

## INFORME SEMANAL

**MÁS ENAJENACIONES EN CAMINO**

- En línea con lo proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2021, tras recibir COP 14,2 billones por la venta de Isa a Ecopetrol, esperamos que el Gobierno continúe buscando recursos a través de la venta de Empresas de la Nación en el sector eléctrico durante 2022.
- Sin incluir a ISA -a ser consolidada por Ecopetrol-, la Nación cuenta con participación mayoritaria en 10 empresas del sector eléctrico; tres empresas de generación, cuatro distribuidoras y comercializadoras y tres empresas con administración especial (contratos de arriendo de activos de generación, operación de activos de distribución y administración).
- De acuerdo con varios medios públicos, el paquete de empresas que entrarían a ser enajenadas consta de seis distribuidoras eléctricas, además de una generadora hídrica. El valor patrimonial total de estas empresas asciende a COP 2,7 billones (2,3 billones del Gobierno). Nuestro ejercicio de valoración ubica al valor de mercado de estas participaciones en COP 3,6 billones.
- No creemos que el comprador sea otra empresa de la Nación, ni que se reciban primas de control por todas las empresas en venta.

**MERCADO DE DEUDA (PAG. 8)**

- Inversionistas respondieron a datos de inflación en EEUU e indicadores macroeconómicos, lo que condujo a desvalorizaciones en los bonos del Tesoro. En el contexto local, el mercado de deuda se mantiene con pérdidas ante la incertidumbre del horizonte de política monetaria en el país. Esta semana mercados estarán atentos a la reunión de la Fed y de otros bancos centrales.

**MERCADO CAMBIARIO (PAG. 15)**

- El tipo de cambio retrocedió la semana pasada y cerró en 3.830 pesos por dólar, a pesar de que el dólar se fortaleció en el mundo.

**MERCADOS EXTERNOS (PAG. 17)**

- La atención estará centrada en la reunión de la Fed. También se dará la reunión de política monetaria en el Reino Unido, Japón y Brasil. A nivel macroeconómico se conocerá la estimación preliminar del PMI de septiembre en las economías avanzadas.

**ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG. 19)**

- Los datos del mes de julio del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) confirman que la recuperación tomó fuerza y la actividad económica ya se ubica por encima del nivel pre pandemia.
- El sector servicios y la industria manufacturera lideraron el crecimiento de la economía en julio.

## Más enajenaciones en camino

---

**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable

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

- En línea con lo proyectado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2021, tras recibir COP 14,2 BN por la venta de Isa a Ecopetrol, esperamos que el Gobierno continúe buscando recursos a través de la venta de Empresas de la Nación en el sector eléctrico durante 2022.
- Sin incluir a ISA -a ser consolidada por Ecopetrol-, la Nación cuenta con una participación mayoritaria en 10 empresas del sector eléctrico; tres empresas de generación, cuatro distribuidoras y comercializadoras y tres empresas con administración especial (contratos de arriendo de activos de generación, operación de activos de distribución y administración).
- De acuerdo con varios medios públicos, el paquete de empresas que entrarían a ser enajenadas consta de seis distribuidoras eléctricas ubicadas en los departamentos de Meta, Huila, Nariño, Caquetá, Chocó y Cauca, además de una generadora hídrica ubicada en el departamento de Córdoba. El valor patrimonial total de estas empresas asciende a COP 2,7 billones (2,3 billones del Gobierno). Nuestro ejercicio de valoración ubica al valor de mercado de estas participaciones en COP 3,6 billones.
- No creemos que el comprador sea otra empresa de la Nación, ni que se reciban primas de control por todas las empresas en venta. Por otro lado, al notable aporte esperado de Ecopetrol en 2022 (dividendos correspondientes al resultado del año en curso), se podría sumar la utilidad correspondiente a la venta de Internexa por parte de ISA, que adicionaría hasta COP 0,29 billones en dividendos para el Gobierno.

### › *Requerimientos del Gobierno*

En el MFMP de 2021 publicado en junio, que contaba con la aprobación de la Ley de Inversión Social o Reforma Fiscal (aprobado a comienzos de mes), se proyecta un ingreso de COP 20,7 billones en 2022 por concepto de "Recursos de Capital", incluyendo 7,1 billones por concepto de "Optimización de activos", que corresponde a las enajenaciones y operaciones como la realizada entre Ecopetrol e ISA, donde el gobierno obtuvo recursos por 14,2 billones, 0,2 billones más de lo esperado inicialmente (tabla 1).

Si en 2022 Ecopetrol repartiera el 60% de las utilidades que estimamos en 2021 (parte alta del rango de *payout que va de 50% a 60% de la utilidad consolidada*), que incluirán la consolidación del resultado de ISA para este año, el Gobierno recibirá COP 8,2 billones (0,5 billones más de lo esperado inicialmente). Por otro lado, la venta de Internexa por parte de ISA podría incrementar la utilidad de Ecopetrol en 0,54 billones (diferencia entre el precio de venta y el valor en libros), lo que resultaría en 0,29 billones adicionales en dividendos para el gobierno (manteniendo el 60% de *payout*). Así las cosas, a pesar del mayor aporte que estimamos de los dividendos de Ecopetrol en 2022 frente a lo consignado en el MFMP, a falta de otras fuentes de ingreso, junto con la necesidad de buscar limitar el incremento del endeudamiento público, es muy probable que el Gobierno busque privatizar la mayor parte del portafolio de la Nación en el sector eléctrico, por lo que actualizamos nuestro análisis al respecto (ver "Privatizaciones requeridas por el MFMP 2020" en [Informe Semanal – Julio 6 de 2020](#)).

### › El portafolio de la Nación en el sector eléctrico y las empresas que podrían llegar a venderse

De acuerdo con el Reporte Anual de Empresas de la Nación de 2020, su portafolio eléctrico cuenta con una capacidad instalada de 1.239 MW (7,1% de la capacidad efectiva neta nacional). Por su parte, las empresas distribuidoras y comercializadoras de electricidad le prestaron servicio a 1,7 millones de usuarios (11,3% de los usuarios a nivel nacional). El 96,5% de los usuarios atendidos pertenecen a los estratos 1,2 y 3. Recordemos que en Colombia la prestación del servicio eléctrico y su expansión se realiza mediante la conexión física de los usuarios al Sistema Interconectado Nacional (SIN), o a las Zonas No Interconectadas (ZNI),

**Tabla 1. Balance GNC 2022 con optimización de activos como ingreso (montos en miles de millones de pesos)**

| Concepto                                   | 2021           | 2022           | (%) PIB 2021 | (%) PIB 2022 |
|--|----------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>Ingresos Totales</b>                    | <b>179.231</b> | <b>193.694</b> | <b>16,2</b>  | <b>16,2</b>  |
| Tributarios                                | 151.065        | 170.246        | 13,6         | 14,2         |
| No tributarios                             | 1.376          | 1.485          | 0,1          | 0,1          |
| Fondos especiales                          | 1.443          | 1.483          | 0,1          | 0,1          |
| <b>Recursos de Capital</b>                 | <b>25.346</b>  | <b>20.748</b>  | <b>2,3</b>   | <b>0,7</b>   |
| De los cuales, Optimización de activos *** | 14.000         | 7.100          | 1,3          | 0,6          |
| <b>Gastos totales</b>                      | <b>274.980</b> | <b>277.537</b> | <b>24,8</b>  | <b>23,2</b>  |
| Intereses                                  | 36.771         | 41.331         | 3,3          | 3,5          |
| Funcionamiento más inversión               | 238.209        | 236.206        | 21,5         | 19,7         |
| Funcionamiento **                          | 197.007        | 204.497        | 17,8         | 17,1         |
| Inversión **                               | 30.083         | 25.361         | 2,7          | 2,1          |
| Proyecto de inversión social               | 11.119         | 6.348          | 1,0          | 0,5          |
| Préstamo Neto                              | -              | -              | -            | -            |
| <b>Balance Primario</b>                    | <b>-58.978</b> | <b>-42.243</b> | <b>-5,3</b>  | <b>-3,5</b>  |
| <b>Balance total</b>                       | <b>-95.749</b> | <b>-83.574</b> | <b>-8,6</b>  | <b>-7,0</b>  |

Fuente: MHCP-DGPM. \*Cifras proyectadas. \*\*Incluye pagos y deuda flotante. \*\*\*Venta de ISA (fueron 14,2 BN) en 2021, otras enajenaciones en 2022.

atendidas por sistemas independientes del SIN.

Los 1,7 millones de usuarios mencionados anteriormente corresponden al SIN, pero las distribuidoras de la Nación también actúan en las ZNI. Por otro lado, las limitaciones en cuanto a la realización de varias actividades dentro de la cadena eléctrica (generación y distribución, por ejemplo) impuestas a partir de las leyes 142 y 143 de 1994, las principales leyes sobre la prestación de servicios públicos y de energía eléctrica en Colombia, no le aplican a parte de las empresas del portafolio eléctrico de la Nación al haber sido constituidas antes dicho año.

A continuación, describimos al portafolio eléctrico de la Nación que podría ser vendido, en términos de actividades, Base Regulatoria de Activos (BRA), capacidad instalada, zona de influencia, e información relevante (Tabla 2). La BRA corresponde al valor de los activos aprobados por la Creg en pesos de 2017, traídos a hoy ajustando por inflación.

