de menor riesgo crediticio (Z-Spread). Recordando lo mencionado anteriormente, estos emisores presentan un mejor comportamiento frente a la deuda en dólares colombiana soberana y corporativa, pero frente no frente a sus pares (gráficos 9 y 10).

› *Márgenes, apalancamiento y capacidad de pago*

Gráfico 9. Energético no petrolero Latam (precio)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 10. Energético no petrolero Latam (ZS)



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

A continuación revisamos el margen EBITDA, el apalancamiento y la capacidad de pago de los emisores colombianos frente a sus pares. Los indicadores de endeudamiento (apalancamiento y capacidad de pago) no se contradicen con el desempeño bursátil relativo, analizado en la sección anterior.

Sector petrolero estatal: Ecopetrol tiene un mejor desempeño operativo frente a sus pares, salvo por Petrobras. Su apalancamiento es bajo relativo a los comparables, algunos de los cuales presentan indicadores de endeudamiento supremamente elevados. Lo mismo ocurre con su capacidad de pago (tabla 1).

Tabla 1. Petróleo y Gas – Empresas Estatales

Nombre	Margen EBITDA	Deuda / Capital	Deuda / EBITDA
YPF Sociedad Anónima	28,5%	44,80%	1,9x
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	52,7%	40,47%	0,9x
Petróleos Mexicanos S.A. de C.V.	12,7%	406,32%	8,6x
Empresa Nacional del Petróleo	10,9%	76,57%	4,0x
Ecopetrol S.A.	46,6%	51,05%	1,6x
Promedio	30,3%	123,8%	3,4x

Fuente: Capital IQ.

Sector petrolero global: El desempeño operativo de Ecopetrol supera a al de las petroleras globales integradas, sin embargo, su endeudamiento relativo a estas es alto y su capacidad de pago es menor (tabla 2).

Tabla 2. Petróleo y Gas – Empresas Globales

Nombre	Margen EBITDA	Deuda / Capital	Deuda / EBITDA
Shell plc	19,9%	30,12%	1,1x
Occidental Petroleum Corporation	56,0%	45,72%	1,2x
TotalEnergies SE	24,5%	34,05%	1,0x
BP p.l.c.	18,2%	42,76%	1,6x
Exxon Mobil Corporation	21,3%	19,05%	0,5x
Ecopetrol S.A	46,6%	51,05%	1,6x
Mean	31,1%	37,1%	1,2x

Fuente: Capital IQ..

Sector energético no petrolero Latam: El desempeño operativo de GEB e ISA es bueno relativo a sus pares. Su apalancamiento y capacidad de pago no lucen tan bien, pero corresponden al endeudamiento que se puede manejar cuando los ingresos vienen

mayoritariamente de cargos regulados, que adicionalmente se ven beneficiados por la indexación de sus ingresos en los diferentes países en los que operan (tabla 3).

Tabla 3. Energético no petrolero – Latinoamérica

Nombre	Margen EBITDA	Deuda / Capital	Deuda / EBITDA
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	62,2%	54,53%	3,9x
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	42,3%	47,98%	6,2x
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	28,8%	48,63%	3,3x
Colbún S.A.	(13,7%)	42,34%	NM
Enel Américas S.A.	22,9%	35,60%	2,3x
Companhia Energética de Minas Gerais	14,6%	35,90%	2,2x
CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A.	60,7%	32,88%	2,4x
Mean	31,1%	42,6%	3,4x

Fuente: Capital IQ.

› Conclusiones

Los bonos corporativos en dólares de las empresas más representativas de Colombia en este mercado (sector real), incorporan tanto la situación coyuntural global de inflación, tasas de interés y de cambio, así como las consideraciones específicas de Colombia como emisor soberano, resultando en un deterioro y una mayor exigencia de rentabilidad por parte de los mercados internacionales. A esto se le suman las características idiosincráticas de los emisores, resultando en un castigo adicional sobre Ecopetrol, a pesar de sus muy buenos resultados, así como un mejor desempeño de GEB e ISA frente a los bonos globales de referencia acá considerados.

El análisis presentado en este editorial hace parte de un informe especial que será publicado próximamente. Por cuestiones de espacio nos limitamos a las consideraciones bursátiles, junto con la comparación frente a pares en lo relacionado al desempeño operativo, capacidad de pago y apalancamiento, condiciones que pueden incidir en el comportamiento de los bonos analizados. El análisis completo incluido en el informe especial, detallará los temas acá analizados, junto con la necesidad de financiación de los emisores acá descritos, basándonos en el costo de la deuda, los planes de inversión y su capacidad de generación de caja.

