

MONITOR DEL BANQUERO CENTRAL

LA CUESTIÓN ES EL CRECIMIENTO

ACTIVIDAD ECONÓMICA (PAG.4)

- A pesar de que el crecimiento de 1T19 se ubicó por debajo de las expectativas, la nueva información disponible sugiere mejores perspectivas para lo que resta de 2019.

VARIABLES CREDITICIAS Y MONETARIAS (PAG.9)

- La cartera continúa su proceso de recuperación a un ritmo moderado. Esperamos que el ajuste en la liquidez mejore en las próximas semanas, ante los recientes anuncios de la Dirección de Crédito Público de anticipar la disminución del saldo de los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep.

MERCADO FINANCIERO (PAG.12)

- Un entorno internacional en donde inversionistas creen que la Fed puede materializar movimientos a la baja de su tasa de intervención, así como la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019, que aclaró en cierta medida el horizonte de política fiscal en Colombia, fueron factores determinantes de las ganancias no vistas desde 2012. La curva de tasas implícitas de swaps IBR, señala que se espera que la tasa del BanRep se mantenga como máximo en el nivel actual (4.25%) para todos los plazos.

CONTEXTO EXTERNO Y CAMBIARIO (PAG.14)

- La mayor incertidumbre asociada a las tensiones comerciales entre EEUU y China, un deterioro en las perspectivas de la economía mundial, junto con una Fed dividida y preparada para realizar recortes este año, fueron algunos de los factores más relevantes en el contexto externo.
- Bajo este contexto, el peso colombiano ha experimentado fuertes choques de volatilidad que le han llevado a cotizarse a máximos no vistos desde 2016.

EXPECTATIVAS (PAG.19)

- En la reunión de mañana esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de interés de política en 4.25%, completando el ciclo de estabilidad más largo desde 2013.

Resumen

De acuerdo con la nueva información disponible desde la última reunión de BanRep con decisión de tasas de interés, en abril, el Banco de la República (BanRep en adelante) mantendría inalterada la tasa de interés de política en su nivel actual de 4.25% por décimo cuarto mes consecutivo, completando así el ciclo de estabilidad más largo desde 2013. La decisión estaría en línea con la estabilización de la inflación alrededor de la meta, una recuperación económica que aún luce moderada y unas condiciones de liquidez a nivel externo que se mantienen favorables.

Si bien los resultados de crecimiento de 1T19 sugieren que la velocidad de recuperación de la economía podría moderarse frente a lo esperado a finales de 2018, la evolución que han mostrado los indicadores de actividad productiva en los primeros meses de 2T19 reforzaría la decisión de mantener la postura actual de política monetaria, toda vez que sugiere mejores perspectivas para lo que resta de 2019. En esta línea, consideramos que el crecimiento económico no es un factor que motivará cambios en las tasas de interés en el corto plazo, no obstante si creemos que, junto con los débiles resultados del mercado laboral, se volverá un elemento central en las próximas discusiones de la Junta.

A nivel global, los activos de renta fija han sido las inversiones con mejores ganancias, los bonos soberanos en países desarrollados y emergentes se favorecen de la amplia demanda e incluso los títulos de algunos países están cotizando a tasas negativas; lo que implica que el inversionista prima la rentabilidad asociada al pago de cupón periódico que puede recibir como tenedor de la inversión ante la incertidumbre en otro tipo de activos como monedas o acciones.

Un entorno internacional en donde inversionistas creen que la Fed puede materializar movimientos a la baja de su tasa de intervención, así como la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019, que aclaró en cierta medida el horizonte de política fiscal en Colombia, fueron factores determinantes de las ganancias no vistas desde 2012. Las tasas de los TES bajaron en promedio 30 puntos básicos, en medio de unas expectativas de inflación muy cerca del 3% y con un cambio respecto al mes pasado frente a las tasas de interés: el mercado espera que el ciclo se prolongue en todos los plazos, tal como lo señala la curva de tasas implícitas de swaps IBR, en la antesala de la reunión de política monetaria de abril, dicha curva señalaba incrementos en 9 meses.

Entre tanto, la cartera de créditos continuó su proceso de recuperación a un ritmo moderado, impulsado principalmente por el crecimiento de los créditos de consumo. Lo anterior se dio pese a que las tasas de interés de consumo y vivienda aun presentan un espacio importante de incorporación del ciclo de reducciones de BanRep. Por su parte, desde su última reunión se evidencia una disminución de las necesidades de liquidez del sistema (aunque se mantienen por encima de años anteriores) gracias al calendario de vencimientos de algunos impuestos. Esperamos que el ajuste en la liquidez mejore en las próximas semanas, ante los recientes anuncios de la Dirección de Crédito Público de

anticipar la disminución del saldo de los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep.

A nivel internacional, las mayores tensiones comerciales entre EEUU y China, junto con una menor disposición de ambas partes para conciliar un acuerdo; el significativo deterioro en las perspectivas de la economía a nivel mundial, en línea con la incertidumbre asociada a las disputas comerciales y el impacto de los mayores aranceles, junto con una significativa valorización de los Bonos del Tesoro, tras las crecientes expectativas de un recorte de tasas en EEUU por parte del mercado; fueron algunos de los eventos más relevantes en el contexto internacional. Bajo este contexto, el peso colombiano ha experimentado fuertes choques de volatilidad que le han llevado a cotizarse a máximos no vistos desde 2016. Con la suspensión del programa de acumulación de reservas del BanRep, se quitó piso a la cotización y, de esa manera, logró recuperar parte del terreno perdido.

Tabla 1. Señal que dan las variables analizadas para la decisión de política monetaria junio 2019

	Relevancia
Mantener inalterada	
Estabilización de la inflación alrededor de la meta	Alta
Expectativas de inflación dentro del rango meta 2019	Alta
Perspectivas favorables de crecimiento económico	Alta
Fed menos optimista	Alta
Deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial	Alta
Deterioro de las cuentas externas	Alta
Recuperación en curso de la cartera	Alta
Estabilidad en términos de intercambio	Alta
Bajar la tasa de interés de intervención	
Condiciones de liquidez local	Alta
Crecimiento 1T19 inferior al esperado	Alta
Subir la tasa de interés de intervención	
Riesgos al alza en la inflación de alimentos	Alta
<i>Pass-through</i> sobre inflación de transables	Alta

Fuente: Corficolombiana

Actividad económica

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57) 1 353 8787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Pese a que los resultados de PIB en 1T19 han generado cierto grado de preocupación, creemos que las perspectivas se mantienen positivas.

Las cifras de crecimiento del PIB en 1T19 han generado cierto grado de preocupación en algunos actores del mercado, toda vez que si bien la serie original señaló una leve aceleración en el crecimiento hacia niveles de 2.8% a/a¹, los datos de la serie ajustada por efecto estacional y calendario –que son los que incorpora BanRep en sus análisis– indicaron que la economía habría registrado un crecimiento intertrimestral nulo, desacelerándose en términos anuales desde 2.7% en 4T18 hasta 2.3% en 1T19 (notablemente inferior a la expectativa de 3.2% del equipo técnico). Lo anterior, incluso llevó al Gerente de BanRep, Juan José Echavarría, a afirmar que la economía se había estancado.

Sin embargo, al hacer un análisis más detallado se observa que a nivel sectorial, el menor crecimiento reportado por la serie desestacionalizada se concentró principalmente en el desempeño de dos sectores que en lugar de acelerarse, evidenciaron un menor dinamismo: industria y agro. No obstante, creemos que las perspectivas para lo que resta del año se mantienen positivas y que la economía continuaría en una senda de recuperación, favorecida por un sólido desempeño del consumo privado y un repunte de la inversión fija liderado por el componente de maquinaria y equipo.