**Tabla 2: Empresas del portafolio energético de la Nación que podrían venderse**

| Nombre   | % Nación | Capacidad (MW) | BRA (COP mm)     | Actividades | Varios   |
|--|----------|----------------|------------------|-------------|--|
| Empresa Multipropósito Urrá S.A.                         | 99,98%   | 340            | n/a              | G + C       | Generación hídrica.  |
| Centrales Eléctricas del Cauca S.A. E.S.P. (CEDELCA)     | 55,15%   | 31,37          | 667.766          | G + D + C   | Constituida en 1955, Administración especial.  |
| Centrales Eléctricas de Nariño S.A. E.S.P. (CEDENAR)     | 99,98%   | n/a            | 918.770          | D + C       | Cerca de medio millón de usuarios, recaudo superior al 80%, compra de energía eólica y solar (2022). |
| Empresa Distribuidora del Pacífico S.A. E.S.P. (DISPAC)  | 99,99%   | n/a            | 206.579          | D + C       | Administración especial (privada), 95% de clientes son estrato 1, 2 y 3, fortaleza en ZNI.           |
| Electrificadora del Caquetá S.A. E.S.P. (ELECTROCAQUETÁ) | 72,35%   | n/a            | 277.343          | D + C       | SAIFI y SAIDI elevados, Interés en Zonas Rurales Interconectadas.                                    |
| Electrificadora del Huila S.A. E.S.P. (ELECTROHUILA)     | 83,05%   | n/a            | 1.081.881        | T + D + C   | Constituida en 1947, busca proyectos de FRNC, fortaleza en ZNI.                                      |
| Electrificadora del Meta S.A. E.S.P. (EMSA)              | 55,68%   | n/a            | 835.139          | T + D + C   | Funciona en 23 de los 29 municipios, cerca de 350 mil clientes constituida en 1981.                  |
| <b>Total</b>   |          | <b>371</b>     | <b>3.987.478</b> |             |  |

Fuentes: MinHacienda, Creg y Estados financieros de las empresas. Construcción: Corficolombiana.

De las 10 empresas del sector eléctrico del Gobierno, se están excluyendo únicamente tres; dos generadoras térmicas (Gecelca y Gensa) y una distribuidora/comercializadora (EDDAS). Entre la Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A. E.S.P. (GECELCA) y Gestión Energética S.A. E.S.P (GENSA), suman una capacidad instalada de 902 MW en generación térmica basada en el uso de carbón principalmente. Si bien estas generadoras dan respaldo al sistema eléctrico nacional, suponemos que no fueron consideradas dentro del proceso debido al empleo del carbón como combustible. Por su parte, la Empresa de Energía del Archipiélago de San Andrés Providencia y Santa Catalina S.A. E.S.P. (EEDAS), presta el servicio de energía eléctrica en el archipiélago (tanto generación como distribución y comercialización, a pesar de haber sido constituida posterior a 1994). Suponemos que su no inclusión dentro del paquete se basa en la limitación geográfica del área de influencia, sin conexión al SIN ni espacio de expansión.

Por otro lado, junto con las consideraciones específicas a cada una de las empresas que podrían llegar a venderse, recalamos que el año 2020 fue especialmente adverso para las compañías dedicadas a la distribución eléctrica y la transmisión de baja tensión (tablas 3 y 4). A estas compañías las afecta el volumen de energía consumido -a diferencia de las transmisoras eléctricas a las que se le reconoce la capacidad instalada independientemente del volumen transportado-. Estas compañías recaudan lo que le corresponde a toda la cadena de la energía eléctrica; Generación (G) + Transmisión (T) + Distribución (D) + Comercialización (C), soportando el impacto del incremento del no-pago por parte de los usuarios finales. Por esta razón, complementamos al ejercicio de valoración a 2020 con otros ejercicios que buscaron utilizar información financiera más representativa de la “normalidad” en estos negocios.

**Tabla 3: Variación porcentual de 2020 respecto a 2019**

|                                 | Urrá    | CEDELCA | CEDENAR  | DISPAC  | ELECTROCA<br>QUETÁ | ELECTROHUI<br>LA | EMSA    |
|---------------------------------|---------|---------|----------|---------|--------------------|------------------|---------|
| <b>PyG - variación</b>          |         |         |          |         |                    |                  |         |
| Ingresos                        | -4,38%  | 4,44%   | 12,40%   | 2,69%   | 6,21%              | 1,31%            | -4,26%  |
| Utilidad Operacional            | -23,21% | 764,54% | -161,97% | -63,19% | -83,01%            | -60,71%          | -48,29% |
| EBITDA (1)                      | -16,30% | 10,49%  | 75,80%   | -30,73% | -74,17%            | -58,88%          | -40,83% |
| Utilidad Neta                   | -25,53% | -49,11% | -309,76% | -31,39% | -51,53%            | -59,00%          | -51,05% |
| <b>Balance - variación</b>      |         |         |          |         |                    |                  |         |
| Caja                            | 10,92%  | -55,06% | 362,55%  | 226,56% | 67,50%             | 146,08%          | -13,64% |
| Deuda Financiera                | -11,81% | 0,00%   | 14,00%   | 113,39% | n/a                | 54,37%           | -0,72%  |
| Total Patrimonio                | -0,61%  | -3,32%  | 0,65%    | -9,94%  | -3,65%             | -5,76%           | -8,00%  |
| <b>Indicadores - diferencia</b> |         |         |          |         |                    |                  |         |
| Margen EBITDA                   | -5,08%  | 4,30%   | 4,87%    | -4,25%  | -6,79%             | -9,54%           | -7,91%  |
| ROA                             | -0,84%  | 1,51%   | -2,61%   | -0,82%  | -2,21%             | -3,22%           | -5,25%  |
| ROE                             | -1,18%  | 3,72%   | -5,50%   | -0,70%  | -3,50%             | -6,63%           | -10,75% |

Fuentes: Estados financieros de las empresas. Construcción: Corficolombiana. 1. Calculado para 2019 y 2020, no coincide con el cálculo que presentan las empresas en el informe de Empresas de la Nación de MinHacienda con corte de información a 2019.

### › La valoración

Teniendo en cuenta todo lo anterior, buscamos obtener un rango de valoración para el portafolio de empresas en venta. Realizamos ejercicios con las cifras financieras a 2020, 2019 e inclusive mezclando las dos (EBITDA a 2019, caja y deuda financiera a 2020).

El ejercicio utilizó los múltiplos bursátiles y transaccionales de Valor Empresarial contra EBITDA (EV / EBITDA), así como el múltiplo de Valor de Mercado / Valor en Libros (P / BV). Obtuvimos un rango de valoración patrimonial que va de COP 2,9 billones a 4,1 billones, con un valor promedio de 3,6 billones, solamente 0,2 billones inferior a los 3,8 billones que estimó el Gobierno según lo publicado recientemente en medios de comunicación (tabla 5).

A 2020, esta valoración implica un EV / EBITDA de 14,9x y un P / BV de 1,5x. En el caso del EV / EBITDA recalamos que los resultados de este año fueron atípicamente bajos.

Así las cosas, aún si se logra realizar esta venta en 2022, aún le hacen falta 3,5 billones al rubro de “Optimización de activos” del MFMP 2021, por lo que ampliaremos el presente análisis revisando qué otras operaciones podría realizar el Gobierno.

### › Otras consideraciones

No esperamos que el gobierno siga recurriendo a la reorganización de su portafolio a partir de la compra entre empresas de la Nación como fue el caso de la venta de ISA. Recordemos que esta operación implicó ingresos para el Gobierno Nacional Central sin un incremento en el endeudamiento calculado para la Regla Fiscal. Lo cierto es que esta operación se financió a través del endeudamiento de Ecopetrol, si bien su estructura de capital se ajustaría una vez llevada a cabo la eventual emisión de acciones, que diluiría la participación del Estado en la empresa.

**Tabla 4: Estados financieros e indicadores 2020**

|                               | Urrá           | CEDELCA       | CEDENAR        | DISPAC         | ELECTROCA<br>QUETÁ | ELECTROHUI<br>LA | EMSA           |
|-------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|--------------------|------------------|----------------|
| <b>PyG COP mm</b>             |                |               |                |                |                    |                  |                |
| Ingresos                      | 323.717        | 29.960        | 445.626        | 126.207        | 144.119            | 552.052          | 530.308        |
| Costo de ventas               | 228.625        | 21.450        | 359.877        | 106.182        | 130.160            | 469.016          | 433.966        |
| Ganancia Bruta                | 95.092         | 8.510         | 85.748         | 20.025         | 13.959             | 83.036           | 96.342         |
| Costos y Gastos Operacionales | 16.149         | 6.404         | 92.311         | 17.168         | 12.136             | 50.663           | 39.531         |
| Utilidad Operacional          | 78.943         | 2.106         | -6.563         | 2.857          | 1.823              | 32.372           | 56.811         |
| <b>EBITDA (1)</b>             | <b>115.417</b> | <b>23.556</b> | <b>60.214</b>  | <b>11.116</b>  | <b>3.143</b>       | <b>35.977</b>    | <b>67.856</b>  |
| Utilidad antes de impuestos   | 62.336         | -12.677       | -1.963         | 4.336          | 4.041              | 32.873           | 52.795         |
| Utilidad Neta                 | 42.587         | -12.409       | -11.995        | 3.040          | 2.826              | 18.848           | 34.408         |
| <b>Balance COP mm</b>         |                |               |                |                |                    |                  |                |
| <b>Caja</b>                   | <b>31.628</b>  | <b>21.516</b> | <b>13.947</b>  | <b>102.118</b> | <b>19.972</b>      | <b>98.632</b>    | <b>66.016</b>  |
| Total Activo                  | 1.574.842      | 770.176       | 676.944        | 300.027        | 152.743            | 915.119          | 722.776        |
| Total Pasivo Corriente        | 71.571         | 147.430       | 120.611        | 99.405         | 65.117             | 180.701          | 186.876        |
| <b>Deuda Financiera</b>       | <b>198.447</b> | <b>50.869</b> | <b>117.502</b> | <b>29.560</b>  | <b>851</b>         | <b>260.221</b>   | <b>198.795</b> |
| Total Pasivo                  | 370.733        | 470.309       | 354.335        | 146.499        | 72.959             | 546.008          | 441.200        |
| Total Patrimonio              | 1.204.109      | 299.868       | 322.609        | 135.527        | 79.784             | 369.111          | 281.576        |
| <b>Indicadores</b>            |                |               |                |                |                    |                  |                |
| <b>Margen EBITDA</b>          | <b>35,65%</b>  | <b>78,62%</b> | <b>13,51%</b>  | <b>8,81%</b>   | <b>2,18%</b>       | <b>6,52%</b>     | <b>12,80%</b>  |
| <b>ROA</b>                    | <b>2,70%</b>   | <b>-1,61%</b> | <b>-1,77%</b>  | <b>1,01%</b>   | <b>1,85%</b>       | <b>2,06%</b>     | <b>4,76%</b>   |
| <b>ROE</b>                    | <b>3,54%</b>   | <b>-4,14%</b> | <b>-3,72%</b>  | <b>2,24%</b>   | <b>3,54%</b>       | <b>5,11%</b>     | <b>12,22%</b>  |

