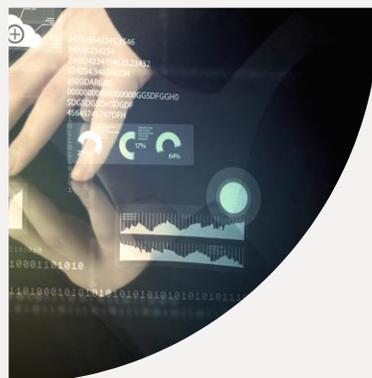
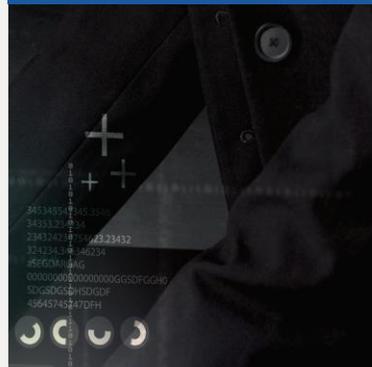


# Informe Renta Fija

## *TES contagiados de optimismo*



10 de febrero de 2023

# Informe Renta Fija

## TES contagiados de optimismo

### Resumen del mes

**Tanto la Fed como el BanRep están muy cerca de finalizar su ajuste monetario.** El contexto ha sido positivo para los mercados de deuda, en la medida que la tendencia a la baja de la inflación en EEUU y la desaceleración económica en Colombia toman un peso más importante en estas decisiones.

**Es así como los mercados de deuda a nivel global y local arrancaron el 2023 contagiados por una ola de optimismo que impulsó un rally en este asset class.**

A nivel local, en nuestro mapa de riesgos siguen estando **los resultados de inflación en Colombia, la apretada y ambiciosa agenda de reformas en el primer semestre del año y una muy probable recesión económica.** Así, vemos valor en estrategias que prioricen mantener la duración corta con niveles de liquidez adecuados.

### Contexto macroeconómico

- La Fed sigue firme ante su postura de endurecimiento monetario. No obstante, los mercados descuentan con un 89,8% que existirá al menos una reducción de 25 pbs en la tasa de interés al cierre de 2023.
- El BanRep estaría cerca a finalizar su ciclo de endurecimiento monetario. En el balance de riesgos, la inflación sigue siendo fundamental, mientras la desaceleración económica gana peso en la discusión.

### Mercados de deuda

- En promedio, las tasas de los bonos a 10 años tanto de economías desarrolladas como emergentes disminuyeron 31 y 24 pbs, respectivamente frente al cierre de 2022.
- En Colombia, la curva de los TES en tasa fija redujo sus rendimientos en promedio 75 pbs en enero versus diciembre 2022. Además, la curva en UVR cayó en promedio 141 pbs.
- La pendiente de la curva en Colombia se encuentra en su nivel más plano en los últimos 7 años, mientras que las inflaciones implícitas a 2, 5 y 10 años son muy superiores al objetivo del BanRep.
- Fondos de capital extranjero compraron COP 2,5 bn en TES en enero, y se mantienen como el principal tenedor de deuda.

### Estrategia

- Mantenemos nuestra estrategia de mantener los portafolios cortos en duración y con una liquidez conservadora, al menos para el 1T23.
- Analizamos un portafolio hipotético de índices COLTES de corto plazo y largo plazo con ponderaciones ajustadas en función del ciclo de política monetaria. Encontramos que en la mitad de las ocasiones este portafolio supera el índice COLTES.
- A pesar de las correcciones vistas en la deuda local, los spreads entre el último dato de cierre y el promedio de los últimos dos años se mantiene más alto en la parte corta de la curva tanto en pesos como en dólares.

