

INFORME SEMANAL

INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS RESERVAS PROBADAS DE ECOPETROL

- Esperamos que tanto la certificación de reservas probadas (1P) de Ecopetrol, como sus utilidades para 2019, tengan una evolución favorable. Sin embargo, resaltamos algunos aspectos que pueden llegar a ser problemáticos en el futuro.
- El nivel de reservas de Ecopetrol ha sido una de las debilidades de la estatal petrolera, algo normal teniendo en cuenta que Colombia no es un país petrolero propiamente. El fortalecimiento actual en las reservas se está presentando luego de que la compañía lograra una inmensa mejora a nivel de costos.
- La certificación de reservas fuera de Colombia va a cobrar cada vez más relevancia, especialmente mientras se demore la reactivación del sector petrolero nacional.

MERCADO DE DEUDA (PAG. 6)

- Se mantiene el apetito por la deuda de Colombia y las medidas de riesgo país se ubican en mínimos históricos. La semana pasada todas las referencias de TES presentaron valorizaciones y el lanzamiento del nuevo bono con vencimiento en 2027 fue un éxito.

MERCADO CAMBIARIO (PAG. 13)

- El tipo de cambio corrigió al alza la semana pasada y cerró en 3.333 pesos por dólar. En efecto, los mercados continúan viendo con escepticismo la relación comercial entre EEUU y China, lo que llevó al fortalecimiento del dólar frente a otras monedas durante la última semana.

MERCADOS EXTERNOS (PAG. 14)

- La firma de la primera fase del acuerdo comercial entre EEUU y China fue el suceso más relevante de la semana pasada. Durante esta semana la atención estará centrada en la reunión del BCE –donde se conocerá el alcance de la revisión del marco de política monetaria–, el BoJ y el Foro Económico Mundial.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG. 19)

- Las ventas minoristas se desaceleraron en noviembre y la producción industrial registró una nueva caída.
- La confianza del consumidor mejoró en diciembre, pero cerró 2019 en terreno negativo.

Internacionalización de las reservas probadas de Ecopetrol

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57) 1 2863300 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

- Esperamos que tanto la certificación de reservas probadas (1P) de Ecopetrol, como sus utilidades para 2019, tengan una evolución favorable. Sin embargo, resaltamos algunos aspectos que pueden llegar a ser problemáticos en el futuro.
- El nivel de reservas de Ecopetrol ha sido una de las debilidades de la estatal petrolera, algo normal teniendo en cuenta que Colombia no es un país petrolero propiamente. El fortalecimiento actual en las reservas se está presentando luego de que la compañía lograra una inmensa mejora a nivel de costos.
- La certificación de reservas fuera de Colombia va a cobrar cada vez más relevancia, especialmente mientras se demore la reactivación del sector petrolero nacional.

Entre febrero y marzo de 2020, se publicará el resultado de la certificación de reservas probadas (1P) y las pruebas de deterioro de Ecopetrol para 2019, información de vital importancia debido a su efecto sobre los resultados de la empresa; resultados que a su vez determinan los dividendos y los impuestos a ser pagados, y pueden incidir en la capitalización bursátil de esta.

Tratándose de una empresa de vital importancia para el país a nivel fiscal y de comercio exterior, así como para el mercado de capitales local, realizamos nuestra estimación de reservas probadas para Ecopetrol, destacando que, en esta ocasión, el resultado no necesariamente se puede generalizar para el resto del país, principalmente debido al peso relativo de la adición proveniente de la alianza estratégica (JV por sus siglas en inglés) con la petrolera Occidental en la Cuenca Midland de EEU. UU. Estimamos que el JV pesa alrededor del 53% de la adición total de reservas probadas calculada para 2019.

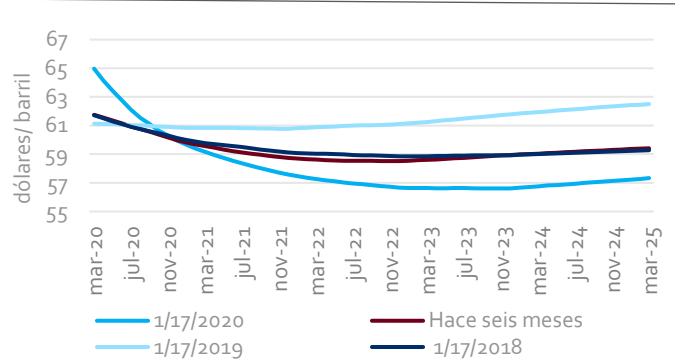
› *Las reservas, lo más importante*

El valor de una compañía petrolera depende principalmente de su nivel de reservas, el *commodity* finito que explora, produce y vende. Este es el caso de las empresas dedicadas exclusivamente a la exploración y producción de petróleo (*upstream*), así como de las empresas integradas como Ecopetrol, que participan también de los segmentos de transporte (*midstream*) y refinación (*downstream*).

Sin entrar en mayor detalle, entre 20% y 25% de lo que transporta Ecopetrol corresponde a productos refinados, lo demás es petróleo crudo, por lo que, aún evaluando al segmento *midstream* por separado, la mayor parte del valor de este segmento se basa en el petróleo que transporta. Adicionalmente, alrededor del 80% de la actividad de transporte de Ecopetrol corresponde a petróleo y refinados propios. Lo anterior no le

Gráfico 1. Histórico de reservas probadas de Ecopetrol


Fuente: Ecopetrol. * Extensiones, descubrimientos y adquisiciones.

Gráfico 2. Evolución de la curva forward - petróleo Brent


Fuente: Bloomberg. Construcción: Corficolombiana.

quita importancia a *midstream*, de hecho, el segmento fue vital durante 2016 para que Ecopetrol pudiera superar la crisis de los precios del petróleo iniciada a mediados de 2014. El segmento de transporte también es una de las razones principales para el logro del elevado margen EBITDA consolidado de la empresa, que estimamos supere el 45% en 2019 (79% en el caso del segmento de *midstream*).

Por su parte, el segmento de refinación puede funcionar bien independientemente de quién le provea el petróleo crudo a refinar, sin embargo, este segmento aporta muy poco a nivel de EBITDA, con un margen de 5.4% (3T19). Adicionalmente, durante 2019 el segmento de refinación continuó arrojando pérdidas.

En conclusión, aunque Ecopetrol es mucho más que exploración y producción de petróleo, su valor depende primordialmente de sus reservas de petróleo, una de las grandes debilidades de la compañía desde que fue listada. Desde 2017, las reservas han oscilado alrededor de los siete años. Este nivel de reservas es especialmente bajo al tener en cuenta que los recientes niveles de producción de 720 miles de barriles de petróleo equivalente diarios (kbped), son 4.7% menores a lo que producía la compañía en 2015.

Las reservas de Ecopetrol: Durante los últimos años (a partir de 2016), la empresa se concentró en lograr una producción rentable, mejorando drásticamente su eficiencia en costos, al punto de que en la actualidad obtiene resultados comparables a los que logró con el petróleo cotizándose por encima de los 100 dpb (dólares por barril). Por otro lado, durante 2017 y 2018 la compañía incrementó su nivel de reservas, soportándose especialmente en programas de recobro mejorado. El recobro mejorado -o la recuperación secundaria- se realiza mediante inyección de agua, gas o químicos a los posos, técnicas de calentamiento, etc. Estos métodos se aplican a los campos productivos actuales, y suelen ser más costosos que la producción sin recobro.

La sostenibilidad del incremento de reservas a partir del recobro mejorado, y especialmente la elevada participación de las revisiones de estimaciones previas a partir de los cambios en los niveles de precio, dentro de la adición total de reservas (gráfico 1), se convirtieron en un factor de preocupación para los analistas de la compañía y del

sector en general. Estas revisiones participaron del 59% de la adición total de reservas en 2017 y del 39.4% en 2018.