Fuentes: Estados financieros de las empresas. Construcción: Corficolombiana. 1. Calculado para 2019 y 2020, no coincide con el cálculo que presentan las empresas en el informe de Empresas de la Nación de MinHacienda con corte de información a 2019.

En el sector energético -petrolero y no petrolero- no vemos espacio. Las empresas eléctricas de la Nación que no hacen parte de las empresas que podrían ser vendidas, tienen restricciones regulatorias respecto a la integración de actividades en la cadena eléctrica, además de no contar con el músculo financiero para realizar este tipo de adquisiciones. Adicionalmente, las reglas de integración vertical afectan a la nueva Ecopetrol, por lo que no podría adquirir distribuidoras eléctricas ni generadoras en el futuro, independientemente de continuar con un muy buen desempeño financiero.

Por otro lado, el esquema de recargos a las tarifas de la electricidad nos recuerda la necesidad de subsidios cruzados para que el sistema funcione y la población económicamente vulnerable y/o aislada de las zonas de mayor densidad poblacional también pueda acceder a estos servicios. La morosidad de la cartera, la limitación a la expansión en el caso del funcionamiento en las Zonas No Interconectadas, la situación administrativa de las empresas, la situación de orden público, etc., podrían limitar el número de agentes interesados en estas empresas.

Estas consideraciones se reflejarán en el empaquetamiento de la oferta, cuyo objetivo deberá ser la venta de la totalidad del portafolio, teniendo en cuenta la necesidad de recursos por parte del Gobierno. Un factor discriminante debería ser la actividad dentro de la cadena eléctrica, por lo que esperamos que la generadora Urrá sea vendida por separado de las

**Tabla 5: Valoración de la participación patrimonial por empresa (Cifras en millones de pesos)**

|                                   | Urrá      | CEDELCA | CEDENAR | DISPAC  | ELECTROC<br>AQUETÁ | ELECTROH<br>UILA | EMSA    |
|-----------------------------------|-----------|---------|---------|---------|--------------------|------------------|---------|
| <b>EEFF a 2020</b>                |           |         |         |         |                    |                  |         |
| EV/EBITDA – Bursátil              | 1.448.731 | 128.012 | 564.708 | 195.927 | 39.077             | 197.454          | 345.449 |
| P/VL - Bursátil                   | 1.685.415 | 231.528 | 451.562 | 189.719 | 80.813             | 429.166          | 219.494 |
| EV/EBITDA - Transaccional         | 1.564.125 | 138.405 | 612.870 | 204.819 | 40.896             | 221.357          | 375.674 |
| P/VL (T) - Transaccional          | 1.926.189 | 264.603 | 516.071 | 216.822 | 92.358             | 490.475          | 250.850 |
| <b>EEFF a 2019</b>                |           |         |         |         |                    |                  |         |
| EV/EBITDA – Bursátil              | 1.733.604 | 128.863 | 280.073 | 195.517 | 106.336            | 699.824          | 639.830 |
| P/VL - Bursátil                   | 1.695.791 | 239.484 | 448.652 | 210.661 | 83.879             | 455.377          | 238.576 |
| EV/EBITDA - Transaccional         | 1.871.466 | 138.269 | 307.469 | 208.353 | 113.378            | 757.953          | 690.912 |
| P/VL (T) - Transaccional          | 1.938.047 | 273.696 | 512.746 | 240.756 | 95.861             | 520.431          | 272.658 |
| <b>Balance 2020 y EBITDA 2019</b> |           |         |         |         |                    |                  |         |
| EV/EBITDA - Bursátil              | 1.763.275 | 114.326 | 276.577 | 250.651 | 111.544            | 672.338          | 634.830 |
| EV/EBITDA - Transaccional         | 1.901.137 | 123.733 | 303.972 | 263.487 | 118.586            | 730.467          | 685.911 |
| <b>Máximo</b>                     | 1.938.047 | 273.696 | 612.870 | 263.487 | 118.586            | 757.953          | 690.912 |
| <b>Mínimo</b>                     | 1.448.731 | 114.326 | 276.577 | 189.719 | 39.077             | 197.454          | 219.494 |
| <b>Promedio</b>                   | 1.752.778 | 178.092 | 427.470 | 217.671 | 88.273             | 517.484          | 435.418 |

Fuentes: Estados financieros de las empresas y Capital IQ. Construcción: Corficolombiana.

distribuidoras. Si se venden las empresas por separado, además de la complejidad de manejar múltiples procesos de privatización, el Gobierno corre el riesgo de quedarse con un inventario de activos menos atractivos (o tener que venderlos a un descuento elevado). Mientras tanto, el empaquetamiento de empresas distribuidoras por criterios de demanda, geografía u otros, puede reducir al número de interesados, y en todo caso requerir de descuentos en los precios.

Toda una encrucijada, pero lo cierto es que, para la viabilidad fiscal del país, se requiere de recursos diferentes al endeudamiento, toda vez que los ingresos asociados a la reforma tributaria serán insuficientes para financiar las crecientes presiones de gasto público (ver “Reforma tributaria: la que fue posible y nos deja con tareas pendientes” en [Informe Especial – Septiembre 13 de 2021](#)).

## Mercado de deuda

**Ana Vera Nieto**

Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext. 6138

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

- Inversionistas respondieron a datos de inflación en EEUU e indicadores macroeconómicos, lo que condujo a desvalorizaciones en los bonos del Tesoro. En el contexto local, el mercado de deuda se mantiene con pérdidas ante la incertidumbre del horizonte de política monetaria en el país. Esta semana mercados estarán atentos a la reunión de la Fed y de otros bancos centrales.

### › Mercado internacional

La semana pasada las tasas de los bonos del tesoro estadounidense presentaron desvalorizaciones de 7 pbs en promedio, tras el menor aumento de la inflación de agosto en EEUU que podría retrasar el inicio del proceso de tapering, junto a la sorpresa positiva en las ventas minoristas en EEUU por encima de las expectativas. En ese sentido la tasas de los *treasuries* de 10 años subieron un 5,6% s/s, cerrando la semana en 1,36%. Por su parte, el *spread* entre la tasa de 10 y 2 años (empinamiento) se ubicó en 114 pbs, frente a 108 pbs de la semana previa.

*Mercados atentos a la Fed*

Los mercados emergentes, continúan atentos a los avances de la inmobiliaria China Evergrande, -la cual es uno de los desarrolladores de infraestructura más importantes del país- que está enfrentando problemas financieros y hay dudas respecto a la capacidad de pago de sus obligaciones. Esta semana se da el vencimiento de un monto importante de sus bonos y los inversionistas estarán atentos a ver de qué manera se efectúa el pago o default de las diferentes obligaciones.

### Bonos del Tesoro de EEUU



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

### › Mercado local

Las tasas de los títulos tasa fija a nivel local presentaron desvalorizaciones, con incrementos de tasas de 10 puntos básicos (pbs) en promedio, frente a la semana previa, este comportamiento se da por las expectativas de inflación y por la incorporación de incrementos de tasas del BanRep.



Ante este panorama, la curva tasa fija presentó desvalorizaciones a lo largo de toda la curva de rendimientos. El título con peor desempeño fue el TES 2026 que subió más de 26 pbs.

En el caso de las referencias en UVR, las desvalorizaciones fueron de 2 pbs en promedio, este comportamiento se da por la inflación de agosto, que señala que las presiones de precios son fuertes, principalmente por la dinámica de los alimentos y el comportamiento para el cierre del año podría ubicarse por encima del rango meta del BanRep, con lo que la demanda por este tipo de activos que cubren el riesgo de mayor inflación se incrementa.

Por otra parte, el Gobierno Nacional, a través de la Dirección de Crédito Público, llevó a cabo la subasta de TES: En la subasta de largo plazo de UVR, respecto a la operación anterior se observó una mejor demanda, con una sobre adjudicación del 50% y con tasas relativamente estables.