› Consumo de los hogares

Los indicadores relacionados con el consumo privado, disponibles en su mayoría a abril, sugieren que este rubro de la demanda mantendría un desempeño muy favorable en 2T19 (Tabla I.1.). Por un lado, aunque las **ventas al por menor** se moderaron en abril (crec. 4.0% vs. 5.3% en marzo) –principalmente por el menor dinamismo en las ventas de equipos de informática y telecomunicaciones–, mantuvieron un crecimiento superior al promedio registrado para dicho mes en los últimos cinco años (3.4%). Por su parte, las ventas de vehículos crecieron 4.9% en abril a pesar de la elevada base estadística del año pasado (19%), resultado que impulsó el crecimiento trimestral hasta 5.1% (frente a 2.0% en 1T19). Así, las ventas minoristas registraron una expansión de 5.1% en el trimestre

Tabla I.1. Indicadores líderes del consumo privado

Indicador	4T18	1T19	2T19	Balance
Gasto real de los hogares (Var. Anual %)*	2.7%	3.7%	5.3%	++
Ventas al por menor (Var. Anual %)	8.2%	4.8%	5.1%	+
Confianza del Consumidor (Balance)*	-9.7	-2.4	-4.5	+ / -
Importaciones reales bienes consumo (Var. Anual %)**	19.4%	15.1%	10.6%	+ / -
Desempleo	9.7%	10.8%	10.3%	-

*Datos hasta mayo. **Cálculos Corficolombiana. Fuente: Dane, Raddar, Fedesarrollo. Cálculos Corficolombiana.

¹ En adelante, haremos referencia a crecimientos anuales (a/a) a menos que especifiquemos lo contrario.

móvil febrero–abril, acelerándose levemente frente a 1T19 (4.8%), lo que sugiere un mejor desempeño del sector comercio durante el segundo trimestre.

Las mejores perspectivas para el sector se ven soportadas igualmente en los resultados más recientes de la Encuesta Mensual de Expectativas de BanRep, según la cual el 73% de los empresarios espera incrementar su volumen de ventas en los próximos doce meses, proporción que supera el promedio del indicador para los últimos 9 años (Gráfico I.1.).

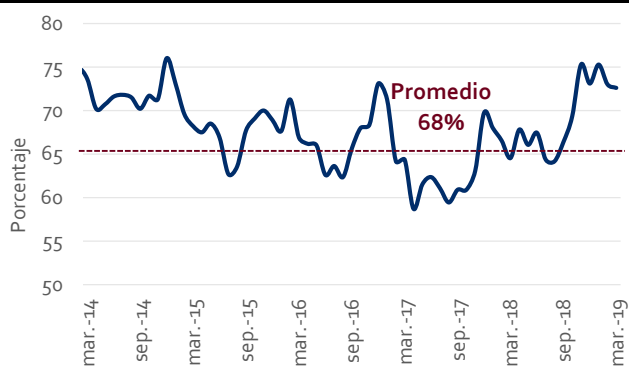
El consumo privado mantendría un comportamiento sólido en 2T19, contribuyendo de forma importante al crecimiento.

De forma similar, los indicadores que intentan medir la disposición de los hogares a consumir permiten anticipar un buen desempeño del gasto privado en 2T19. Por un lado, el **Gasto Real de los Hogares** medido por Raddar registró una variación anual de 5.8% por segundo mes consecutivo en mayo, ubicando el crecimiento del trimestre marzo–mayo en 5.3% (Gráfico I.2.). Entre tanto, en mayo el **Índice de Confianza del Consumidor (ICC)** de Fedesarrollo se ubicó en -5.5 puntos, recuperándose de forma notable frente al registro de abril (-9.6 puntos), aunque permaneciendo en terreno negativo.

Por su parte, aunque no se conocen todavía las estadísticas de importaciones para el mes de abril, nuestras estimaciones sugieren que las **compras externas de bienes de consumo** mantendrían un crecimiento sólido de dos dígitos en términos reales. No obstante, estas se desacelerarían frente a 1T19 en línea con la devaluación del último año cercana al 14% (Tabla I.1.). Dicha desaceleración se explicaría principalmente por el comportamiento de las importaciones de bienes duraderos, cuyo crecimiento real registraría su primera caída en doce meses.

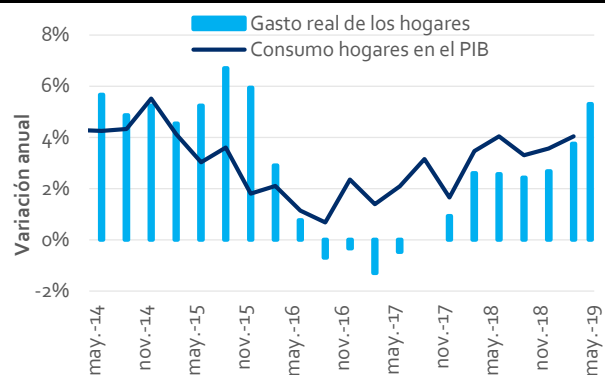
Pese a lo anterior, cabe resaltar que el dinamismo del consumo privado podría verse limitado en los próximos meses por el persistente deterioro que han registrado las cifras del **mercado laboral**, en particular la tasa de desempleo que ya completa trece meses consecutivos de incrementos (ver “Actividad Económica Local” en [Informe Semanal junio 4 de 2019 – Europa: populismo en ascenso](#)).

Gráfico I.1. Porcentaje de empresarios que espera incrementar ventas en los próximos 12 meses



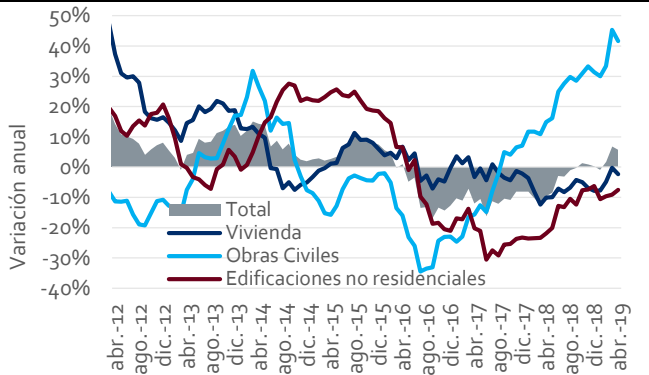
Fuente: EMME BanRep.

Gráfico I.2 Consumo de los hogares vs. Gasto real de los hogares (trimestre móvil)



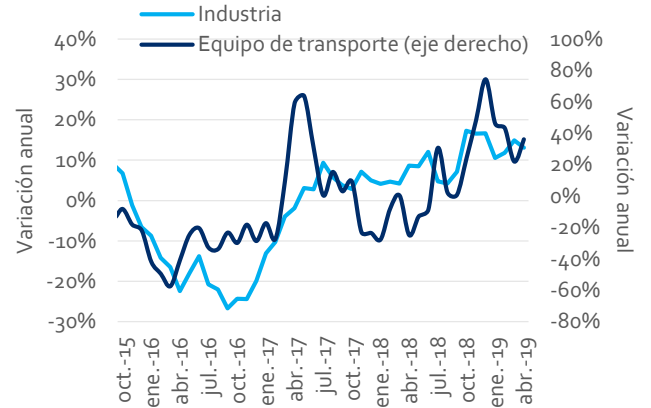
Fuente: DANE y Raddar. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico I.3. Producción de concreto según destino (trimestre móvil)



Fuente: DANE.