Lo cierto es que para atender el problema de las reservas, Ecopetrol ha recurrido a “todas las formas de lucha”, invirtiendo en su programa de recobro mejorado en Colombia, en exploración costa afuera (*off-shore*), en el impulso al petróleo de esquisto (*Shale Oil*) en Colombia, así como en la búsqueda de expansiones inorgánicas mediante la adquisición de proyectos fuera del país. Es así como en 2019 formalizó un proyecto conjunto con Occidental a partir del cual va a poder incrementar las reservas probadas de la compañía en 160 millones de barriles de petróleo equivalente (mmbpe), todo un hito del que no se espera que se repita con frecuencia.

Esta adición (*booking*) de reservas por el JV, se compensa en gran medida, a partir de los demás elementos que constituyen nuestra estimación y que se observan en la tabla: 1) las extensiones y descubrimientos pasan de 57 mmbpe a 50 mmbpe; 2) las revisiones pasan de 121 mmbpe a -23 mmbpe, teniendo en cuenta las expectativas de precio a la baja (gráfico 2) y especialmente los niveles de precio del año pasado frente al anterior, -10% a/a, tomando el promedio anual del primer día de cada mes); 3) la producción anual sin regalías incrementa levemente, ubicándose en 240 mmbpe; y 4) el programa de recobro mejorado que pasa de aportar 129 mmbpe a 115 mmbpe. Adicionalmente, nuestros cálculos incorporan la eficiencia del Capex de exploración y producción logrados por la empresa. **Así las cosas, las reservas se ubicarían en 1,789 mmbpe, creciendo 3.6% respecto a 2018, con 7.5 años de reserva y un índice de reposición - adición sobre producción- de 126%. De no incorporarse la reserva de EE. UU., estimamos una caída de 5.7% en las reservas 1P (6.8 años de reserva y un índice de reposición del 60%).**

Evolución y proyección de las reservas probadas de Ecopetrol (mmbpe)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 sin JV*	2019 con JV*
Reservas iniciales	1,971	2,084	1,849	1,598	1,659	1,727	1,727
Extensiones/ descubrimientos	50	24	27	44	57	50	50
Revisiones	271	-25	-54	174	121	-23	-23
Compras	0	0	0	4	0	0	160
Recobro mejorado	34	16	11	73	129	115	115
Producción y ventas	-243	-251	-235	-234	-239	-240	-240
Reservas finales	2,084	1,849	1,598	1,659	1,727	1,629	1,789

Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana. * JV: Negocio conjunto con Occidental Petroleum

› ***Las pruebas de deterioro y otras consideraciones***

La certificación de reservas incide en las depreciaciones y amortizaciones bajo NIIF, y en los *impairments*, principalmente. En el caso de las reservas del JV, tratándose de “reservas nuevas” que van a reconocerse por primera vez, estas no tienen por qué incidir en las pruebas de deterioro (*impairments*) de los activos actuales de Ecopetrol.

Teniendo en cuenta lo anterior, en los activos del segmento de Exploración y Producción específicamente, esperamos un leve *impairment* de 0.3 billones de pesos, compensado por la caída de la tasa efectiva de tributación. No estamos incorporando supuestos de *impairments* en los demás segmentos, con lo que la utilidad que se ubicaría alrededor de los 12 billones de pesos, permitiendo un nivel de repartición de dividendos ordinarios cercano e inclusive superior al del año pasado.

Así las cosas, las sumas y restas dan positivo; incrementan las reservas y los resultados no llegan a ser afectados por el *impairment* del segmento de exploración y producción. **Sin embargo**, tal como lo mencionamos en nuestro informe anual (ver “Análisis de sectores: Fuerzas encontradas” en [Informe Anual – Diciembre 4 de 2019](#)), a nivel país, **“la exploración de hidrocarburos todavía no muestra signos de recuperación. La sísmica cayó 97,3% entre 2014 y 2018, desde 40,1 mil km equivalentes (eq) a tan sólo 1,100 km eq., y según la Asociación Colombiana del Petróleo (ACP) llegaría a 1,800 km eq. en 2019, nivel que resulta insuficiente para encontrar y desarrollar nuevos yacimientos.”** El que Ecopetrol logre incrementar sus reservas a partir de un crecimiento inorgánico fuera del país no cambia lo anterior. Creemos que la reactivación del sector ya se está dando, pero para mantener e incrementar las reservas, esta reactivación deberá resultar exitosa.

Mercado de deuda

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext.6138

ana.vera@corficolombiana.com

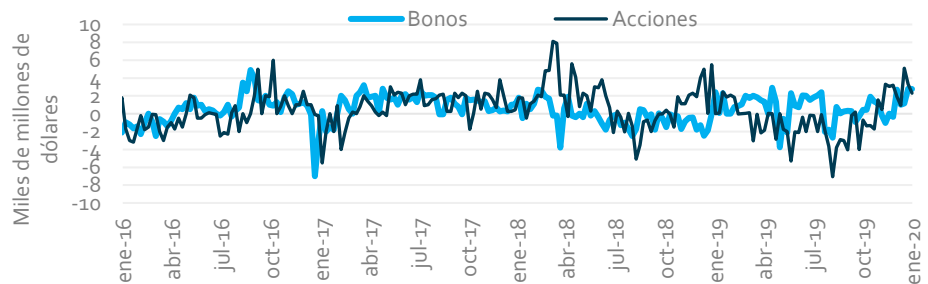
- Se mantiene el apetito por la deuda de Colombia y las medidas de riesgo país se ubican en mínimos históricos. La semana pasada todas las referencias de TES presentaron valorizaciones y el lanzamiento del nuevo bono con vencimiento en 2027 fue un éxito.

› Mercado internacional

En lo corrido del año, después de que se alcanzó un primer acuerdo entre EEUU y China (ver “Mercados Externos” de este informe), los activos de renta fija se mantienen con ganancias. Los bonos de economías emergentes han tenido el mejor desempeño, gracias a la reactivación de flujos de fondos de inversión globales hacia dichos países.

Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes

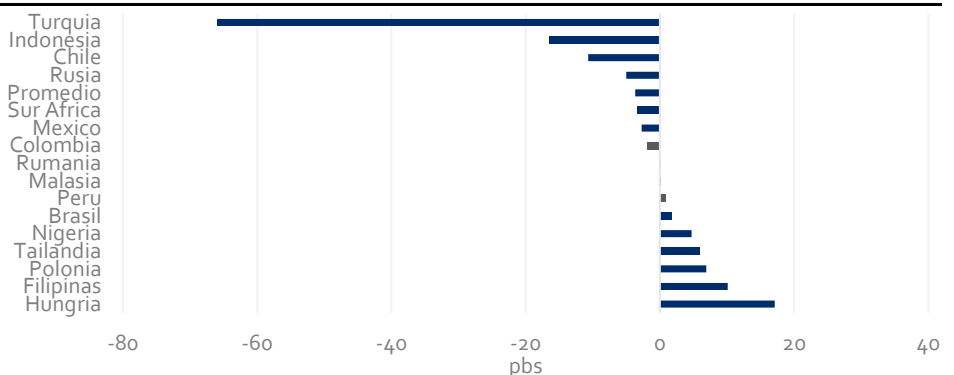
Se reactivan flujos de recursos a países emergentes



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

El apetito se da tanto para mercado de bonos como de acciones. En su orden los países con mayores valorizaciones en los títulos de referencia a 10 años son: Turquía (-66 pbs), Indonesia (-16 pbs), Chile (-10) y Rusia (-5).