### Resumen colocación subasta de TES

Monto miles de millones de pesos

| Fecha vencimiento        | Tasa de corte | Tasa anterior | Tasa Cupón | Monto Colocado | Diferencia en tasas frente a colocación anterior |
|--------------------------|---------------|---------------|------------|----------------|--|
| TCOS. 8 de junio de 2021 | 3,080 %       | 3,030 %       | No aplica  | 250            | +5pbs  |
| 2029                     | 3,021%        | 2,990%        | 2,25%      | 186            | +3 pbs   |
| 2037                     | 3,889%        | 3,840%        | 3,75%      | 197            | +4 pbs   |
| 2049                     | 3,985%        | N/A           | 3,75%      | 142            |  |

Fuente: Ministerio de Hacienda

### › Expectativas

El mercado estará atento a la reunión de la Fed y otros bancos centrales. Adicionalmente, se da el vencimiento de un monto importante de los bonos de Evergrande, inversionistas esperan ver de qué manera se efectúa el pago o default de sus diferentes obligaciones.

### Cifras de deuda pública interna

| Bono                 | Cupón  | Vencimiento | Duración<br>Modificada | Tasa      |           | Precio    |           |
|----------------------|--------|-------------|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                      |        |             |                        | 10-sep-21 | 17-sep-21 | 10-sep-21 | 17-sep-21 |
| <b>TES Tasa Fija</b> |        |             |                        |           |           |           |           |
| TFIT10040522         | 7,00%  | 4-may-22    | 0,63                   | 2,00      | 2,01      | 103,16    | 103,06    |
| TFIT16240724         | 10,00% | 24-jul-24   | 2,60                   | 5,13      | 5,27      | 112,68    | 112,19    |
| TFIT08261125         | 6,25%  | 26-nov-25   | 3,64                   | 5,93      | 6,14      | 101,12    | 100,37    |
| TFIT15260826         | 7,50%  | 26-ago-26   | 4,30                   | 6,24      | 6,49      | 105,23    | 104,16    |
| TFIT08031127         | 5,75%  | 3-nov-27    | 5,05                   | 6,65      | 6,89      | 95,55     | 94,43     |
| TFIT16280428         | 6,00%  | 28-abr-28   | 5,49                   | 6,81      | 7,04      | 95,77     | 94,60     |
| TFIT16180930         | 7,75%  | 18-sep-30   | 6,37                   | 7,03      | 7,20      | 104,69    | 103,57    |
| TFIT16260331         | 7,00%  | 26-mar-31   | 6,98                   | 7,40      | 7,53      | 97,27     | 96,42     |
| TFIT16300632         | 7,00%  | 30-jun-32   | 7,74                   | 7,43      | 7,58      | 96,82     | 95,79     |
| TFIT16181034         | 7,25%  | 18-oct-34   | 8,20                   | 7,60      | 7,81      | 97,17     | 95,46     |
| TFIT16070936         | 6,25%  | 9-jul-36    | 9,51                   | 7,80      | 8,02      | 86,59     | 84,94     |
| TFIT260950           | 7,25%  | 26-oct-50   | 11,24                  | 8,03      | 8,25      | 91,29     | 89,11     |
| <b>TES UVR</b>       |        |             |                        |           |           |           |           |
| TUVT17230223         | 4,75%  | 23-feb-23   | 1,39                   | 0,65      | 0,85      | 105,91    | 105,54    |
| TUVT11070525         | 3,50%  | 7-may-25    | 3,45                   | 1,75      | 1,86      | 106,16    | 105,72    |
| TUVT11170327         | 3,30%  | 17-mar-27   | 5,05                   | 2,38      | 2,41      | 104,69    | 104,53    |
| TUVT20250333         | 3,00%  | 25-mar-33   | 9,71                   | 3,62      | 3,66      | 94,22     | 93,87     |
| TUVT20040435         | 4,75%  | 4-abr-35    | 10,30                  | 3,76      | 3,76      | 110,35    | 110,35    |
| TUVT25022537         | 4,00%  | 25-feb-37   | 11,70                  | 3,88      | 3,98      | 98,53     | 97,42     |
| TUVT17160649         | 3,50%  | 16-jun-49   | 17,26                  | 3,98      | 4,05      | 96,16     | 95,03     |

Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

### Cifras de deuda pública externa

| Bono     | Cupón  | Vencimiento | Duración | Libor Z-<br>Spread (pbs) | Tasa      |           | Precio    |           |
|----------|--------|-------------|----------|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|          |        |             |          |                          | 10-sep-21 | 17-sep-21 | 10-sep-21 | 17-sep-21 |
| COLGLB23 | 2,625% | 15-mar-23   | 1,22     | 111,93                   | 1,32      | 1,29      | 101,75    | 101,62    |
| COLGLB24 | 4,000% | 26-feb-24   | 2,11     | 130,50                   | 1,68      | 1,73      | 105,13    | 105,00    |
| COLGLB26 | 4,500% | 28-ene-26   | 3,78     | 158,10                   | 2,33      | 2,38      | 108,61    | 108,36    |
| COLGLB27 | 3,875% | 25-abr-27   | 4,82     | 183,60                   | 2,76      | 2,82      | 105,83    | 105,38    |
| COLGLB29 | 4,500% | 15-mar-29   | 6,30     | 202,80                   | 3,15      | 3,23      | 108,81    | 108,57    |
| COLGLB32 | 3,250% | 22-abr-32   | 8,89     | 219,30                   | 3,55      | 3,60      | 97,77     | 97,49     |
| COLGLB37 | 7,375% | 18-sep-37   | 10,43    | 337,09                   | 4,76      | 4,83      | 129,46    | 128,67    |
| COLGLB41 | 6,125% | 18-ene-41   | 12,07    | 332,80                   | 4,83      | 4,89      | 117,11    | 116,08    |
| COLGLB42 | 4,125% | 22-feb-42   | 13,78    | 290,90                   | 4,44      | 4,48      | 96,01     | 95,84     |
| COLGLB45 | 5,000% | 15-jun-45   | 13,98    | 320,44                   | 4,71      | 4,77      | 104,88    | 103,79    |
| COLGLB49 | 5,200% | 15-may-49   | 14,94    | 323,60                   | 4,76      | 4,82      | 107,34    | 106,61    |

Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Liquidez

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

| Fecha  | Expansión a 1 día |                      | Saldo Total      |                |
|--------|-------------------|----------------------|------------------|----------------|
|        | Cupo              | Demanda <sup>1</sup> | Fecha            | Cupo           |
| sep-17 | 8.065.714         | 4.609.908            | 4.607.530        | 150.822        |
| sep-18 | 6.622.222         | 3.881.588            | 3.868.661        | 158.783        |
| sep-19 | 11.423.810        | 7.806.842            | 9.249.803        | 143.428        |
| sep-20 | 5.000.000         | 2.379.913            | 8.062.604        | 523.868        |
| sep-21 | <b>13.153.846</b> | <b>7.609.287</b>     | <b>7.731.924</b> | <b>306.885</b> |

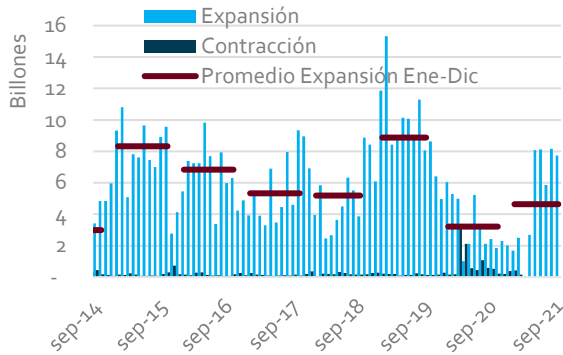
1. Comprende OMAs y ventanilla de expansión a 1 día.

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

- Las necesidades de liquidez del sistema bajaron la semana pasada. La demanda promedio por repos de expansión a 1 día se ubicó en 7,6 billones. Entre tanto, el saldo promedio de los repos de contracción se ubicó en 305 mil millones de pesos.
- Esta semana continua el calendario para pago de impuesto de personas naturales, se pueden dar algunas presiones de liquidez en el sistema, lo que puede reducir el cupo de operaciones de repos de contracción.

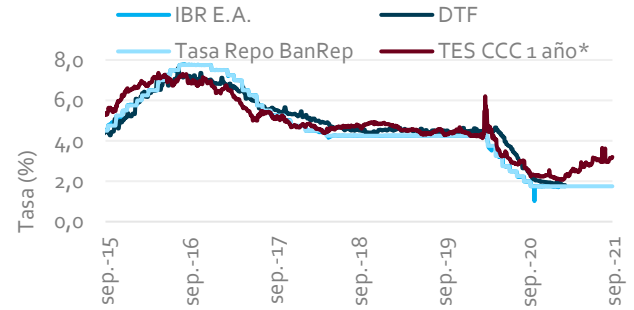
El saldo de las disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) al corte del 10 de septiembre, en el Banco de la República se redujo. El último dato señala que el saldo fue de 21 billones frente a 22 billones de pesos de la semana previa.