**Felipe Espitia**

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

**Julio Romero**

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

## Contexto macroeconómico

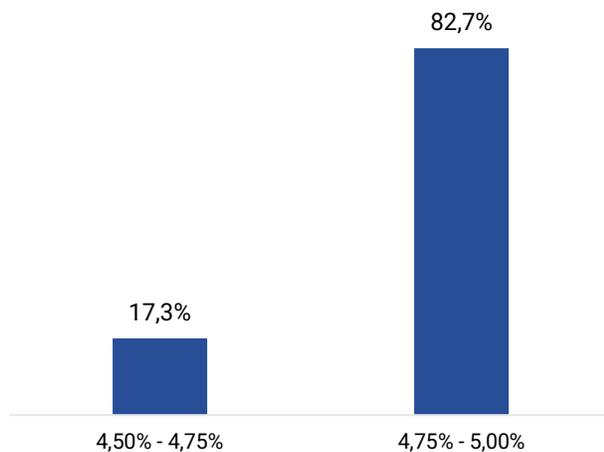
- La Fed sigue firme ante su postura de endurecimiento monetario. No obstante, los mercados descuentan con un 89,8% que existirá al menos una reducción de 25 pbs en la tasa de interés al cierre de 2023.
- El BanRep estaría cerca a finalizar su ciclo de endurecimiento monetario. En el balance de riesgos, la inflación sigue siendo fundamental, mientras la desaceleración económica gana peso en la discusión.

## La Fed abona el terreno

En su primera reunión de política monetaria de 2023, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) decidió aumentar su tasa de interés en 25 puntos básicos (pbs), ubicándola en el rango 4,50% - 4,75%. Si bien esta decisión estaba anticipada por el mercado, los mensajes de J. Powell en la rueda prensa confirman que se mantiene el pulso entre la Fed y el mercado sobre las próximas decisiones de política monetaria. La Fed insiste en que la tendencia a la baja de la inflación no es suficiente para pensar en una postura monetaria menos laxa más adelante, debido principalmente al buen desempeño del mercado laboral y las presiones que esto significa sobre la inflación de servicios.

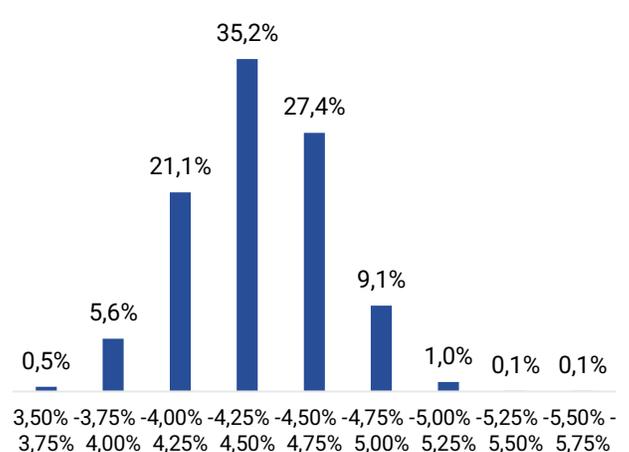
Por su parte, los mercados descuentan con una probabilidad mayor al 80% un aumento adicional de 25 pbs en la reunión de marzo, donde existirá ajustes en proyecciones macroeconómicas y el *dot plot*, lo cual podría reafirmar que este ciclo estaría pronto a terminar o inclusive haber terminado. Para lo que resta del año, la expectativa del mercado sigue puesta en que la Fed se vea en la necesidad de reducir su tasa a finales de este año. De tal forma que la probabilidad de una reducción de al menos 25 pbs se ubica en 89,8% (gráfico 2).

**Gráfico 1. Probabilidad del rango en el que se ubicará la tasa de interés de la Fed en mar-23**



Fuente: CME, *Fed watch tool*. Datos tomados el 2 de febrero de 2023

**Gráfico 2. Probabilidad del rango en el que se ubicará la tasa de interés de la Fed en dic-23**



Fuente: CME, *Fed watch tool*. Datos tomados el 2 de febrero de 2023

## BanRep cerca del final

El Banco de la República (BanRep) ha levantado ligeramente el pie del acelerador. En la primera sesión de la Junta Directiva, decidieron seguir ajustando su tasa, pero con una menor magnitud a lo realizado en la mayor parte de 2022. En esta ocasión, la Junta sorprendió al mercado al aumentar 75 pbs, y llevar la tasa de política monetaria a 12,75%.

Si bien en el balance de riesgos la inflación se mantiene como uno de los factores de mayor preocupación, la desaceleración económica empieza a tomar una mayor ponderación, la cual ya se ha evidenciado en los indicadores líderes desde noviembre de 2022.