Variación año corrido de la tasa de los bonos soberanos a 10 años de países emergentes



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

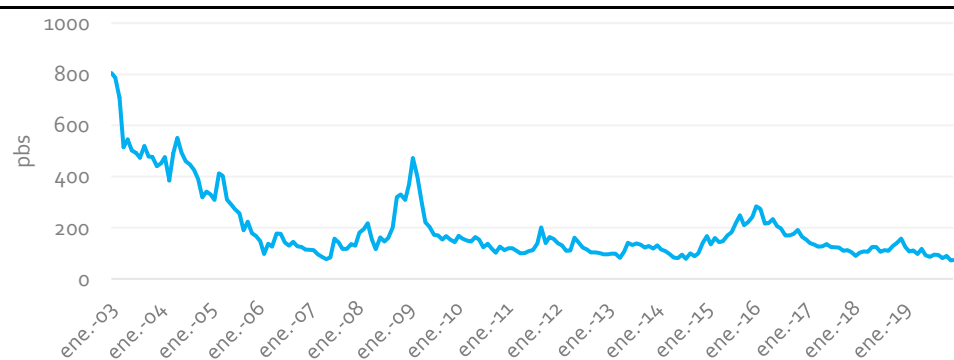
› Mercado local

Las tasas de los títulos de deuda pública presentaron valorizaciones frente al cierre de la semana pasada, de la siguiente forma:

1. Los títulos tasa fija se valorizaron en promedio 3 pbs, con mayores ganancias en los TES 2022 (-6 pbs).
2. En promedio las referencias en UVR se valorizaron 2 pbs, con valorizaciones en el TES 2049 por más de 18 pbs.
3. Los bonos en dólares se valorizaron en promedio 7 pbs ante el apetito por deuda de países emergentes.

Por otra parte, se destaca que la Dirección de Crédito Público informó que colocó mediante subasta \$720 mil millones, en una nueva referencia con vencimiento en 2027. La operación tuvo una sobredemanda de 3,7 veces y la tasa de corte fue de 5,749%. Este resultado es positivo para el mercado local y se da en medio de una percepción de riesgo país por Colombia en mínimos históricos.

Comportamiento Credit Default Swaps –medida de riesgo país- de Colombia



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

En 2020, el cronograma de subastas ya fue publicado y se puede consultar [aquí](#). Las referencias de títulos incluidas por ahora en dichas subastas son:

- TES UVR: 17-mar-2027, 25-mar-33 y 25-feb-33
- TES tasa fija: 3-nov-27 y 18-oct-34

› Expectativas

Esta semana, a nivel internacional se estará atento a los mensajes del Banco Central Europeo (BCE) en su primera reunión de política monetaria.

El mercado local estará atento a las operaciones de subasta de TES UVR y de TES de corto plazo.

Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa		Precio		Participación Extranjeros	
				13-Jan-20	17-Jan-20	13-Jan-20	17-Jan-20	% de emisión	Tendencia semana
TES Tasa Fija									
TFIT15240720	11,00%	24-Jul-20	0,50	4,05	4,00	103,55	103,44	6,09	=
TFIT10040522	7,00%	4-May-22	2,01	4,86	4,80	104,54	104,64	11,17	+
TFIT16240724	10,00%	24-Jul-24	3,58	5,15	5,13	119,11	119,13	18,71	-
TFIT08261125	6,25%	26-Nov-25	4,80	5,45	5,44	103,91	103,98	10,53	-
TFIT15260826	7,50%	26-Aug-26	5,09	5,57	5,54	110,40	110,55	15,46	-
TFIT1103275	5,75%	3-Nov-27	6,08	N/A	5,70	N/A	100,28	N/A	N/A
TFIT16280428	6,00%	28-Apr-28	6,14	5,86	5,83	100,86	101,03	19,21	+
TFIT16180930	7,75%	18-Sep-30	7,23	6,09	6,05	112,72	113,03	16,47	+
TFIT16300632	7,00%	30-Jun-32	8,04	6,23	6,20	106,49	106,75	11,17	-
TFIT16181034	7,25%	18-Oct-34	9,02	6,35	6,35	108,42	108,45	8,02	+
TES UVR									
TUVT10100321	3,50%	10-Mar-21	1,10	0,98	0,99	102,89	102,84	0,82	-
TUVT17230223	4,75%	23-Feb-23	2,81	1,42	1,38	110,09	110,16	1,14	=
TUVT11070525	3,50%	7-May-25	4,75	1,79	1,77	108,71	108,67	0,72	=
TUVT11170327	3,30%	17-Mar-27	6,23	2,11	2,12	107,85	107,73	0,66	=
TUVT20250333	3,00%	25-Mar-33	10,57	2,68	2,71	103,50	103,16	0,33	+
TUVT20040435	4,75%	4-Apr-35	10,99	2,75	2,75	124,56	124,54	5,44	-
TUVT25022537	4,00%	25-Feb-37	12,49	2,75	2,76	113,46	113,34		=
TUVT17160649	3,50%	16-Jun-49	18,39	2,99	2,81	114,73	118,65	0,06	=

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z- Spread (pbs)	Tasa		Precio		Participación Extranjeros	
					13-Jan-20	17-Jan-20	13-Jan-20	17-Jan-20	% de emisión	Tendencia semana
COLGLB20	11,750%	25-Feb-20	0,09	-238,21	0,13	-0,49	101,32	101,13	20,82	+
COLGLB21	4,375%	12-Jul-21	1,43	40,54	2,10	2,08	103,33	103,31	31,38	-
COLGLB23	2,625%	15-Mar-23	2,75	68,34	2,35	2,33	100,83	100,88	46,42	+
COLGLB24	4,000%	26-Feb-24	3,51	81,99	2,52	2,53	105,74	105,67	48,42	-
COLGLB26	4,500%	28-Jan-26	5,01	104,69	2,78	2,77	109,48	109,51	38,93	-
COLGLB27	3,875%	25-Apr-27	6,09	116,20	2,89	2,89	106,40	106,43	49,07	-
COLGLB29	4,500%	15-Mar-29	7,31	127,04	3,06	3,05	111,46	111,50	37,76	+
COLGLB33	10,375%	28-Jan-33	8,22	232,68	4,21	4,15	161,43	162,14	N/A	N/A
COLGLB37	7,375%	18-Sep-37	11,01	206,39	3,99	3,96	142,61	143,12	32,15	+
COLGLB41	6,125%	18-Jan-41	12,97	204,24	4,01	3,97	129,81	130,52	33,15	+

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana. (= estable; +: incremento, -: disminución frente a participación semana anterior)

Liquidez

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

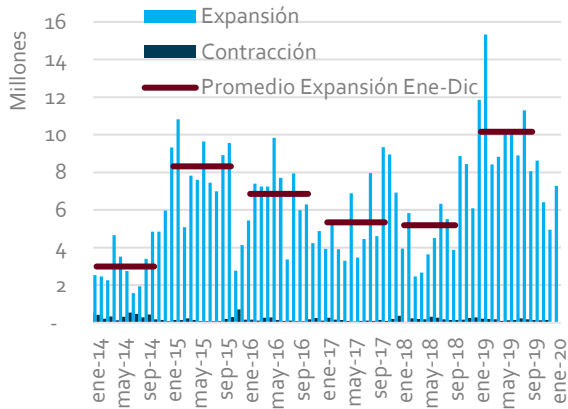
Fecha	Expansión a 1 día		Saldo Total	
	Cupo	Demanda ¹	Expansión ²	Contracción
Jan-16	6.497.421	5.337.475	5.443.962	162.428
Jan-17	6.350.476	3.062.499	3.935.181	269.865
Jan-18	5.842.857	4.535.701	9.249.803	55.407
Jan-19	11.495.238	11.864.014	3.952.360	226.460
Del 13 al 17 de enero	8.050.000	5.850.390	5.850.390	245.914

