



Investigaciones  
Económicas

# Informe Renta Fija Marzo 2024

*El rol de las AFPs en el  
mercado de TES en 2024*



21 de marzo de 2024

## El rol de las AFPs en el mercado de TES en 2024

Autor:

**Felipe Espitia**

 Analista Senior Renta Fija  
felipe.espitia@corfi.com

Editor:

**Julio Romero A.**

 Economista Jefe  
julio.romero@corfi.com

- A finales del año pasado advertimos que durante 2024 se registraría un empinamiento en la curva de rendimientos de los TES, tanto en un escenario de “aterrizaje suave” de las economías desarrolladas como en uno adverso en el que se materialice una recesión global (ver “Mercado de deuda: una pendiente más empinada” en [Informe Anual – Noviembre 29 de 2023](#)).
- Esta expectativa se basa principalmente en que los recortes esperados en la Tasa de Política Monetaria (TPM) serán incorporados en la parte corta de la curva, mientras que los riesgos macroeconómicos locales, especialmente en materia fiscal, limitarán un ajuste proporcional en la parte larga (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – febrero 5 de 2024](#)).
- Nuestra hipótesis de que “todos los caminos conducen al empinamiento” se viene cumpliendo hasta ahora y está fundamentada en argumentos en los que vamos a profundizar durante este año en nuestros editoriales mensuales de renta fija. **Empezamos con este editorial, analizando el rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en las valorizaciones de los TES en 2023 y explicando nuestra expectativa de que seguirán soportando la demanda del mercado de deuda pública en 2024.**
- Desde el momento en que presentamos nuestra tesis de empinamiento, la pendiente de la curva de los TES cero cupón en tasa fija entre 2 y 10 años ha aumentado de 95 a 173 puntos básicos (pbs), lo que representa más de la mitad del empinamiento de 200 pbs que esperábamos para todo 2024.
- En 2023, las AFPs fueron el mayor comprador neto de TES (\$33,8 billones) y se consolidaron como el principal tenedor de estos títulos, con una participación de 29,4% en el total. Su rol fue fundamental en la valorización histórica de los TES el año pasado, que medida a través del Índice de Deuda Pública (IDP®) ascendió a 30,7%. En lo corrido de 2024, las AFPs han mantenido su posición compradora de TES y, desde el frente regulatorio, tienen espacio de seguir aumentando la participación de la renta fija local en su portafolio: esta *clase de activo* representaba el 32,5% de los activos bajo administración a diciembre 2023, por debajo del máximo permitido de 50%<sup>1</sup>.
- Vale la pena resaltar la recomposición del portafolio de las AFPs en el último año, con un aumento de 8,2 puntos porcentuales (p.p.) en la participación de los TES en el total y disminuciones de 10,5 p.p. en renta variable externa y de 1,5 p.p. en renta variable local.
- Desde un punto de vista fundamental, no es evidente que las AFPs mantendrán las compras de TES en los próximos meses. Los niveles actuales de rendimientos, especialmente en la parte larga de la curva, lucen menos atractivos que hace un año. En todo caso, tomando como referencia los años de menores y mayores compras de TES (2014 y 2023, respectivamente), estos inversionistas podrían adquirir entre \$10,6 y \$37,7 billones, lo que representaría un apoyo importante para el mercado de deuda local.
- Por otro lado, el Ministerio de Hacienda aumentó la oferta de TES para 2024 a \$53,4 billones, esto es \$7,2 billones más de lo estimado en el MFMP 2023 y \$10,7 billones más que lo emitido en 2023. Lo anterior limitaría valorizaciones adicionales de los TES de largo plazo, en línea con nuestra hipótesis.

<sup>1</sup> El Decreto 2955 de 2010 establece que las inversiones en renta fija local de los cuatro fondos de cada AFP (conservador, moderado, mayor riesgo y retiro programado) pueden ser hasta de un 50% de los activos administrados.