Mercado de deuda

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

Económicas

felipe.espitia@corficolombiana.com

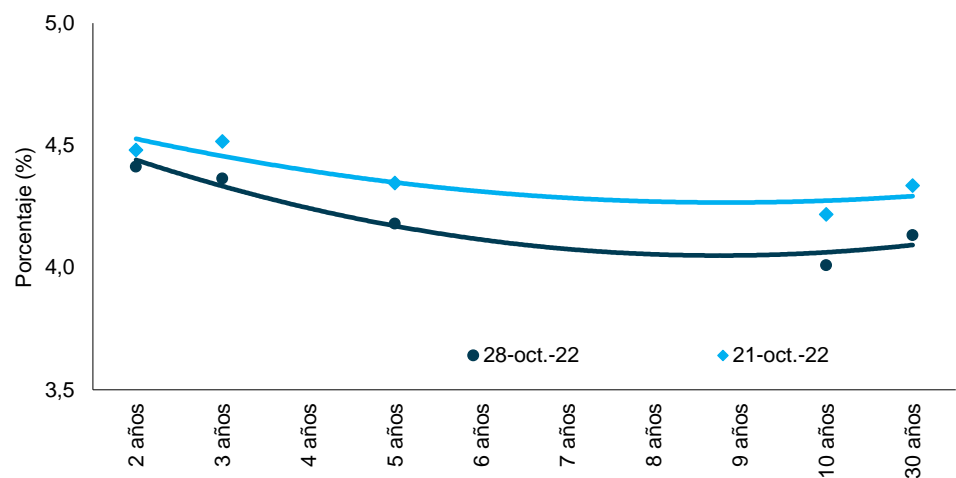
- La curva de los tesoros americanos se valorizó en promedio 16 pbs, en la semana previa la penúltima reunión de la Fed del año.
- En el mercado local, los TES tanto en tasa fija como en UVR se valorizaron. Los rendimientos de la curva en tasa fija cayeron en promedio 116 pbs y los de la curva en UVR se redujeron en 59 pbs.

› Mercado internacional

La semana previa a la penúltima reunión del año de la Reserva Federal de los Estados Unidos la curva de rendimientos de los tesoros americanos presentó una valorización promedio de 16 puntos básicos (pbs) en comparación al cierre de una semana atrás.

Un mercado que ya descuenta totalmente un incremento de 75 pbs en la reunión de esta semana, más la posibilidad del inicio del enfriamiento de la inflación y el reporte positivo del crecimiento económico del tercer trimestre del año permitió este buen comportamiento en la renta fija americana. En detalle, los títulos de la parte larga fueron los más beneficiados en la semana al valorizarse 21 y 20 pbs el tesoro a diez y treinta años, respectivamente.

Gráfica 1. Curva de rendimiento de los tesoros americanos



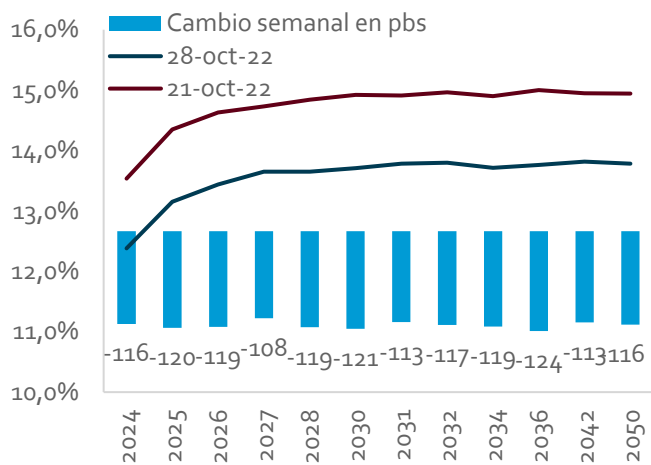
Fuente: Refinitiv Eikon.

› *Mercado local*

De la mano de un contexto externo que trajo valorizaciones en los tesoros americanos, permitió que en Colombia tanto los TES en tasa fija como en UVR viesan una semana con cierres positivos, luego de una semana donde la incertidumbre había llevado a ver títulos negociándose cerca al 15%.

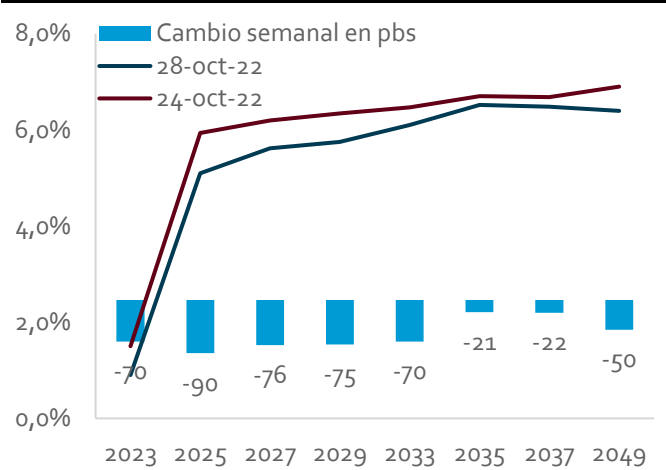
Es así como la curva de los TES en tasa fija se valorizó en promedio 117 pbs, siendo transversal el resultado visto en los diferentes títulos de la curva. A su vez, la curva de los TES en UVR cayó 59 pbs, siendo los títulos de la parte corta y media de la curva los más beneficiados en la semana.

Gráfica 2. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija, cambio semanal



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 3. Curva de rendimientos de los TES en UVR, cambio semanal



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Por último, un mercado que ya descontaba el aumento de 100 pbs por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, no debería traer un impacto muy relevante al inicio de la semana. Sin embargo, la incertidumbre que se pueda seguir generando por declaraciones presidenciales o ministeriales que puedan afectar la estabilidad macroeconómica y financiera del país podría seguir teniendo un efecto sobre la negociación de nuestros títulos de deuda.

› *Expectativa*

Esta semana será relevante debido a la decisión de la Fed, ya que el mercado sigue muy atento a cuándo será el punto de inflexión de su proceso de normalización monetaria y se podrán encontrar pistas en estas reuniones que lo indiquen. Además, al ser una semana de inicio de mes se conocerán datos del mercado laboral de los Estados Unidos que quizás ayuden a tener más señales de este evento.

Desde el frente local, terminar de digerir la decisión del Banco de la República y su rueda de prensa no debería traer mucho impacto sobre nuestros activos. No obstante, al cierre de la semana conoceremos el dato de la inflación del mes de octubre, el cual esperamos sea el más alto de este ciclo y luego de ello empezemos a tener menos presiones inflacionarias que permitan ayudar a la renta fija en nuestro país.

Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa			Precio	
				21-oct-22	28-oct-22	Variación	21-oct-22	28-oct-22
TES Tasa Fija								
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,64	13,80	12,38	↓	94,28	96,36
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	2,69	14,35	13,15	↓	80,77	83,37
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,38	14,63	13,44	↓	80,03	83,02
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,08	14,73	13,65	↓	69,54	72,58
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	4,53	14,84	13,65	↓	68,09	71,60
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,79	14,92	13,71	↓	67,89	72,27
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	5,86	14,91	13,78	↓	63,27	67,30
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,50	14,97	13,80	↓	60,45	64,74
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	7,37	14,90	13,72	↓	58,36	62,97
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	7,77	15,00	13,76	↓	50,16	54,67
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	7,64	14,95	13,82	↓	64,20	69,43
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,50	14,94	13,78	↓	49,56	53,89
TES UVR								
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	0,32	1,60	0,90	↓	101,06	101,23
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,42	6,00	5,10	↓	94,24	96,28
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,06	6,38	5,62	↓	88,47	91,19
TUVT10180429	103,30%	18-abr-29	5,96	6,50	5,75	↓	78,05	81,51
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	8,67	6,80	6,10	↓	72,24	76,60
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,13	6,73	6,52	↓	83,65	85,20
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	10,45	6,70	6,48	↓	73,31	74,96
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	14,72	6,90	6,40	↓	62,04	66,53

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					21-oct-22	28-oct-22	21-oct-22	28-oct-22
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	0,37	293,64	7,90	7,09	98,49	98,25
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	1,29	253,40	7,57	7,15	96,44	95,95
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,00	387,10	9,17	7,86	89,35	89,51
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,12	439,40	9,43	8,14	80,84	82,76
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	5,47	476,00	9,60	8,37	78,03	79,92
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	7,90	481,30	9,68	8,02	64,35	65,76
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	8,69	567,96	10,35	9,30	82,94	83,51
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	9,70	585,00	10,44	9,43	68,82	70,39
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	11,15	539,10	10,15	8,88	53,92	54,75
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	10,94	555,55	10,39	9,02	58,20	60,10
COLGLB49	5,200%	15-may-49	11,11	554,70	10,02	9,04	55,47	60,64

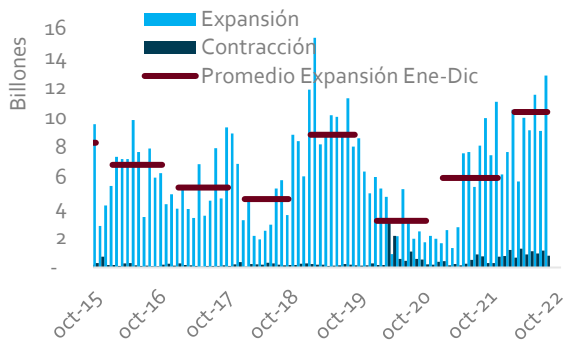
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Inflación implícita extraída de la curva cero cupón de TES

Fecha	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
31-dic-21	4,31%	4,89%	5,04%	4,93%	4,56%
28-oct-21	3,19%	4,04%	4,48%	4,78%	4,59%
28-sep-22	9,09%	8,56%	8,02%	7,28%	6,57%
21-oct-22	8,85%	8,33%	8,09%	7,93%	7,88%
28-oct-22	8,56%	7,89%	7,58%	7,31%	7,04%
Cambios (pbs)					
Semanal	-28,8	-44,4	-51,0	-61,4	-84,1
Mensual	-52,7	-66,6	-44,4	3,1	47,4
Anual	536,8	385,4	309,8	253,5	245,5
Año corrido	424,9	299,7	253,4	237,6	247,8

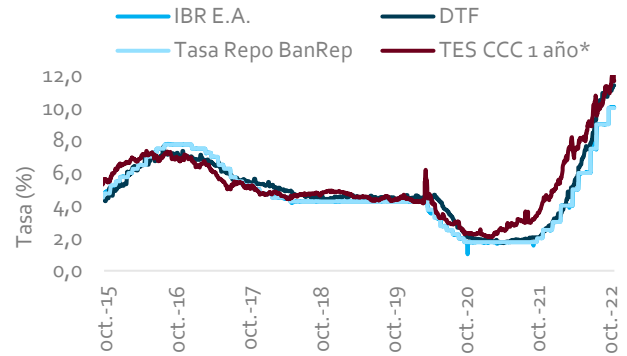
Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



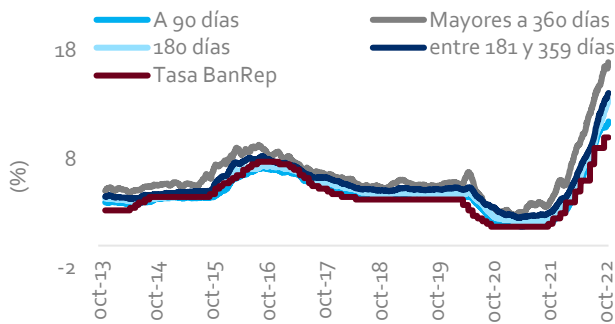
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



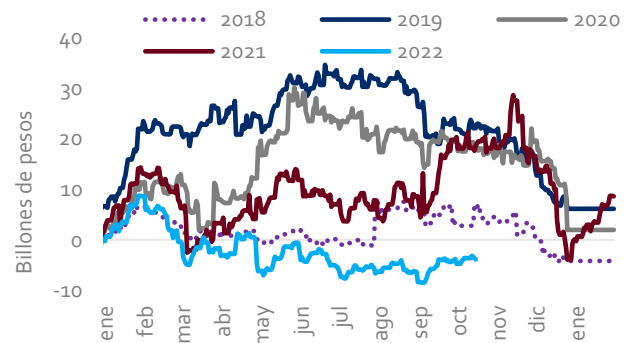
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



