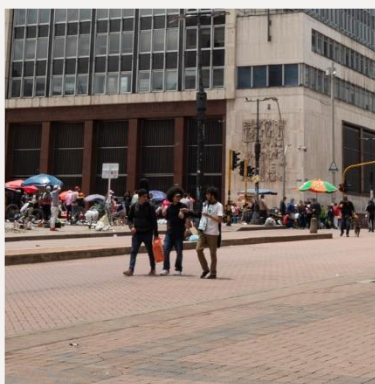
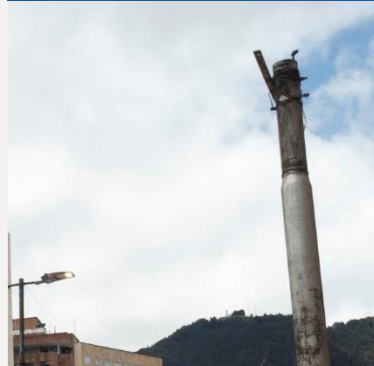
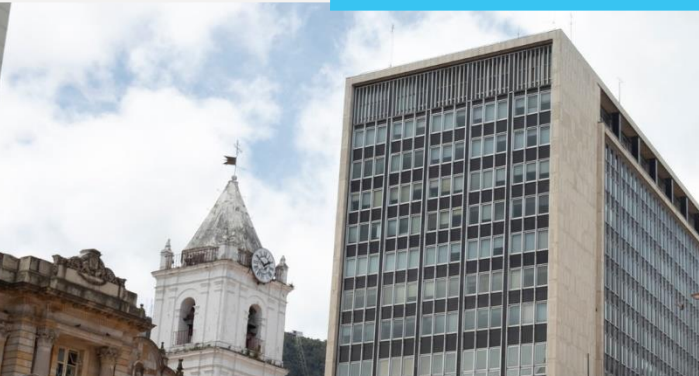


## Informe Especial

# Expectativa decisión de BanRep: 100 básicos más cerca de terminar el ciclo



26 de enero de 2023

# Informe Especial

## EXPECTATIVA DECISIÓN DE BANREP: 100 BÁSICOS MÁS CERCA DE TERMINAR EL CICLO

- Este viernes es la primera reunión de 2023 de la Junta Directiva del Banco de la República (BanRep). En diciembre, decidió por mayoría aumentar en 100 puntos básicos (pbs) la tasa de interés de intervención, a 12%, el nivel más alto desde 1999.
- La información conocida a nivel local desde la reunión de diciembre configura un panorama complejo para las próximas decisiones de política monetaria. Por un lado, la inflación siguió acelerándose al cierre de 2022, a 13,1%, un nuevo máximo desde 1999, en contraste con la tendencia desinflacionaria en Brasil, Chile, México y Perú. Además, las expectativas de inflación a 12 y 24 meses siguieron desanclándose del objetivo de política, más que en los otros países de la región. Por otro lado, varios indicadores confirman que la economía viene desacelerándose desde el segundo semestre de 2022. Estimamos que el PIB registró un crecimiento trimestral negativo en el cuarto trimestre del año.
- Las buenas noticias han venido del contexto internacional. La aversión al riesgo en los mercados financieros disminuyó de forma importante en los últimos dos meses debido a: i) la expectativa de los inversionistas de una postura monetaria menos restrictiva de la Reserva Federal en los próximos meses; ii) la disminución de los precios de la energía en Europa y la consecuente mejora en las perspectivas económicas de la región; y iii) el cambio de la estrategia frente al COVID-19 en China, según la cual no habría más confinamientos estrictos este año.
- La reactivación plena de la economía china es un evento disruptivo para la economía global en la medida que: i) mejora las perspectivas de crecimiento; ii) permitiría que terminen de normalizarse las cadenas globales de abastecimiento y disminuyan las presiones inflacionarias asociadas a costos de algunos; y iii) aumentaría la demanda de materias primas, como el petróleo, y permitiría que sus precios se mantengan en niveles favorables para exportadores netos de *commodities*, como Colombia.
- Con base en lo anterior, consideramos que **BanRep debería aumentar su tasa de interés en 100 pbs en la reunión de esta semana, a 13,0%**, y dar una señal sobre sus decisiones futuras, indicando que mantendrá una postura monetaria restrictiva hasta que la inflación básica y las expectativas de inflación corrijan de forma evidente. **Esta decisión llevaría la tasa real ex-ante a 4,77%, el nivel más alto desde enero de 2007.**
- Anticipamos un incremento adicional de 50 a 100 puntos básicos en la tasa de intervención en la reunión de marzo, en función del balance entre la inflación en aumento e indicadores líderes deteriorados. Posteriormente, esperamos que la tasa permanezca en este nivel (13,5% - 14,0%) hasta el 4T23.
- Eventuales recortes de tasas a finales de este año dependerán tanto de las decisiones de política monetaria en Estados Unidos, como de las condiciones de inflación y crecimiento a nivel local. Lo anterior daría paso a un ciclo favorable para los activos de riesgo, sin embargo, el grado de incertidumbre sobre este escenario es elevado.

