

Informe Renta Fija

Mayo 2024

*Riesgos fiscales y su
impacto en los TES*



31 de mayo de 2024

Riesgos fiscales y su impacto en los TES

Autores:

Julio Romero A.

Economista Jefe

julio.romero@corfi.com**Felipe Espitia**

Analista Senior Renta Fija

felipe.espitia@corfi.com

- El mercado local de deuda pública viene presionado en las últimas semanas por el aumento en las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos y el deterioro de la situación fiscal en Colombia. En este editorial analizamos la compleja situación de las finanzas públicas y su impacto sobre los TES, particularmente los de largo plazo, lo cual está reforzando el empinamiento en la curva de rendimientos.
- El recaudo tributario en los primeros cuatro meses del año disminuyó 10,3% anual y, solo en abril, cayó 40,9%. Ni siquiera durante la pandemia se registraron cifras tan negativas. A lo anterior se suman la no materialización de los ingresos esperados por arbitramento de litigios y los efectos de la sentencia de la Corte Constitucional sobre la no deducibilidad de regalías. Lo anterior apunta a que el hueco fiscal será aún más profundo del que estimábamos y aumenta el riesgo de incumplimiento de la Regla Fiscal (ver “Situación Fiscal en Colombia: riesgos en aumento” en [Informe Semanal – Mayo 20 de 2024](#)).
- Los riesgos fiscales han aumentado el diferencial entre Colombia y el promedio de LatAm en materia de prima de riesgo país y tasa de interés de la deuda pública. Estimamos que el *spread* en los CDS a 5 años subió de 30 puntos básicos (pbs) en 2021 a 101 pbs actualmente, mientras que, en el rendimiento del bono a 10 años en moneda local, el aumento fue de 77 pbs a 210 pbs.
- La situación fiscal de Colombia desde 2021 tiene similitudes con el episodio que vivió Brasil entre 2013 y 2015: pérdida del grado de inversión, caída en la tasa de inversión/PIB, desaceleración/recesión y aumento de los *spreads* de prima de riesgo y tasa de interés de la deuda frente a la región. Hasta ahora, el aumento de los *spreads* en Colombia ha sido inferior al que sufrió Brasil hace 10 años, pero si no se adoptan acciones para reactivar la economía ni se realiza un ajuste fiscal que modere la presión sobre el mercado de deuda, la historia se podría repetir.

Riesgos fiscales en aumento

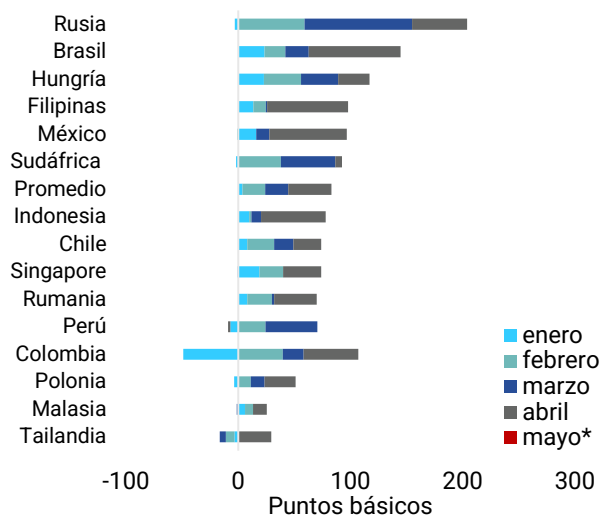
En este editorial analizamos el efecto del deterioro fiscal en Colombia sobre los TES, particularmente los de largo plazo, lo cual está reforzando el empinamiento en la curva de rendimientos. Durante mayo, la curva de los TES en tasa fija registró una alta volatilidad y durante la segunda mitad del mes se registraron aumentos promedio de 21 puntos básicos (pbs), concentrados en la parte larga; en el caso de la curva de TES en UVR se registraron aumentos promedio de 27 pbs durante todo el mes. Lo anterior sucedió en un contexto en el que la tasa del Tesoro americano a 10 años volvió a aumentar, superando el 4,6% el 29 de mayo en medio de nuevas señales de que la Fed seguiría postergando el primer recorte de su tasa de interés.

