



**PERSPECTIVA  
SECTORIAL  
ENERGÍA**

**¿Hacia dónde van los  
precios de la energía  
eléctrica?**

13 de septiembre de 2023

# Informe Perspectiva Sectorial-Energía

## ¿Hacia dónde van los precios de la energía eléctrica?

**Jose Luis Mojica**

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*  
(+57-601) 3538787 Ext. 69964  
jose.mojica@corficolombiana.com

**Maria Camila Orbezo**

*Directora de Sectores y Sostenibilidad*  
(+57-601) 3538787 Ext. 69975  
maria.orbezo@corficolombiana.com

- En los últimos meses, el crecimiento de los precios de energía en contratos de largo plazo se ha desacelerado, en línea con la dinámica desinflacionaria de los precios al productor (IPP).
- La posibilidad de un Fenómeno del Niño de intensidad moderada-fuerte ha puesto la lupa sobre las presiones alcistas que un episodio así puede generar sobre los precios de energía eléctrica.
- Las expectativas sobre una disminución del nivel de los embalses están presionando los precios en bolsa, lo que generará incentivos para mayores precios en nuevos contratos de largo plazo.
- Nuestros estimativos señalan que los crecimientos anuales del precio en bolsa podrían ubicarse entre 190% y el 274% en este segundo semestre.
- El Niño es un fenómeno que genera un choque adverso sobre la inflación al productor. Esto implica una presión adicional en los precios de contratos de largo plazo vía indexación.
- Nuestros cálculos a partir de un modelo VAR con una variable exógena apuntan a que los choques que elevan las cotizaciones en bolsa y el IPP tienen efectos inflacionarios sobre los precios del mercado no regulado y regulado, además de que impactan el componente de electricidad en el IPC.
- Un choque que aumente los precios en bolsa en 100% a/a agrega 0,4 puntos porcentuales (p.p.) y 1,1 p.p. al crecimiento anual de los precios regulados y no regulados de los contratos de largo plazo, respectivamente.
- Por cada punto porcentual que se eleve el crecimiento anual de los precios regulados, la inflación de electricidad de los hogares aumenta en 0,9 p.p. de forma contemporánea
- Si bien el Fenómeno del Niño es un factor alcista en nuestras previsiones de precios de energía, el efecto base de los máximos alcanzados el año pasado permitirá que continúe la tendencia de normalización en los precios del mercado regulado, no regulado y en el componente de electricidad del IPC.

## Informe Perspectiva Sectorial Energía

### ¿Hacia dónde van los precios de la energía eléctrica?

En los últimos meses, el crecimiento de los precios de energía en contratos de largo plazo se ha desacelerado, en línea con la dinámica desinflacionaria de los precios al productor (IPP). Sin embargo, la posibilidad de un Fenómeno del Niño de intensidad moderada-fuerte ha puesto la lupa sobre las presiones alcistas que un episodio así puede generar sobre los precios de energía eléctrica.

Las sequías generalizadas impactarán los precios por medio de dos canales: por un lado, las expectativas sobre una disminución del nivel de los embalses están presionando los precios en bolsa, lo que generará incentivos para mayores precios en nuevos contratos de largo plazo.

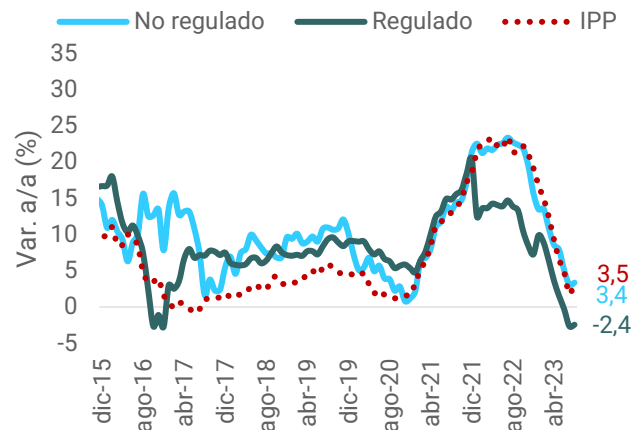
En segundo lugar, el Niño es un fenómeno que genera un choque adverso sobre el sector agrícola y ganadero, afectando la oferta de insumos y materias primas para otros sectores. Esto implica una presión adicional para el IPP, lo que incide en los precios de contratos de largo plazo vía indexación.