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

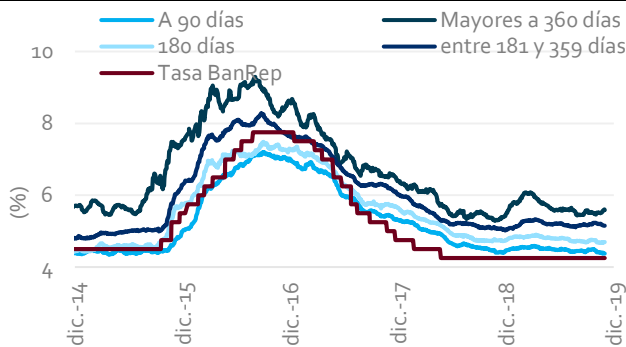
2. Comprende OMA y ventanilla de expansión a 1 día y OMA entre 7 y 90 días.

- Las necesidades de liquidez del sistema disminuyeron durante lo corrido del año. La demanda promedio por repos de expansión a 1 día se ubicó en 5,85 billones de pesos y el cupo promedio bajó a 8,05 billones. Entre tanto, el saldo promedio de los repos de contracción se ubicó en 245 mil millones de pesos.
- El saldo de las disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República en las dos primeras semanas del año se ubicó en 14.5 billones de pesos. El saldo disponible al 31 de diciembre de 2019 fue de 12.9 billones de pesos.

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep

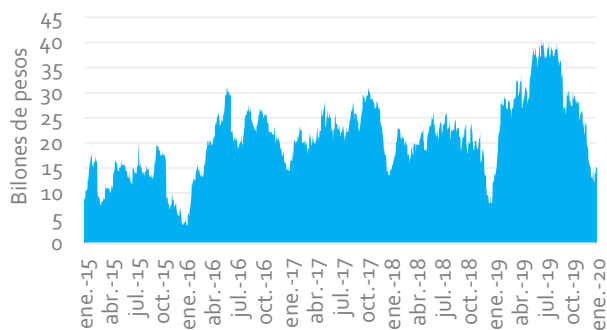


Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana
Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



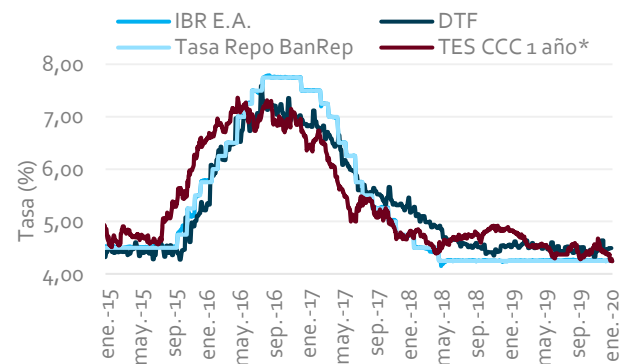
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



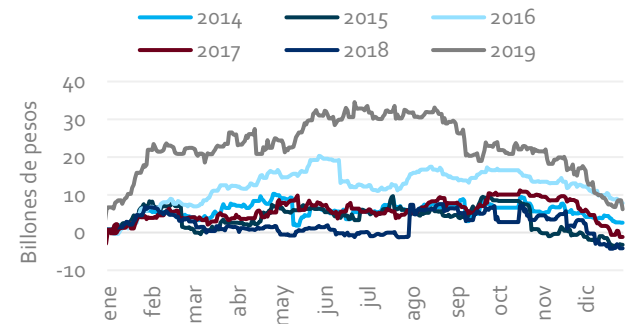
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



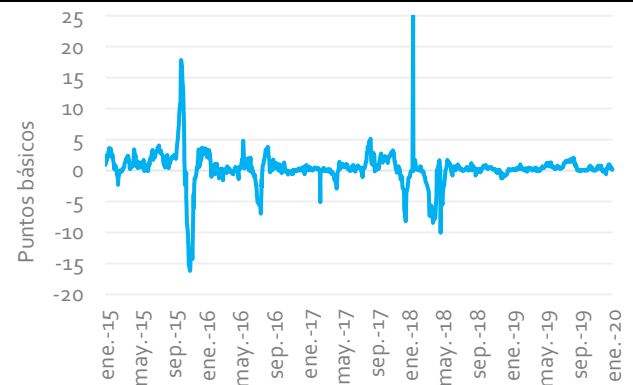
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana *Cero cupón

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



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

- El crecimiento de la cartera bruta se desaceleró al 3 de enero. En general las diferentes líneas de crédito muestran menor crecimiento, con la cartera en moneda extranjera que se contrae a niveles no vistos desde 2017.

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
5-Jan-18	426,9	6,29%	407,7	7,19%	19,2	-9,83%
4-Jan-19	452,9	6,07%	433,4	6,31%	19,5	1,17%
29-Dec-17	428,5	6,18%	409,0	7,16%	19,5	-11,03%
6-Dec-19	489,7	8,56%	471,5	9,33%	18,2	-8,19%
3-Jan-20	487,3	7,60%	470,8	8,62%	16,5	-15,08%

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
5-Jan-18	232,6	3,28%	123,2	9,54%	59,1	11,89%
4-Jan-19	240,3	3,31%	134,7	9,27%	65,4	10,81%
29-Dec-17	233,5	3,09%	123,7	9,56%	59,1	11,81%
6-Dec-19	250,8	4,72%	154,8	15,32%	71,1	9,68%
3-Jan-20	246,4	2,55%	155,9	15,78%	71,8	9,73%

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
5-Jan-18	232,6	3,28%	205,7	4,70%	20,4	-20,08%
4-Jan-19	240,3	3,31%	215,6	4,79%	17,3	-14,95%
29-Dec-17	233,5	3,09%	214,5	4,60%	19,0	-11,36%
6-Dec-19	250,8	4,72%	233,3	5,90%	17,5	-8,82%
3-Jan-20	246,4	2,55%	230,5	4,10%	15,9	-15,66%

Fuente: Banco de la República

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

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
17-Jan-19	4,25%	4,25%	4,17%	4,30%	4,44%	4,70%	4,97%
1-Jan-18	4,69%	4,48%	4,74%	4,02%	4,10%	4,08%	4,68%
17-Dec-19	4,25%	4,25%	4,15%	4,32%	4,33%	4,62%	4,72%
1-Jan-19	4,24%	4,24%	4,19%	4,29%	4,40%	4,67%	4,96%
10-Jan-20	4,26%	4,25%	4,12%	4,32%	4,25%	4,51%	4,55%
17-Jan-20	4,25%	4,25%	4,12%	4,32%	4,28%	4,37%	4,67%
Cambios (pbs)							
Semanal	-1	0	0	-1	3	-14	12
Mensual	0	0	-3	0	-5	-25	-5
Año corrido	1	1	-7	2	-12	-30	-29
Anual	0	1	-6	2	-16	-33	-30

Fuente: Bloomberg (Tradition), cálculos Corficolombiana

Mercado cambiario

Jose Luis Mojica

Analista de Investigaciones

+57 1 3538787 ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

El dólar se fortaleció en medio de la incertidumbre asociada a la postergación del desmonte de los aranceles entre EEUU y China.

- El tipo de cambio corrigió al alza la semana pasada y cerró en 3.333 pesos por dólar. En efecto, los mercados continúan viendo con escepticismo la relación comercial entre EEUU y China, lo que llevó al fortalecimiento del dólar frente a otras monedas durante la última semana.