## Expectativa decisión de BanRep: 100 básicos más cerca de terminar el ciclo

Este viernes es la primera reunión de 2023 de la Junta Directiva del Banco de la República (BanRep). En diciembre, decidió por mayoría aumentar en 100 puntos básicos (pbs) la tasa de interés de intervención, a 12%, el nivel más alto desde 1999. Aunque la totalidad de la Junta votó por incrementar la tasa, hubo división respecto a la magnitud apropiada, con cuatro codirectores a favor de 100 pbs, uno a favor de 125 pbs y otro a favor de 25 pbs. A esta Junta asistieron solo seis codirectores, pues Olga Lucía Acosta, la codirectora que llegó en reemplazo de Alberto Carrasquilla, no se había posesionado aún. De esta forma, la tasa real ex-ante (descontando la inflación esperada en la última encuesta a analistas de BanRep) aumentó a 3,95%, el nivel más alto desde 2009.

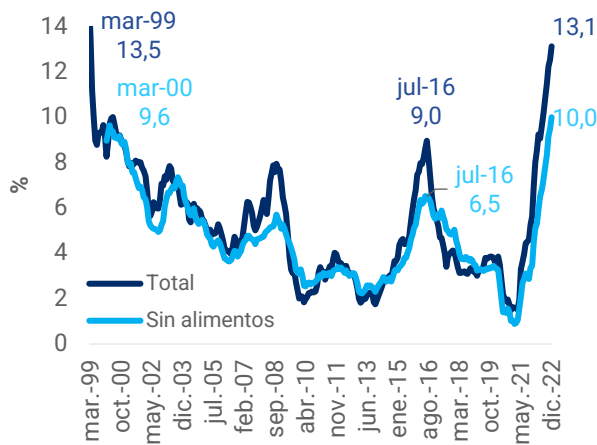
La información conocida a nivel local desde la reunión de diciembre configura un panorama complejo para las próximas decisiones de política monetaria:

- i) La inflación siguió acelerándose al cierre de 2022, a 13,1%, un nuevo máximo desde 1999, en contraste con la tendencia desinflacionaria en Brasil, Chile, México y Perú, los cuatro países de América Latina que tomamos como referencia para comparar a Colombia. En consecuencia, las expectativas de inflación a 12 y 24 meses están más desancladas del objetivo de política que en los otros países de la región. En particular, el consenso para el cierre de 2023 en la última encuesta de BanRep a analistas es de 8,4%.
- ii) Varios indicadores confirman que la economía viene desacelerándose desde el segundo semestre de 2022, especialmente en las ramas de servicios durante el último trimestre de 2022. El mercado laboral se deterioró al presentar la destrucción de 275 mil empleos en octubre y noviembre. Estimamos que el PIB registró un crecimiento trimestral negativo en el cuarto trimestre del año y no descartamos que en el primer trimestre de 2023 vuelva a contraerse, lo que configuraría una recesión técnica.

Por su parte, el contexto internacional ha traído buenas noticias. La aversión al riesgo en los mercados financieros disminuyó de forma importante en los últimos dos meses debido a:

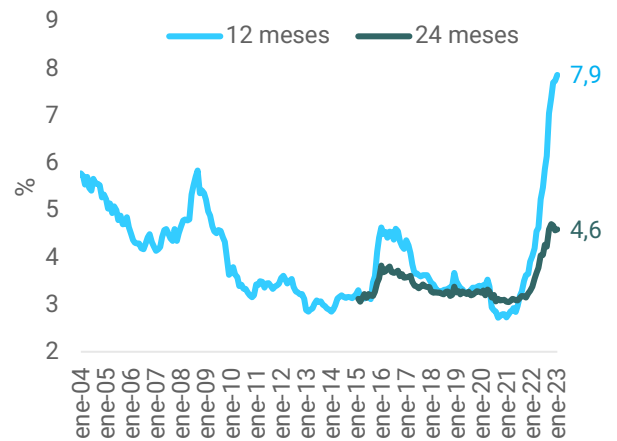
- i) La expectativa de los inversionistas de una postura monetaria menos restrictiva de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos en los próximos meses. Los mercados se encuentran expectantes a la primera reunión de política monetaria de la Fed la próxima semana. Desde la última reunión, el dólar a nivel global se ha debilitado gracias a declaraciones menos *hawkish* por parte de los integrantes del Comité de la Fed (FOMC por su sigla en inglés) y un menor grado de pesimismo frente a las perspectivas de crecimiento global.
- ii) La disminución de los precios de la energía en Europa y la consecuente mejora en las perspectivas económicas de la región.
- iii) El cambio de la estrategia frente al COVID-19 en China, según la cual no habría más confinamientos estrictos este año. La reactivación plena de la economía china es un evento disruptivo para la economía global en la medida que: i) mejora las perspectivas de crecimiento de este año; ii) permitiría que terminen de normalizarse las cadenas globales de abastecimiento y disminuyan las presiones inflacionarias asociadas a costos de algunos insumos y los fletes de transporte marítimo; y iii) aumentaría la demanda de