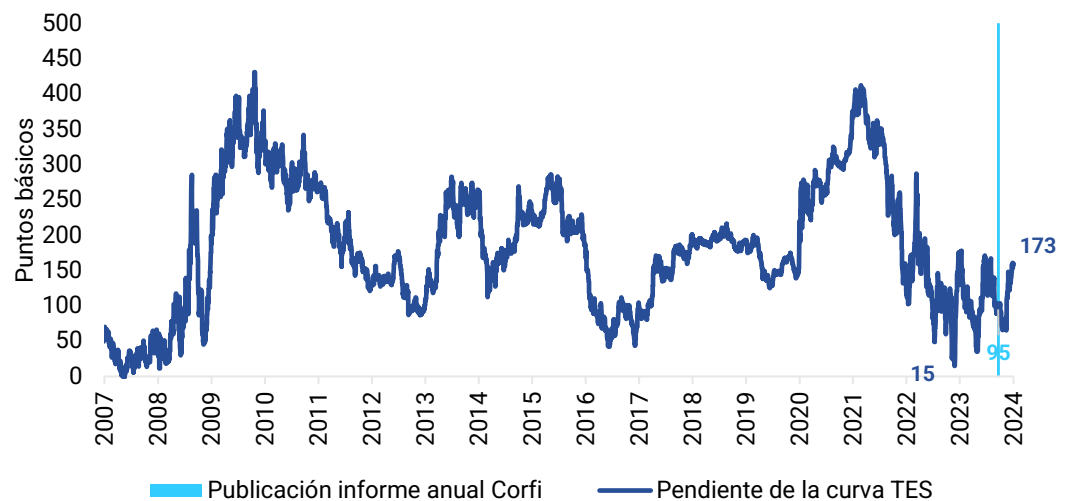
21 de marzo de 2024

## Todos los caminos conducen al empinamiento

En nuestro informe anual planteábamos que la curva de los TES en tasa fija iniciaría un proceso de empinamiento durante 2024 de a lo sumo 200 puntos básicos (pbs)(ver “Mercado de deuda: una pendiente más empinada” en [Informe Anual – noviembre 29 de 2024](#)), luego de que en febrero de 2023 la pendiente de curva alcanzó su nivel más bajo de aplanamiento (15 pbs) visto en los últimos dieciséis años.

Desde que planteamos esta tesis, la pendiente de la curva, medida como la diferencia entre las tasas de los TES cero cupón en tasa fija a 2 y 10 años se ha empinado desde 95 a 173 puntos básicos (pbs) (Gráfico 1). Es decir, ya se ha materializado más de la mitad de este movimiento esperado.

**Gráfico 1. Pendiente de la curva de los TES en tasa fija cero cupón (10 – 2 años)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana. \*Datos al 19 de marzo de 2024

Particularmente, esta tesis de inversión tiene dos pilares fundamentales. El primero se relaciona con la flexibilización monetaria que el BanRep ya ha iniciado y que aceleraría paulatinamente la magnitud de sus recortes a partir de la reunión de marzo (ver “Política monetaria en tiempos de estanflación” en [Informe Semanal – marzo 11 de 2024](#)). Sumado al contexto local, este escenario incorpora un primer recorte en la tasa de la Fed que se ejecutaría finalizado el primer semestre de año. Escenario que estaría en buena parte incorporado en los precios de la parte corta de la curva. El segundo está asociado con la delicada situación fiscal de Colombia para 2024 y el ajuste necesario que realizaría el gobierno para cumplir con sus métricas fiscales (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – febrero 5 de 2024](#)), lo cual limitaría un descenso proporcional a la tasa del BanRep en las tasas de largo plazo de los TES.

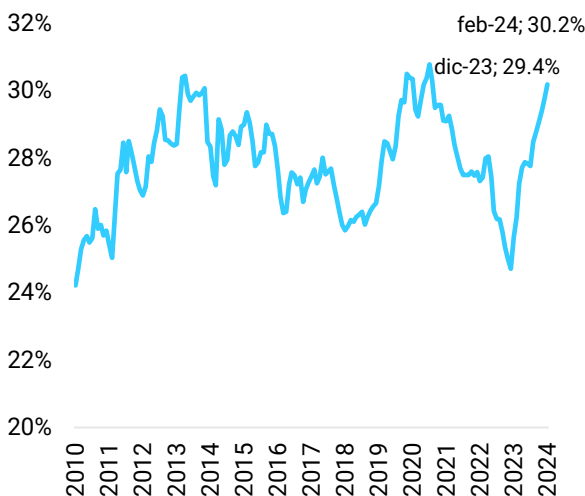
Además, este escenario tiene en cuenta un aterrizaje suave de la economía estadounidense. De ocurrir un escenario tal como una recesión global, podría implicar un mayor nivel de empujamiento de la curva de TES (aproximadamente entre 350 y 400 pbs), debido a una aceleración en los recortes de la tasa Fed y la del BanRep, sumado a una mayor aversión al riesgo global que afectaría la tasa de los bonos soberanos de largo plazo.