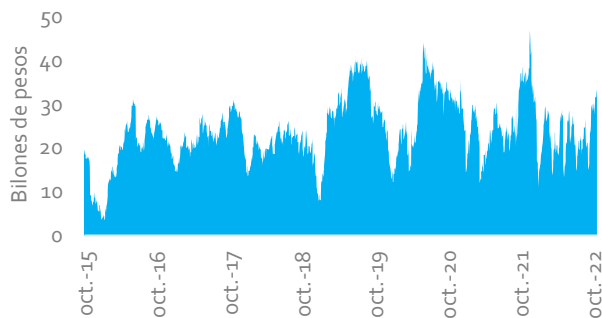
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



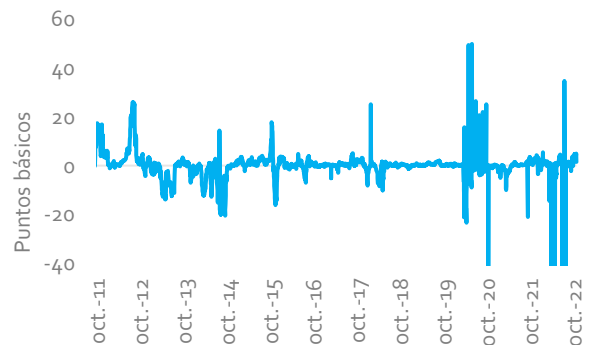
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	506,5	5,21%	487,5	5,45%	19,0	-0,60%
hace un año	541,8	6,97%	522,9	7,25%	19,0	-0,03%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	627,7	16,89%	607,5	17,44%	20,2	2,45%
14-oct.-22	633,4	16,90%	611,8	17,00%	21,6	13,96%

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	263,8	6,34%	155,7	3,62%	74,0	5,35%
hace un año	272,9	3,47%	171,9	10,39%	82,8	11,98%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	311,3	14,28%	207,1	22,67%	93,3	14,06%
14-oct.-22	313,4	14,82%	209,6	21,88%	94,3	13,82%

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	263,8	6,34%	245,3	6,82%	18,5	0,35%
hace un año	272,9	3,47%	254,6	3,79%	18,3	-0,85%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	311,3	14,28%	292,0	15,25%	19,3	1,40%
14-oct.-22	313,4	14,82%	292,7	14,95%	20,7	12,98%

Fuente: Banco de la República

Contexto externo y mercado cambiario

Diego Alejandro Gómez
 Analista de Investigaciones
diego.gomez@corficolombiana.com

- El tipo de cambio USDCOP se tomó un respiro y retrocedió durante la semana pasada al cerrar en \$4.835.
- Resultados macroeconómicos mixtos anteceden la reunión de política monetaria de la Fed de esta semana.
- Banco Central Europeo decidió aumentar las tasas de interés claves de la Zona Euro en 75 pbs por segunda ocasión consecutiva.
- El PIB de China creció más de lo esperado durante el tercer trimestre del año pese a que se mantiene la estricta política de confinamientos por Covid-19.

Resultados mixtos en EEUU: PIB crece más de lo esperado en 3T22 aunque actividad privada continuó deteriorándose en octubre

Luego de la contracción registrada durante el primer semestre del año, el PIB de EEUU volvió a crecer durante 3T22 al registrar una variación trimestral anualizada de 2,6% (esp: 2,4%, ant: -0,6%). La variación estuvo soportada en una disminución de las importaciones y un aumento de las exportaciones. Así mismo, hubo incrementos en el gasto del consumidor, la inversión fija no residencial y el gasto público. Por otra parte, la inversión fija residencial y la inversión en inventarios privados compensaron parcialmente el resultado.

Por otra parte, también se conoció que el índice de gestores de compras -PMI por sus siglas en inglés-, un indicador que mide la actividad privada y tiene una frecuencia más alta que el PIB al publicarse mensualmente, registró una contracción mayor a la esperada durante el mes de octubre. En efecto, el PMI del sector manufacturero se ubicó por debajo del umbral de las 50 unidades por primera vez desde junio de 2020, lo que denota un deterioro de la actividad respecto al mes anterior. Así mismo, el PMI del sector de

Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
23-oct-22	China	PIB (a/a)	T3	3,9%	3,4%	0,4%
23-oct-22	China	Ventas minoristas (a/a)	Sep	2,5%	3,3%	5,4%
24-oct-22	Eurozona	PMI compuesto	Oct (p)	47,1	47,5	48,1
24-oct-22	Estados Unidos	PMI compuesto	Oct (p)	47,3	49,3	49,5
27-oct-22	Eurozona	Decisión del BCE sobre tipos de interés	Oct	2,00%	2,00%	1,25%
27-oct-22	Estados Unidos	Pedidos de bienes duraderos (m/m)	Sep	0,4%	0,6%	-0,2%
27-oct-22	Estados Unidos	PIB t/t	T3	2,6%	2,4%	-0,6%
27-oct-22	Estados Unidos	Nuevas peticiones por subsidio de desempleo	17 Oct, w/e	217 mil	220 mil	214 mil
28-oct-22	Estados Unidos	Índice de precios PCE (a/a)	Sep	6,2%	-	6,2%

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

BCE aumentó tasas de política en 75 pbs por segunda ocasión consecutiva.