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



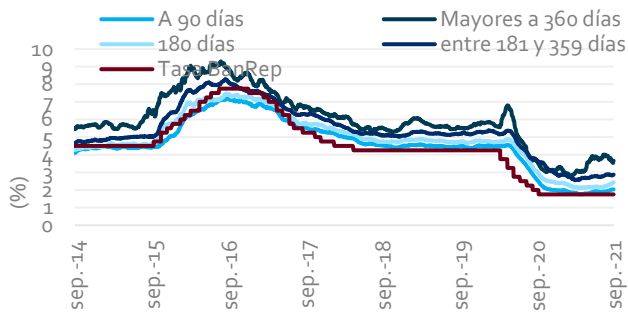
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



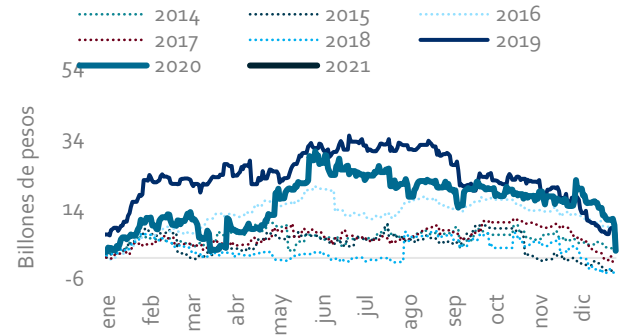
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



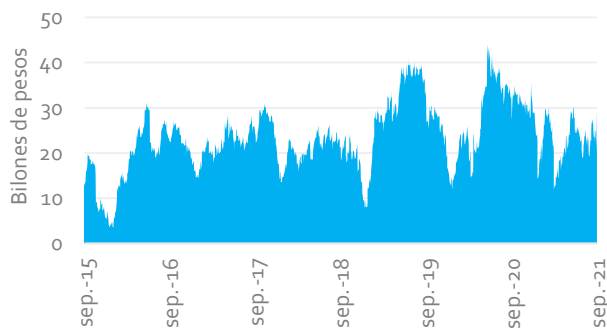
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



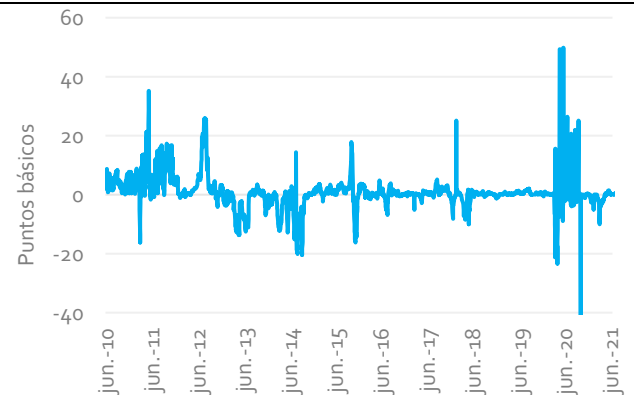
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

- El crecimiento de la cartera bruta se recupera, con corte al 3 de septiembre. En general, las diferentes líneas de crédito muestran un mejor crecimiento leve frente al mes pasado.

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

| Fecha         | Total* |            | Moneda legal |            | Moneda extranjera |            |
|---------------|--------|------------|--------------|------------|-------------------|------------|
|               | Saldo  | Var. Anual | Saldo        | Var. Anual | Saldo             | Var. Anual |
| hace dos años | 476,0  | 8,29%      | 456,9        | 8,66%      | 19,1              | 0,19%      |
| hace un año   | 507,5  | 6,62%      | 488,0        | 6,79%      | 19,5              | 2,41%      |
| cierre 2020   | 509,7  | 4,04%      | 494,3        | 4,53%      | 15,4              | -9,68%     |
| hace un mes   | 529,4  | 3,84%      | 509,7        | 4,16%      | 19,8              | -3,83%     |
| 3-sep.-21     | 534,0  | 5,22%      | 514,6        | 5,45%      | 19,4              | -0,48%     |

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

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

| Fecha         | Comercial |            | Consumo |            | Hipotecaria |            |
|---------------|-----------|------------|---------|------------|-------------|------------|
|               | Saldo     | Var. Anual | Saldo   | Var. Anual | Saldo       | Var. Anual |
| hace dos años | 247,0     | 5,33%      | 146,8   | 13,29%     | 69,3        | 9,97%      |
| hace un año   | 266,6     | 7,95%      | 154,3   | 5,05%      | 73,6        | 6,18%      |
| cierre 2020   | 261,1     | 4,99%      | 159,7   | 2,19%      | 75,5        | 5,30%      |
| hace un mes   | 270,1     | 0,37%      | 165,1   | 6,92%      | 80,5        | 9,72%      |
| 3-sep.-21     | 271,1     | 1,68%      | 167,5   | 8,58%      | 81,5        | 10,68%     |

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

### Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)

| Fecha         | Total |            | Moneda legal |            | Moneda extranjera |            |
|---------------|-------|------------|--------------|------------|-------------------|------------|
|               | Saldo | Var. Anual | Saldo        | Var. Anual | Saldo             | Var. Anual |
| hace dos años | 247,0 | 5,33%      | 228,6        | 5,80%      | 18,4              | -0,26%     |
| hace un año   | 266,6 | 7,95%      | 247,6        | 8,32%      | 19,0              | 3,37%      |
| cierre 2020   | 261,1 | 4,99%      | 246,2        | 5,97%      | 14,9              | -8,90%     |
| hace un mes   | 270,1 | 0,37%      | 251,0        | 0,77%      | 19,1              | -4,64%     |
| 3-sep.-21     | 271,1 | 1,68%      | 252,3        | 1,89%      | 18,8              | -1,04%     |

Fuente: Banco de la República

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

| Fecha                | IBR Overnight | 1m    | 3m    | 6m    | 9m    | 12m   | 18m   |
|----------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 16-sep-20            | 1,99%         | 2,09% | 1,63% | 1,76% | 1,81% | 2,08% | 2,41% |
| 1-ene-20             | 4,26%         | 4,25% | 4,15% | 4,31% | 4,35% | 4,49% | 4,76% |
| 16-ago-21            | 1,75%         | 1,75% | 2,08% | 2,97% | 3,17% | 4,47% | 5,09% |
| 1-ene-21             | 1,74%         | 1,75% | 1,63% | 1,63% | 1,71% | 1,95% | 2,40% |
| 9-sep-21             | 1,75%         | 1,76% | 2,64% | 3,60% | 3,98% | 4,76% | 5,42% |
| 16-sep-21            | 1,77%         | 1,76% | 2,61% | 3,59% | 3,84% | 4,73% | 5,53% |
| <b>Cambios (pbs)</b> |               |       |       |       |       |       |       |
| Semanal              | 2             | 0     | -3    | -1    | -14   | -3    | 11    |
| Mensual              | 1             | 1     | 53    | 62    | 68    | 26    | 44    |
| Año corrido          | 3             | 1     | 99    | 196   | 213   | 278   | 313   |
| Anual                | -22           | -33   | 98    | 183   | 203   | 266   | 312   |

Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

## Mercado cambiario

**Jose Luis Mojica**

Analista de Investigaciones

+57 1 3538787 ext. 6107

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

*El dólar avanzó en línea con la rápida recuperación de la economía en EEUU*

- El tipo de cambio retrocedió la semana pasada y cerró en 3.830 pesos por dólar, a pesar de que el dólar se fortaleció en el mundo.

El peso se revaluó un 0,1% respecto al dólar durante la semana y cerró en 3.830 pesos por dólar. Este movimiento se en línea con el avance del precio del petróleo –al viernes, la referencia Brent se ubicó en 75,3 dólares por barril (dpb) y el WTI en 72 dpb, lo que implicó un ascenso semanal de 3,3% y de 3,2% respectivamente–, y a pesar del avance en el índice DXY –cerró en 93,2 puntos, 0,6% mayor frente al cierre de la semana pasada–. De este modo, el retroceso del tipo de cambio contrastó con el avance del dólar en el mundo ante la expectativa de una reducción en el estímulo por parte de la Fed.

En efecto, la semana pasada los inversionistas incrementaron sus posiciones largas en dólar ante unos resultados positivos en EEUU que aumentaron la expectativa de una reducción del estímulo por parte de la Fed hacia noviembre por una sólida recuperación de la economía. Si bien la inflación registrada para el mes de agosto aumento menos de lo previsto, las ventas minoristas exhibieron un avance que superó las expectativas de los analistas (ver “[Mercados Externos](#)” en este informe). En línea con lo anterior, los Tesoros a 10 años se desvalorizaron al cierre de la semana, lo que fortaleció el apetito por dólar a nivel global. Así, el peso colombiano se mantuvo por encima de los 3.800 pesos por dólar durante las últimas jornadas, aunque su avance estuvo limitado por las monetizaciones que la DTN continúa haciendo en el mercado spot.

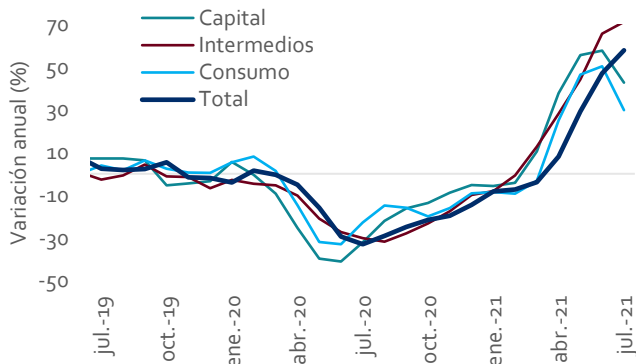
En términos de crudo, el avance en las cotizaciones sigue soportado en el menor suministro del Golfo de México. La producción ha retomado de forma muy paulatina y la llegada del huracán Nicholas afectó la región, obligando a nuevas evacuaciones de las plataformas petrolíferas. Adicionalmente, los inventarios petroleros cayeron en 5,4 millones de barriles, en la semana del 10 de septiembre, por encima de lo esperado y mostrando un gran rebote de la demanda a pesar de las afectaciones por el avance de la variante Delta.