Nuestros cálculos a partir de un modelo VAR con una variable exógena apuntan a que los choques que elevan las cotizaciones en bolsa y el IPP tienen efectos inflacionarios sobre los precios del mercado no regulado y regulado, además de que impactan el componente de electricidad en el IPC. A pesar de esto, el efecto base del año pasado permitirá que continúe la tendencia desinflacionaria de los precios de la energía eléctrica.

### 1. Sube en ascensor, baja por escalera: Los precios de contratos de largo plazo se han desacelerado

Los precios de los contratos en el mercado regulado y no regulado han desacelerado su crecimiento a lo largo del 2023 (Gráfico 1). Después de los máximos alcanzados el año pasado, en donde los precios regulados avanzaron hasta 14,7% a/a y los no regulados hasta 23,4% a/a, la desaceleración en el IPP ha posibilitado una normalización en la inflación en los contratos de largo plazo de energía eléctrica. En efecto, durante agosto los precios regulados retrocedieron 2,4% a/a y los no regulados avanzaron apenas un 3,4% a/a.

**Gráfico 1. Crecimiento de los precios de electricidad y el IPP**



Fuente: XM y DANE. Cálculos Corficolombiana.

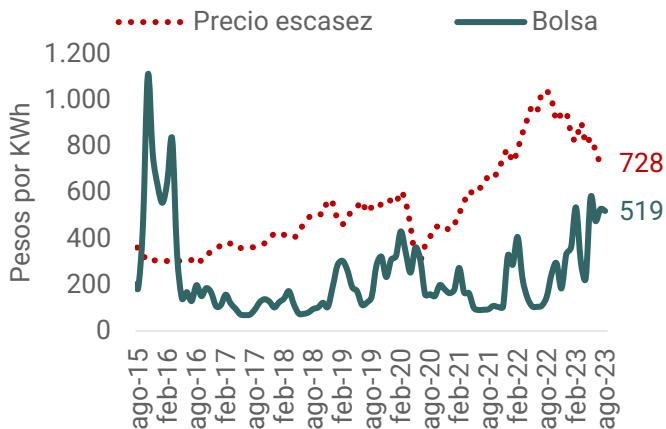
**En general, esta dinámica desinflacionaria ha encontrado sus bases en la moderación de la inflación al productor.** Dado que todos los componentes de la tarifa de energía eléctrica en los contratos de largo plazo están indexados regulatoria o voluntariamente al IPP de oferta interna, los precios en este mercado replican de cerca las dinámicas de la inflación al productor (ver "Propuestas de medidas para disminuir las

tarifas de energía eléctrica” en [Informe de Perspectiva Sectorial – marzo del 2023](#)).

Desde finales del 2022, cuando el IPP de oferta interna alcanzó un avance de 21% a/a, la desaceleración ha sido palpable, y en agosto registró un crecimiento de apenas un 3,5% a/a, el segundo más bajo desde inicios de 2021.

A pesar de esto, los precios en bolsa se han visto presionados al alza por las expectativas de que un Fenómeno del Niño, de alcance moderado, disminuya el nivel de los embalses durante el segundo semestre de 2023 y limite la capacidad de generación de las fuentes hidráulicas. En particular, las cotizaciones pasaron de 362 a 518 pesos por KWh entre enero y agosto, y en términos anuales ya registran crecimientos del orden del 248% en el octavo mes del año (Gráfico 2).

### Gráfico 2. Precios en bolsa y precio de escasez

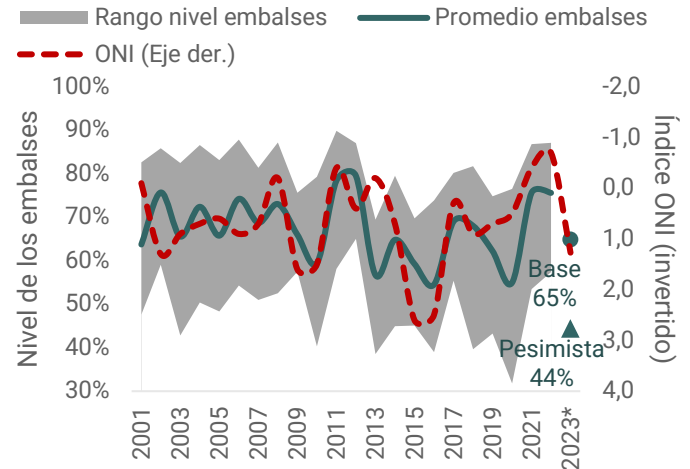


Fuente: XM. Cálculos Corficolombiana.