En conclusión, gran parte de esta tesis ya se ha ejecutado. Lo restante o una aceleración del empujamiento de la curva dependerá de la información macroeconómica que se vaya produciendo a lo largo del año. Finalmente, uno de los riesgos principales sería un proceso de flexibilización monetaria mucho más moderado a lo esperado, tanto local como en EE. UU.

### ¿Cuál será el papel de las AFPs en 2024?

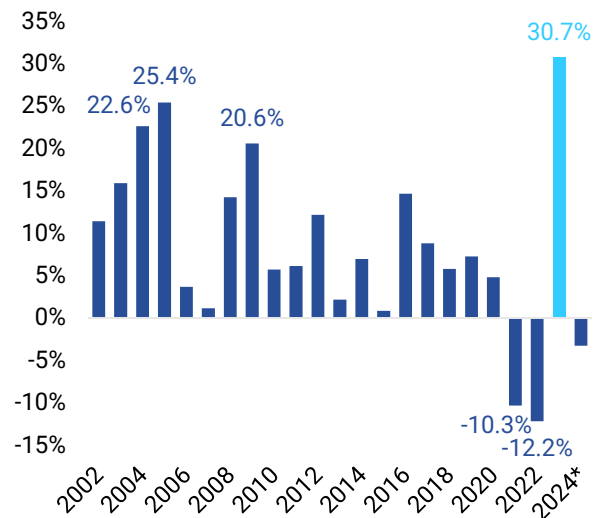
En 2023, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) protagonizaron tres hitos importantes: i) fueron el mayor comprador de TES, con compras netas por \$33,8 billones, ii) se consolidaron como el mayor tenedor de deuda pública local (29,4% del total) (Gráfico 2); y iii) registraron su mayor año de compras de la historia. Así, fueron fundamentales para la valorización que vimos a través de nuestro índice de deuda pública Corficolombiana® del 30,7% en 2023 (Gráfico 3).

**Gráfico 2. Participación de las AFPs sobre el stock de deuda**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 3. Variación anual del Índice de deuda pública Corficolombiana®**