### Principales indicadores financieros de la semana

| Principales indicadores | País         | Cierre   | Variación |          |             |
|-------------------------|--------------|----------|-----------|----------|-------------|
|                         |              |          | Semanal   | 12 meses | Año corrido |
| TRM                     | Colombia     | 3.818,16 | 0,14%     | 3,12%    | 11,24%      |
| Dólar Interbancario     | Colombia     | 3.829,50 | -0,14%    | 3,08%    | 11,91%      |
| BRLUSD                  | Brasil       | 5,29     | -0,62%    | 0,97%    | 1,84%       |
| CLPUSD                  | Chile        | 784,51   | -0,40%    | 3,22%    | 10,42%      |
| PENUSD                  | Perú         | 4,11     | 0,41%     | 16,60%   | 13,64%      |
| MXNUSD                  | México       | 20,02    | 0,40%     | -4,41%   | 0,66%       |
| JPYUSD                  | Japón        | 109,98   | -0,24%    | 4,79%    | 6,51%       |
| USDEUR                  | Eurozona     | 1,17     | -0,74%    | -0,75%   | -4,00%      |
| USDGBP                  | Gran Bretaña | 1,37     | -0,20%    | 5,99%    | 0,50%       |
| DXY (Índice del Dólar)  | EEUU         | 93,20    | 0,58%     | 0,24%    | 3,62%       |

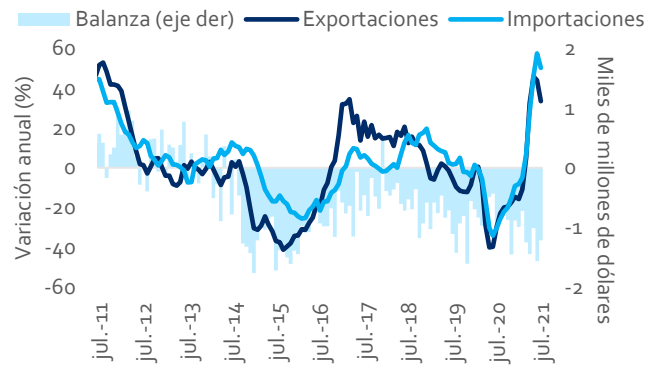
Fuente: Eikon

### Importaciones por tipo de bien (trimestre móvil)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

### Balanza comercial (trimestre móvil)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

### Importaciones siguen avanzando en julio

A nivel local, el DANE reportó que las importaciones colombianas se ubicaron en 4.801 millones de dólares CIF para el mes de julio, lo que supone un avance de 31,7% a/a (ant. 69,8% a/a) y deja las compras externas un 9,3% por encima del promedio de 2019. Al discriminar por países, EEUU con 5 puntos porcentuales (p.p.), Argentina (4,1 p.p.), México (2,1 p.p.) y Brasil (1,6 p.p.) fueron los que más contribuyeron al crecimiento anual. Por tipo de bien, los que más contribuyeron al repunte fueron los bienes intermedios para la industria (20,6 p.p.), que ya se encuentran un 35% por encima del promedio de 2019, el equipo de transporte (3,7 p.p.) y los bienes de consumo duradero (3,7 p.p.). En línea con esto, el déficit comercial se ubicó en 8.164 millones de dólares en lo corrido de 2021 –mayor en un 52,2% a/a –, lo que significó una ampliación del desbalance en 2.800 millones de dólares.

*Las importaciones aumentaron 31,7% en julio, soportadas en el repunte de los bienes intermedios de capital.*



## Mercados externos

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Investigaciones

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

- La atención estará centrada en la reunión de la Fed. También se dará la reunión de política monetaria en el Reino Unido, Japón y Brasil. A nivel macroeconómico se conocerá la estimación preliminar del PMI de septiembre en las economías avanzadas.

### EEUU: la inflación IPC núcleo se moderó por segundo mes consecutivo

En agosto, la inflación IPC aumentó menos de lo esperado, al ubicarse en 0,3% m/m en la estimación total y 0,1% en la núcleo (ant: 0,5% y 0,3%, respectivamente), debido a reducción en los precios de los vehículos usados, bienes de cuidado médico y servicios de transporte, y una menor tasa de aumento en todas las categorías exceptuando energía y vestuario. Vale la pena mencionar que el ritmo de variación mensual alcanzó, por segundo mes consecutivo, la tasa más baja desde febrero.

Con este resultado, la inflación anual se mantuvo en 5,3% (esp: 5,4%) y la inflación núcleo disminuyó a 4,0% (ant: 4,3%, esp: 4,2%), el nivel más bajo en 2 meses. Aunque aún persisten ciertos factores de riesgo inflacionario, como la disrupción sobre la cadena de suministro o la fortaleza del incremento en los salarios, la inflación anual debería continuar moderándose en los próximos meses.

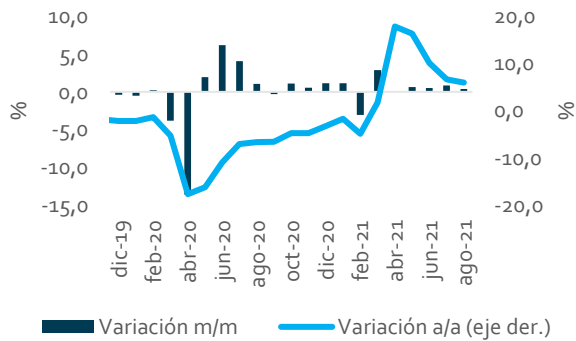
Por su parte, las ventas al por menor aumentaron más de lo esperado en agosto, al incrementar 0,7% m/m (ant: -1,8% revisado a la baja desde -1,1%, esp: -0,8%), impulsadas por las ventas no presenciales y, en menor medida, por el comercio de alimentos. Esto compensó la contracción de 3,6% en las ventas de vehículos y

Tabla 1. Ventas al por menor en EEUU

| Rubro  | Agosto |       | Contribución a la variación |       |
|--|--------|-------|-----------------------------|-------|
|  | % m/m  | % a/a | % m/m                       | % a/a |
| <b>Ventas totales</b>                                    | 0,7    | 15,1  | 0,7                         | 15,1  |
| Excluyendo vehículos                                     | 1,8    | 16,2  | 1,4                         | 12,9  |
| Excluyendo gasolina                                      | 0,8    | 13,6  | 0,7                         | 12,7  |
| Excluyendo vehículos y gasolina                          | 2,0    | 14,3  | 1,4                         | 10,4  |
| <b>Rubros</b>  |        |       |                             |       |
| Vehículos y autopartes                                   | -3,6   | 10,7  | -0,7                        | 2,2   |
| Muebles  | 3,7    | 15,6  | 0,1                         | 0,3   |
| Electrónicos   | -3,1   | 18,1  | 0,0                         | 0,2   |
| Materiales de construcción (hogar)                       | 0,9    | 6,3   | 0,1                         | 0,4   |
| Alimentos  | 1,8    | 5,7   | 0,2                         | 0,8   |
| Bienes de salud y cuidado personal                       | 0,2    | 9,4   | 0,0                         | 0,5   |
| Gasolina   | 0,2    | 35,7  | 0,0                         | 2,4   |
| Vestuario y accesorios                                   | 0,1    | 38,8  | 0,0                         | 1,3   |
| Librerías, artículos deportivos e instrumentos musicales | -2,7   | 19,8  | 0,0                         | 0,3   |
| Mercancía general  | 3,5    | 15,5  | 0,4                         | 1,8   |
| Artículos de oficina y otros                             | 1,4    | 19,2  | 0,0                         | 0,4   |
| Ventas no presenciales                                   | 5,3    | 7,5   | 0,7                         | 1,1   |
| Restaurantes y bares                                     | 0,0    | 31,9  | 0,0                         | 3,2   |

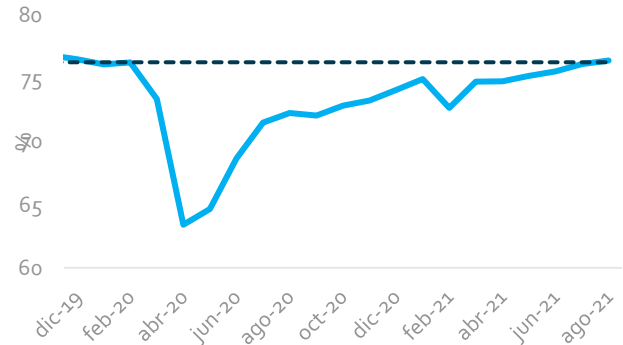
Fuente: BCE.

### Producción industrial en EEUU



Fuente: Eikon.

### Utilización de la capacidad instalada en EEUU



Fuente: Eikon.

autopartes. En términos anuales las ventas aumentaron 15,1%, impulsadas por la reactivación de los restaurantes y bares, y las ventas de combustible.

En contraste, la producción industrial aumentó 0,4% (esp:0,4, ant: 0,8% revisado a la baja desde 0,9%), impulsada por la producción de *utilities* y manufacturera, que compensaron la contracción de 0,6% en la producción minera, segmento afectado por el huracán Ida. Así, la utilización de la capacidad instalada ascendió a 76,4%, superando por primera vez el nivel pre-pandemia.