**Gráfico 1. Inflación local**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 2. Expectativas de inflación**



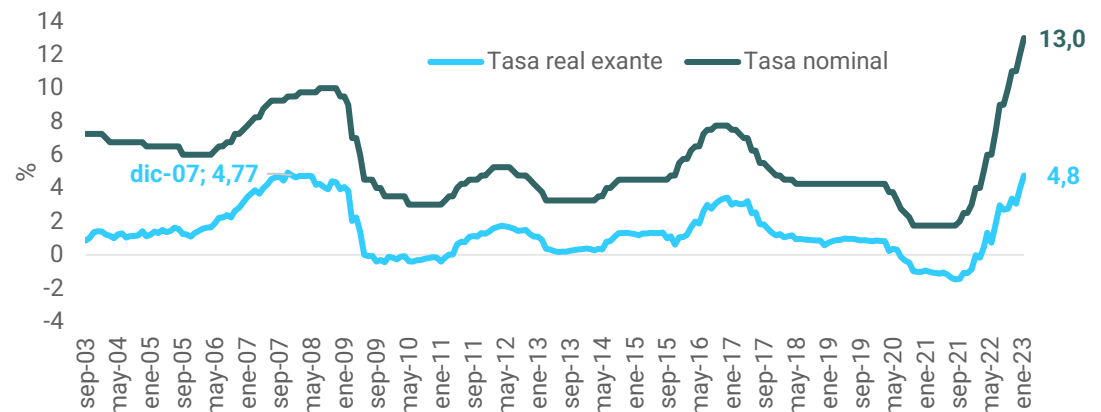
Fuente: BanRep. Elaboración: Corficolombiana

- iv) materias primas y permitiría que sus precios se mantengan en niveles favorables para exportadores de los mismos, como Colombia.

Con base en lo anterior, consideramos que **BanRep debería aumentar su tasa de interés en 100 pbs en la reunión de esta semana, a 13,0%**, y dar una señal sobre sus decisiones futuras, indicando que mantendrá una postura monetaria restrictiva hasta que la inflación básica y las expectativas de inflación corrijan de forma evidente. **Esta decisión llevaría la tasa real ex-ante<sup>1</sup> a 4,8%, el nivel más alto desde enero de 2007 (Gráfico 3).**

Teniendo en cuenta los comentarios reiterativos del Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, sobre el nivel elevado en el que se encuentra la tasa de intervención, es probable que la decisión sea nuevamente por mayoría. A esto se suma la llegada de Olga Lucia Acosta como nueva codirectora de la Junta del Emisor, quien creemos que respaldaría una postura más moderada.

**Gráfico 3. Tasa de política monetaria local**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

<sup>1</sup> Tasa real ex-ante: tasa de interés nominal menos la inflación proyectada.

En adelante, anticipamos un incremento adicional de 50 a 100 puntos básicos en la tasa de intervención durante la reunión de marzo, en función del balance entre la inflación en aumento e indicadores líderes deteriorados. Posteriormente, esperamos que la tasa permanezca en este nivel (13,5% - 14,0%) hasta el 4T23. Durante los últimos meses del año, las decisiones de política monetaria en EEUU serán un determinante clave para la política monetaria en Colombia y, en general, para las economías emergentes. Si las condiciones de financiamiento internacional se tornan menos restrictivas, y siempre y cuando la inflación total y núcleo en Colombia descendan de manera persistente, se abriría un espacio de recortes en la tasa de intervención local. Lo anterior daría paso a un ciclo favorable para los activos de riesgo, sin embargo, el grado de incertidumbre sobre este escenario es elevado.