## Mercados de deuda

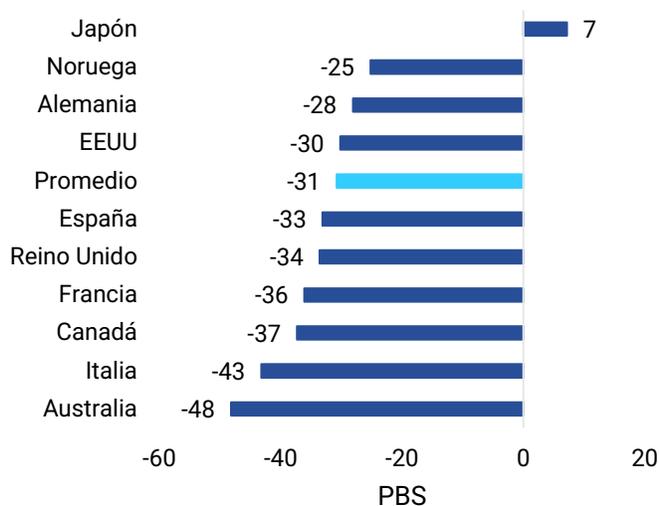
- En promedio, los bonos a 10 años tanto de economías desarrolladas como emergentes se valorizaron 31 y 24 pbs, respectivamente frente al cierre de 2022.
- En Colombia, la curva de los TES en tasa fija redujo sus rendimientos en promedio 75 pbs en enero respecto a diciembre 2022. Además, la curva en UVR cayó en promedio 141 pbs.
- La pendiente de la curva en Colombia se encuentra en su nivel más plano en los últimos 7 años, mientras que las inflaciones implícitas a 2, 5 y 10 años están muy por encima del objetivo de BanRep.
- Los fondos de capital extranjero compraron COP 2,5 bn en TES en enero, y se mantienen como el tenedor No 1 con mayor participación del stock total de deuda.

## Arrancando con el pie derecho

El primer mes del año arrancó con el pie derecho en los mercados de renta fija a nivel global. Gracias a un cese en la inflación global y la expectativa sobre el fin del ciclo de incrementos de tasas de política monetaria de los bancos centrales de países desarrollados, la mayoría de los títulos de deuda pública en las economías analizadas presentaron valorizaciones.

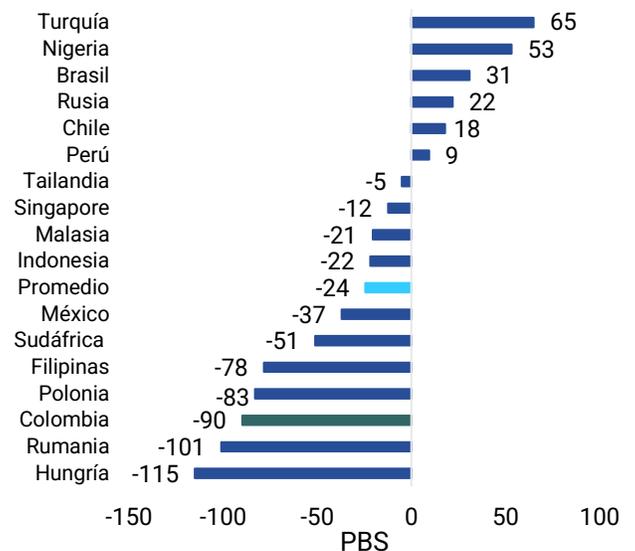
En primer lugar, los bonos a 10 años de economías desarrolladas presentaron una valorización mensual promedio de 31 pbs, con tan solo una excepción: Japón (gráfico 3). En buena medida, todo este movimiento ha sido impulsado por los fundamentales macroeconómicos estadounidenses, donde el caso japonés es particular (ver “Mercado de Deuda” en [Informe Semanal – enero 10 de 2023](#)).