Gráfico I.4. Importaciones de bienes de capital (trimestre móvil)



Fuente: DANE

› Inversión fija

Los indicadores relacionados con la evolución de la inversión fija sugieren resultados mixtos para los primeros meses de 2T19: mientras que la inversión en actividades distintas a construcción continuaría mejorando, impulsada por el componente de maquinaria y equipo, la inversión en construcción se mantendría débil.

Por un lado, la inversión dirigida al sector de la construcción –que representa cerca de dos terceras partes de la inversión fija– podría continuar evidenciando resultados débiles en 2T19, a juzgar por el comportamiento de los indicadores relacionados con el sector. En efecto, la **producción y despachos de cemento gris** moderaron su crecimiento de forma importante en el trimestre febrero–abril a 1.3% y 1.5% respectivamente (1T19: 4.2% y 3.3%) debido a las fuertes caídas observadas en abril, que ocurrieron luego de ocho meses consecutivos de crecimiento. De forma similar, la **producción de concreto** revirtió la tendencia al alza que venía registrando desde principios de año y registró una contracción de 1.5%, impulsada por el segmento residencial (en particular el No VIS) y a pesar del destacado desempeño del segmento de obras civiles. De esta forma, su crecimiento en el trimestre febrero–abril fue de 5.7% vs. 6.8% en 1T19 (Gráfico I.3.)

No obstante, creemos que esta situación podría revertirse en los próximos meses, teniendo en cuenta que gran parte del comportamiento de estos indicadores se explica por el efecto de la Semana Santa que este año tuvo lugar en abril, mientras que en 2018 se celebró en marzo.

Por su parte, la inversión dirigida a actividades distintas a construcción, continuaría mostrando un repunte en el segundo trimestre del año. En efecto, estimamos que las **importaciones de bienes de capital para la industria** registrarían un crecimiento real de dos dígitos por séptimo mes consecutivo –aunque se desacelerarían levemente frente a 1T19–, mientras que las **compras externas de equipo de transporte** se acelerarían de forma significativa y alcanzarían un crecimiento real superior al 60%, su mayor nivel desde finales de 2018 (Gráfico I.4.).

La inversión fija seguiría repuntando, impulsada por el componente de maquinaria y equipo y a pesar de la debilidad que mantendría la inversión en construcción.

› Sectores

Los indicadores sectoriales señalan buenas perspectivas para el sector minero energético, aunque una moderación en el crecimiento del sector agrícola e industrial.

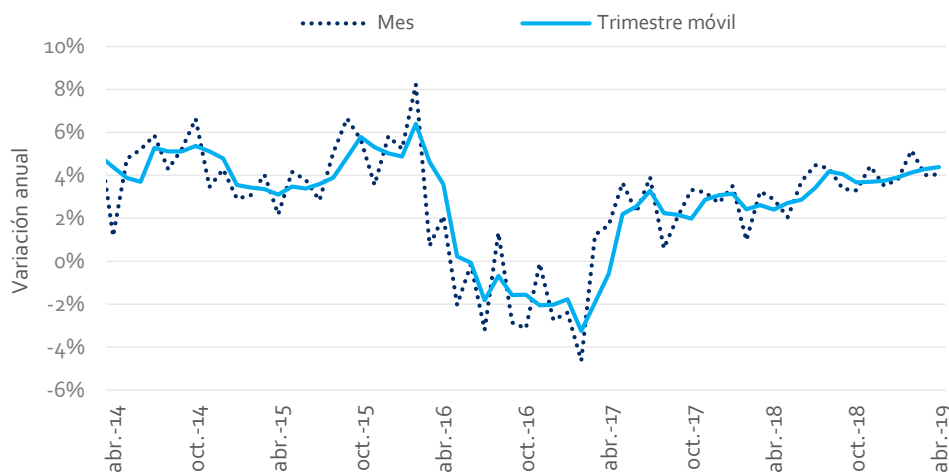
Por un lado, la producción de petróleo a nivel local ha seguido en aumento, sugiriendo que el sector minero energético mantendría un comportamiento sobresaliente en 2T19. En abril, la producción nacional de crudo presentó un crecimiento de 3.0% y superó nuevamente los 890 mil barriles diarios. De esta forma, la producción en el trimestre febrero–abril se ubicó en promedio en 889 mil barriles diarios, lo que representó un incremento de 4.9%, una de las cifras más elevadas desde mediados de 2015.

En contraste, la evolución reciente de la producción de café sugiere una continuación del débil desempeño del sector agrícola, toda vez que esta se contrajo 6.1% en mayo, luego de crecer 18.0% en abril.

De forma similar, los indicadores asociados con el comportamiento del sector industrial en lo corrido de 2019 señalan que dicha actividad podría moderar los buenos resultados registrados a lo largo de 2018. En particular, en abril la producción industrial registró su mayor contracción desde finales de 2017 (-1.3%), comportamiento en gran parte relacionado con los menores días hábiles por efecto de la Semana Santa.

A nivel sectorial, la minería continuaría fortaleciéndose, mientras que la industria y el agro podrían moderar su crecimiento.

Gráfico 1.5. Demanda de energía



Fuente: XM.

Así, en términos trimestrales la producción industrial redujo su crecimiento casi a la mitad (1.6% en febrero–abril vs. 3.0% en 1T19). No obstante, esperamos que este resultado se revierta en los próximos meses y que la producción industrial vuelva a registrar crecimientos positivos, en línea con la evolución que ha presentado la demanda de energía, indicador que en términos trimestrales se encuentra en su mayor nivel desde principios de 2016 (Gráfico 1.5.).

› *Inflación*

Luego de varios meses de sorpresas, la inflación volvió a exhibir un comportamiento en línea con lo esperado por el promedio del mercado. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación de 0.31% m/m en mayo, cifra que se ubicó ligeramente por debajo de nuestro pronóstico de 0.33% m/m, aunque por encima de la variación de 0.25% m/m reportada doce meses atrás. Con este resultado, la inflación anual mantuvo su tendencia al alza y se aceleró hasta 3.31% a/a, acumulando un incremento de 13 puntos básicos (pbs) en lo corrido del año. Lo anterior se debió principalmente a un ajuste al alza en la inflación de los alimentos, así como leves presiones por cuenta de un nuevo aumento en los precios del componente transable (ver “Sin sobresaltos” en [Informe de Inflación – Junio 11 de 2019](#)).

Para el presente mes, esperamos que la inflación mensual sea de 0.19% m/m, ligeramente superior a lo registrado doce meses atrás (0.15% m/m), con lo que la inflación se aceleraría por cuarto mes consecutivo hasta 3.34%, permaneciendo en la parte superior del rango meta de BanRep. Lo anterior, impulsado nuevamente por presiones en el grupo de alimentos y en menor medida de los no transables, las cuales serían contrarrestadas parcialmente por una reducción en la inflación de regulados.