Las proyecciones del Índice de Oscilaciones del Sur (ONI) apuntan a que en el segundo semestre experimentaremos un Fenómeno del Niño de una intensidad similar al del 2002. En línea con esto, la relación histórica entre el índice ONI y el nivel de los embalses apunta a que los registros podrían promediar el 65% (actualmente se ubican en el 80%). Sin embargo, una intensidad alta de las sequías podría llevar los registros al 44%, según nuestros estimativos.

Informe realizado por: Dirección Sectores y Sostenibilidad.

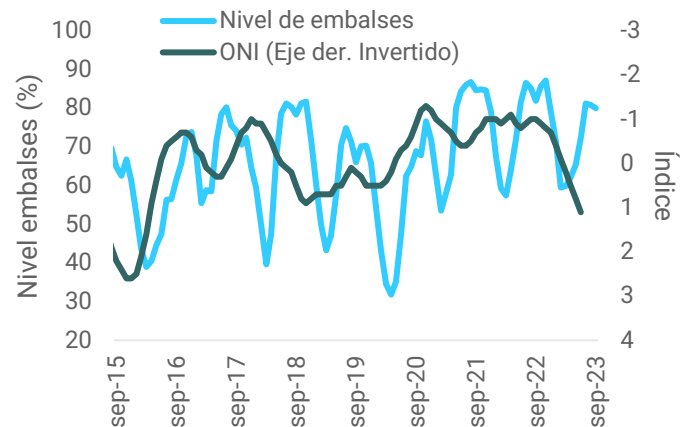
### Gráfico 3. Nivel de embalses e índice ONI



Fuente: XM y NOA. Cálculos Corficolombiana.

La buena noticia es que aún no se observan disminuciones sustanciales en los aportes hídricos al SIN. A pesar de que la NOA declaró el inicio del Fenómeno del Niño desde abril, el nivel de los embalses ha subido desde el 59,5% hasta el 80% en los últimos 8 meses (Gráfico 4). De hecho, la tendencia del último trimestre apunta a un deterioro muy moderado en los niveles de reservas hídricas, que apenas bajaron un 1,2% entre julio y septiembre.

### Gráfico 4. Evolución reciente del nivel de los embalses

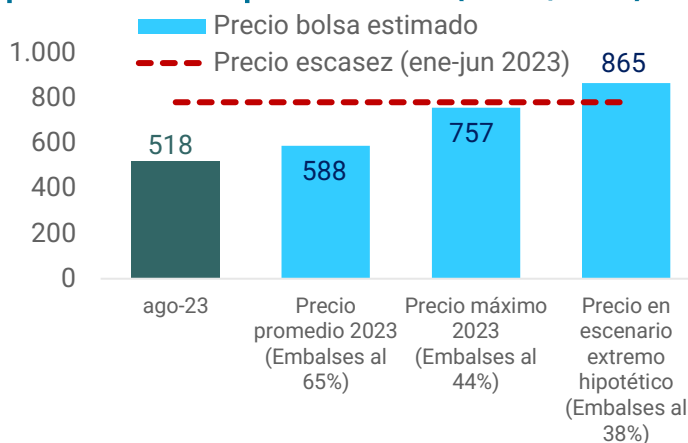


Fuente: XM y NOA. Cálculos Corficolombiana.

## 2. Efectos del Niño en la inflación de energía eléctrica

**El Fenómeno del Niño tiene dos canales por los cuales impactará los precios de la energía.** Por un lado, el menor nivel de reservas hídricas exacerbará los precios en bolsa. Por otro lado, las sequías generalizadas podrían afectar la producción agrícola y ganadera, presionando al alza la inflación al productor y los contratos de largo plazo del mercado regulado y no regulado. En el balance, prevemos que un Niño moderado tendrá efectos limitados en el proceso de normalización de la inflación de energía eléctrica, disminuyendo marginalmente la velocidad en la desaceleración de las tarifas que hemos observado hasta el momento.

**Gráfico 5. Cálculos de aumento en el precio en bolsa por escenario (Pesos/KWh)**



Fuente: XM y NOA. Cálculos Corficolombiana.