### Cifras publicadas durante la última semana en EEUU

| Fecha     | Información                                    | Período | Observado | Esperado | Anterior |
|-----------|--|---------|-----------|----------|----------|
| 14-sep-21 | Inflación núcleo (a/a)                         | Ago     | 4,0%      | 4,2%     | 4,3%     |
| 14-sep-21 | Inflación (m/m)                                | Ago     | 0,3%      | 0,4%     | 0,5%     |
| 14-sep-21 | Inflación (a/a)                                | Ago     | 5,3%      | 5,3%     | 5,4%     |
| 15-sep-21 | Producción industrial (m/m)                    | Ago     | 0,4%      | 0,4%     | 0,8%     |
| 15-sep-21 | Inventarios de crudo EIA                       | 6 Sep   | -6,42 M   | -3,54 M  | -1,53 M  |
| 16-sep-21 | Solicitudes iniciales de desempleo             | 6 Sep   | 332 mil   | 330 mil  | 312 mil  |
| 16-sep-21 | Ventas al por menor (m/m)                      | Ago     | 2,5%      | -0,1%    | -1,9%    |
| 17-sep-21 | Índice de confianza del consumidor de Michigan | Sep (p) | 71,0      | 72,0     | 70,3     |

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

## Actividad económica local

**Julio Romero A**

*Economista Jefe*

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

- Los datos del mes de julio del Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) confirman que la recuperación tomó fuerza y la actividad económica ya se ubica por encima del nivel pre pandemia.

- El sector servicios y la industria manufacturera lideraron el crecimiento de la economía en julio.

### › *La economía aceleró su recuperación en julio*

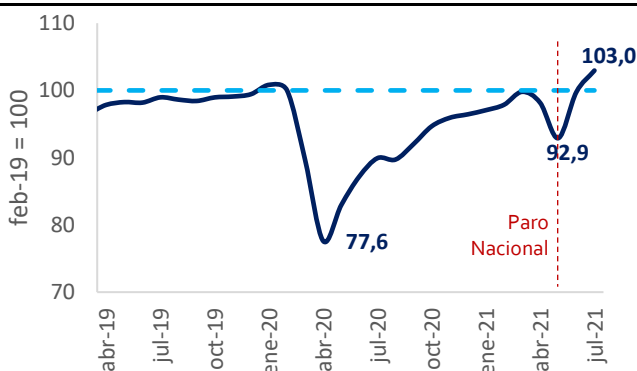
El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) registró un crecimiento mensual de 3,2% en julio, con lo cual su crecimiento anual llegó a 14,3% en su serie original y a 14,5% en la serie desestacionalizada y corregida por efecto calendario. El crecimiento mensual del séptimo mes del año es el segundo más alto de los últimos 12 meses, solo por debajo del registrado en junio de este año (+7,4%), cuando la actividad rebotó tras el impacto adverso del Paro Nacional y los bloqueos de carreteras sobre el aparato productivo. De esta forma, el ISE se ubicó un 3% por encima del nivel en el que estaba antes de la pandemia.

El sector terciario (servicios) y el secundario (industria y construcción) registraron, en su orden, los mejores desempeños en julio, con incrementos anuales de 16,8% y 13,8% respectivamente (desde 19,9% y 11,8% en junio). Por su parte, el sector primario (agro y minero-energético) desaceleró su crecimiento de 3,9% en junio a 1,3% en julio.

### › *Actividad sectorial: recuperación impulsada por servicios*

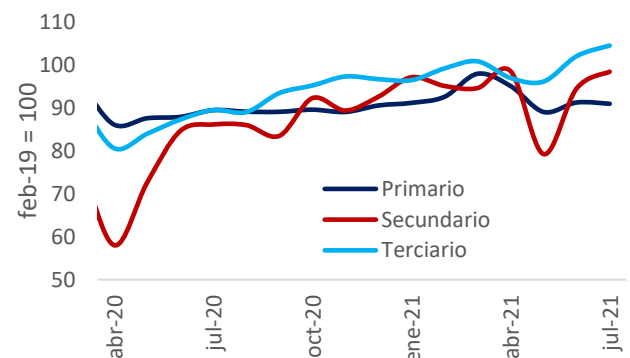
Los datos sectoriales confirman que la recuperación está siendo impulsada por el comercio minorista, varias actividades del sector servicios y la industria manufacturera. En particular, los ingresos del comercio al por menor aumentaron 26,9% anual en julio, acelerándose desde 24,7% en junio, con lo cual se ubican un 10% por encima del nivel pre pandemia.

**ISE (serie desestacionalizado)**



Fuente: DANE

**ISE por sectores**

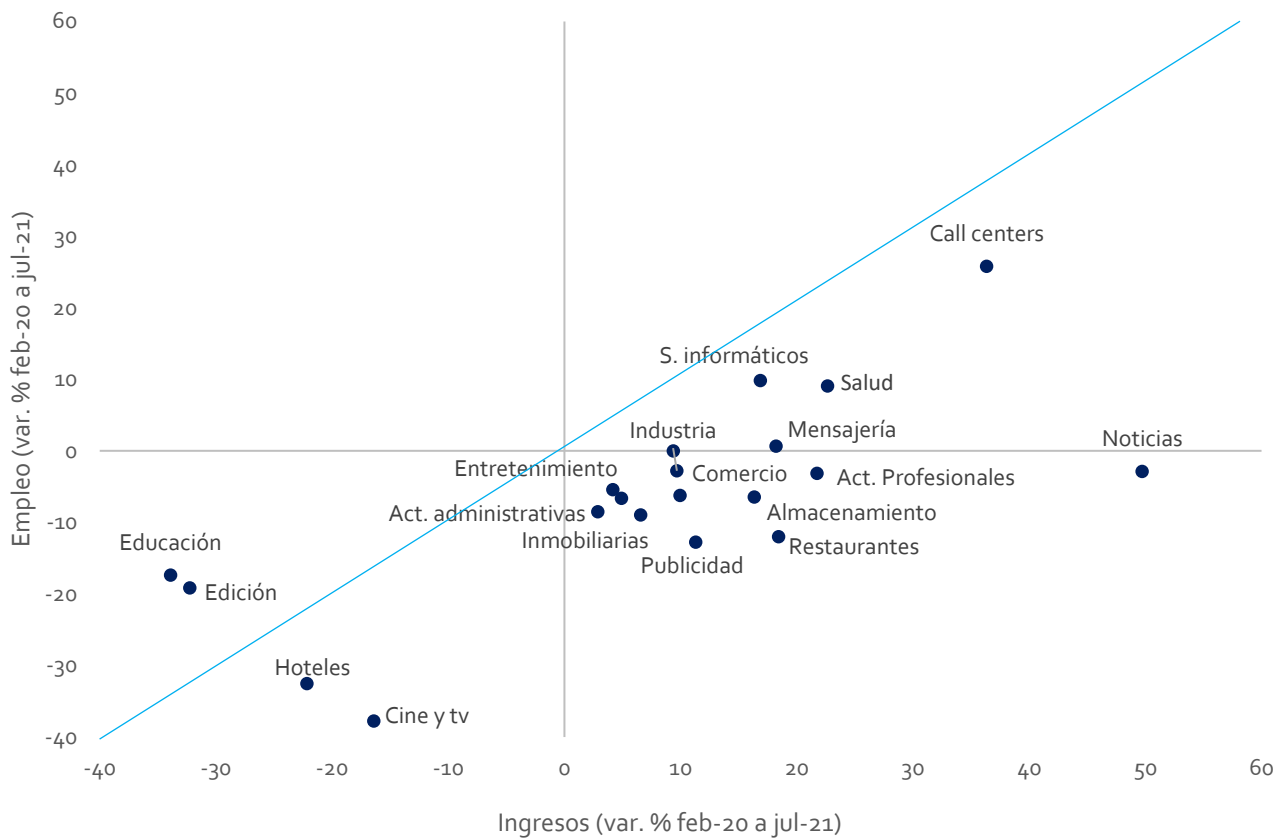


Fuente: DANE.

Por su parte, la producción manufacturera creció 20,1% anual en el séptimo mes del año, similar al dato de junio, ubicándose 13% por encima del nivel pre pandemia.

Dentro del grupo de servicios, se destaca el aumento anual de 117% en los ingresos de restaurantes y hoteles y de 367% en los de cine y televisión. Lo anterior obedece en buena parte a la baja base estadística, teniendo en cuenta que estas actividades estaban prácticamente paralizadas hace un año. No obstante, **esta recuperación no ha sido acompañada de un repunte en el empleo dentro de cada actividad, como se evidencia en el gráfico inferior: mientras solo 4 de 21 actividades registran ingresos inferiores a los que tenían en febrero de 2020, hay 16 con un nivel de empleo por debajo del pre pandemia**

**Ingresos vs empleo por sectores - Cambio % entre febrero 2020 y julio 2021**



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

| Tasa                       | Último | Una semana atrás | Variación semanal (pbs) | Un mes atrás | Cierre 2020 | Un año atrás |
|----------------------------|--------|------------------|-------------------------|--------------|-------------|--------------|
| DTF E.A. (10 sep - 17 sep) | 2,03%  | 2,05%            | -2,0                    | 1,96%        | 1,94%       | 2,50%        |
| DTF T.A. (10 sep - 17 sep) | 2,00%  | 2,02%            | -2,0                    | 1,94%        | 1,92%       | 2,46%        |
| IBR E.A. overnight         | 1,77%  | 1,75%            | 2,0                     | 1,75%        | 1,74%       | 1,99%        |
| IBR E.A. a un mes          | 1,91%  | 1,91%            | 0,5                     | 1,76%        | 1,75%       | 1,95%        |
| TES - Julio 2024           | 5,27%  | 5,13%            | 14,2                    | 4,94%        | 3,45%       | 3,49%        |
| Tesoros 10 años            | 1,37%  | 1,34%            | 2,7                     | 1,27%        | 0,93%       | 0,69%        |
| Global Brasil 2025         | 1,63%  | 1,61%            | 2,3                     | 1,66%        | 1,69%       | 2,13%        |
| LIBOR 3 meses              | 0,12%  | 0,12%            | -0,3                    | 0,13%        | 0,24%       | 0,22%        |