El peso se devaluó respecto al dólar y retrocedió 1,9% semanal, para cerrar en 3.333 pesos por dólar. Este movimiento se dio en línea con la tendencia bajista del precio del petróleo –al viernes, la referencia Brent se ubicó en 64,9 dólares por barril (dpb) y el WTI en 58,5 dpb, lo que implicó un descenso semanal de 0,2% y 0,8% respectivamente–, así como con el avance del índice DXY –cerró en 97,6 puntos, 0.3% mayor frente al cierre de la semana pasada–. De este modo, la evolución reciente del tipo de cambio se soporta en la persistencia de la incertidumbre global, a pesar de la firma de un acuerdo preliminar entre EEUU y China.

En particular, el mercado ve insuficiente este avance en la guerra comercial pues postergó hasta la fase 2 el desmonte de los aranceles que se incrementaron durante la disputa, y que han tenido un efecto nocivo sobre el crecimiento mundial. Esto último solo se daría después de las elecciones presidenciales de EEUU en noviembre, por lo que los mercados en los próximos meses estarán a la expectativa de que se cumplan los compromisos pactados por parte de ambos países (ver “Mercados Externos” en este informe).

En cuanto al petróleo, tras el último ataque el 12 de enero a la base Al Balad por parte de Irán, las tensiones en Oriente Medio han disminuido y es poco probable que la producción de crudo se vea afectada. Así pues, las cotizaciones del Brent y el WTI han retrocedido levemente por el poco avance comercial en la Fase 1 del acuerdo EEUU-China, lo que podría mantener la demanda deprimida en los meses venideros, y el lento crecimiento económico de China que registró un aumento de 6,1% en 2019, el más bajo en los últimos 30 años.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	3320,77	1,47%	6,42%	1,33%
Dólar Interbancario	Colombia	3332,50	1,89%	6,38%	1,45%
USDBRL	Brasil	4,16	1,55%	11,08%	7,22%
USDCLP	Chile	772,73	0,09%	15,15%	11,34%
USDPEN	Perú	3,32	-0,32%	-0,12%	-1,41%
USDMXN	México	18,66	-0,76%	-1,89%	-5,05%
USDJPY	Japón	110,16	0,59%	0,82%	0,43%
EURUSD	Eurozona	1,11	-0,27%	-2,63%	-3,29%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,30	-0,42%	0,18%	2,01%
LACI (Latin American Currency Index)	América Latina	50,80	-0,41%	-9,27%	-6,46%
DXY (Índice del Dólar)	EEUU	97,63	0,29%	1,63%	1,52%

Fuente: Bloomberg

Mercados Externos

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Mercados Externos

(+57) 1 353 8787 Ext. 6196

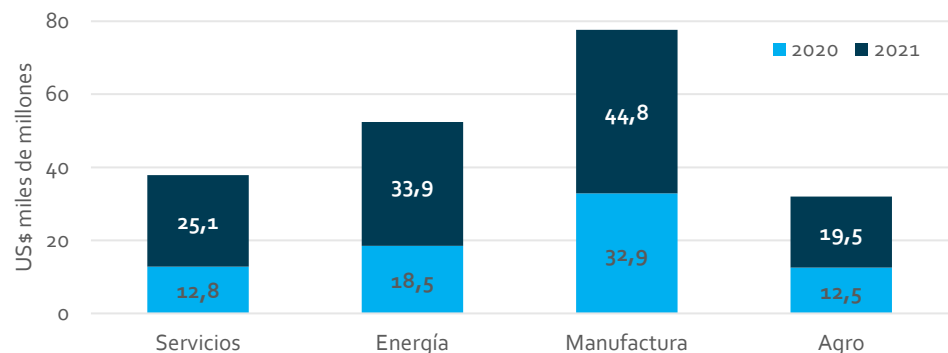
laura.parra@corficolombiana.com

- La firma de la primera fase del acuerdo comercial entre EEUU y China fue el suceso más relevante de la semana pasada. Durante esta semana la atención estará centrada en la reunión del BCE –donde se conocerá el alcance de la revisión del marco de política monetaria–, el BoJ y el Foro Económico Mundial.
- El PIB de China creció 6,0% durante 4T19 y 6,1% en el año. Esta semana se conocerá la estimación preliminar del PMI de enero en algunas de las principales economías.

› Sobre la primera fase del acuerdo comercial

El miércoles pasado las dos economías más grandes del mundo firmaron la primera fase del acuerdo comercial. En particular, China se comprometió a i) incrementar la importación de bienes estadounidenses en US\$200 mil millones adicionales en bienes y servicios durante los próximos dos años con respecto a las ventas de 2017 (Gráfico ME1); ii) implementar un sistema legal para proteger en mayor medida la propiedad intelectual, en especial en el sector de tecnología; iii) evitar la manipulación cambiaria y iv) tratar de manera igualitaria y dar la posibilidad de inversión en activos locales a bancos, fondos, aseguradoras, agencias calificadoras, entre otros establecimientos del sector financiero estadounidense a partir de abril. Por su parte, EEUU se comprometió a i) reducir a 7,5% el arancel sobre US\$120 mil millones (ant: 15%) a partir del 15 de febrero y ii) suspender la entrada de otras barreras arancelarias en contra de China. El acuerdo también especifica el mecanismo de resolución de conflictos en caso de incumplimiento, excepto con respecto al punto de la manipulación cambiaria. De esta manera, **se estima que el PIB de EEUU y China aumenten en 0,2 p.p. y 0,3 p.p. respectivamente** frente al escenario de *status quo*.

Gráfico ME1. Primera fase: demanda adicional de importaciones por parte de China



Fuente: Bloomberg.

Las reducciones adicionales en los aranceles impuestos por la administración de Trump serán el principal elemento de negociación en la segunda fase del acuerdo que, de acuerdo con funcionarios estadounidenses, debería abordar aspectos como los subsidios

del gobierno chino al sector privado y medidas para evitar que el gobierno asiático intercepte empresas públicas y privadas estadounidenses. De esta forma, dos terceras partes de las importaciones provenientes de China (alrededor de 360 mil millones) continuarían siendo grabadas con tarifas entre 15% y 25%. Dado que aún se desconoce la fecha en la que iniciaría la segunda etapa de negociaciones, se anticipa que un nuevo acuerdo sea alcanzado una vez pasen las elecciones presidenciales al cierre de 2020.

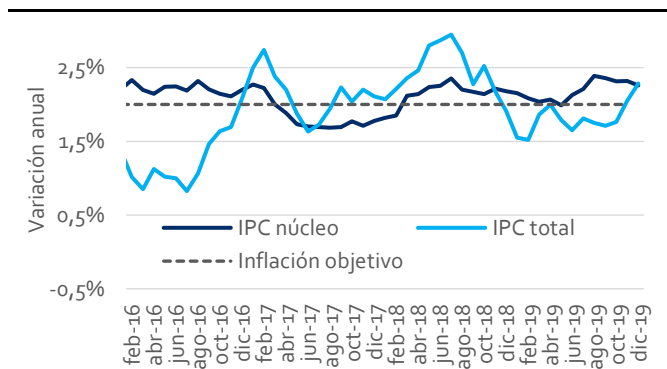
El mercado ya había incorporado en gran medida el progreso entre ambas partes y creemos que asumió la noticia con optimismo y cautela frente al cumplimiento de los puntos pactados. En particular, el gobierno de China cuenta con un plazo de un mes para presentar un plan de acción que garantice el cumplimiento de los compromisos adquiridos. Otros asuntos que generan tensiones entre ambas naciones –como las sanciones a Huawei, las intenciones soberanas del gobierno chino sobre Taiwán, el conflicto en Hong Kong y la protección de los derechos humanos de la población musulmana– persisten como riesgos para la relación entre China y EEUU.