Sin embargo, la desvalorización del mercado local de deuda pública en las últimas semanas ha sido superior a la de otros países emergentes, debido principalmente al deterioro de las cuentas fiscales (Gráfico 1). Según lo anticipamos, este factor iría ganando relevancia hacia mediados de este año, en la medida que se hicieran evidentes las dificultades en el manejo de las finanzas públicas. En efecto, el recaudo tributario en los primeros cuatro meses del año disminuyó 10,3% anual y, solo en abril, cayó 40,9%. Ni siquiera durante la pandemia se

31 de mayo de 2024

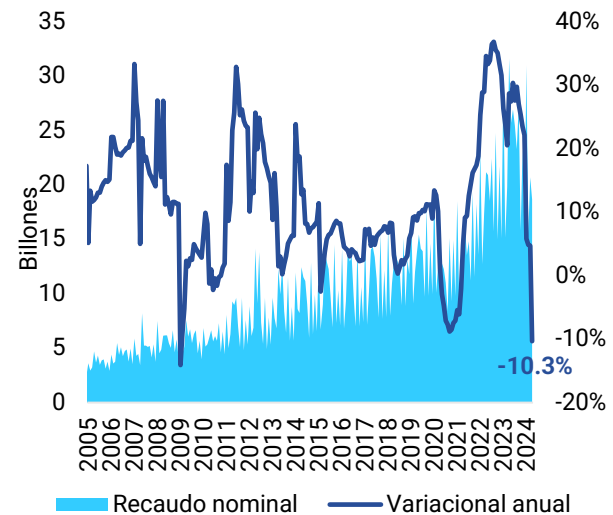
registraron cifras tan negativas (Gráfico 2). A lo anterior se suman la no materialización de los ingresos esperados por arbitramento de litigios y los efectos de la sentencia de la Corte Constitucional sobre la no deducibilidad de regalías. Lo anterior apunta a que el hueco fiscal será aún más profundo del que estimábamos y aumenta el riesgo de incumplimiento de la Regla Fiscal (ver “Situación Fiscal en Colombia: riesgos en aumento” en [Informe Semanal – Mayo 20 de 2024](#)).

Gráfico 1. Cambio mensual en pbs de la tasa del bono a 10 años, países emergentes



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos a la cuarta semana de mayo de 2024.

Gráfico 2. Recaudo DIAN mensual y variación acumulada anual del recaudo



Fuente: DIAN. Cálculos: Corficolombiana

El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) que se presentará a mediados de junio debe hacer explícito un recorte del gasto y definir la estrategia de financiación del mayor déficit de este año, lo cual aumentaría la oferta tanto de TES como de bonos en dólares (*yankees*). Para esto será clave la aprobación en el Congreso del proyecto de ley para aumentar el cupo de endeudamiento externo.

Hemos advertido que más allá de 2024 también existen riesgos fiscales significativos debido al aumento en el pago de intereses y el gasto total en relación con el crecimiento nominal de la economía. Esto se ha reflejado en un incremento del pago de intereses como proporción del PIB, que ha pasado del 2,9% en 2019 al 4,4% en 2024. La tasa de interés ponderada de la deuda en Colombia promedió el 7,22% en el periodo 2023-2024, frente al 5,58% de los cinco años previos a la pandemia (2014-2019), mientras que el crecimiento nominal de la economía fue del 6,93% y 6,81%, respectivamente (Tabla 1).

De mantenerse un bajo crecimiento nominal y una alta carga de intereses en los próximos cinco años (2025 - 2029), la deuda pública como porcentaje del PIB podría tener una senda creciente en los próximos años (efecto "bola de nieve"). En particular, **un escenario de**

31 de mayo de 2024

crecimiento nominal de largo plazo cercano a 6,40% –crecimiento real de 2,8% con inflación de 3,5%, el cual vemos muy probable– en el que la tasa de interés ponderada de la deuda se ubique en 6,51% –como el que se infiere de las proyecciones del FMI sobre el balance fiscal total y primario del país–llevaría la deuda a una senda insostenible en el mediano plazo.

Tabla 1. Tasa de interés, crecimiento del PIB nominal y factor “bola de nieve” en Colombia

	Tasa de interés ponderada (%) (i)	Crecimiento PIB nominal (%) (g)	Factor "bola de nieve" (i/g)
2009-2014	6,77	8,19	0,83
2014-2019	5,58	6,81	0,82
2023-2024	7,22	6,93	1,04
2025-2029*	6,51	6,40	1,02