**Gráfico 3. Cambio mensual tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas**



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de enero de 2023

**Gráfico 4. Cambio mensual tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes**



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de enero de 2023

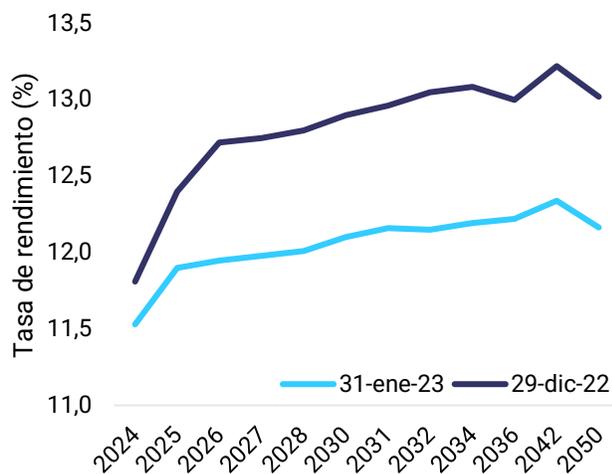
De igual manera, en economías emergentes existieron excepciones a la regla (gráfico 4). Países como Brasil, Rusia, Chile y Perú siguen enfrentando riesgos idiosincráticos, particularmente políticos, lo cual implica una mayor incertidumbre. Sin embargo, en promedio los bonos a 10 años de este tipo de economías presentaron al igual que las economías desarrolladas una valorización de 24 pbs en promedio. Donde Colombia cerró dentro del top 3 de mayores reducciones en la tasa de rendimiento.

### TES contagiados de optimismo

El primer mes del año ha traído una ola de optimismo para la renta fija en Colombia, de la mano de la caída en la inflación en los Estados Unidos. Los TES han presentado valorizaciones del orden de 75 pbs para las denominaciones en tasa fija y de 141 pbs para los TES en UVR.

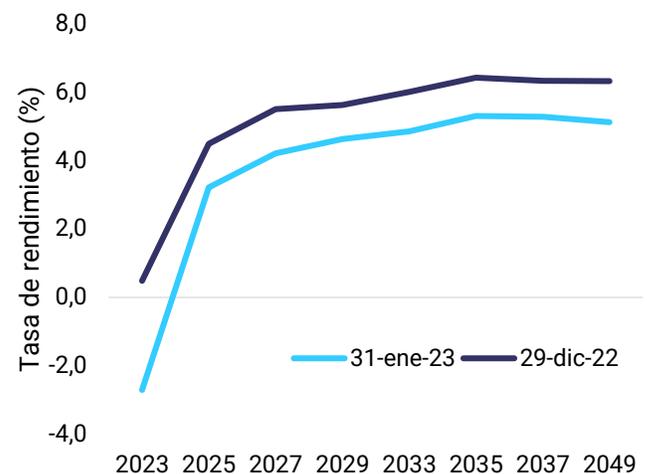
A nivel local, creemos que la inflación aún no ha llegado a su techo (ver “Inflación en Colombia: Entrando en terreno desconocido” en [Informe Semanal – enero 10 de 2023](#)) y la Junta del BanRep está a un paso de terminar con su ciclo de aumentos en la tasa de interés de intervención. Ahora bien, la agenda de reformas del gobierno sigue siendo una fuente importante de incertidumbre que no esperamos que se resuelva antes de mitad de año, cuando termina la actual legislatura. Bajo este contexto, durante enero el mercado local logró beneficiarse de las tendencias globales descritas previamente.

**Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon

**Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en UVR**

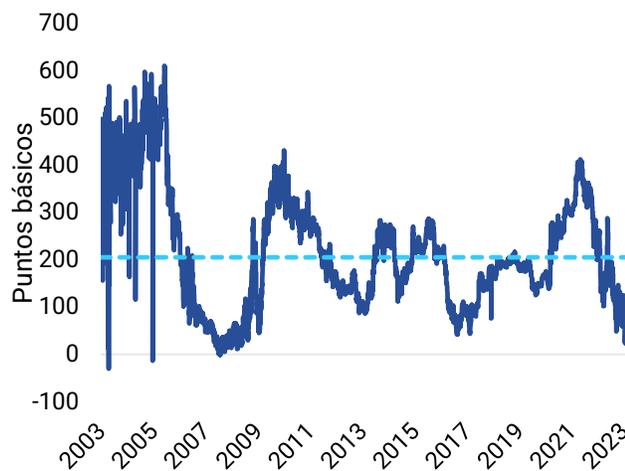


Fuente: SEN y Refinitiv Eikon

Ahora bien, resaltamos algunas señales de alerta sobre el mercado colombiano. Primero, el aplanamiento de la curva cero cupón de los TES en tasa fija, pues la pendiente entre 2 y 10 años alcanzó su nivel mínimo de los últimos siete años. Lo que este indicador nos pudiese estar sugiriendo es la expectativa que tiene el mercado ante un cambio de ciclo con menores niveles de crecimiento e inflación, consistentes con una postura monetaria más laxa en el futuro. Sin embargo, no descartamos que la curva pudiese invertirse en los próximos meses con tasas de interés de corto plazo que aún se mantienen altas.