Variables crediticias y monetarias

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Investigaciones

Tel. (571) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

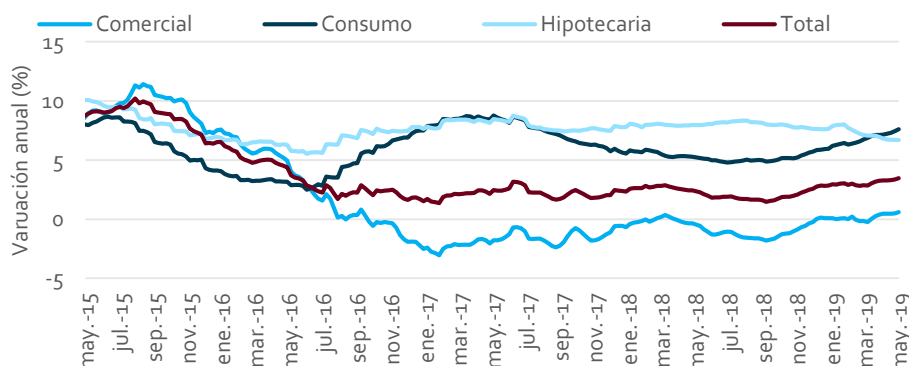
Tel. (571) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

› Cartera de créditos: continúa la recuperación

De acuerdo con la información disponible con corte al 31 de mayo de 2019, el crecimiento de la cartera real se aceleró 20 pbs con respecto al mes anterior, a 3.5% a/a², **su mayor ritmo desde junio de 2016**, impulsada por la aceleración de 50 pbs en el crédito de consumo –creció 7.6%– y la contribución positiva de la cartera comercial. Lo anterior sucedió en medio de la relativa estabilidad de la cartera hipotecaria, que moderó su desaceleración y creció 6.7% (Gráfico II.1.).

Gráfico II.1 Crecimiento real anual de la cartera de créditos



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana. Promedio móvil de cuatro semanas.

La cartera aumentó 3.5% real en mayo, acelerándose 20 pbs con respecto al mes anterior.

Aún resta un espacio importante de incorporación del ciclo de reducciones en las tasas de interés de créditos de consumo v vivienda.

En efecto, el crecimiento de la cartera comercial (53.9% de la cartera total) registró una aceleración de 10 pbs con respecto a abril, en línea con la leve reducción de las tasas de esta modalidad y la incorporación más que proporcional (85 pbs por encima) del ciclo de reducciones de la tasa de referencia (Tabla II.1).

Tabla II. 1 Tasas de colocación de crédito del Sistema Financiero

Fecha	Nominales				Reales			
	Consumo	Comercial	Hipotecaria	BR	Consumo	Comercial	Hipotecaria	BR
16-dic-16	19.5	13.2	12.0	7.75	13.7	7.7	6.5	2.50
28-dic-18	16.8	8.9	10.5	4.25	12.8	5.3	6.8	0.74
3-may-19	17.6	9.3	10.3	4.25	14.0	5.9	6.9	1.03
31-may-19	17.2	8.9	10.3	4.25	13.6	5.5	6.9	1.03
Cambio mensual	-41	-41	6	0	-40	-39	6	0
Año corrido	43	-4	-14	0	73	26	16	28
Anual	-21	-49	-22	0	48	16	43	60

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana. La tasa hipotecaria corresponde al promedio de adquisición de vivienda..

² En adelante, todos los crecimientos se referirán al crecimiento anual real del promedio móvil de cuatro semanas a menos que especifiquemos lo contrario.

Por su parte, la cartera de consumo (30.9% de la cartera total) alcanzó su mayor ritmo de expansión desde agosto del año pasado, en línea con el buen desempeño del consumo de los hogares en lo corrido del año y la reducción mensual de 41 pbs en la tasa de colocación. Aunque esta última se redujo, aún resta un espacio importante de incorporación del ciclo de reducciones de BanRep –133 pbs– (Cuadro II.1).

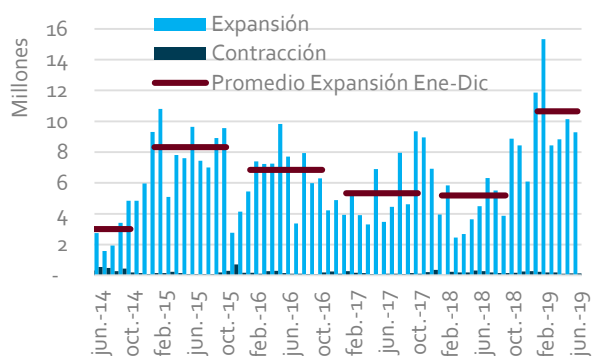
Finalmente, la cartera hipotecaria (14.8% del crédito total) continuó la tendencia de desaceleración iniciada en marzo de este año, en línea con nuestras expectativas (Gráfico II.1). Entre tanto, las tasas de interés aumentaron 10 pbs para la adquisición de vivienda no VIS tanto en pesos como en UVR, mientras que para el segmento VIS se mantuvieron inalteradas. De esta manera, el promedio de tasas para adquisición de vivienda aumentó 6 pbs entre abril y mayo. Cabe mencionar que al igual que las tasas de interés de consumo, esta modalidad presenta un espacio importante –186 pbs– para incorporar el ciclo de reducciones de la tasa de referencia.

Nuestra expectativa de que BanRep mantenga su tasa de política monetaria inalterada es consistente tanto con la recuperación moderada que presenta la cartera de créditos como con la transmisión incompleta del ciclo de reducciones en las modalidades de consumo y vivienda.

› *Agregados monetarios*

Desde la pasada reunión del BanRep –donde no se tomó decisión de tasas pero sí se informó del apoyo que la política monetaria está haciendo para mantener la liquidez de la economía³– se evidencia una disminución de las necesidades de liquidez del sistema (si bien se mantienen por encima de años anteriores) gracias a los vencimientos de la tercera cuota de pago de impuestos de grandes contribuyentes y otros impuestos para personas jurídicas. Es así que la demanda de repos de expansión se ubica 9.2 billones de pesos en promedio y un cupo de 9.7 billones frente a niveles superiores en el mes pasado (cupo de 12 y uso de 9 en promedio) pero muy por encima de años anteriores (Gráfico II.2).

Gráfico III.2 Saldo promedio de operaciones repo en BanRep **Gráfico III. 3. Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep**



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana

³ En la medida que el Gobierno mantiene elevado el saldo de depósitos en sus cuentas genera una contracción monetaria

Esperamos que el ajuste en la liquidez mejore en las próximas semanas, ante los recientes anuncios de la Dirección de Crédito Público de anticipar la disminución del saldo de los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep. En mayo se evidenció un reto para las entidades financieras, ya que dicho saldo se ubicó en un nivel máximo de 38 billones (Gráfico II.3). Aunque la congelación de gasto por parte del Gobierno estaba drenando recursos del sistema, el recién publicado Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019 (MFMP) estipula que la Nación hará uso de operaciones de tesorería como una fuente de recursos, por lo que el segundo semestre de 2019 estará marcado por el retiro de fondos de la Nación de las cuentas del BanRep. Lo anterior favorecerá la liquidez del sistema en el agregado.

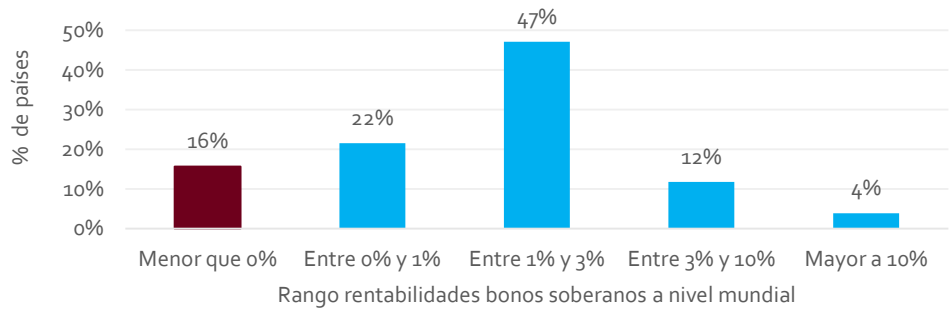
Mercados Financieros

› Mercado Internacional

Ana Vera Nieto
 Especialista Renta Fija
 Tel. (571) 3538787 Ext.6138
ana.vera@corficolombiana.com

A nivel global, los activos de renta fija han sido las inversiones con mejores ganancias, en medio de incertidumbre generalizada por la guerra comercial y el escalamiento del conflicto entre países productores de petróleo (ver “Contexto Externo y Cambiario” de este informe). Los bonos soberanos en países desarrollados y emergentes se favorecen de la amplia demanda e incluso los títulos de algunos países están cotizando a tasas negativas (Gráfico III.1), lo que implica que el inversionista prima la rentabilidad asociada al pago de cupón periódico que puede recibir como tenedor de la inversión ante la incertidumbre en otro tipo de activos como monedas o acciones.