› **Buen desempeño del consumo al cierre de 2019**

Aunque al cierre de 2019 se presentó una desaceleración en la inflación IPC, creemos que la evolución de los indicadores asociados con el consumo –el consumo personal de noviembre, el reporte de empleo de diciembre (ver “Mercados externos” en Informe Semanal – Enero 13 de 2020) y las ventas al por menor de diciembre– permite anticipar que este rubro continuó impulsando el crecimiento en 4T19, si bien a un ritmo más moderado. Esto, sumado a una reducción en la incertidumbre comercial, descarta la necesidad de disminuciones adicionales en el costo del endeudamiento y confirma nuestra expectativa de que la Fed mantendrá su rango de tasas en el nivel actual.

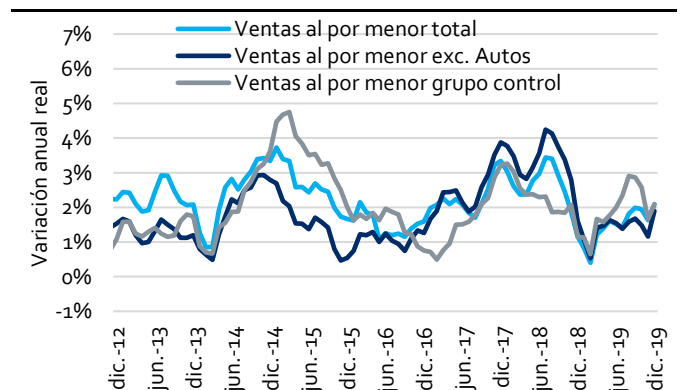
En efecto, la inflación medida por el IPC se desaceleró en diciembre a 0,2% m/m (ant y esp: 0,3% m/m) de forma que la inflación anual se situó en 2,3% (ant: 2,1% a/a, esp: 2,4% a/a). Lo anterior se debió a que el avance en los rubros de gasolina, vivienda y servicios de salud fue parcialmente compensado por la desaceleración en autos usados, muebles, transporte aéreo y servicios diferentes a la energía. En esta línea, la estimación núcleo

Gráfico ME 2. Inflación IPC en EEUU



Fuente: BEA.

Gráfico ME 3. Ventas minoristas reales en EEUU



Fuente: Fed de St. Louis.

presentó un avance mensual de 0,1%, de forma que en términos anuales se mantuvo en 2,3% (Gráfico ME 2). Por otra parte, de acuerdo con la estimación avanzada, las ventas al por menor presentaron una variación mensual de 0,3% m/m en diciembre, en línea con lo esperado (ant: 0.3% m/m revisado al alza desde 0,2%). Entre tanto, el grupo de control –que excluye de su cálculo las ventas de vehículos, materiales de construcción, gasolina, y otros componentes volátiles–, se aceleró más de lo esperado al aumentar 0,5% m/m (ant: -0.1% revisado a la baja desde 0,1%), en línea con un mayor gasto de los hogares en medio de la temporada navideña (Gráfico ME 3).

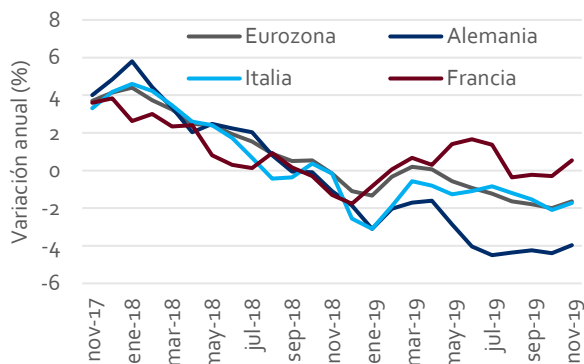
› *Signos de estabilización industrial en la Eurozona*

Los datos de producción industrial de noviembre sugieren que la industria continuaría restando dinamismo al crecimiento del bloque económico durante 4T19, si bien la contracción se estaría moderando. En efecto, aunque se presentó un avance mensual de 0,2%, la producción se contrajo -1,5% a/a (ant: -2,6%, cifra revisada a la baja desde -2,2% a/a) (Gráfico ME 4).

› *La inflación del Reino Unido sorprendió a la baja en diciembre*

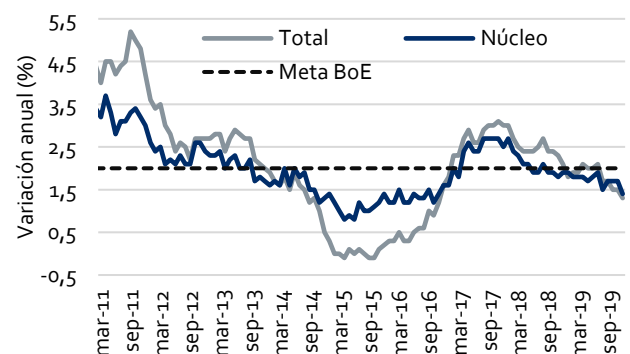
La inflación de diciembre sorprendió negativamente al mercado al desacelerarse y registrar una variación mensual nula (ant y esp: 0,2% m/m), de forma que la inflación anual se desaceleró a 1,3% (ant y esp: 1,5%). Entre tanto, la estimación núcleo –que excluye de su cálculo el precio de los alimentos y de la energía– se desaceleró a 1,4% a/a al cierre de 2019 (ant y esp: 1,7%) (Gráfico ME 5). La inflación se desaceleró debido a menores precios en los rubros de vestuario y transporte aéreo, que no pudo ser compensado por el avance de servicios públicos, lo que sugiere debilidad de la demanda interna. En efecto, las ventas al por menor de diciembre se contrajeron por sexto mes consecutivo (-0,6% m/m) y sorprendieron negativamente al mercado que anticipaba una expansión de 0,6% m/m (ant: -0,8% m/m revisado a la baja desde -0,6% m/m) debido al retroceso en todos los rubros excepto en combustible y compras online. **Estos acontecimientos inclinan la balanza a favor de un recorte de tasas por parte del BoE durante 1T20.**

Gráfico ME 4. Producción industrial en la Eurozona



Fuente: Bloomberg. Promedio móvil tres veces.

Gráfico ME 5. Inflación en el Reino Unido

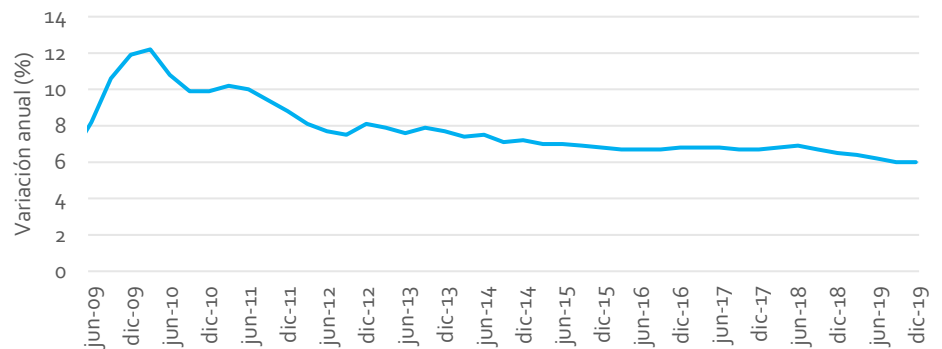


Fuente: Bloomberg.