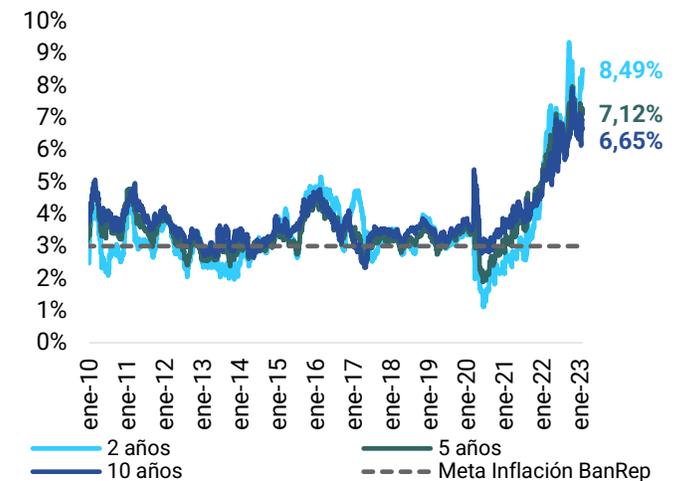
En segundo lugar, encontramos que las inflaciones que espera el mercado a 2, 5 y 10 años se encuentran muy por encima del rango objetivo del Banco de la República. Si bien estimamos que la inflación en Colombia no caerá tan rápido en 2023 y cerraría el año en 10,3%, las expectativas de 5 años en adelante están en niveles muy altos que parecen desalineados de los fundamentales. Lo anterior estaría reflejando un valor relativo en los TES tasa fija respecto a los TES UVR en la parte larga de la curva.

**Gráfico 7. Pendiente de la curva cero cupón de los TES (2 y 10 años)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 8. Inflación implícita extraída de la curva cero cupón**



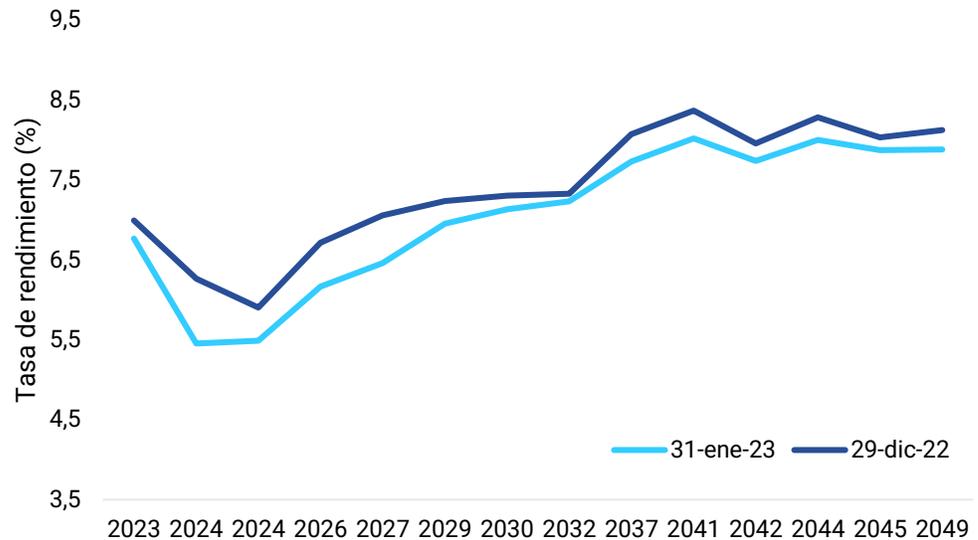
Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

## TES en dólares se beneficiaron del apetito global por riesgo

Al igual que los TES en pesos, los TES en dólares (*yankees*) vieron valorizaciones en el primer mes de año, en línea con lo ocurrido con los movimientos en la renta fija local y global. En promedio, estos títulos presentaron una reducción en sus tasas de rendimiento de 34 pbs.