Gráfico III.1 Distribución del rango rentabilidades bonos soberanos a nivel mundial

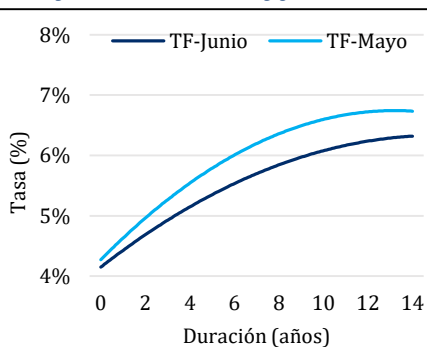


Fuente: Bloomberg, Cálculos Corficolombiana

› Mercado local

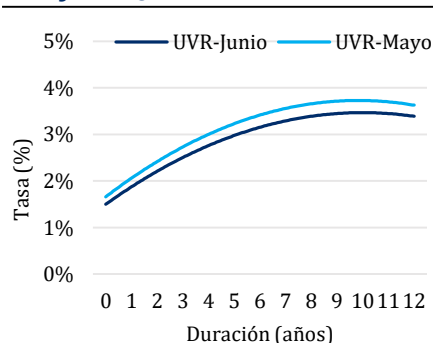
Un entorno internacional en donde inversionistas creen que la Fed puede materializar movimientos a la baja de su tasa de intervención, así como la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019, que aclaró en cierta medida el horizonte de política fiscal en Colombia, fueron factores determinantes de las ganancias no vistas desde 2012 para los bonos locales (Ver “Ventana de Oportunidad” en [Informes Especiales – Junio 6 de 2019](#)).

Gráfico III.2. TES tasa fija



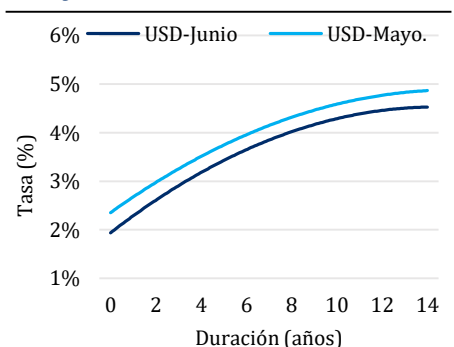
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Gráfico III.3. Tes UVR



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Gráfico III.4. TES en dólares

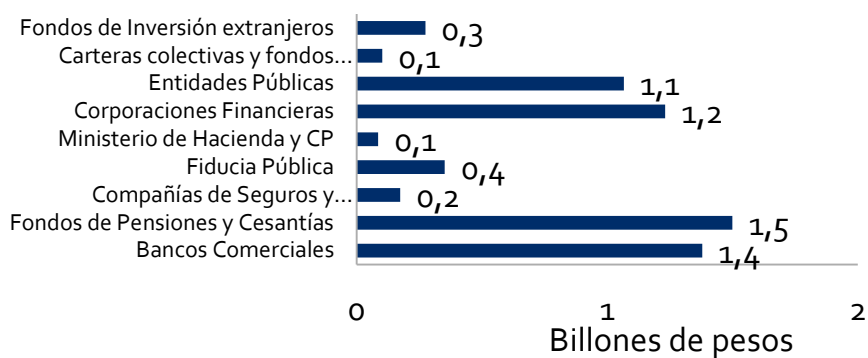


Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Las tasas de los TES en pesos en promedio bajaron 40 pbs (Gráfico III.2), mientras que los rendimientos de los TES UVR disminuyeron 20 pbs frente al 19 de mayo del 2019 (Gráfico III.3) y los de los TES en dólares cayeron 36 pbs en promedio (Gráfico III.5).

Por otra parte, se reveló el reporte de tenedores de TES del mes de mayo, y se evidenció que en el agregado todos los agentes siguieron comprando TES (Gráfico III.5). En particular, los fondos de pensiones siguen comprando títulos a tasa fija (1.5 billones) y se mantienen como los principales tenedores de estos títulos, así mismo los fondos extranjeros mantienen su participación sobre el total de TES, y contrario al mes de abril, los bancos comerciales volvieron a comprar títulos por 1.4 billones de pesos.

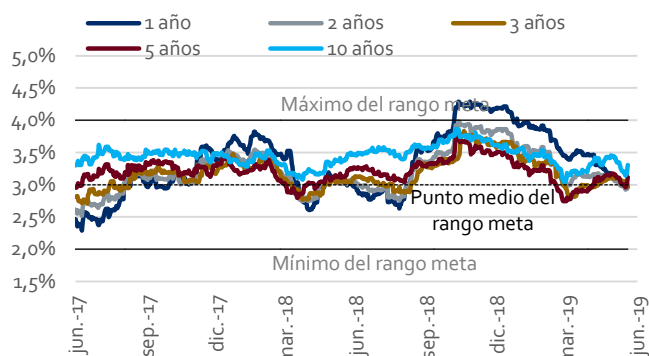
Gráfico III. 5. Cambios en la tendencias de TES locales



Fuente: Ministerio de Hacienda

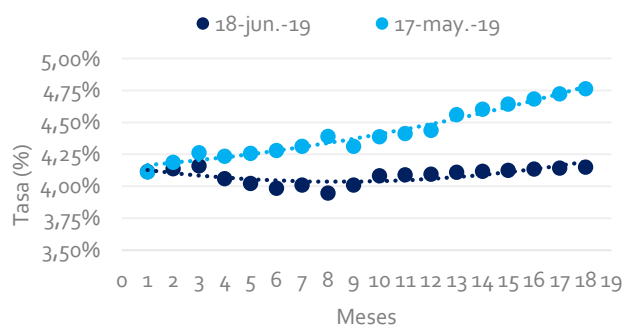
Las expectativas de inflación implícitas derivadas de la deuda pública se ubican dentro del punto medio del rango meta del BanRep. En promedio para todos los plazos la medida se ubica en 3.09% (Gráfico III.6), dando tranquilidad a inversionistas respecto a que no se vislumbran presiones sobre el nivel de precios de la economía y así mismo el ciclo de estabilidad de tasas puede prolongarse. Respecto al mes pasado, el mercado espera que el ciclo se prolongue en todos los plazos, tal como lo señala la curva de tasas implícitas de swaps IBR (Gráfico III.7).