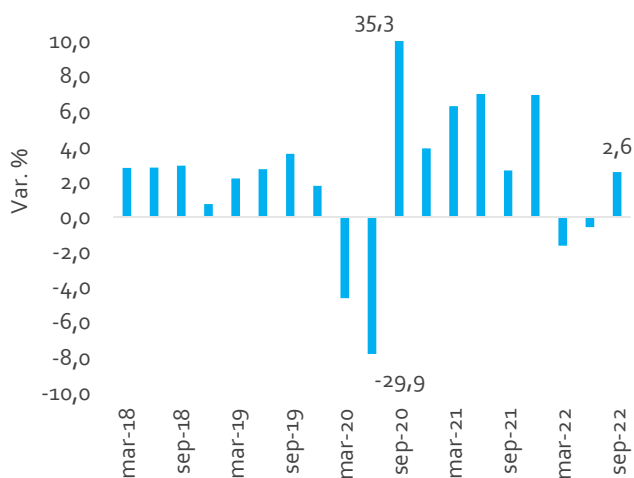
servicios y el PMI compuesto profundizaron su caída al cerrar en 46,6 pts y 47,3 pts respectivamente.

En línea con estos resultados, la probabilidad de que la Fed aumente en 75 pbs la tasa de política durante la próxima reunión ha caído al 80% respecto al 98% de una semana antes, contemplando el riesgo que tendría un aumento de gran magnitud en las tasas de interés sobre el desarrollo de la actividad económica. Así mismo, para la reunión de diciembre, el mercado ahora descuenta en su escenario base un aumento de 50 pbs tras los 75 pbs que preveía la semana pasada. No obstante, la distribución de probabilidades para dicha reunión (Ver Gráfico 2) demuestra que no hay consenso sobre la senda de ajustes en el mediano plazo, lo que se seguirá traduciendo en una alta volatilidad de los activos financieros y particularmente en la fortaleza del dólar a nivel global durante las próximas semanas.

BCE no quita el pie del acelerador: Aumentó tasas de política en 75 pbs por segunda ocasión consecutiva

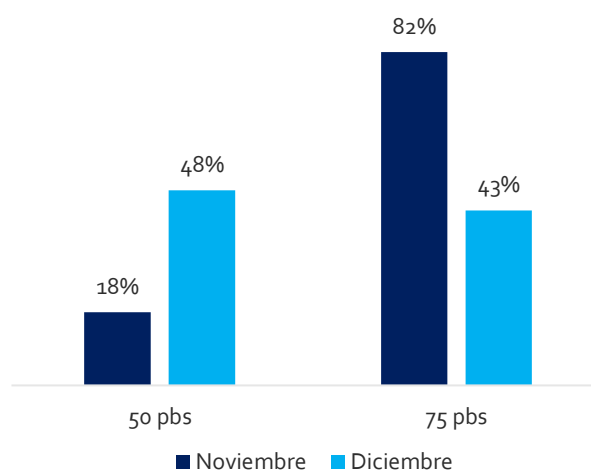
El Banco Central Europeo, en cabeza de su presidente Christine Lagarde, decidió aumentar las tasas de interés claves de la región en 75 pbs por segunda ocasión consecutiva durante el actual proceso de normalización monetaria. De esta manera, las tasas de interés de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se incrementarán al 2,00%, 2,25% y 1,50% respectivamente a partir del 2 de noviembre. El aumento responde a los niveles récord que ha registrado la inflación mes tras mes durante este año, impulsada principalmente por el encarecimiento en los precios de la energía y los alimentos. En efecto, la inflación anual alcanzó un máximo histórico por décimo mes consecutivo en septiembre al cerrar en 9,9% a/a.

Gráfico 1. Crecimiento PIB - EEUU



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2. Probabilidad aumentos Tasa Fed



Fuente: CME. Cálculos Corficolombiana.

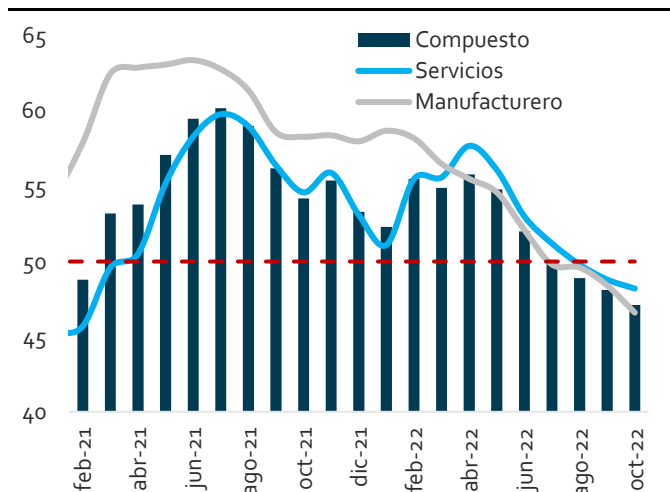
Por otra parte, los datos de PMI de la Zona Euro en octubre registraron la cuarta contracción consecutiva en la actividad privada de la región. En efecto, el PMI manufacturero profundizó su deterioro al ubicarse sobre los 46,6 puntos (pts) tras los 48,4 pts registrados el mes anterior. El PMI del sector de servicios, por su parte, se ubicó en 48,2 pts (ant: 48,8 pts). De manera agregada, el PMI compuesto cerró en 47,1 pts, su nivel más bajo en 23 meses. Hacia delante, los componentes prospectivos como los nuevos pedidos de bienes y servicios cayeron por cuarto mes consecutivo, anticipando que no habrá una mejoría notoria en la actividad de la región en el corto plazo.