No obstante, se evidencia una inversión en el tramo entre el título de más corto plazo y los títulos con vencimiento en 2024, 2026 y 2027. Esto podría estar demostrando la poca liquidez del *yankee* que está próximo a vencerse (mar-2023).

**Gráfico 9. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)**



Fuente: Refinitiv Eikon

## Extranjeros vuelven a los TES

En el primer mes de 2023, los extranjeros volvieron a comprar títulos del Gobierno colombiano. Es así como, los fondos de capital extranjero fueron los mayores compradores de TES sumando COP 2,5 billones (bn) a su posición actual que se encuentra en COP 120,5 bn y manteniendo la mayor participación del stock total de deuda de la nación (26,3%).

Las compañías de seguros y capitalización compraron un monto similar a los extranjeros (COP 2,5 bn), siendo el segundo monto más alto de compras de la historia disponible, tan solo superado por las compras mensuales registradas en diciembre de 2022 (COP 3,6 bn).

Por último, en la parte baja de la tabla, las Entidades públicas fueron las que más vendieron bonos soberanos de Colombia con un monto alrededor de COP 696 mil millones. Una operación de tal magnitud no la realizaban desde hace un año, cuando en diciembre de 2021 vendieron cerca de COP 1,3 bn.

**Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – enero 2023**

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de capital extranjero	2.524	2.524	26,3%
Compañías de seguros y capitalización	2.503	2.503	8,5%
Carteras colectivas y fdos admn	762	762	1,2%
Ministerio de Hacienda y CP	737	737	0,4%
Fondos de pensiones y cesantías	655	655	24,7%
Bancos comerciales	565	565	14,2%
Corporaciones financieras	419	419	0,3%
Fiducia pública	198	198	8,7%
Fondos de prima media	82	82	0,6%
Banco de la República	63	63	9,9%
Proveedores de infraestructura	51	51	0,2%
Comisionistas de bolsa	9	9	0,1%
Compañías de financiamiento comercial	0	0	0,0%
Otros fondos	-1	-1	0,0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	-1	-1	0,0%
Entidades sin ánimo de lucro	-2	-2	0,1%
Personas naturales	-3	-3	0,0%
Personas jurídicas	-9	-9	0,3%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-31	-31	0,1%
Instituciones oficiales especiales	-57	-57	4,1%
Entidades públicas	-696	-696	0,3%

Fuente: Ministerio de Hacienda

## Estrategia

- Mantenemos nuestra estrategia de mantener los portafolios cortos en duración y con una liquidez conservadora, al menos para el 1T23.
- Analizamos un portafolio hipotético de índices COLTES de corto plazo y largo plazo con ponderaciones ajustadas en función del ciclo de política monetaria. Encontramos que en la mitad de las ocasiones este portafolio supera el índice COLTES.
- A pesar de las correcciones vistas en la deuda local, los spreads entre el último cierre y el promedio de los últimos dos años se mantiene más alto en la parte corta de la curva tanto en pesos como en dólares.

## Índices COLTES

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde 2008 diseñó los índices de deuda pública COLTES y COLTES UVR<sup>1</sup>, más sus modalidades a corto y largo plazo, para que los inversionistas expuestos al mercado de deuda de nuestro país pudiesen darle un seguimiento.

Dentro de los criterios que la BVC tiene en cuenta para el rebalanceo mensual de estos índices tiene en cuenta: 1) el título debe tener un vencimiento mayor a un año, y 2) el volumen de este activo debió haber participado en al menos 0,1% del total negociado de los bonos, en los tres meses anteriores al rebalanceo.

Por último, en cuanto a la caracterización por tipo de plazo, si el índice de referencia es de corto plazo incluye todos los títulos con vencimiento entre uno y cinco años, mientras que el índice de largo plazo incluye títulos con vencimientos mayores a los cinco años. De no tener esta caracterización, incluye todos los títulos que actualmente se negocian en el mercado.