**En primer lugar, nuestros estimativos apuntan a que el precio promedio mensual en bolsa podría oscilar entre los 588 y los 757 pesos por KWh en la segunda mitad del año, dependiendo del nivel mínimo al que lleguen los embalses (Gráfico 5).** Los cálculos surgen de un ejercicio de oferta y demanda de los jugadores en bolsa, en donde estresamos la capacidad de generación hídrica y la reemplazamos por otros generadores que entran en el mercado con precios más elevados.

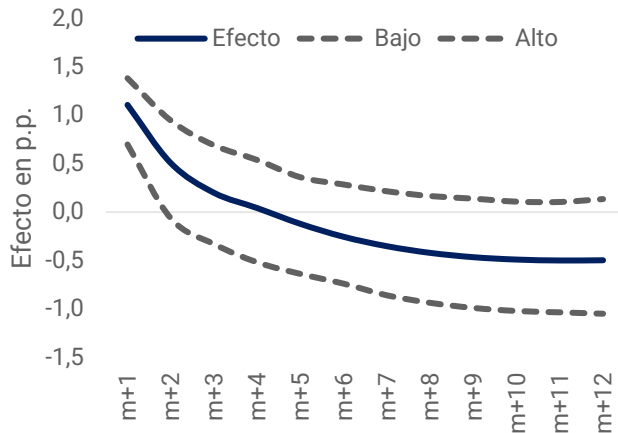
Aunque en un escenario de Niño moderado nuestras proyecciones señalan una subida insuficiente para detonar el mecanismo de cargo por confiabilidad, los crecimientos anuales del precio en bolsa podrían ubicarse entre 190% y el 274% en este segundo semestre.

Si bien el suministro de energía vía bolsa dentro del total del Mercado de Energía Mayorista es de apenas un 30%, las señales de precios más altos en este mercado generan incentivos a los jugadores que negocian bilateralmente en el mercado de contratos de largo plazo. Así las cosas, **incrementos en los precios en bolsa usualmente marcan aumentos en los precios del mercado regulado y no regulado.**

En línea con este hecho estilizado, **nuestros estimativos a partir de un modelo VAR concluyen que, un choque que aumente los precios en bolsa en 100% a/a agrega 0,4 puntos porcentuales (p.p.) y 1,1 p.p. al crecimiento anual de los precios regulados y no regulados de los contratos de largo plazo, respectivamente.** Para este ejercicio, estimamos un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con información mensual desde el 2010 del IPP de oferta interna, los precios de energía eléctrica en bolsa y contratos regulados y no regulados y el IPC de electricidad. Además, agregamos una variable exógena relacionada con el clima para capturar la intensidad del Fenómeno del Niño: el índice de oscilaciones del sur ONI.

Como se observa en los gráficos 6 y 7, un choque que duplica los precios en bolsa agrega de forma contemporánea 0,4 p.p. y 1,1 p.p. al crecimiento anual de los precios de energía en el mercado regulado y no regulado. Si bien el efecto se traslada inmediatamente al mercado de contratos de largo plazo, la persistencia es muy baja y desde el segundo mes deja de ser estadísticamente significativo.

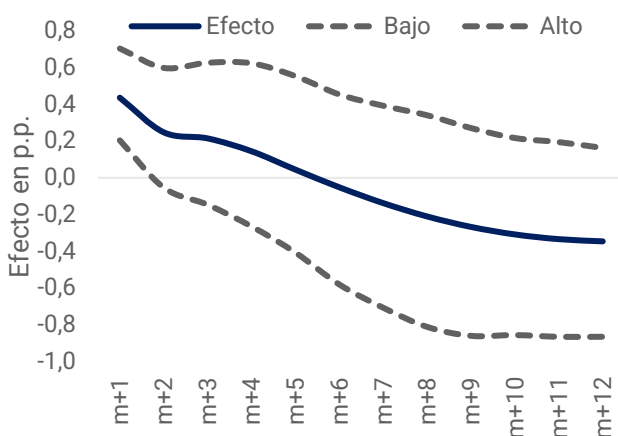
### Gráfico 6. Función impulso respuesta sobre crecimiento de precios no regulados



Cálculos Corficolombiana.

\*IRF de un choque de 100% en los precios en bolsa.

### Gráfico 7. Función impulso respuesta sobre crecimiento de precios regulados



Cálculos Corficolombiana.

\*IRF de un choque de 100% en los precios en bolsa.