PIB de China creció más de lo esperado durante 3T22 en medio de nuevos confinamientos por Covid-19 en Wuhan

Luego de un retraso en la publicación de las cifras del PIB a raíz del congreso nacional del partido de gobierno, se conoció que la economía de China creció más de lo esperado durante el 3T22. En efecto, el Producto Interno Bruto registró una variación del 3,9% respecto al trimestre anterior (esp: 3,5%) y también frente al mismo trimestre del año pasado (esp: 3,4%). Entre los rubros que impulsaron el resultado se encuentra la producción industrial, la cual aumentó 6,3% en septiembre. Así mismo, en el año corrido la inversión en activos fijos aumentó 5,7% con variaciones particulares de la inversión en manufactura e infraestructura del 10,1% y 8,6% respectivamente.

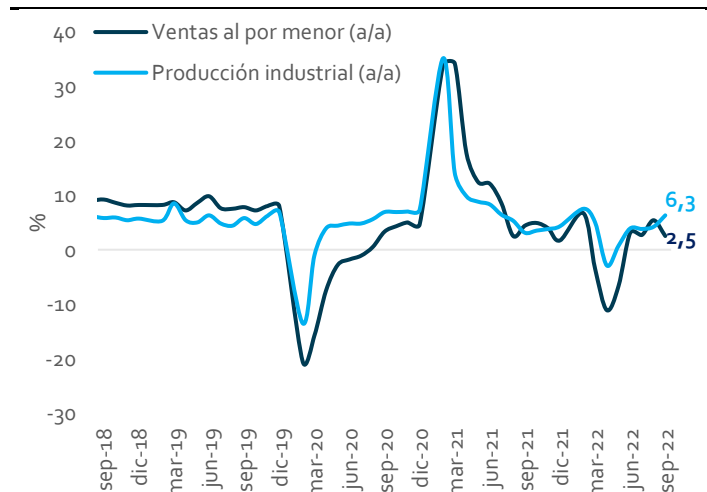
Sin embargo, la inestabilidad en la recuperación de la demanda interna continúa reflejando los efectos negativos que ha tenido la política de “cero tolerancia” contra el Covid-19 en la confianza de los consumidores. En efecto, las ventas minoristas crecieron menos de lo esperado en septiembre al registrar una variación anual del 2,5% (esp: 3,3%; ant: 5,4%). Además, durante la última semana uno de los distritos más importantes de la ciudad de Wuhan, Hanyang, decretó el confinamiento de cerca de un millón de habitantes a raíz de un rebrote de contagios.

Gráfico 3. PMI – Zona Euro



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4. Ventas minoristas y producción industrial - China



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Tasa de cambio en Colombia: USDCOP corrigió tendencia devaluacionista y cerró la semana en \$4.835

El tipo de cambio USDCOP retrocedió durante la semana pasada y cerró en \$4.835 pesos por dólar.

USDCOP corrigió parte de la fuerte depreciación observada en semanas anteriores.

En efecto, la divisa se apreció un 1,7% respecto al cierre del viernes anterior, lo que supone un retroceso semanal de 83 pesos. En general, hubo una corrección generalizada en la depreciación de las monedas de la región y en las monedas desarrolladas luego de varias semanas en donde el dólar venía fortaleciéndose a nivel global. En efecto, el índice DXY -que mide la fortaleza relativa del dólar frente a una cesta de monedas desarrolladas- retrocedió 1,12% durante la semana. No obstante, como explicamos previamente, la tendencia de mediano plazo seguirá siendo alcista toda vez que la volatilidad y la aversión al riesgo se mantendrá alta en los mercados mientras el proceso de normalización monetaria en EEUU no logre revertir las presiones inflacionarias de manera contundente.

Así mismo, el retroceso en el peso colombiano se da en línea con unos precios del crudo que se mantienen en niveles cercanos a los 90 dpb. En efecto, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 95,7 dpb y el WTI en 87,9 dpb.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 5.925 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.185 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de \$4.999 por dólar y se registró el lunes. El valor mínimo por su parte fue de \$4.763 y se alcanzó en la sesión del viernes.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4819,42	1,59%	32,91%	21,06%
Dólar Interbancario	Colombia	4835,00	-1,69%	28,35%	18,80%
USDBRL	Brasil	5,29	2,58%	-4,42%	-6,84%
USDCLP	Chile	942,95	-3,02%	17,08%	10,75%
USDPEN	Perú	3,96	-0,29%	-0,41%	-0,66%
USDMXN	México	19,78	-0,64%	-2,62%	-3,56%
USDJPY	Japón	147,46	-0,12%	29,55%	27,86%
EURUSD	Europa	1,00	1,05%	-14,15%	-11,79%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,16	2,73%	-15,55%	-13,83%
DXY - Dollar Index		110,75	-1,12%	18,65%	15,11%

Fuente: Refinitiv Eikon

Actividad económica local

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Economía Local

laura.parra@corficolombiana.com

- BanRep aumentó su tasa de intervención a 11,0% en una decisión unánime.

› *BanRep aumentó su tasa de referencia en 100 pbs, a 11,0%*

En su reunión de octubre, la Junta Directiva del Banco de la República (BanRep) incrementó en 100 puntos básicos (pbs) su tasa de referencia, llevándola al 11,0%, el nivel más alto desde 2001. Esta decisión se tomó por unanimidad, luego de que el Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, asumiera una postura más alcista¹ motivado por la necesidad de estabilizar los mercados financieros tras un periodo de volatilidad importante. En efecto, la postura unánime de la Junta refleja su compromiso con lograr la convergencia de la inflación al objetivo en el mediano plazo. Vale la pena mencionar que la magnitud del aumento fue inferior a nuestra expectativa, y en línea con el consenso del mercado (ant y esp: 100 pbs).