Fuente: BanRep, Superfinanciera

### Evolución del portafolio

| Indicador                           | Último   | Variación semanal | Variación último mes | Variación año corrido | Variación 12 meses |
|-------------------------------------|----------|-------------------|----------------------|-----------------------|--------------------|
| Deuda Pública – IDP Corficolombiana | 631,71   | -0,57%            | -1,07%               | -7,25%                | -7,99%             |
| COLCAP                              | 1321,85  | 0,10%             | 1,55%                | -8,07%                | 10,53%             |
| COLEQTY                             | 923,16   | 0,13%             | 1,71%                | -7,82%                | 10,44%             |
| Cambiarío – TRM                     | 3818,16  | -0,30%            | -0,32%               | 9,65%                 | 3,09%              |
| Acciones EEUU - Dow Jones           | 34584,88 | -0,07%            | -2,15%               | 13,73%                | 23,95%             |

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

## Calendario económico

### Estados Unidos

| Fecha     | Información                                 | Período     | Esperado | Anterior  |
|-----------|---|-------------|----------|-----------|
| 21-sep-21 | Cuenta corriente                            | 2T21        | -190 MM  | -195,7 MM |
| 21-sep-21 | Permisos de construcción                    | Ago         | 1,60 MM  | 1,63 MM   |
| 21-sep-21 | Inicios de construcción de vivienda         | Ago         | 1,58 MM  | 1,53 MM   |
| 22-sep-21 | Ventas de vivienda usada                    | Ago         | 5,89 M   | 5,99 M    |
| 22-sep-21 | Inventarios de crudo EIA                    | 13 Sep, w/e |          | -6,42 M   |
| 22-sep-21 | Tasa de fondos federales                    | 22 Sep      | 0-0.25   | 0-0.25    |
| 22-sep-21 | Tasa de interés sobre el exceso de reservas | 22 Sep      |          | 0,15%     |
| 23-sep-21 | Solicitudes iniciales de desempleo          | 13 Sep, w/e |          | 332 mil   |
| 23-sep-21 | PMI manufacturero de Markit                 | Sep (p)     |          | 61,1      |
| 23-sep-21 | PMI de servicios de Markit                  | Sep (p)     |          | 55,1      |
| 23-sep-21 | PMI compuesto de Markit                     | Sep (p)     |          | 55,4      |
| 24-sep-21 | Ventas de vivienda nueva                    | Ago         | 0,72 M   | 0,71 M    |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Eurozona

| Fecha     | Información                        | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|------------------------------------|---------|----------|----------|
| 22-sep-21 | Índice de confianza del consumidor | Sep     | -5,6     | -5,3     |
| 23-sep-21 | PMI manufacturero de Markit        | Sep (p) | 60,5     | 61,4     |
| 23-sep-21 | PMI de servicios de Markit         | Sep (p) | 59,0     | 59,0     |
| 23-sep-21 | PMI compuesto de Markit            | Sep (p) | 58,9     | 59,0     |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Alemania

| Fecha     | Información                 | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|-----------------------------|---------|----------|----------|
| 23-sep-21 | PMI manufacturero de Markit | Sep (p) | 61,5     | 62,6     |
| 23-sep-21 | PMI de servicios de Markit  | Sep (p) | 60,5     | 60,8     |
| 23-sep-21 | PMI compuesto de Markit     | Sep (p) |          | 60,0     |

### Francia

| Fecha     | Información                 | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|-----------------------------|---------|----------|----------|
| 23-sep-21 | PMI manufacturero de Markit | Sep (p) | 57,0     | 57,5     |
| 23-sep-21 | PMI de servicios de Markit  | Sep (p) | 56,0     | 56,3     |
| 23-sep-21 | PMI compuesto de Markit     | Sep (p) |          | 55,9     |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Reino Unido

| Fecha     | Información                        | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|------------------------------------|---------|----------|----------|
| 23-sep-21 | PMI manufacturero de Markit        | Sep (p) |          | 60,3     |
| 23-sep-21 | PMI de servicios de Markit         | Sep (p) |          | 55,0     |
| 23-sep-21 | PMI compuesto de Markit            | Sep (p) |          | 54,8     |
| 23-sep-21 | Tasa de referencia BoE             | Sep     | 0,1      | 0,1%     |
| 23-sep-21 | Índice de confianza del consumidor | Sep     |          | -8,0     |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Argentina

| Fecha     | Información       | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|-------------------|---------|----------|----------|
| 21-sep-21 | PIB (a/a)         | 2T21    |          | 2,5%     |
| 22-sep-21 | Balanza comercial | Ago     |          | 1,54 M   |
| 23-sep-21 | Tasa de desempleo | 2T21    |          | 10,2%    |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Brasil

| Fecha     | Información                  | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|------------------------------|---------|----------|----------|
| 22-sep-21 | Tasa de interés Selic        | 22 Sep  |          | 5,25%    |
| 24-sep-21 | Cuenta corriente             | Ago     |          | -1,58 MM |
| 24-sep-21 | Inversión extranjera directa | Ago     |          | 6,10 MM  |

Fuente: Thomson Reuters

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

### Japón

| Fecha     | Información                           | Período | Esperado | Anterior |
|-----------|---------------------------------------|---------|----------|----------|
| 21-sep-21 | Decisión de política monetaria        | 22 Sep  |          | -0,1%    |
| 23-sep-21 | Inflación núcleo (a/a)                | Ago     |          | -0,2%    |
| 23-sep-21 | Inflación (a/a)                       | Ago     |          | 0,00     |
| 23-sep-21 | Inflación (m/m)                       | Ago     |          | 0,2%     |
| 23-sep-21 | PMI manufacturero                     | Sep (p) |          | 52,7     |
| 23-sep-21 | Seguimiento de la actividad económica | Sep     |          | 43,5     |

Fuente: Thomson Reuters

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

## Proyecciones económicas

|  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021p | 2022p |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad Económica</b>                                   |       |       |       |       |       |       |
| <b>Crecimiento real</b>                                      |       |       |       |       |       |       |
| PIB (%)  | 1,4   | 2,5   | 3,3   | -6,8  | 8,4   | 3,8   |
| Consumo Privado (%)  | 2,1   | 3,0   | 4,5   | -5,6  | 6,9   | 3,3   |
| Consumo Público (%)  | 3,8   | 7,0   | 4,3   | 3,7   | 7,5   | 3,1   |
| Formación Bruta de Capital Fijo (%)                          | 1,9   | 1,5   | 4,3   | -20,6 | 12,7  | 4,8   |
| Exportaciones (%)  | 2,5   | 0,9   | 2,6   | -18,3 | 10,5  | 4,0   |
| Importaciones (%)  | 1,2   | 5,8   | 8,1   | -17,3 | 14,2  | 2,8   |
| <b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>                  |       |       |       |       |       |       |
| Consumo Privado (p.p.)                                       | 1,4   | 2,1   | 2,7   | -4,1  | 4,8   | 2,3   |
| Consumo Público (p.p.)                                       | 0,6   | 1,1   | 0,8   | 0,6   | 1,3   | 0,6   |
| Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)                       | 0,4   | 0,3   | 0,7   | -4,6  | 2,4   | 1,0   |
| Exportaciones (p.p.)   | 0,4   | 0,1   | -1,2  | 1,5   | 1,4   | 0,6   |
| Importaciones (p.p.)   | -0,3  | -1,2  | 3,3   | -6,8  | 2,9   | 0,6   |
| <b>Precios</b>   |       |       |       |       |       |       |
| Inflación, fin de año (%)                                    | 4,1   | 3,2   | 3,8   | 1,6   | 4,9   | 3,4   |
| Inflación, promedio anual (%)                                | 4,3   | 3,2   | 3,5   | 2,5   | 3,4   | 3,7   |
| <b>Tasas de Interés</b>                                      |       |       |       |       |       |       |
| Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)        | 4,75  | 4,25  | 4,25  | 1,75  | 2,25  | 3,50  |
| DTF E.A., fin de año (%)                                     | 5,21  | 4,54  | 4,48  | 1,96  | 1,60  | 2,75  |
| <b>Finanzas Públicas</b>                                     |       |       |       |       |       |       |
| Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB) | -3,6  | -3,1  | -2,5  | -7,8  | -8,6  | -7,2  |
| Balance fiscal primario GNC (% PIB)                          | -0,7  | -0,3  | 0,7   | -4,9  | -5,3  | -3,7  |
| Deuda bruta GNC (% PIB)*                                     | 47,0  | 49,8  | 50,2  | 64,7  | 67,4  | 69,6  |
| <b>Sector Externo</b>  |       |       |       |       |       |       |
| Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)                         | 2.984 | 3.249 | 3.297 | 3.433 | 3.627 | 3.570 |
| Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)                     | 2.951 | 2.958 | 3.282 | 3.731 | 3.687 | 3.596 |
| Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)              | -3,3  | -3,9  | -4,3  | -3,3  | -4,6  | -4,6  |
| Inversión extranjera directa (% PIB)                         | 3,2   | 3,5   | 4,5   | 3,4   | 4,0   | 4,2   |

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



## Equipo de investigaciones económicas

---

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

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

## Macroeconomía y Mercados

---

### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

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

### Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

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

### Laura Daniela Parra

Analista de Mercados Externos

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

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

### Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

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

### José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

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

### Gabriela Bautista Escobar

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

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

## Renta Variable

---

### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

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

## Finanzas Corporativas

---

### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

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

### Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

### Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[daniel.espinosa@corficolombiana.com](mailto:daniel.espinosa@corficolombiana.com)

## ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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