**Así las cosas, el impacto previsto del Fenómeno del Niño sobre el nivel de embalses afectará en mayor medida los precios del mercado no regulado.** En efecto, crecimientos de entre 190% y 274% para los precios en bolsa podrían agregar entre 0,8 p.p. y 1,1 p.p. al crecimiento anual de los precios del mercado regulado. Para el caso del mercado no regulado, el incremento podría ser entre 2,1 p.p. y 3,0 p.p. en las variaciones anuales.

En segundo lugar, una presión alcista vendrá adicionalmente de los efectos del Fenómeno del Niño sobre el principal indexador de los contratos de largo plazo: el IPP de oferta interna. Las sequías tendrán efectos adversos sobre el sector agrícola y ganadero, lo que generará escasez de algunos alimentos y materias primas para varios sectores, incluyendo el industrial. Esto presionará al alza la inflación al productor, exacerbando los precios de energía indexados al IPP de oferta interna.

Un comparativo de las épocas con Fenómeno del Niño frente a otros tiempos de normalidad climática apunta a que en promedio la inflación al productor se acelera 1,2 p.p. ante el choque. Durante los últimos veinte años, la inflación al productor ha promediado el 4,9% a/a en épocas de Niño, mientras que el resto de los años se mantuvo cerca del 3,7% a/a. Al hacer una prueba de diferencia de medias, este diferencial se revela como estadísticamente significativo.

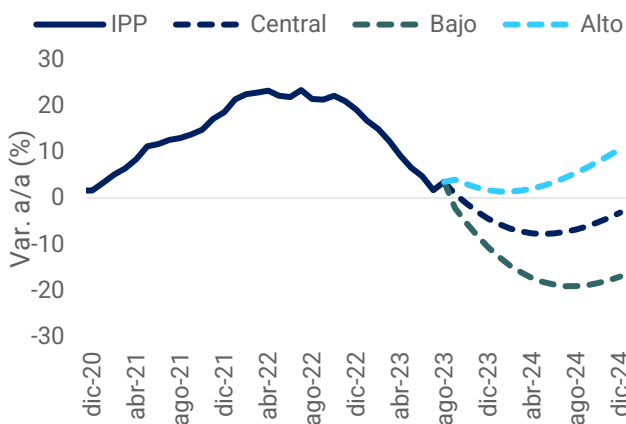
Dada la estrecha relación de la inflación al productor con el crecimiento de los precios de energía en contratos, es de esperar que un aumento en el avance del IPP en 1,2 p.p. se traslade de forma proporcional y contemporánea al mercado regulado y no regulado. En efecto, en línea con los resultados de nuestro último informe de Perspectiva Sectorial ([Informe de Perspectiva Sectorial – marzo del 2023](#)), un choque de 1 p.p. en la inflación al productor se traslada de forma proporcional y contemporáneamente a los precios de contratos de largo plazo, además de que mantiene cierta persistencia por entre 6 y 12 meses.

En consecuencia, nuestras proyecciones apuntan a que el IPP de oferta interna podría continuar su dinámica de desaceleración, aunque a un ritmo menor por las presiones alcistas que generará el Niño sobre la oferta<sup>1</sup>. En

<sup>1</sup> Estas proyecciones surgen del modelo VAR estimado. Así, hay que tener en cuenta que es una senda de inflación al productor que solo toma en consideración las expectativas de Fenómeno del Niño

un escenario base de Niño moderado, la inflación al productor pasará de 3,5% a/a en agosto a -4,4% a/a en diciembre del 2023 y -3,2% a/a al cierre del 2024 (Gráfico 8). Aunque la tendencia es alentadora, las caídas resultan modestas si se les compara con el avance que exhibió la inflación al productor en 2022 de 21,9% en promedio.

### Gráfico 8. Proyección del IPP de oferta interna

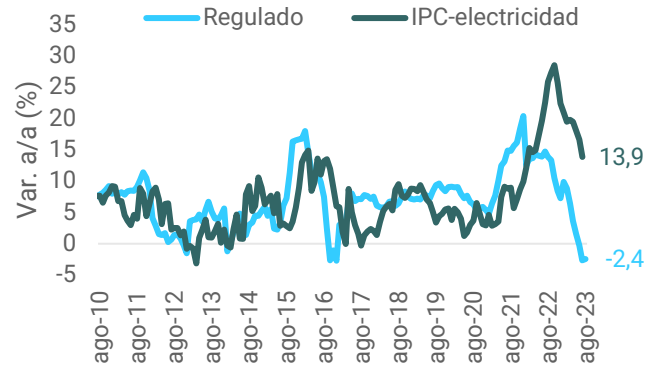


Cálculos Corficolombiana.