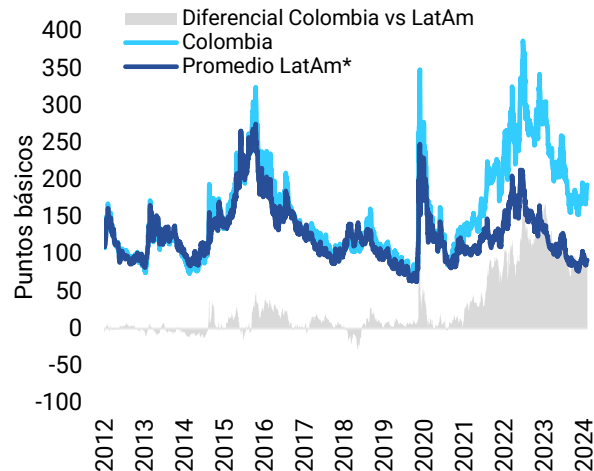
Fuente: Ministerio de Hacienda y FMI. Cálculos: Corficolombiana. *Proyecciones FMI y Corficolombiana

¿Está incorporado el riesgo fiscal en los activos?

El deterioro de las cuentas fiscales está parcialmente incorporado en los niveles actuales de la prima de riesgo y los TES. Actualmente, el CDS de Colombia a 5 años y la tasa del bono a 10 años en moneda local descuentan una menor calificación de riesgo de crédito del país. En particular, el CDS a 5 años se ubica en 193 pbs, 101 pbs por encima del promedio regional, mientras que la tasa de rendimiento de nuestro bono a 10 años en moneda local se sitúa en 10,81%, esto es 210 pbs por encima del promedio regional. Desde 2021, estos spreads han aumentado en 71 pbs para los CDS a 5 años y en 133 pbs para la tasa del bono a 10 años (Gráficos 3 y 4).

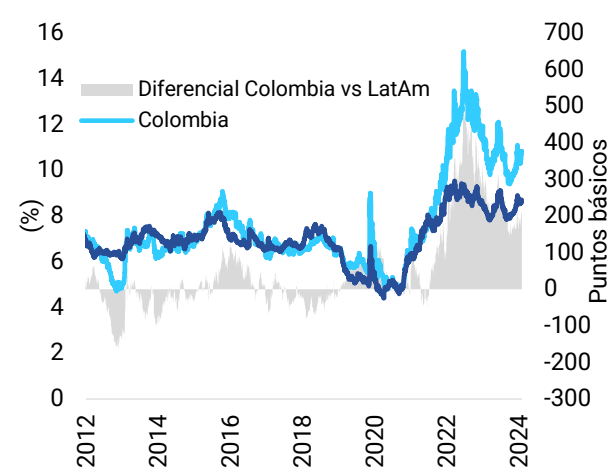
31 de mayo de 2024

Gráfico 3. CDS a 5 años de Colombia vs promedio de LatAm



Fuente: Refinitiv Eikon. *Promedio LatAm incluye a Brasil, México, Perú y Chile

Gráfico 4. Tasa del bono a 10 años de Colombia vs promedio de LatAm



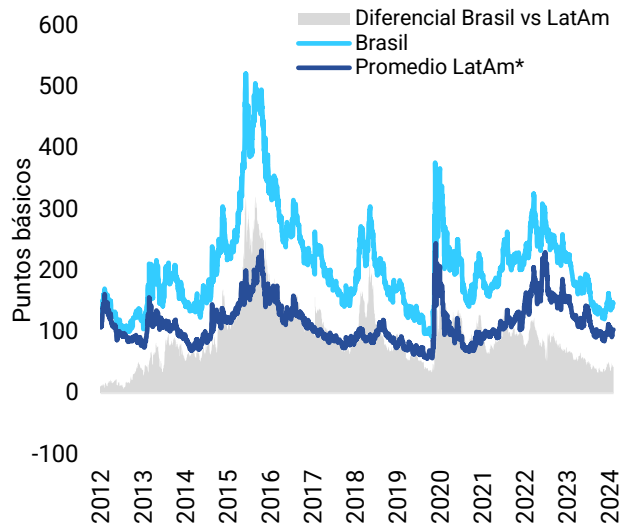
Fuente: Refinitiv Eikon. *Promedio LatAm incluye a Brasil, México, Perú y Chile

Vale la pena señalar que la situación fiscal de Colombia desde 2021 tiene similitudes con el episodio que vivió Brasil entre 2013 y 2015: pérdida del grado de inversión, caída en la tasa de inversión/PIB, desaceleración/recesión y aumento de los spreads de prima de riesgo y tasa de interés de la deuda frente a la región. En ese periodo, Brasil experimentó un deterioro significativo en su déficit fiscal, de 2,9% del PIB en 2013 a 8,0% del PIB en 2015, junto con una recesión económica que se consolidó en 2014 y una fuerte caída en la razón inversión/PIB de 21,3% a 17,8%. Este deterioro económico culminó con la pérdida del grado de inversión de Brasil a finales de 2015, cuando S&P y Fitch Ratings realizaron el ajuste.