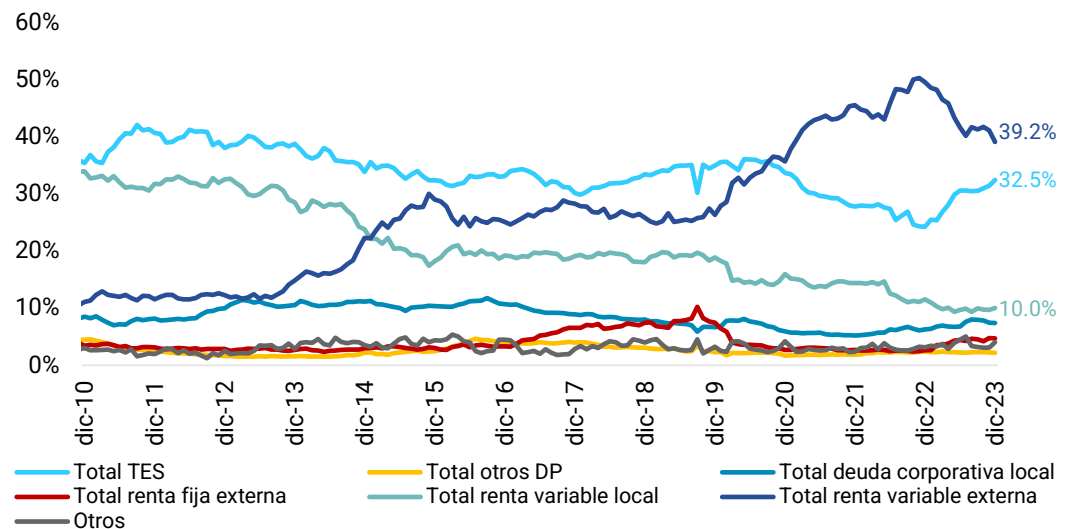


Fuente: Corficolombiana. \*Datos al 20 de marzo 2024

21 de marzo de 2024

Este significativo apetito por los TES provocó una recomposición en los portafolios de estos grandes jugadores del mercado de deuda pública local. Específicamente, las AFPs aumentaron su participación total en TES del total de recursos administrados en 8,2 puntos porcentuales (p.p) en 2023, alcanzando una participación total del 32,5% en sus portafolios. Sin embargo, este incremento llevó a una reducción de 10,5 p.p y 1,5 p.p en activos de renta variable externa y local, respectivamente (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Participación por tipo de activo sobre el stock total del monto administrado por los portafolios de las AFPs**



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Corficolombiana. DP: deuda pública

¿Podrán las AFPs podrían mantener su papel protagónico en 2024? Creemos que sí, aunque vemos algunas limitaciones para las compras este año sean de la misma magnitud de 2023.

Para explorar diferentes escenarios, consideramos dos casos hipotéticos sobre la demanda de estos actores, el mejor y el más débil año de compras en un año. Si mantuvieran la estrategia del año anterior (el mejor), su participación en el stock total de deuda aumentaría en 4,4 p.p, llegando a cerca de \$37,7 billones en compras, marcando el mejor año de compras de la historia. En contraste, si siguieran el patrón de compras de 2014 (el más débil), cuando hubo una reducción de 1,7 p.p en la participación que tienen sobre el stock total de deuda, la demanda por TES en el año podría alcanzar los \$10,6 billones, sin que esto necesariamente indique una baja demanda. En resumen, estos dos escenarios sugieren que la demanda por títulos del gobierno podría mantenerse, pero dependerá de la lectura del mercado que realicen las AFPs en 2024 y condicionaría potenciales valorizaciones provenientes de esta demanda.

Lo cierto es que su participación total en la tenencia de TES está por debajo del límite permitido por el decreto 2955 de 2010, que establece un máximo del 50%.

21 de marzo de 2024

Finalmente, la oferta títulos también tendrá un rol fundamental en este escenario. En este caso, como ya lo mencionamos el Ministerio de Hacienda realizaría un ajuste insuficiente en el gasto primario y esto contempla que exista una mayor emisión de TES para financiar los distintos programas de gobierno. De tal forma que, con lo cifras publicadas en el Plan Financiero de 2024, el Ministerio aumentó la oferta de TES para 2024 a \$53,4 billones, aumentando en \$7,2 billones frente a lo estimado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2023 y en \$10,7 billones frente a lo emitido en 2023. Esta mayor oferta podría ser una gran limitante de futuras valorizaciones en los títulos de la parte larga de la curva, y ante la incertidumbre sobre la capacidad que tengan las AFPs de absorberla, sería un factor adicional para nuestra tesis de empinamiento de la curva de TES.

21 de marzo de 2024

## Fortaleza económica de EE. UU. impulsa desvalorizaciones de los mercados de deuda

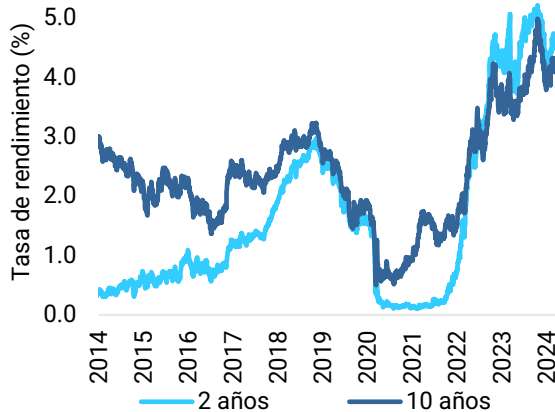
- En febrero se registraron las tasas más altas de negociación para los Tesoros americanos a 2 y 10 años durante lo corrido de este año (4,71% y 4,32%, respectivamente), las cuales no se percibían desde noviembre del año anterior y respondieron a la fortaleza que señala la economía estadounidense.
- Como consecuencia de este aumento en los Tesoros, las tasas de los bonos a 10 años en países desarrollados y emergentes aumentaron en promedio 19 y 20 pbs, respectivamente.
- Las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija, en UVR y en dólares se desvalorizaron en promedio 33, 25 y 39 pbs, respectivamente, en febrero en comparación con el mes anterior.
- Durante las primeras semanas de marzo, los resultados encontrados han sido heterogéneos. Los bonos a 10 años de países desarrollados se han valorizado, gracias a una postura menos restrictiva de sus bancos centrales; mientras en emergentes se ha percibido un panorama más averso al riesgo.
- En Colombia, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) adquirieron \$3,8 billones en TES y se consolidan como el agente con la participación más alta en el total del stock de deuda, con un 30,2%.
- En contraste, el Banco de la República vendió \$3,6 billones en TES y ubica como el mayor vendedor neto de títulos del gobierno de Colombia en los dos primeros meses año.