En suma, los efectos adversos de las sequías podrían debilitar el proceso de normalización de los precios de electricidad en el mercado regulado y no regulado. Esto a su vez tendrá repercusiones sobre el componente de electricidad del IPC, que ha mostrado una desaceleración a un ritmo mucho menor que el del mercado regulado.

Como se observa en el gráfico 9, la desaceleración en los precios de energía eléctrica del mercado regulado ha ocurrido a un ritmo mucho mayor que el observado por la inflación de electricidad del IPC. Mientras que en el mercado regulado los precios ya registran un retroceso de 2,4% a/a para agosto, el IPC de electricidad marcó un crecimiento de 13,9% a/a para el mismo mes.

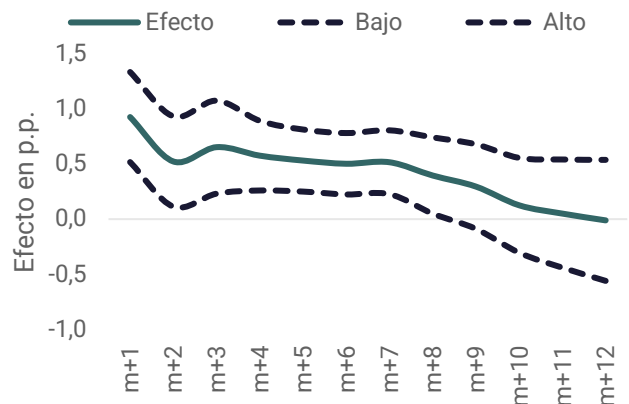
### Gráfico 9. Precios del mercado regulado y componente de electricidad del IPC



Fuente: DANE y XM. Cálculos Corficolombiana.

Dada la correlación histórica entre el mercado regulado y el componente de electricidad del IPC, es razonable pensar que los efectos inflacionarios del Niño sobre los contratos de largo plazo se trasladan en algún grado a la inflación del consumidor. En particular, nuestro modelo apunta a que un choque que eleve el crecimiento de los precios en el mercado regulado se traslada proporcionalmente a la inflación de electricidad medida en el IPC.

### Gráfico 10. Función impulso respuesta sobre inflación de electricidad (IPC)



Cálculos Corficolombiana.

\*IRF de un choque de 1% en los precios regulados.

Como se observa en el gráfico 10, por cada punto porcentual que se eleve el crecimiento anual de los precios regulados, la inflación de

de la NOA y la dinámica endógena del IPP de oferta interna con los precios de la energía eléctrica.

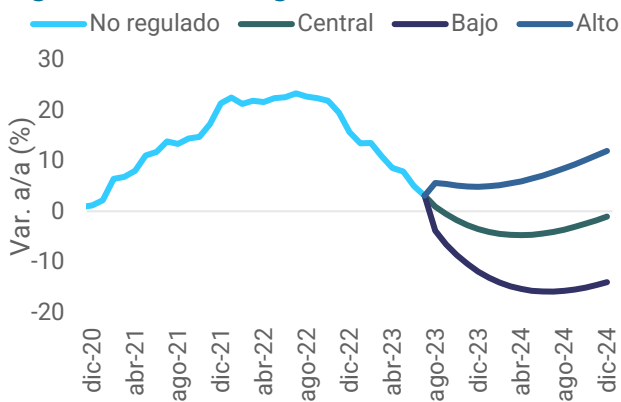
Informe realizado por: Dirección Sectores y Sostenibilidad.

**electricidad de los hogares aumenta en 0,9 p.p. de forma contemporánea.** Este efecto se diluye pasados 8 meses después del choque. Estos resultados sostienen dos conclusiones: primero, es razonable pensar que la dinámica reciente de desaceleración en el mercado regulado debe trasladarse en los próximos meses a la inflación de electricidad y, segundo, el efecto inflacionario del Niño sobre los precios regulados también se reflejará en una normalización más lenta del componente de electricidad del IPC.