Gráfico III.6 Inflaciones implícitas (curva TES cero cupón)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Gráfico III. 7. Curva de tasas implícitas de los Swaps IBR



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Contexto externo y cambiario

Juliana Pinzón Tróchez

Analista Mercados Internacionales

+57 1 3538787 ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista de divisas y commodities

+57 1 3538787 ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

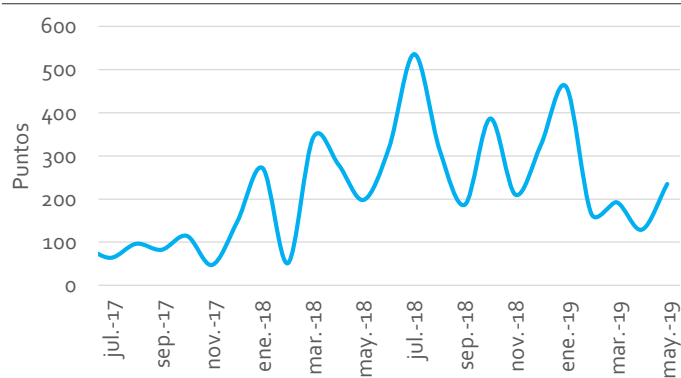
Los factores más relevantes en el contexto externo desde la reunión de abril de BanRep fueron: i) las mayores tensiones comerciales entre EEUU y China, junto con una menor disposición de ambas partes para conciliar un acuerdo comercial; ii) el significativo deterioro en las perspectivas de la economía a nivel mundial, en línea con la incertidumbre asociada a las disputas comerciales y el impacto de los mayores aranceles; iii) una significativa valorización de los Bonos del Tesoro, tras las crecientes expectativas de un recorte de tasas en EEUU por parte del mercado –el miércoles antes de la reunión de la Fed, el mercado descontaba con 98.9% de probabilidad un recorte de tasas en 2019–; iv) junto con el resultado de las elecciones parlamentarias de la UE, que evidencian una mayor polarización política dentro del bloque.

Al analizar la vulnerabilidad comercial de EEUU y China—es decir, la contribución de las exportaciones al crecimiento de cada economía— la imposición de aranceles de 25% sobre la totalidad de las importaciones chinas generaría una contracción de 1.5 p.p. del PIB en 2019 de China, mientras que para EEUU, el impacto sería de aproximadamente 0.22 p.p. del PIB en 2019. **A nivel global, el impacto podría significar una caída de 1.8 p.p. en 2019 del crecimiento, esto sin contar el efecto por el lado de la inversión, que es muy difícil de cuantificar, y estaría relacionado principalmente con la menor confianza de los inversionistas y de los consumidores (Ver “Guerra comercial: jugar con fuego” en Informe Anual – Diciembre 6 de 2018)**

Las mayores tensiones comerciales entre EEUU y China, continúan deteriorando las perspectivas de la economía a nivel mundial.

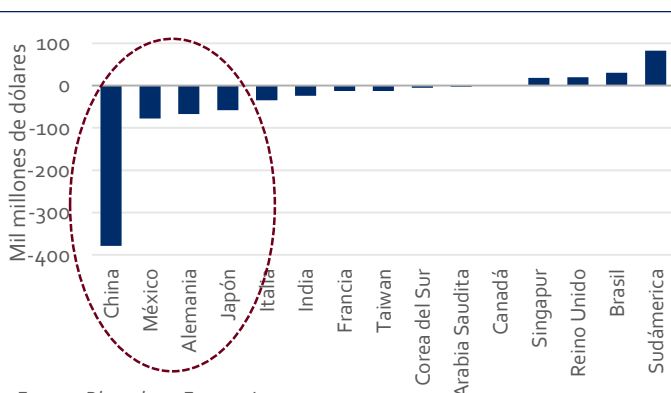
Por lo anterior, la cumbre del G-20 será crucial para determinar la disposición de conciliación de EEUU con China, y brindar un horizonte más claro respecto a la evolución de la disputa comercial tanto a los mercados, como autoridades monetarias. El contexto internacional continúa con aires cambiantes, teniendo en cuenta las constantes amenazas lanzadas por el Presidente estadounidense, Donald Trump, en la antesala del proceso electoral de 2020, lo que podría continuar generando volatilidad, y un escenario poco estable para los mercados emergentes.

Gráfico IV.1 Índice de incertidumbre de política comercial en EEUU



Fuente: Bloomberg

Gráfico IV.2 Relación comercial de EEUU ¿Quién sigue?



Fuente: Bloomberg Economics

La cumbre del G-20 sería clave para determinar la disposición de conciliación de EEUU y China en materia comercial

En **EEUU** la economía se aceleró en 1T19 en medio de una mayor acumulación de inventarios, un deterioro del consumo e inversión –tras una caída en la confianza de los consumidores y el impacto del cierre gubernamental–, y un repunte de las exportaciones netas. Por su parte, si bien las presiones inflacionarias continúan moderadas, la recuperación que evidencia el consumo en 2T19 (Gráfico IV.3) junto con el crecimiento sostenido de los salarios, podría revertir esta tendencia en los próximos meses. Finalmente, las mayores tensiones comerciales junto con el deterioro de las perspectivas de la economía a nivel mundial, han incidido de manera importante sobre los componentes de confianza en los últimos meses, y de no observarse un avance en materia comercial en la cumbre del G-20, dicho deterioro se podría manifestar en las cifras de crecimiento de 2T19.

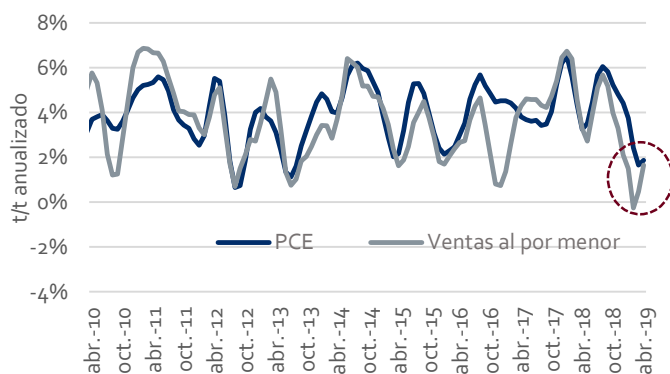
En **Europa** el repunte de la demanda de los hogares, junto con la recuperación de la construcción y del sector manufacturero, impulsaron a la economía a registrar una expansión en 1T19. Alemania –que representa aproximadamente 30% del PIB de la Eurozona– se recuperó significativamente, seguido por Francia e Italia. Por su parte, la inflación se moderó en mayo, tras una caída de los precios de energía y a pesar del sólido repunte de los salarios. En adelante, la política comercial proteccionista de EEUU podría representar un riesgo para la industria automotriz de la UE –que es considerada uno de los motores de crecimiento del bloque–, y la mayor polarización política dentro del Parlamento (ver “Europa: Populismo en ascenso” en [Informe semanal – Junio 3 de 2019](#)) serían considerados riesgos latentes para la economía europea en lo que resta de 2019.

Bancos Centrales seguirán tono de la Fed en lo que resta de 2019

En **Inglaterra** la economía se aceleró en 1T19 tras una recuperación de la formación bruta de capital –explicada en mayor medida por un repunte de la acumulación de inventarios, luego de un retraso de planes de inversión– mientras que la inflación se aceleró en abril, en línea con mayores presiones por parte del componente de servicios y transporte.