## Contraste en el desempeño de los mercados de deuda global

Durante el segundo mes del año, el pulso entre la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y los mercados se intensificó, debido a que los resultados económicos de ese país señalan una solidez que reduciría la probabilidad de que la Fed inicie su recorte de tasas anticipadamente. En contraste, en Europa, el Banco Central Europeo (BCE) comienza a contar con información suficiente para flexibilizar su postura monetaria a partir del segundo trimestre (ver Sección Contexto externo y mercado cambiario en [Informe Semanal – marzo 11 de 2024](#)).

En este contexto, en febrero, los Tesoros americanos a 2 y 10 años alcanzaron una tasa máxima de negociación en lo que va del año (4,71% y 4,32%, respectivamente), niveles que no se percibían desde noviembre del año anterior. Además, el bono del Tesoro estadounidense a 10 años fue uno de los títulos que más se desvalorizó, al aumentar 29 puntos básicos (pbs) con respecto al cierre del mes inmediatamente anterior. En consecuencia, el aumento promedio en las tasas de los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes fue de 19 y 20 pbs, respectivamente.

**Gráfico 5. Tesoros americanos**



Fuente: Refinitiv Eikon. \*Datos al 15 de marzo 2024

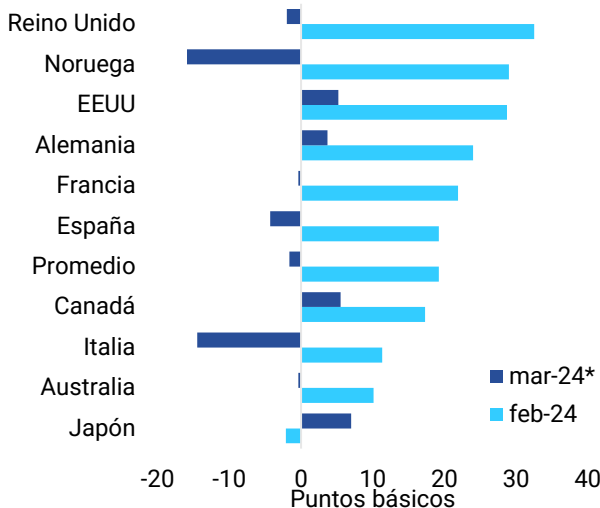
**Gráfico 6. Pendiente curva de rendimientos de los Tesoros americanos (10 - 2 años)**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. \*Datos al 15 de marzo 2024

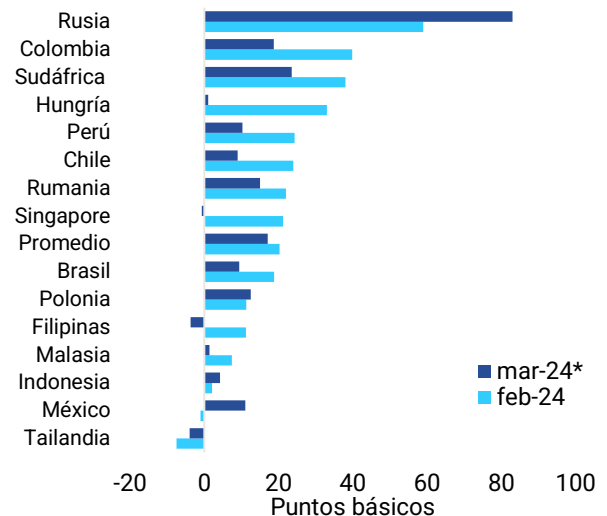
Por otro lado, en las primeras semanas de marzo, ante un discurso ligeramente menos *hawkish* por parte de los principales bancos centrales de países desarrollados, los bonos a 10 años de países desarrollados se han valorizado 2 pbs, mientras que en países emergentes el desempeño ha sido heterogéneo (Gráfico 7 y 8).