Este choque ocasionó que Brasil se distanciara del promedio de la región. Antes de este deterioro, el spread del CDS a 5 años y la tasa del bono a 10 años en comparación con la región se encontraba en 74 pbs y 476 pbs, respectivamente. Durante el mayor estrés del mercado debido a esta situación, estos spreads ascendieron, en su orden, a 321 y 1085 pbs.

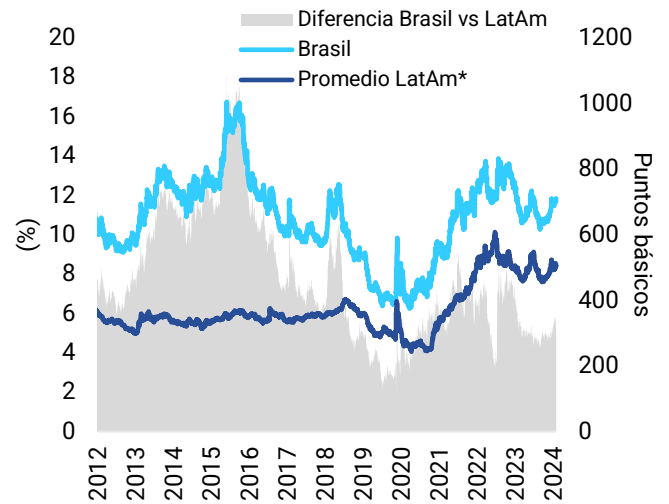
31 de mayo de 2024

Gráfico 5. CDS a 5 años de Brasil vs el promedio de la región



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. *Promedio LatAm incluido: Colombia, México, Chile y Perú

Gráfico 6. Tasa de rendimiento del bono a 10 años de Brasil vs el promedio de la región



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. *Promedio LatAm incluido: Colombia, México, Chile y Perú

En conclusión, **los spreads de Colombia aún están lejos de los observados en el momento de mayor estrés de Brasil. Sin embargo, tomando ese punto de referencia y viendo el deterioro en las cuentas fiscales de Colombia, vemos espacio de que la prima de riesgo y la tasa de los TES sigan presionadas al alza en los próximos meses.** Si no se adoptan acciones para reactivar la economía ni se realiza un ajuste fiscal que modere la presión sobre el mercado de deuda, Colombia podría tener un deterioro de sus activos como el de Brasil hace una década. Este escenario de riesgos fiscales es un factor adicional que respalda nuestra perspectiva de empujamiento de la curva de los TES en tasa fija para este año, la cual mantenemos en un rango entre los 250 y 300 pbs para el diferencial de tasas entre los títulos de 2 y 10 años.

31 de mayo de 2024

Incertidumbre fiscal en Colombia tiene un mayor impacto en los TES

- Entre abril y mayo, el comportamiento de los mercados de deuda ha sido distinto. En abril, los mercados de renta fija en países desarrollados y emergentes se desvalorizaron en promedio 30 y 38 pbs, respectivamente. Respondiendo al cambio en los recortes esperados de la tasa Fed para este año.
- En contraste, durante las primeras cuatro semanas de mayo en promedio los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes se han valorizado 6 y 11 pbs, en medio de un mercado que aún no tiene certeza sobre la cantidad de recortes que realizaría la Fed en 2024.
- En Colombia, en abril, tanto los títulos de deuda pública en moneda local (TES) como en dólares (Yankees) se desvalorizaron en línea con una mayor incertidumbre fiscal y los mensajes de política monetaria del BanRep.
- En lo corrido de mayo, la deuda pública colombiana sigue desvalorizándose, principalmente por las declaraciones del Presidente de la República que se refirieron a la posibilidad de incumplir con los pagos de deuda.
- Del balance de tenedores de TES, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) fueron nuevamente el mayor comprador de títulos al adquirir \$5,3 billones, alcanzando la mayor participación del total del stock de deuda de la historia (31,1%).
- En contraste, el Banco de la República continuó vendiendo TES por un monto de \$4,3 billones, acumulando una posición neta de venta en el año por \$20,1 billones. Estas operaciones el Banco las ha realizado con el fin de balancear la oferta y la demanda de la base monetaria del país.