› China: el crecimiento en 2019 fue el más bajo desde 1991

El PIB presentó una expansión de 6,0% a/a durante 4T19, en línea con lo esperado (ant: 6,0% a/a), gracias a la aceleración del sector primario – que creció 3,4% (+0,7 p.p. t/t)–, los primeros signos de estabilización del sector secundario –a 5,8% (+0,6 t/t)– y a pesar de la desaceleración del sector terciario –a 6,6% (-0,5% t/t)– (Gráfico ME 6). Por el lado de la demanda, el crecimiento positivo de la inversión fija privada apunta a una composición del crecimiento más sostenible y da espacio al gobierno para estimular la actividad de manera más moderada frente a lo previsto unos meses atrás. Así, el crecimiento para 2019 se ubicó en 6,1% a/a y estuvo dentro del objetivo del gobierno (6,0% - 6,5%). Aunque el acuerdo comercial pactado con EEUU reduce las barreras arancelarias en un grado mínimo, la economía china se verá beneficiada por el impacto positivo sobre la confianza, que disminuirá la necesidad de estímulos gubernamentales excesivos.

Gráfico ME 6. PIB trimestral en China



Fuente: Bloomberg.

Cifras publicadas durante la última semana en EEUU

Fecha	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
14-ene-20	Inflación (a/a)	Dic	2,3%	2,4%	2,1%
14-ene-20	Inflación núcleo IPC (a/a)	Dic	2,3%	2,3%	2,3%
16-ene-20	Peticiones iniciales de subsidios de desempleo (miles)	Ene 11	204	218	214
17-ene-20	Inicios de vivienda (miles)	Dic	1608	1380	1375
17-ene-20	Permisos de construcción de vivienda (miles)	Dic	1416	1460	1474
17-ene-20	Producción industrial (m/m)	Dic	-0,3%	-0,2%	0,8%
17-ene-20	Utilización de la capacidad instalada	Dic	77,0%	77,0%	77,4%
17-ene-20	Encuesta JOLTS de ofertas de empleo (millones)	Nov	6800	7250	7361

Fuente: Bloomberg

Actividad económica local

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

- Las ventas minoristas se desaceleraron en noviembre y la producción industrial registró una nueva caída.
- La confianza del consumidor mejoró en diciembre, pero cerró 2019 en terreno negativo.

› Cifras sectoriales sugieren moderación en 4T19

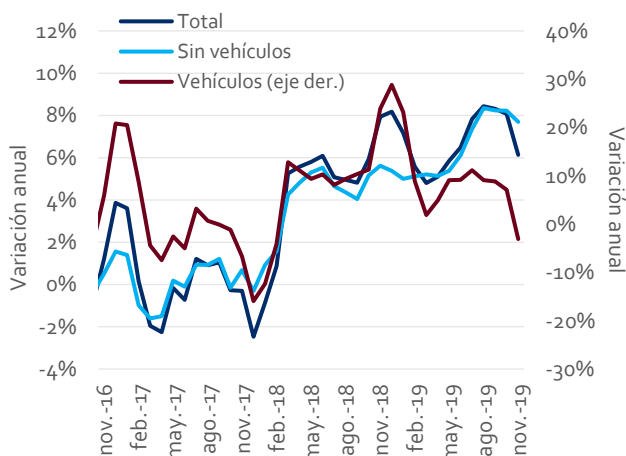
Las ventas al por menor se moderaron en noviembre al registrar un crecimiento de 4,4%, 3,5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del promedio de los últimos 6 meses (7,9%). Lo anterior se explicó por una fuerte caída en las ventas de vehículos, las cuales se vieron afectadas por la elevada base estadística de noviembre de 2018 que llevó la contracción al orden del 16%, restando 2,7 p.p. al crecimiento de las ventas totales del mes. Al respecto, cabe recordar que en dicho mes se realizó el Salón Internacional del Automóvil y las ventas de vehículos registraron un crecimiento superior al 40%. La caída señalada no pudo ser compensada por el mayor dinamismo en las ventas de otros artículos, las cuales alcanzaron un crecimiento de 8,5%, el más alto en lo corrido de 2019 después de agosto.

Las ventas minoristas excluyendo vehículos aceleraron su crecimiento a 8.5%.

Con este resultado, las ventas minoristas registraron una variación anual promedio de 5,9% en el bimestre octubre-noviembre, desacelerándose frente a 3T19 (8,3%) e indicando un menor dinamismo de la actividad comercial para el cierre de 2019. No obstante, el gasto real de los hogares, que alcanzó un nuevo máximo histórico en diciembre (8,1%), sugiere que las ventas podrían volver a repuntar en diciembre.

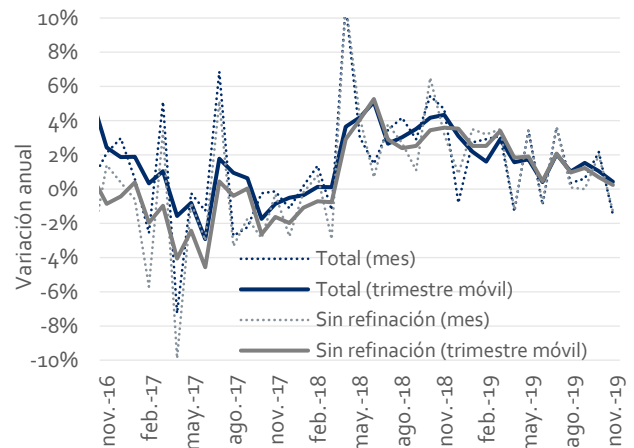
Por su parte, la producción industrial volvió a registrar una variación negativa en noviembre luego de cuatro meses consecutivos de expansión. En efecto, la producción real de la industria exhibió una caída de 1,5%, retrocediendo notablemente frente al

Ventas al por menor (trimestre móvil)



Fuente: DANE

Producción industrial



Fuente: DANE

crecimiento reportado en octubre y en noviembre de 2018 (2,2% y 4,7%, respectivamente).

El deterioro frente al mes anterior obedeció a una menor contribución de 28 de las 39 ramas industriales, dentro de las cuales se destacan la industria de hierro y acero, la elaboración de bebidas y la refinación de petróleo, actividad que volvió a contraerse en noviembre. En esta línea, la producción industrial registró un crecimiento promedio de 0,3% en el bimestre octubre-noviembre, significativamente inferior al 1,5% observado en 3T19.

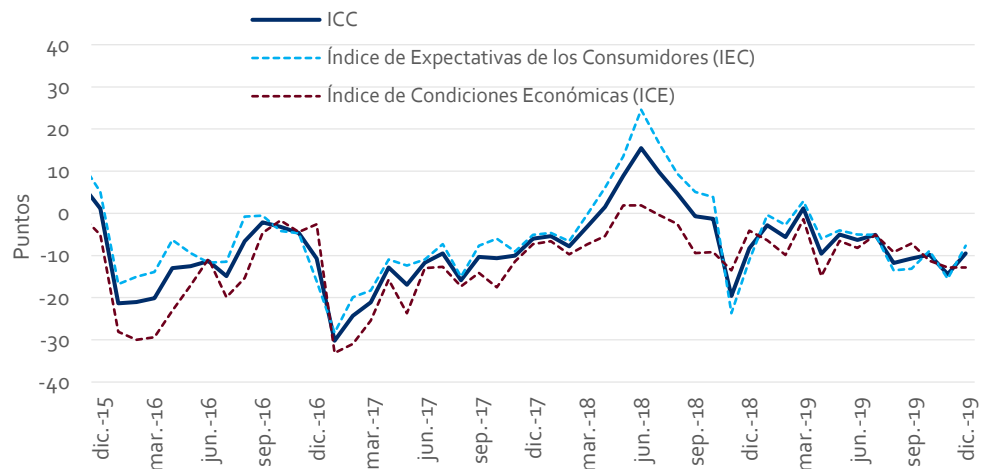
La confianza de los consumidores siguió por lo bajo y registró un balance de -7,4 puntos en 2019.