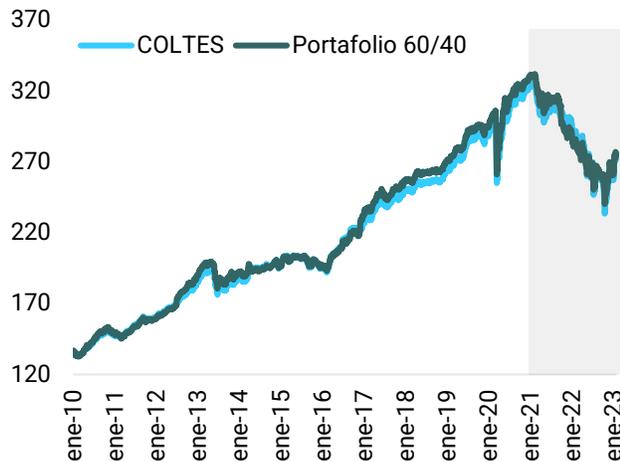
## La estrategia 60/40

Iniciaremos manteniendo nuestra estrategia de permanecer cortos en duración y mantener una liquidez adecuada durante el 1T23 (ver “Un año para la historia” en [Informe Renta Fija – enero 11 de 2023](#)). Las principales razones son el ajuste que esperamos en marzo de la tasa de interés de BanRep y la agenda de reformas del gobierno nacional, en especial la pensional. A estas razones le sumamos dos argumentos técnicos, con el fin de ratificar nuestra estrategia actual.

Primero, construimos un portafolio hipotético (gráfico 7) con los índices COLTES de corto plazo y COLTES de largo plazo, en el cual su ponderación depende del ciclo de política monetaria. En este momento, el COLTES de corto plazo pesa 60% y el COLTES de largo plazo el 40% restante. Cuando BanRep vaya a iniciar el ciclo de reducción de tasas, los pesos entre los COLTES de corto y largo plazo deben invertirse con un mes de anticipación. Como *benchmark* de este portafolio utilizamos el índice COLTES, que agrupa todos los TES en tasa fija. Dicho esto, encontramos que el portafolio hipotético 60/40 superó al índice COLTES en el 69% de las ocasiones, tomando una muestra diaria desde enero de 2010.

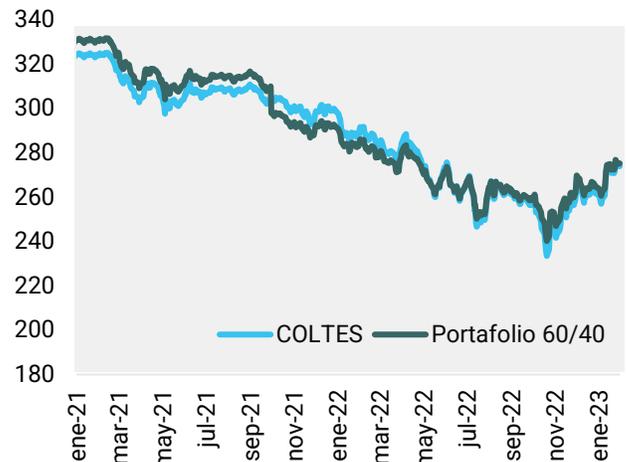
<sup>1</sup> BVC (2020). Metodología familia de índices COLTES. Tomado en línea: <https://media.graphassets.com/8hgOIMlrTaiJ6NBjDm4Q>, recuperado: febrero 2 de 2023

Gráfico 10a. COLTES y Portafolio hipotético



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 10b. COLTES y Portafolio hipotético



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

No obstante, al calcular las rentabilidades efectivas anuales para seis ciclos de ajustes monetarios, en la mitad de ellos nuestro portafolio hipotético vence al índice COLTES. Si bien esto puede no ser concluyente, las veces en que nuestra estrategia planteada vence al *benchmark*, en promedio lo suele hacer en una mayor magnitud versus cuando suele perder (tabla 2). De tal forma, y a la expectativa de que el ciclo de ajustes del BanRep está por terminar, la estrategia 60/40 podría estar vigente solo hasta marzo o abril. Pasados estos meses, con más conocimiento sobre la agenda de reformas y la inflación, daremos el paso a exponer los portafolios a una mayor duración, si las condiciones así lo permiten.