### Balance de riesgos en detalle

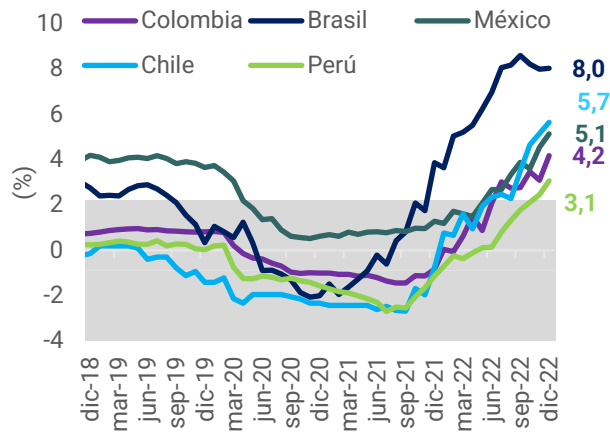
A nivel local, la **inflación** sorprendió nuevamente al alza y cerró el 2022 en 13,1%, alcanzando un nuevo máximo de siglo, presentando un resultado 47 pbs superior al consenso de los analistas (Gráfico 1). Aunque las presiones iniciaron el año contenidas en algunos rubros, la fortaleza de la demanda facilitó su dispersión a un porcentaje elevado de rubros de la canasta.

La composición de la inflación representa un reto significativo para la Junta, pues refleja la afluencia de múltiples factores, entre los que se destacan unas condiciones climáticas adversas, la persistencia del choque de insumos, la devaluación cambiaria, la indexación y la fortaleza del consumo.

Aunque la transmisión de la política monetaria –a través de un menor ingreso disponible de los hogares– contribuirá a reducir la presión inflacionaria, lo cierto es que este alivio continuará dándose de manera rezagada y, en el corto plazo, las perspectivas no son favorables. En efecto, la presión en alimentos continuará a causa de la ola invernal y el derrumbe en la vía Panamericana. A esto se sumarán mayores presiones por indexación, y el traspaso de las presiones de la devaluación a los bienes finales y mayores aranceles sobre el vestuario. Con esto en mente, la inercia inflacionaria debería ser una de las principales preocupaciones para la Junta.

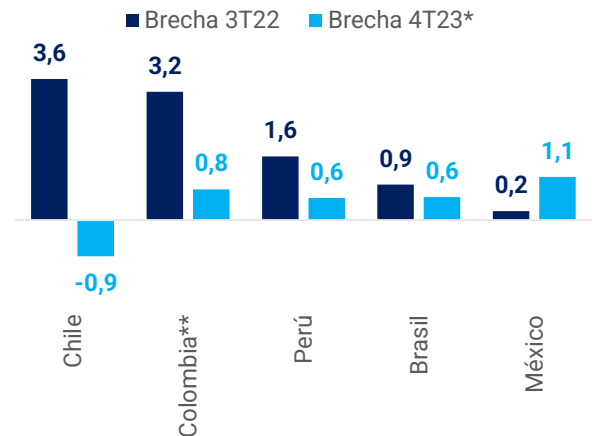
Lo anterior continúa impactando de manera adversa las expectativas de inflación. De acuerdo con la última encuesta de BanRep, la mediana de pronósticos de los analistas para el cierre de 2023 está en 8,6%, un nivel 0,9 p.p. por encima al de hace un mes. Este deterioro en la expectativa de cierre de 2023 estaría asociado a una indexación a un nivel más alto de inflación cierre, así como a un importante incremento en el salario mínimo. Pese a este aumento, las expectativas a 12 meses aumentaron 13 pbs (vs un promedio de 32 pbs en todo 2022), a 7,9%, y se mantuvieron relativamente estables a dos años (+2 pbs) 4,6% (Gráfico 2).

Gráfico 4. Tasa de interés real ex-ante



Fuente: Bancos Centrales y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 5. Brecha del PIB



Fuente: Refinitiv Eikon e Institutos de Estadística de cada país. Cálculos: Corficolombiana.

\*En base a las proyecciones de Latin Consensus Forecast.

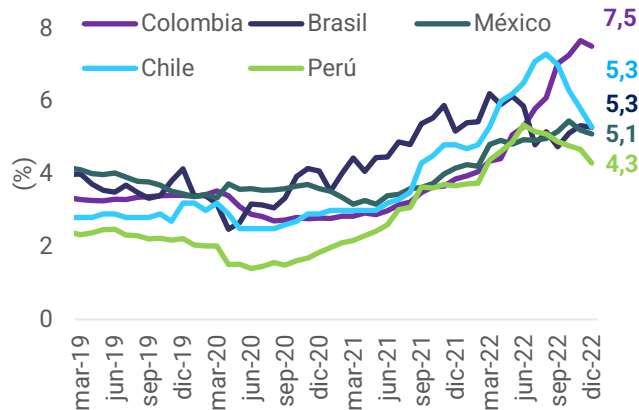
\*\*Proyecciones Corficolombiana.