› Cuatro años seguidos con bajos niveles de confianza

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo registró una mejora importante en diciembre al ubicarse en -9,5 puntos, 4,9 puntos por encima del dato reportado en noviembre (-14,4). El incremento mensual en la confianza obedeció exclusivamente a una mejora en el indicador que mide las expectativas de los hogares sobre las condiciones económicas en los próximos doce meses, tanto a nivel individual como para la economía en su conjunto. En particular, cabe resaltar que la proporción de hogares que cree que dentro de un año le estará yendo económicamente mejor pasó de 10,3 puntos en noviembre a 20,8 puntos en diciembre, su mayor nivel en cinco meses.

Pese a lo anterior, los niveles de confianza registraron un promedio de -7,4 puntos a lo largo de todo 2019, deteriorándose de forma notable frente al promedio observado en 2018 (-0,5) y completando cuatro años consecutivos en terreno negativo.

Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Fedesarrollo.

Cifras al cierre de la semana

Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2019	Un año atrás
DTF E.A. (20 Ene – 24 Ene)	4,43%	4,50%	-7,0	4,46%	4,48%	4,51%
DTF T.A. (20 Ene – 24 Ene)	4,31%	4,38%	-6,6	4,34%	4,36%	4,39%
IBR E.A. overnight	4,25%	4,26%	-0,5	4,25%	4,26%	4,25%
IBR E.A. a un mes	4,25%	4,25%	0,0	4,25%	4,25%	4,25%
TES - Julio 2024	5,13%	5,15%	-1,9	5,29%	5,32%	6,15%
Tesoros 10 años	1,83%	1,82%	0,5	1,92%	1,92%	2,75%
Global Brasil 2025	2,62%	2,72%	-9,9	2,82%	2,84%	0,44%
Libor 3 meses	1,83%	1,85%	-2,1	1,91%	1,91%	2,78%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Bloomberg

Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	655,75	0,18%	1,03%	0,89%	8,17%
COLCAP	1651,02	-0,24%	0,93%	-0,69%	18,66%
COLEQTY	1136,31	-0,20%	1,01%	-0,73%	19,45%
Cambiarío – TRM	3320,77	1,73%	-0,81%	1,33%	5,84%
Acciones EEUU - Dow Jones	29326,14	2,02%	3,85%	2,76%	18,70%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Bloomberg, BVC, Corficolombiana

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-ene-20	Ventas de vivienda usada (millones)	Dic	5,4	5,4
23-ene-20	Peticiones iniciales de subsidios de desempleo (miles)	Ene 18	-	204
24-ene-20	PMI compuesto de Markit (puntos)	Ene P	-	52,7
24-ene-20	PMI de servicios de Markit (puntos)	Ene P	52,5	52,8
24-ene-20	PMI manufacturero de Markit (puntos)	Ene P	52,8	52,4

Fuente: Bloomberg

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

Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
23-ene-20	Tasa de operaciones principales de financiación BCE	Ene 23	0,0%	0,0%
23-ene-20	Tasa de facilidad marginal de crédito BCE	Ene 23	0,3%	0,3%
23-ene-20	Tasa de facilidad de depósito BCE	Ene 23	-0,5%	-0,5%
23-ene-20	Confianza del consumidor (puntos)	Ene	-8,0	-8,1
24-ene-20	PMI manufacturero de Markit (puntos)	Ene P	46,7	46,3
24-ene-20	PMI de servicios de Markit (puntos)	Ene P	52,8	52,8
24-ene-20	PMI compuesto de Markit (puntos)	Ene P	51,0	50,9

Fuente: Bloomberg

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

Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
21-ene-20	Tasa de desempleo 3 meses	Nov	3,8%	3,8%
24-ene-20	PMI manufacturero de Markit (puntos)	Ene P	48,1	47,5

Fuente: Bloomberg

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

Colombia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
21-ene-20	Balanza comercial (miles de millones)	Nov	-	-813,3
21-ene-20	Importaciones CIF (miles de dólares)	Nov	-	4333,3
22-ene-20	Índice de Confianza Comercial de Fedesarrollo (puntos)	Dic	-	27
22-ene-20	Índice de Confianza Industrial de Fedesarrollo (puntos)	Dic	-	1,3

Fuente: Bloomberg

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

México

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-ene-20	Índice de actividad económica (a/a)	Nov	-	-0,8%

Fuente: Bloomberg

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

Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-ene-20	Exportaciones (a/a)	Dic	-4,5%	-7,9%
22-ene-20	Importaciones (a/a)	Dic	-2,7%	-15,7%
22-ene-20	Balanza comercial (miles de millones)	Dic	161	85.2
23-ene-20	Inflación núcleo, sin alimentos frescos y energía (a/a)	Dic	0,9%	0,8%
23-ene-20	Inflación (a/a)	Dic	0,7%	0,5%

Fuente: Bloomberg

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

Proyecciones económicas

	2015	2016	2017	2018	2019p	2020p
Actividad Económica						
Crecimiento real						
PIB (%)	3.1	2.0	1.4	2.6	3.2	3.1
Consumo Privado (%)	3.6	1.7	2.1	3.6	4.1	3.8
Consumo Público (%)	5.0	2.4	3.8	5.6	3.8	2.4
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1.8	-2.7	1.9	1.5	4.2	4.6
Exportaciones (%)	1.2	-1.2	2.5	3.9	3.2	2.8
Importaciones (%)	1.4	-7.3	1.2	7.9	7.7	5.0
Contribuciones (puntos porcentuales)						
Consumo Privado (p.p.)	2.0	1.1	1.4	2.5	2.8	2.6
Consumo Público (p.p.)	1.0	0.4	0.6	0.8	0.6	0.4
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0.5	-0.7	0.4	0.3	0.9	1.0
Exportaciones (p.p.)	0.2	-0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
Importaciones (p.p.)	-0.3	1.8	-0.3	-1.7	-1.7	-1.1
Precios						
Inflación, fin de año (%)	6.8	5.8	4.1	3.2	3.9	3.4
Inflación, promedio anual (%)	5.0	7.5	4.3	3.2	3.6	3.3
Tasas de Interés						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	5.75	7.50	4.75	4.25	4.25	4.25
DTF E.A., fin de año (%)	5.22	6.86	5.21	4.54	4.50	4.54
Finanzas Públicas						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3.0	-4.0	-3.6	-3.1	-2.7	-2.2
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0.5	-1.0	-0.7	-0.2	0.5	-0.3
Deuda bruta GNC (% PIB)*	45.0	46.0	47.0	50.6	51.5	49.9
Deuda bruta Sector Público no Financiero (SPNF) (% PIB)	51.6	52.8	53.8	54.5	NA	NA
Balance fiscal total Sector Público Consolidado (SPC) (% PIB)	-3.4	-2.2	-2.4	-2.4	-1.7	-1.0
Sector Externo						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3,175	3,002	2,984	3,250	3,275	3,350
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2,746	3,053	2,951	2,957	3,240	3,325
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-6.4	-4.3	-3.3	-3.9	-4.2	-3.9
Inversión extranjera directa (% PIB)	4.0	4.2	3.2	1.9	4.3	2.8

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

Nota: ↑ (↓) indica una revisión al alza (a la baja) en la última semana.

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

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Divisas y Commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Nicolás Gálvez Acero

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.galvez@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

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@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

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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