**Gráfico 7. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías desarrolladas**



Fuente: Refinitiv Eikon. \*Datos al 15 de marzo 2024

**Gráfico 8. Cambio en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes**



Fuente: Refinitiv Eikon. \*Datos al 15 de marzo 2024

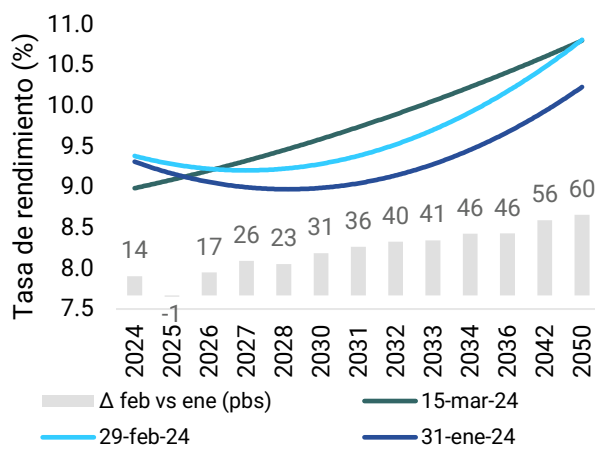


## Desvalorización en el mercado de TES

En febrero, el mercado de deuda pública experimentó una desvalorización con respecto al cierre de enero, tanto en moneda local como en dólares (Gráfico 9, 10 y 11). Entre los principales factores que determinaron este comportamiento se destacan: i) el ajuste insuficiente en cuanto a las métricas fiscales del país (ver “Plan Financiero de 2024: un ajuste insuficiente” en [Informe Semanal – febrero 5 de 2024](#)) y ii) un cambio en las expectativas del mercado con respecto a los recortes de la Fed, tras la primera reunión de política monetaria del año (ver “Reacción a la primera reunión de la Fed en 2024” [Informe Flash – enero 31 de 2024](#)). Como resultado de estos eventos, las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija, en UVR y en dólares se desvalorizaron en promedio 33, 25 y 39 pbs, respectivamente, en comparación con el mes anterior.

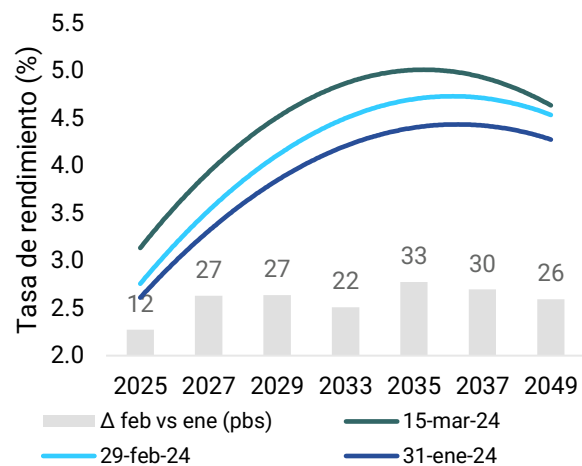
En lo que respecta a las primeras semanas de marzo, en el mercado local aún no se han producido cambios sustanciales en las diferentes tasas de negociación, pero existe un sesgo hacia posibles desvalorizaciones debido a la incertidumbre fiscal en Colombia y al mensaje de prudencia que podría transmitir el Banco de la República en la reunión de marzo (ver “Política monetaria en tiempos de estanflación” en [Informe Semanal – marzo 11 de 2024](#)). En contraste, los TES en dólares han experimentado una valorización, en línea con la tendencia observada en los Tesoros americanos.