Aunque el cambio de postura de Ocampo es una señal favorable para el mercado, anticipábamos que el deterioro de los principales indicadores financieros locales -devaluación del tipo de cambio y desvalorización de los títulos de deuda pública- motivaría una decisión más alcista (ver "Aumento de 150 básicos en tasa BanRep: El valor de actuar" en [Informe Especial – Octubre 27 de 2022](#)).

Considerábamos, además, que la desvalorización del tipo de cambio ameritaba iniciar un proceso de reducción de la volatilidad a través de intervenciones cambiarias, sin embargo, esto tampoco fue anunciado. Finalmente, anticipábamos que la Junta dejaría la puerta abierta a tomar una decisión en su reunión de noviembre, sin embargo, esta opción fue descartada por el Gerente, Leonardo Villar, durante la rueda de prensa.

En un contexto de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, es altamente probable que, para la reunión de diciembre BanRep, la Reserva Federal haya incrementado su rango de tasas de referencia en 150 pbs. Bajo este escenario, el recién anunciado incremento de 100 pbs luce modesto. Así, con un considerable avance de las tasas en EEUU, es previsible una presión renovada sobre los activos de economías emergentes. Bajo esta configuración, no descartamos que el dólar retome una senda alcista e incluso supere la resistencia de COP \$5.000 durante las próximas semanas, si bien no es nuestro escenario base.

› *Elementos para destacar del comunicado y la rueda de prensa*

Entre los elementos más importantes del comunicado destacamos i) la mención a una depreciación del tipo de cambio superior a las demás economías emergentes, ii) el incremento tanto de la inflación observada como de la esperada, alejándose nuevamente de la meta de BanRep y iii) la revisión al alza del crecimiento de este año, a

¹ En la reunión de septiembre, la decisión de incrementar la tasa en 100 pbs se tomó por mayoría 6 a 1, con el Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, respaldando un menor ritmo de aumento (50 pbs).

7,9% (ant: 7,8%) y a la baja del 2023, a 0,5% desde 0,7%. Frente a este último punto, Villar resaltó la indiscutible fortaleza de la economía colombiana durante este año, y señaló que, aunque el pronóstico es bajo para el próximo año, en niveles la actividad productiva se mantendrá elevada. Frente al pronóstico de inflación, aunque no se conocieron las estimaciones puntuales, Villar señaló que el valor esperado para 2023 sería cercano al 7,0%, valor cercano al 6,93% de la última encuesta de expectativas de BanRep.

Esta semana la atención estará centrada en las minutas de la reunión, así como la actualización de los pronósticos del equipo técnico en el Informe de Política Monetaria. Será de especial relevancia la senda de inflación sin alimentos ni regulados, la brecha del producto, la tasa de interés neutral y las perspectivas de riesgo país.

Cifras al cierre de la semana

Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2021	Un año atrás
DTF E.A. (22 ago- 26 ago)	11,39%	11,23%	16,0	10,90%	3,08%	2,22%
DTF T.A. (22 ago- 26 ago)	10,64%	10,50%	14,0	10,21%	3,15%	2,19%
IBR E.A. overnight	10,02%	10,03%	-1,2	9,01%	2,99%	2,01%
IBR E.A. a un mes	11,02%	10,29%	72,3	10,25%	3,05%	2,34%
TES - Julio 2024	12,38%	13,54%	-115,5	11,85%	6,83%	6,03%
Tesoros 10 años	4,01%	4,22%	-20,9	3,95%	1,51%	1,58%
Global Brasil 2025	5,44%	5,65%	-21,5	5,61%	1,69%	2,16%
LIBOR 3 meses	4,41%	3,94%	47,4	3,64%	0,21%	0,14%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters Eikon

Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	44862,00	0,02%	0,07%	0,68%	0,82%
COLCAP	1219,69	-0,97%	8,53%	-13,56%	-13,13%
COLEQTY	822,67	-1,60%	7,19%	-17,02%	-15,41%
Cambiarío – TRM	4819,42	-1,91%	6,34%	19,78%	27,35%
Acciones EEUU - Dow Jones	32861,80	5,72%	12,79%	-9,72%	-8,03%

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

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
1-nov-22	PMI manufacturero	Oct	50,4	50,9
1-nov-22	PMI manufacturero del ISM	Oct	50,4	50,9
1-nov-22	Encuesta JOLTs de ofertas de empleo	Sep	-	10,053 M
2-nov-22	Cambio del empleo no agrícola ADP	Oct	-	208 mil
2-nov-22	Decisión de tipos de interés	2 Nov	3-75-4	3-3-25
3-nov-22	Balanza comercial	Sep	-67,70 MM	-67,4 MM
3-nov-22	PMI compuesto	Oct	-	47,3
3-nov-22	PMI servicios	Oct	-	46,6
3-nov-22	PMI no manufacturero del ISM	Oct	56,00	56,70
4-nov-22	Nóminas no agrícolas	Oct	200 mil	263 mil
4-nov-22	Tasa de desempleo	Oct	3,6%	3,5%

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
31-oct-22	IPC (a/a)	Oct (p)	9,6%	9,9%
31-oct-22	PIB (a/a)	T3 (p)	1,9%	4,1%
31-oct-22	PIB (t/t)	T3 (p)	0,0%	0,8%
2-nov-22	PMI manufacturero	Oct	46,6	46,6
3-nov-22	Tasa de desempleo	Sep	6,6%	6,6%
4-nov-22	PMI servicios	Oct	48,2	48,2
4-nov-22	PMI compuesto	Oct	47,1	47,1
4-nov-22	Índice de precios al productor (m/m)	Sep	4,9%	5,0%
4-nov-22	Índice de precios al productor (a/a)	Sep	43,1%	43,3%