Respecto a los pares de la región, el incremento continuo de la inflación anual es preocupante. Exceptuando a Colombia, la inflación total y la núcleo comenzaron a ceder de manera heterogénea frente al pico alcanzado en el actual ciclo inflacionario. Así, Colombia cerró 2022 con la inflación anual más alta entre sus pares, evidenciando aun presiones importantes por parte de la demanda en el componente núcleo, que continuó aumentando en diciembre.

En este contexto, si bien las expectativas de inflación a 12 meses están desancladas en las principales economías latinoamericanas, algunas de estas han reportado leves correcciones en los últimos meses. Para este año, tanto los analistas como los bancos centrales prevén una disminución transversal de la inflación desde los niveles actuales, con una caída más pronunciada en Chile y Perú, mientras que Colombia liderará la desviación de la inflación frente a su objetivo en 2023 y 2024, de acuerdo con nuestras estimaciones y con el consenso de los analistas.

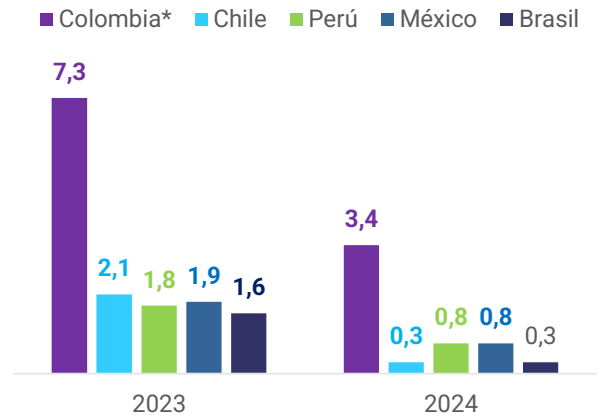
Respecto al **crecimiento**, el desempeño del aparato productivo durante los dos primeros meses del 4T22 podría inclinar a los codirectores menos alcistas a respaldar una menor magnitud en el ritmo de incrementos. En efecto, el Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) presentó dos contracciones mensuales consecutivas en octubre y noviembre, en línea con un menor dinamismo del sector de servicios, algo alineado con una ralentización persistente del consumo. Al respecto, el consumo de los hogares se contrajo secuencialmente en 3T22 y, además de una menor dinámica en los servicios, se evidencian señales de desaceleración en la importación de vehículos. En esta línea, la cartera de consumo cerró el 2022 manteniendo su tendencia de desaceleración, con un crecimiento nominal de 18,3% y real de 4,6%, siendo este último el ritmo más bajo en casi año y medio.

**Gráfico 6. Expectativas de inflación 12 meses**



Fuente: Bancos Centrales

**Gráfico 7. Desviación de la inflación esperada por analistas encuestados por LatinFocus vs objetivo**



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast. Edición: Enero 2023.  
Elaboración: Corficolombiana.  
\*Proyecciones Corficolombiana

La menor dinámica productiva también se ha reflejado en unas menores importaciones de bienes intermedios, con contracciones consecutivas en la adquisición de insumos para agricultura e industria, y algo de moderación en la adquisición de bienes de capital para la construcción.

**Dados los niveles inusualmente altos que alcanzó la actividad productiva en los primeros nueve meses del año pasado, la moderación en el crecimiento es una noticia positiva que mitiga el riesgo de desbalances macroeconómicos.** Bajo estas condiciones, la balanza comercial registró en noviembre su menor nivel deficitario en tres meses, y una reducción anual de 727 millones de dólares. Vale la pena mencionar que el Déficit en la Cuenta Corriente registró niveles récord de 7,2% del PIB en 3T22.

Por su parte, el mercado laboral se deterioró en octubre y noviembre, al presentar dos meses consecutivos de destrucción en la ocupación, con un descenso acumulado de 275 mil empleos. Esto fue parcialmente compensado por la salida del mercado laboral de parte de la población, que mitigó el efecto adverso sobre la tasa de desempleo (9,5% en la serie original). Aunque la entrada de remesas, los términos de intercambio y los programas sociales del gobierno representan fuerzas favorables para el consumo de los hogares, lo cierto es que un menor ritmo de creación de empleo confirma la moderación en el ritmo de crecimiento.

Con base en lo anterior, consideramos que **BanRep debería aumentar su tasa de interés en 100 pbs en la reunión de esta semana, a 13,0%**, y dar una señal sobre sus decisiones futuras, indicando que mantendrá una postura monetaria restrictiva hasta que la inflación básica y las expectativas de inflación corrijan de forma evidente. **Esta decisión llevaría la tasa ex-ante (descontando las expectativas de inflación) a 4,77%, el nivel más alto desde enero de 2007.** El balance de riesgos en el marco de unas perspectivas de expansión fiscal amerita un mayor grado de restricción monetaria. Bajo estas condiciones, la inflación debería continuar siendo la principal preocupación de la Junta, y la decisión en un contexto de alta presión será esencial ratificar el compromiso con el cumplimiento de la meta en el mediano plazo.