**Gráfico 9. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



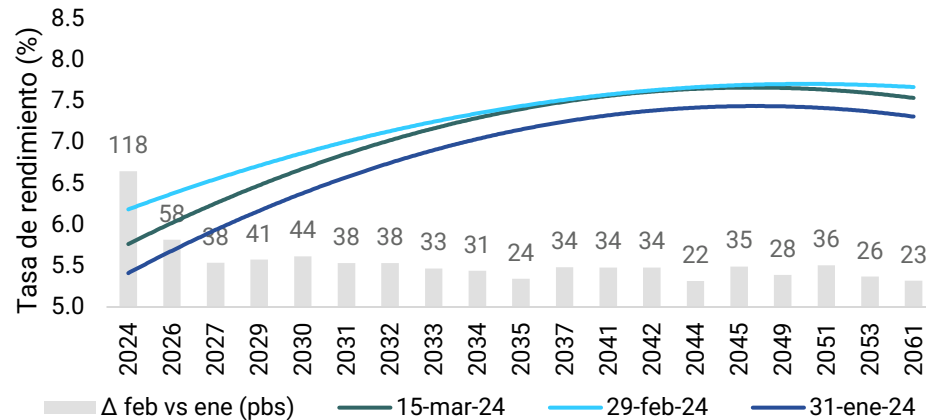
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

**Gráfico 10. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

21 de marzo de 2024

**Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)**


Fuente: Refinitiv Eikon

## Las AFPs mantienen el mayor apetito por TES

En febrero, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) adquirieron \$3,8 billones en TES, lo que las convierte en el mayor comprador tanto del mes como del año (\$7,4 billones), y se consolidan como el agente con la participación más alta en el total del stock de deuda, con un 30,2%. Los bancos comerciales y las compañías de seguros completaron el balance de los principales compradores, habiendo adquirido \$1,7 billones y \$1,2 billones, respectivamente.

Por otro lado, los fondos de capital extranjero realizaron compras por \$399 mil millones, después de dos meses consecutivos de haber sido vendedores netos en el mercado local. A pesar de estos movimientos en sus carteras, se mantienen como el segundo mayor tenedor de deuda colombiana, con una participación del 20,7%.

En cuanto a los agentes que fueron vendedores netos de TES, el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda y las corporaciones financieras redujeron sus posiciones en este tipo de activos en \$3,6 billones, \$409 mil millones y \$142 mil millones, respectivamente. Por último, el Banco de la República se destaca como el mayor vendedor de títulos de deuda pública en 2024 (ver Tabla 1).

21 de marzo de 2024

**Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – febrero 2024**

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	3,850	7,487	30.2%
Bancos comerciales	1,770	4,684	13.4%
Compañías de seguros y capitalización	1,257	2,426	10.5%
Carteras colectivas y fdos admn	775	1,800	1.8%
Instituciones oficiales especiales	775	79	3.6%
Fiducia pública	408	-222	8.6%
Fondos de capital extranjero	399	-2,150	20.7%
Entidades públicas	139	320	0.4%
Personas jurídicas	127	198	0.3%
Proveedores de infraestructura	69	71	0.2%
Fondos de prima media	66	89	0.6%
Entidades sin ánimo de lucro	25	40	0.1%
Personas naturales	16	28	0.0%
Compañías de financiamiento comercial	13	20	0.0%
Comisionistas de bolsa	5	45	0.1%
Otros fondos	5	10	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-13	10	0.1%
Corporaciones financieras	-142	82	0.5%
Ministerio de Hacienda y CP	-409	1,696	0.5%
Banco de la República	-3,643	-4,710	8.3%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

21 de marzo de 2024

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Laura Gabriela Bautista

*Analista Contexto Externo*

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Diego Alejandro Gómez

*Analista Economía Local*

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

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

#### Felipe Espitia

*Analista Senior Renta Fija*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

#### Valentina Hernández

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[daniela.hernandez@corfi.com](mailto:daniela.hernandez@corfi.com)

#### Alejandra Gacha

*Analista de Economías Andinas*

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

*Director de Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

### Finanzas Corporativas

---

#### Jaime Andres Cardenas

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

*Directora de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

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

#### Juan Camilo Pardo

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

#### Andrés Gallego

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

21 de marzo de 2024

**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.