Fuente: Thomson Reuters

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

Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
1-nov-22	PMI manufacturero	Oct	-	45,8
3-nov-22	PMI servicios	Oct	49,2	47,5
3-nov-22	PMI compuesto	Oct	48,4	47,2
3-nov-22	Decisión de tipos de interés	Nov	3,0%	2,25%
4-nov-22	PMI del sector construcción	Oct	48,0	52,3
31-oct-22	Índice del precios de la vivienda (m/m)	Oct	-	0,0
31-oct-22	Índice del precios de la vivienda (a/a)	Oct	-	9,5

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
1-nov-22	Exportaciones (a/a)	Sep	-	32,20%
4-nov-22	Índice de precios del productor (m/m)	Oct	-	0,68%
4-nov-22	Índice de precios del productor (a/a)	Oct	-	28,35%
5-nov-22	IPC (m/m)	Oct	-	0,93%
5-nov-22	IPC (a/a)	Oct	-	11,44%

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
2-nov-22	Festividades: Día de los difuntos			
1-nov-22	Producción Industrial (m/m)	Sep	-0,6%	-0,6%
1-nov-22	Producción Industrial (a/a)	Sep	2,3%	2,8%
1-nov-22	PMI manufacturero	Oct	-	51,1
1-nov-22	Balanza comercial	Oct	4,75 MM	3,99 MM
4-nov-22	PMI servicios	Oct	-	51,9
4-nov-22	PMI compuesto	Oct	-	51,9

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
2-nov-22	Festividades: Día de todos los santos			
31-oct-22	PIB (a/a)	T3 (p)	-	2,0%
31-oct-22	PIB (t/t)	T3 (p)	-	0,9%
1-nov-22	PMI manufacturero	Oct	-	50,3

Fuente: Thomson Reuters

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

Chile

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
2-nov-22	Actividad económica (a/a)	Sep	-1,2%	1,0%

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
31-oct-22	Ventas minoristas (m/m)	Sep	-0,3%	-1,3%
31-oct-22	Ventas minoristas (a/a)	Sep	-	-4,3%
2-nov-22	Exportaciones (m/m)	Sep	-	1,6%
2-nov-22	Importaciones (m/m)	Sep	-	3,4%
2-nov-22	Balanza comercial	Sep	-	1,2 MM
2-nov-22	Tasa de desempleo	Oct	5,6%	5,5%
2-nov-22	PMI manufacturero	Oct	45,7	45,7
4-nov-22	PMI servicios	Oct	44,9	44,9
4-nov-22	PMI compuesto	Oct	44,1	44,1

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
2-nov-22	PMI manufacturero	Oct	47,4	47,4
4-nov-22	PMI servicios	Oct	51,3	51,3
4-nov-22	PMI compuesto	Oct	-	50,0

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
3-nov-22	Festividades: Día de la cultura			
30-oct-22	Producción Industrial (m/m)	Sep	-	3,4%
30-oct-22	Ventas minoristas (a/a)	Sep	2,8%	4,1%
31-oct-22	PMI manufacturero	Oct	-	50,7%

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
30-oct-22	PMI manufacturero	Oct	49,6	50,1
30-oct-22	PMI compuesto	Oct	-	50,9
30-oct-22	PMI no manufacturero	Oct	-	51
31-oct-22	PMI manufacturero de Caixin	Oct	49,5	48,1
2-nov-22	PMI servicios de Caixin	Oct		49,3

Fuente: Thomson Reuters

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

Proyecciones económicas

	2019	2020	2021	2022p	2023p
Actividad Económica					
Crecimiento real					
PIB (%)	3,2	-7,0	10,7	8,0	1,8
Consumo Privado (%)	4,1	-5,0	14,8	11,4	3,4
Consumo Público (%)	5,3	-0,6	10,3	5,9	4,8
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	2,2	-23,3	11,2	7,5	-1,6
Exportaciones (%)	3,1	-22,7	14,8	18,0	-2,3
Importaciones (%)	7,3	-20,5	28,7	25,1	1,2
Contribuciones (puntos porcentuales)					
Consumo Privado (p.p.)	2,7	-3,4	10,4	8,2	2,4
Consumo Público (p.p.)	0,8	-0,1	1,8	0,9	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,5	-4,9	2,1	1,4	-0,3
Exportaciones (p.p.)	0,5	-3,6	2,0	2,9	-0,5
Importaciones (p.p.)	1,5	-4,4	5,9	6,1	0,4
Precios					
Inflación, fin de año (%)	3,8	1,6	5,6	11,8	7,1
Inflación, promedio anual (%)	3,5	2,5	3,5	9,9	8,9
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	1,75	3,00	11,00	7,50
DTF E.A., fin de año (%)	4,52	1,93	3,08	11,60	7,90
TES TF 2 años	4,70	2,77	6,36	11,40	7,25
TES TF 10 años	6,41	5,75	8,38	12,35	9,05
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-4,8	-3,6
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0,7	-4,9	-3,7	-1,0	0,4
Deuda bruta GNC (% PIB)*	50,2	64,7	63,8	61,9	61,0
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.277	3.433	3.981	4.607	4.452
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.282	3.693	3.744	4.229	4.464
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-5,0	-4,3
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,3	2,7	3,1	5,3	4,4

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

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

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

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

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

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.