Teniendo en cuenta los comentarios reiterativos del Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, sobre el nivel elevado en el que se encuentra la tasa de intervención, es probable que la decisión sea nuevamente por mayoría. A esto se suma la adición de Olga Lucia Acosta como nueva participante de la Junta del Emisor, quien posiblemente respaldaría una postura más moderada.

En adelante, teniendo en cuenta los niveles inusualmente altos que está alcanzando la tasa, será cada vez más difícil implementar aumentos agresivos, por lo cual el ritmo de aumentos estaría entre 50 – 100 pbs en marzo. Dicha magnitud estará en función del balance entre la inflación en aumento e indicadores líderes deteriorados.

Posteriormente, esperamos que la tasa permanezca en este nivel (13,5% - 14,0%) hasta el 4T23. Durante los últimos meses del año, las decisiones de política monetaria en EEUU serán un determinante clave para la política monetaria en Colombia y, en general, para las economías emergentes. Si las condiciones de financiamiento internacional se tornan menos restrictivas, y siempre y cuando la inflación total y núcleo en Colombia descendan de manera persistente, se abriría un espacio de recortes en la tasa de intervención local. Lo anterior daría paso a un ciclo favorable para los activos de riesgo, sin embargo, el grado de incertidumbre sobre este escenario es elevado.

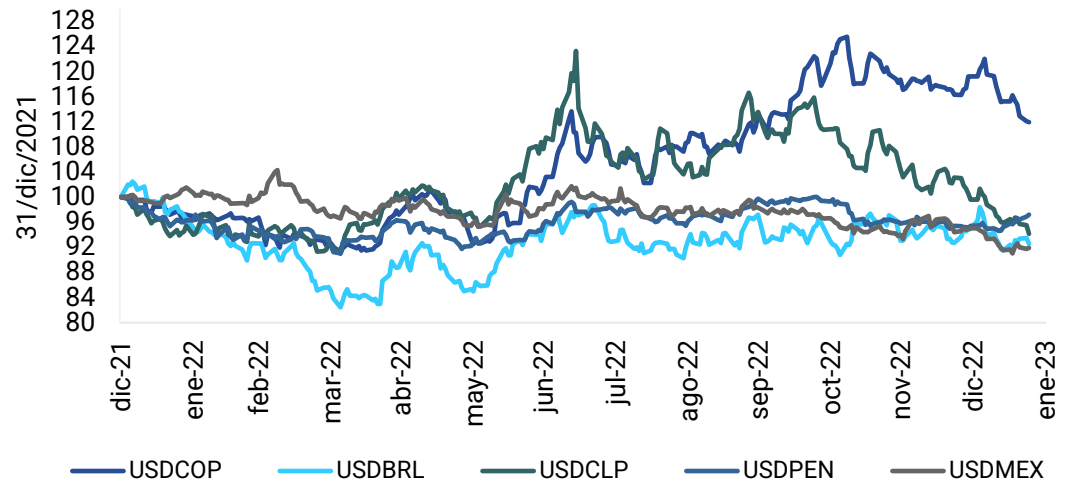
### Alivios en la tasa de cambio

Desde la primera semana de noviembre de 2022, las monedas en el mundo iniciaban un proceso de corrección, gracias a las mejores perspectivas sobre la inflación en Estados Unidos y la Zona Euro (ver “Aumento de 100 básicos en tasa BanRep: Haciendo la tarea” en [Informe Especial – diciembre 14 de 2022](#)), y las cuales se han materializado en el IPC e IPP de Estados Unidos. Dicho movimiento ha continuado en el inicio de 2023, ubicando la tasa de cambio en Colombia cerca de los 4.500 pesos por dólar, nivel que no se percibía desde la primera semana de octubre cuando se dieron los comentarios sobre un posible control de capitales y el inicio de las declaraciones “formales” sobre la no firma de nuevos proyectos de exploración y producción de petróleo y gas en el país.

Adicional a este panorama local, el debilitamiento del dólar a nivel mundial ha sido impulsado por una Fed que parece ser menos *hawkish* en comparación a su última rueda de prensa en diciembre de 2022. En contraste, el Banco Central Europeo ha optado por mantener una postura firme con su actual ciclo de ajustes de tasas, lo cual ha beneficiado al euro sobre el dólar, y con ello a las monedas de la región.