### 3. Perspectivas de precios de energía eléctrica

Si bien el Fenómeno del Niño es un factor alcista en nuestras previsiones de precios de energía, el efecto base de los máximos alcanzados el año pasado permitirá que continúe la tendencia de normalización en el mercado regulado, no regulado y en el componente de electricidad del IPC. Así las cosas, haciendo uso del modelo VAR estimado, proyectamos los indicadores de precios del mercado mayorista y el IPC.

#### Gráfico 11. Proyección de precios no regulados de energía

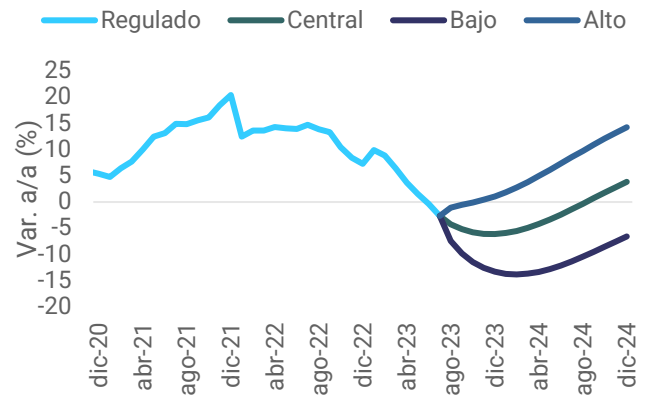


Cálculos Corficolombiana.

Por un lado, el crecimiento de los precios en los contratos del mercado no regulado cerrará en -3,5% a/a el 2023 y para el próximo año exhibirán una caída de -3,6% a/a en promedio, cerrando el 2024 en -1,0% a/a (Gráfico 11). Aunque es una

normalización importante, se queda corta si se le compara con el avance de 21,5% a/a que registró este mercado durante el 2022.

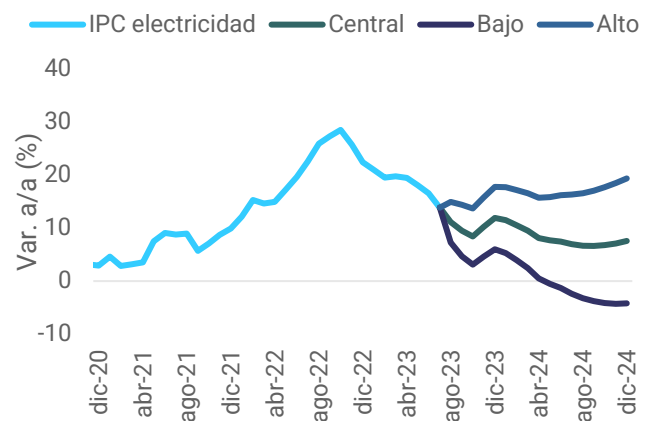
#### Gráfico 12. Proyección de precios regulados de energía



Cálculos Corficolombiana.

Por su parte, los precios en el mercado regulado seguirán su senda de decrecimientos anuales (Gráfico 12). Nuestras proyecciones apuntan a una caída de -6,1% a/a para el cierre de este año y un promedio de -1,6% a/a para el 2024, siendo que en 2022 el aumento se ubicó por el orden del 12,5% a/a. Esta dinámica llevará el crecimiento a 3,9% a/a para diciembre del próximo año.

#### Gráfico 13. Proyección de IPC de electricidad



Cálculos Corficolombiana.



13 de septiembre 2023

En línea con esta normalización limitada de los precios en los contratos de largo plazo, el componente de electricidad del IPC también exhibirá una convergencia paulatina a unos menores niveles de inflación (Gráfico 13). Al respecto, esperamos que el ritmo de desaceleración lleve a cerrar el 2023 con una inflación de 11,9% a/a. Asimismo, el próximo año

proyectamos un avance de 8,0% a/a en promedio, cerrando el 2024 en 7,6% a/a.

## 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

#### Ximena Carrillo

Practicante de Investigaciones  
(+57-601) 3538787 Ext. 70906  
[maria.carrillo@corficolombiana.com](mailto:maria.carrillo@corficolombiana.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones  
(+57-601) 3538787 Ext. 70495  
[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable  
(+57-601) 3538787 Ext. 70007  
[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Finanzas Corporativas

---

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial  
(+57-601) 3538787 Ext. 69798  
[Jaime.cardenas@corficolombiana.com](mailto:Jaime.cardenas@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.