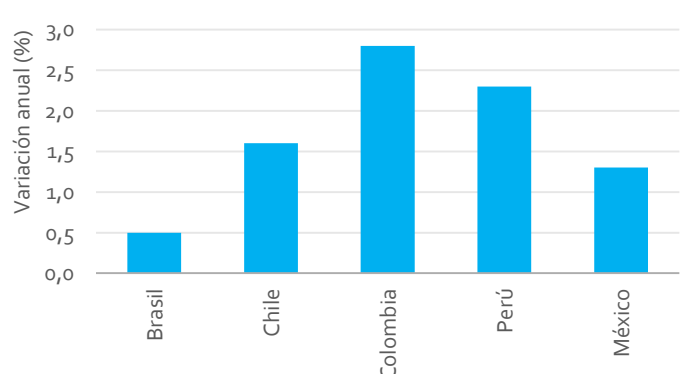
En **Japón** datos positivos en 1T19 evidencian cierto alivio para el BoJ, mientras que por el contrario en **China**, el efecto del estímulo por parte del PBoC y del Gobierno empieza a disiparse, y la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales con EEUU se empieza a reflejar en los datos. Por lo anterior, y en consistencia con las mayores

Gráfico IV.3 Ventas al por menor y gasto en consumo personal (PCE) en EEUU - PM3



Fuente: BEA

Gráfico IV.4 Crecimiento 1T19 América Latina



Fuente: Bloomberg

tensiones comerciales con EEUU, el PBoC podría realizar recortes adicionales de la tasa de requerimiento de reservas (RRR) en lo que resta del año (Tabla IV.1)

Finalmente en **LATAM**, los débiles datos de crecimiento de 1T19 evidenciaron un significativo deterioro del bloque, tras la caída en los precios de los commodities relacionado con las menores perspectivas de la economía asiática, y un menor impulso de la demanda interna (Gráfico IV.4).

› *Tasa de cambio, materias primas y sector externo*

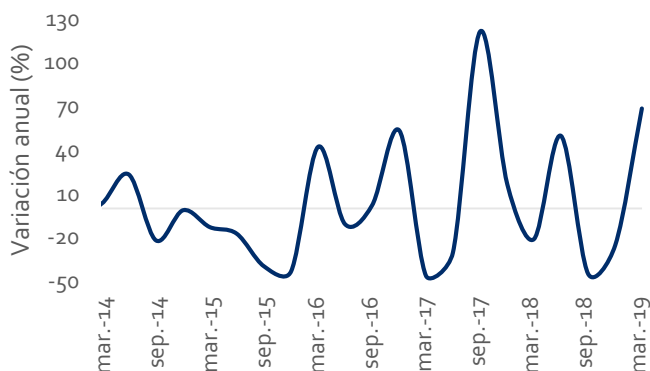
El peso colombiano evoluciona en línea con la mayoría de monedas emergentes, explicado principalmente por la mayor fortaleza global del dólar –DXY en 97.6 puntos–. Lo anterior, limita eventuales apreciaciones adicionales de la moneda asociadas a la suspensión del programa de acumulación de reservas del Banco de la República (BanRep), mecanismo que en palabras de la Entidad pudo haber puesto piso a la cotización de la divisa en el mercado local. **En ese sentido, el peso colombiano se cotiza cerca de 3,255 pesos y apenas se deprecia 2% frente al cierre de 2018, no obstante, se revalúa 2% frente al promedio de mayo –mes es en el que llegó a máximos no vistos desde 2016–.**

Por otro lado, la tendencia alcista de la cotización internacional del petróleo, vista entre enero y abril, terminó en mayo. Así, el precio ya se ubica cerca de 62 dólares por barril (dpb) y 54 dpb, en las referencias Brent y WTI, respectivamente. **En términos generales, los agentes del mercado han venido incorporando dentro de sus análisis de precios, posibles desbalances asociados a choques de demanda.** En particular, los efectos de la guerra comercial sobre el crecimiento de la economía mundial, así como la dinámica de acumulación de inventarios comerciales de crudo en EEUU, han sido elementos que presionan fuertemente su cotización a la baja. Son tan importantes sus efectos, que han logrado opacar parcialmente la posible extensión del acuerdo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sobre suministros de crudo hasta diciembre, así como el impacto de las sanciones comerciales de EEUU a países que comercien con Irán. Este último elemento, en particular, ya muestra una gravedad importante conforme se han presentado acciones de hecho contra cargueros petroleros en el Estrecho de Ormuz, zona de paso obligado del petróleo de Medio Oriente con destino a Europa y controlado militarmente por Teherán.

Cuadro IV. 1 Decisiones recientes de los principales bancos centrales y hechos más relevantes en sus comunicados

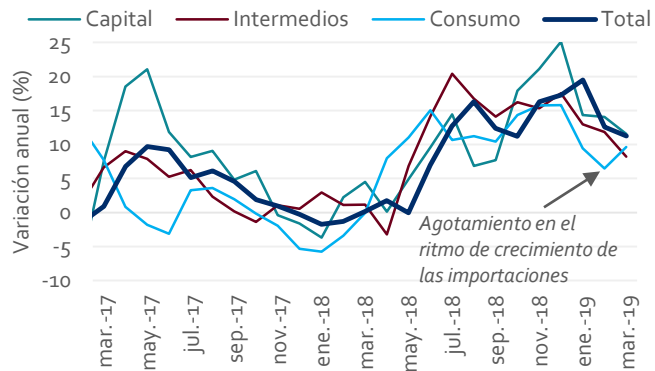
Banco central	Última decisión	Tasa de interés	Cambios en el comunicado o proyecciones	Forward guidance
Reserva Federal (Fed)	Inalterada su tasa de interés	2.25% - 2.50%	El FOMC monitoreará cuidadosamente la información disponible, y el impacto de la mayor incertidumbre sobre los datos, y actuará apropiadamente para mantener la expansión económica, en contraste con la postura paciente que preveía en marzo.	7 miembros estiman un recorte de 50 pbs en 2019, un miembro prevé un recorte de 25 pbs, mientras que 8 miembros mantuvieron su estimación de que la tasa permanezca en el rango actual, con un miembro estimando un incremento de 25 pbs.
Banco Central Europeo (BCE)	Inalterada su tasa de interés	0%, 0.25% y -0.4%	Reducción de pronósticos de crecimiento para el 2020 y 2021, y afirmaron que la tasa de interés de los préstamos para la tercera etapa del programa TLRB sería 10 pbs por encima de la segunda fase del programa	Primer incremento de tasas se realizaría hasta el segundo semestre de 2020, en contraste el incremento previsto a finales de 2019.
Banco de Japón (BoJ)	Inalterada su tasa de interés	-0.10%	Inflación subyacente se mantiene muy moderada	Mantendrá las tasas de interés en niveles bajos hasta la primavera de 2020
Banco de Inglaterra (BoE)	Inalterada su tasa de interés	0.75%	Revisiones al alza en sus pronósticos de crecimiento, bajo el escenario de un Brexit ordenado	Forward guidance dependiente de la evolución del Brexit
Banco de Turquía (BCTR)	Inalterada su tasa de interés	24%	Con el objetivo de controlar los riesgos de la evolución de la tasa de cambio, y reinstaurar el proceso desinflacionario, el Comité decidió mantener la política monetaria estable	Si la inflación continúa bajando, y las tensiones geopolíticas con EEUU se moderan, el Banco Central podría recortar la tasa en la próxima reunión
Banco Popular de China (PBoC)	Reducción de requerimiento de reservas en 50 pbs	13.5%	De acuerdo con el comunicado, el recorte desembolsará 1.5 billones de yuanes a la economía, tras el deterioro del sector manufacturero	Recortes adicionales de hasta 100 pbs podría realizar el PBoC en lo que resta de 2019
Banco de Argentina (BCRA)	Tasa LELIQ de 7 días	66.6%	La moderación de la inflación de abril reduce las presiones sobre el BCRA, junto con la estabilización de la tasa de cambio tras el ajuste de los límites de la zona de no intervención	El BCRA continuará flexibilizando su política monetaria con cautela
Banco de México (Banxico)	Inalterada su tasa de interés	8.50%	El repunte de la inflación subyacente durante el último año y un deterioro de la actividad económica, incidieron en la decisión de mantener inalterada la tasa de interés de referencia	Banxico continúa manifestando que hasta que las presiones inflacionarias no se logren controlar, no habría el espacio suficiente para realizar recortes
Banco de Brasil (BCRB)	Inalterada su tasa de interés	6.50%	El deterioro de la actividad económica, junto con la incertidumbre asociada al avance de la reforma pensional, que podría presionar al alza la inflación, son algunos de los factores que incidieron en la decisión	El BCRB mantendría la tasa de interés estable hasta el primer semestre del 2020
Banco de Perú (BCRP)	Inalterada su tasa de interés	2.75%	Algunos riesgos latentes para la economía incluyen el deterioro en el contexto internacional ante las mayores tensiones comerciales	Mantener política monetaria expansiva en la medida que la economía continúe creciendo por debajo de su potencial y expectativas de inflación se mantengan ancladas
Banco de Chile (BCC)	Incremento de 50 pbs en su tasa de interés	2.50%	Las tensiones comerciales entre EEUU y China continúan presionando a la baja el precio del cobre, deteriorando el panorama económico del país	BCC no estima cambios adicionales en la tasa de interés hasta 2020