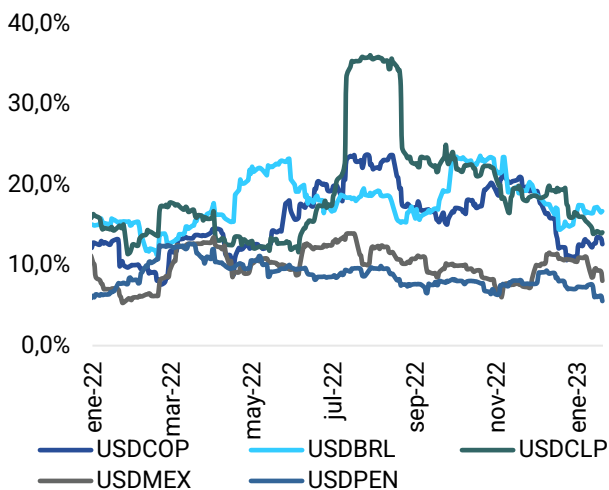
**Gráfico 8. Evolución tasas de cambio latinoamericanas**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

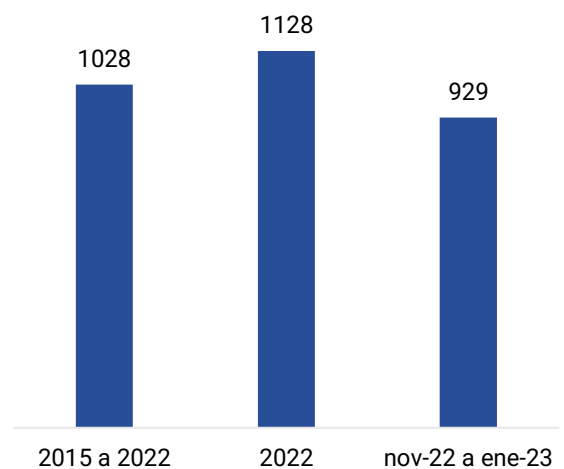
A su vez, la volatilidad en los mercados cambiarios se ha reducido desde el penúltimo mes de 2022. Particularmente, en el mercado colombiano se ubica como la tercera más alta en la región, solo superado por Brasil y Chile, respectivamente. Países en los cuales los temas políticos en los últimos meses han recobrado un peso en la incertidumbre que ello genera sobre los activos de cada nación. Por otra parte, la liquidez en el mercado colombiano en el trimestre comprendido entre noviembre de 2022 y enero de 2023 aún no logra superar el promedio alcanzado en el último año (gráfico 8), coincidiendo con un *momentum* del mercado que incurre en una menor liquidez por las festividades del año nuevo.

**Gráfico 9. Volatilidad anualizada de la tasa de cambio**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 10. Liquidez mercado cambiario interbancario – Colombia (Promedio diario en millones de dólares)**



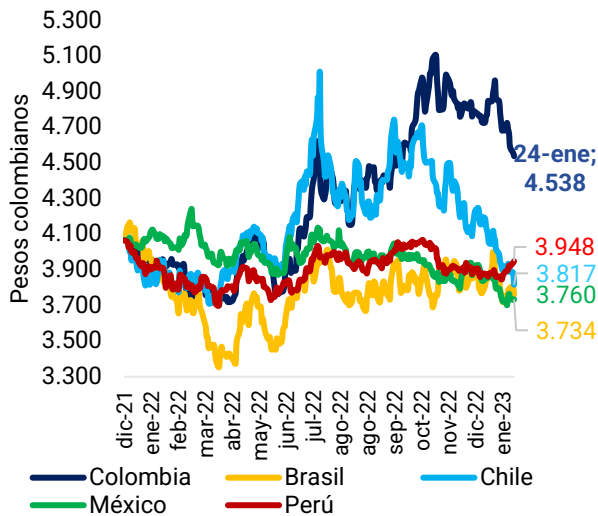
Fuente: Set FX Icap. Cálculos: Corficolombiana

A pesar de la apreciación reciente del peso colombiano, la brecha frente a otras monedas de la región sigue siendo alta, si bien evidencia una moderación respecto a los niveles más altos de hace dos meses. En particular, la tasa de cambio en Colombia está 721 pesos (16%) por