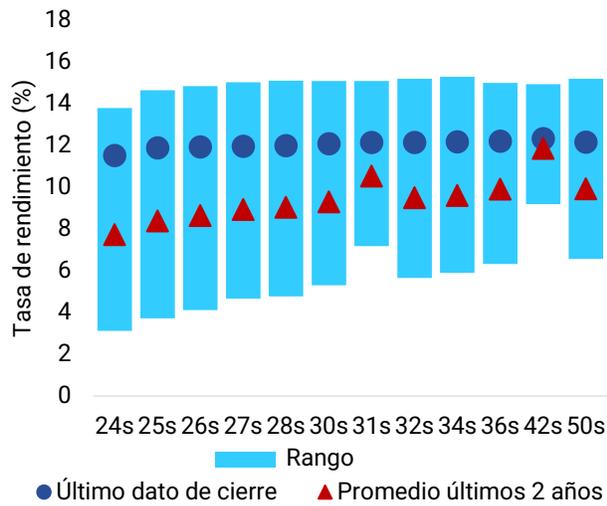
Tabla 2. Rentabilidades efectivas anuales (EA)

Ciclo BanRep	COLTES	Port. 60/40	Diferencia
2010-2011	7,69%	8,16%	0,47%
2011-2012	10,69%	10,49%	-0,20%
2012-2014	5,63%	5,76%	0,13%
2014-2016	6,78%	6,54%	-0,24%
2016-2021	6,75%	6,58%	-0,17%
2021-Hoy	-7,70%	-5,77%	1,92%

Cálculos: Corficolombiana

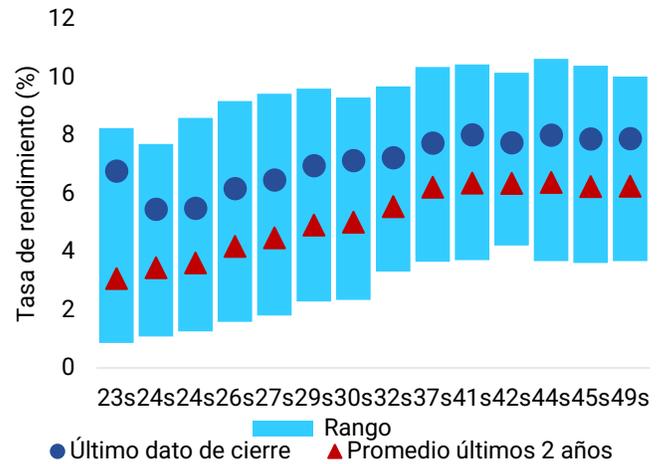
Nuestro segundo argumento radica más en los movimientos del mercado sobre la curva *spot* de los TES en tasa fija (gráfico 11). Actualmente, el buen desempeño del mercado en enero ha significado que el *spread* entre el último cierre de cada título y su promedio en los últimos dos años se cerró más en los títulos de la parte larga que en los de la parte corta. Ante la expectativa de menores incrementos en la tasa del BanRep, el mayor apetito por títulos colombianos, la posibilidad de posibles canjes que pueda realizar el Gobierno nacional y las tasas que actualmente ofrecen al vencimiento títulos como los TES de 2024 o 2025, vemos más valor en la parte corta de la curva en estos momentos.

Gráfico 11. TES en tasa fija



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. Datos al 31 de enero de 2023

Gráfico 12. TES en dólares



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. Datos al 31 de enero de 2023

Finalmente, para los TES en dólares (gráfico 12) también preferimos títulos de corta duración sobre los de larga duración. Sobre el argumento de un spread todavía mucho mayor en la parte corta de la curva, sumamos la tendencia decreciente en las primas de riesgo que hemos percibido desde noviembre del año anterior, más la expectativa que la Fed está cada vez más cerca de terminar su ciclo de ajuste monetario.

## Equipo de investigaciones económicas

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

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

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

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

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

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

#### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

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

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

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

### Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

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

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

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

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

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

#### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

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

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

**ADVERTENCIA**

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

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

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

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

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

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

**Certificación del analista**

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

**Información de interés**

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

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

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

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

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