Gráfico IV.5 Evolución IED



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico IV.6 Importaciones (promedio móvil tres meses)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Asimismo, las cifras de Balanza de Pagos publicadas por BanRep a principios de junio indican que el déficit en Cuenta Corriente fue de 4.6% del PIB en el primer trimestre de 2019 (1T19), 1.1 puntos porcentuales (p.p.) por encima del valor registrado en el mismo periodo de 2018. Lo anterior estuvo explicado principalmente por un aumento del déficit en la balanza comercial y de servicios (1,571 millones de dólares), aunque compensado por la disminución de los egresos factoriales (335 millones de dólares) y el aumento de transferencias netas (93 millones de dólares).

Por otro lado, la Cuenta Financiera tuvo un superávit de 4.1% del PIB. Su crecimiento estuvo ampliamente explicado por la aceleración en el crecimiento de los ingresos por Inversión Extranjera Directa (IED), la cual fue un 68% superior al mismo periodo de 2018 y se ubicó en 3,335 millones de dólares (Gráfico IV.5). **En ese sentido, es importante señalar que con el crecimiento de la IED en 1T19, el país retoma la financiación de su déficit en cuenta corriente con flujos más estables, en contraposición a la volatilidad de años anteriores asociada a las entradas de portafolio, laudos arbitrales y préstamos.**

Reafirmamos que, con la ampliación del déficit en Cuenta Corriente –BanRep espera 4.3% del PIB en 2019–, se modificará la matriz de riesgos de la entidad para las siguientes reuniones. Indicadores adelantados de comercio exterior sugieren una desaceleración en el ritmo de las importaciones que, como ya mencionamos, ha sido el detonante del desajuste de 2018 y 1T19 –el crecimiento anual promedio de los últimos 3 meses fue de 9.6%, el menor de los últimos 10 meses (Gráfico IV.6)–. En ese sentido, las perspectivas de financiación del déficit mediante aumentos en la IED, la ampliación de las reservas internacionales del país –más allá de la pausa tomada– y la confirmación de extensión de la Línea de Crédito Flexible del FMI, reducen presión sobre el Emisor. **Así, no creemos que BanRep desvíe su guía de política monetaria por cuenta de esta fuente de vulnerabilidad económica e, incluso, pierde relevancia en comparación a factores asociados a la actividad economía local y el empleo** (ver “Expectativas” en este Monitor).

Expectativas

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

En la reunión de mañana, **esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de política monetaria en su nivel actual de 4.25%, completando así un ciclo de catorce meses de estabilidad**, el más largo desde 2013 cuando la tasa se mantuvo en 3.25% por un período de trece meses. La decisión se vería soportada en los siguientes factores: i) una inflación que se mantiene controlada y estable alrededor de la meta, ii) una recuperación económica que aún luce moderada, y iii) un contexto externo en el que las condiciones de liquidez se mantendrían favorables.

Por un lado, la inflación ha seguido exhibiendo un comportamiento muy favorable, completando diecisiete meses consecutivos en la parte superior del rango meta y estabilizándose alrededor de 3.2%-3.3% en los últimos meses. De esta forma, el comportamiento del nivel de precios no genera por el momento presión alguna para las decisiones de política monetaria, ampliando el espacio para que la tasa de intervención permanezca estable. A pesar de lo anterior, estimamos que en los próximos meses se seguirían evidenciando leves presiones al alza asociadas a choques de oferta (principalmente sobre alimentos), que alejarían un poco más la inflación del 3.0%.

Por su parte, los resultados en materia de crecimiento en los primeros meses del año sugieren una moderación en la velocidad de recuperación de la economía colombiana. Esto ha llevado a algunos analistas a revisar a la baja sus pronósticos para 2019 como lo evidencia la más reciente Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo (EOF), en la cual el crecimiento promedio esperado se redujo de 3.2% a 3.1%. Entre tanto, algunos miembros de la Junta de BanRep han expresado preocupaciones por los resultados de 1T19, destacándose el Gerente, quien planteó explícitamente sus inquietudes sobre el estancamiento de la economía.

En esta línea, creemos que la velocidad del proceso de recuperación se volverá un elemento central en las próximas discusiones de la Junta –junto con el persistente deterioro de las cifras del mercado laboral– y tomará mayor relevancia dentro del balance de riesgos que analiza la autoridad monetaria para tomar decisiones. Asimismo, vemos altamente probable que el equipo técnico de BanRep revise ligeramente a la baja su estimación de crecimiento para este año, toda vez que para alcanzar el pronóstico actual de 3.5%, la economía debería registrar un crecimiento promedio cercano al 4.0% en los trimestres restantes, situación que vemos poco probable.

No obstante, no creemos que este factor motive cambios en las tasas de interés, por lo menos en el corto plazo. En efecto, al analizar la postura de cada uno de los miembros de la Junta frente al comportamiento de la economía y la actual postura de política monetaria, estimamos que sólo dos codirectores podrían estar de acuerdo con brindar un estímulo adicional a la economía, mientras que cinco codirectores podrían preferir mantener la tasa en el nivel actual (Tabla V.I.).

Finalmente, en el contexto externo, la extensión de los ciclos monetarios expansivos por parte de los principales bancos centrales mantendría unas condiciones de liquidez

internacional elevada que continuaría favoreciendo a las economías emergentes, disminuyendo así las presiones para futuros incrementos de tasas a nivel local.

Tabla VI. Posible sesgo de los miembros de la Junta sobre la política monetaria en los próximos meses

Postura	Número de Codirectores	Argumentos
Nivel actual de tasa repo es suficiente para consolidar recuperación	5	<ul style="list-style-type: none"> - Postura monetaria actual es suficientemente expansiva para consolidar recuperación y llevar la economía a su potencial - Inflación y expectativas han aumentado levemente en los últimos meses - Indicadores líderes de actividad económica de 2T19 indican un balance positivo
Se podría requerir estímulo adicional ante crecimiento más débil	2	<ul style="list-style-type: none"> - PIB 1T19 inferior al esperado y sesgo a la baja en proyección de crecimiento 2019 - Creciente preocupación por deterioro del mercado laboral - Economía podría requerir un impulso mayor para consolidar recuperación

Fuente: Corficolombiana

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista de divisas y commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Maria Camila Zambrano Rodríguez

Asistente de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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.