26 de enero de 2023

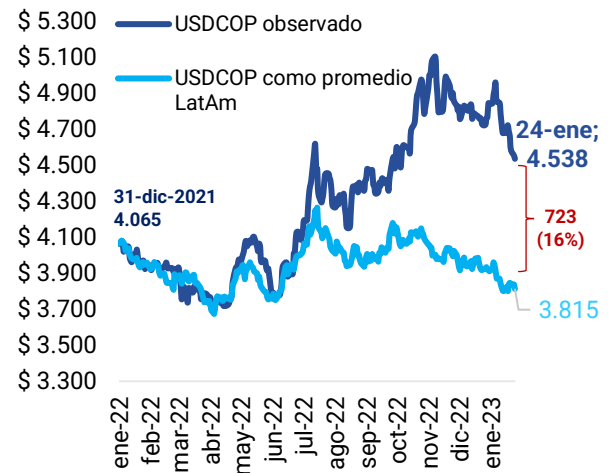
encima del nivel en el que estaría si se hubiera comportado como en los otros países de la región. La brecha de la tasa de cambio frente a este grupo de control sigue demostrando la alta incertidumbre que aún reflejan los mercados sobre el país.

**Gráfico 11. Evolución USDCOP replicando comportamiento de principales tasas de cambio LatAm**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.  
\*Incluye USDBRL, USDCLP, USDMXN y USDPEN.

**Gráfico 12. Tasa de cambio observada vs comportamiento promedio de LatAm**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.  
\*Incluye USDBRL, USDCLP, USDMXN y USDPEN.

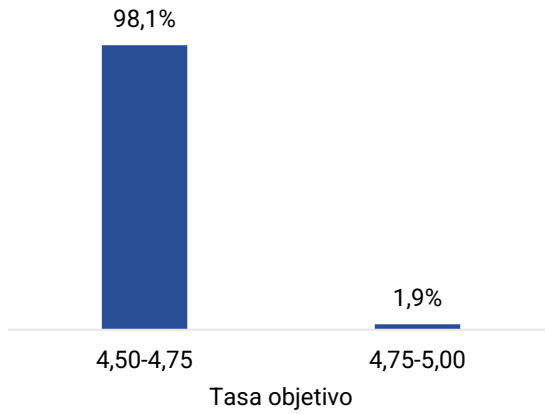
## Contexto externo: la Fed versus el mercado

A la expectativa de lo que pueda ocurrir en la primera de decisión de política monetaria de la Fed en 2023 la próxima semana, el mercado se encuentra atento a los mensajes que puedan provenir de este ente monetario. Si bien los mercados descuentan con un 98% de probabilidad de que exista un ajuste de 25 puntos básicos (pbs) sobre la tasa de interés, esto podría ir en contra corriente de la postura más agresiva que demostró la Fed a lo largo de 2022 y el mensaje que dejó al cierre del año anterior.

Sin embargo, como bien ha sido explícita la Fed, sus próximas decisiones de política monetaria dependerán de la nueva información económica, lo cual respaldaría la postura actual de los mercados. No obstante, para el cierre del año el comité de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés) espera ubicar su tasa entre 5,00% y 5,25%, en contraposición a los mercados, que esperan con una probabilidad del 65% que su ubique en algún punto entre 4,25% - 4,75%. Lo anterior estaría respaldando los movimientos del dólar a nivel mundial, donde mercados y analistas apuestan por el inicio de un recorte de tasas.

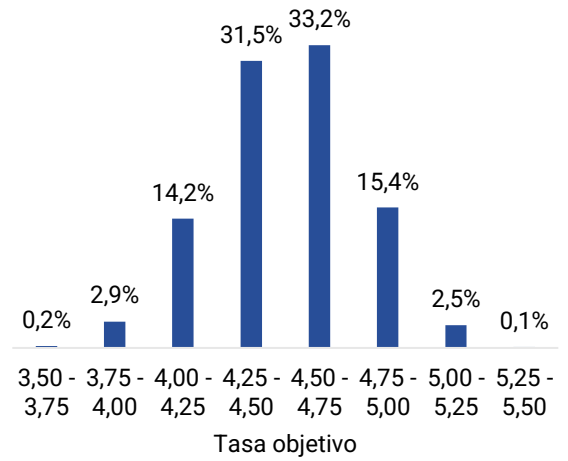
26 de enero de 2023

**Gráfico 13. Probabilidad de tasa objetivo de la Fed (%), reunión 1 febrero de 2023**



Fuente: CME, Fed watch tool. Datos al 24 de enero de 2023

**Gráfico 14. Probabilidad de tasa objetivo de la Fed (%), reunión 13 diciembre de 2023**



Fuente: CME, Fed watch tool. Datos al 24 de enero de 2023

## Equipo de investigaciones económicas

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

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

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

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

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

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

#### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

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

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[juana.rodriguez@corficolombiana.com](mailto:juana.rodriguez@corficolombiana.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

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

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

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

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

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

#### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

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

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

**ADVERTENCIA**

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

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

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

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

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

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

**Certificación del analista**

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

**Información de interés**

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

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

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

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

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