Divergencias entre abril y mayo en los mercados de deuda

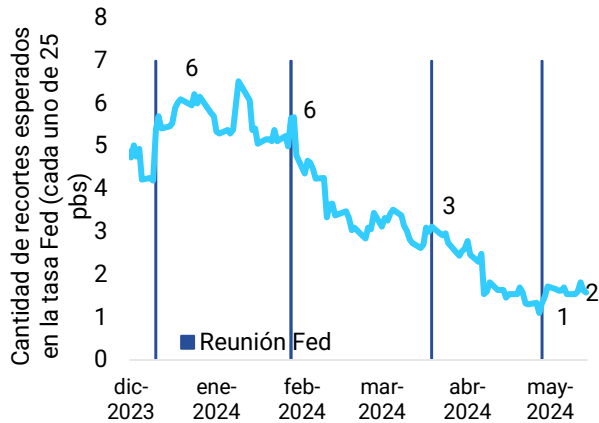
En abril, los diferentes mercados de deuda pública a nivel mundial enfrentaron dificultades debido al cambio en las expectativas sobre los recortes de la tasa de la Fed en 2024. El mes pasado, los agentes del mercado comenzaron a descontar solo un recorte de 25 puntos básicos (pbs) para este año, cuando, después de la reunión de política monetaria de la Fed en marzo, se esperaban tres recortes y seis al cierre de 2023 (Gráfico 7).

Como resultado de lo mencionado, los Tesoros americanos a 2 y 10 años lograron una tasa de rendimiento máxima en abril del 5,05% y 4,71% en lo que va corrido del año, y presentaron una desvalorización mensual de 43 y 49 pbs, respectivamente. El balance para los países desarrollados y emergentes en abril no fue diferente. En promedio, la tasa de los bonos a 10 años en tasa fija y moneda local aumentaron, en su orden, 30 y 38 pbs (Gráfico 9 y 10).

Sin embargo, las valorizaciones en los mercados de deuda regresaron al cierre de la cuarta semana de mayo, debido a que los agentes del mercado volvieron a anticipar dos recortes de 25 pbs en la tasa de interés de la Fed para este año. Los resultados de la inflación de abril en EE. UU. respaldaron esta expectativa (ver “Sección de contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – mayo 20 de 2024](#)).

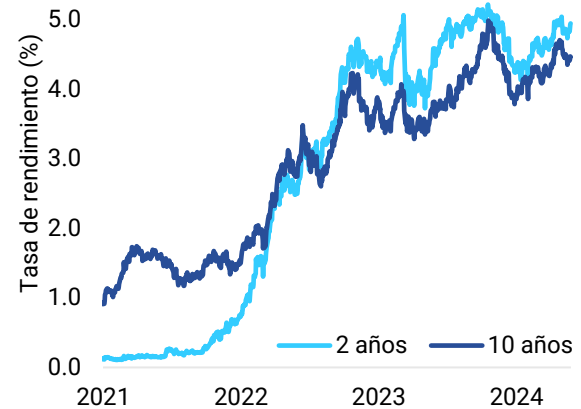
31 de mayo de 2024

Gráfico 7. Expectativa en la cantidad de recortes de la tasa Fed en 2024, cado uno de 25 pbs



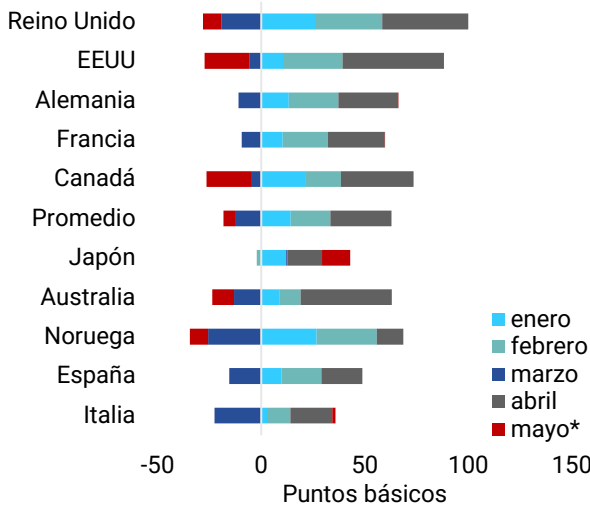
Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos a la cuarta semana de mayo de 2024.

Gráfico 8. Tesoros americanos por plazo



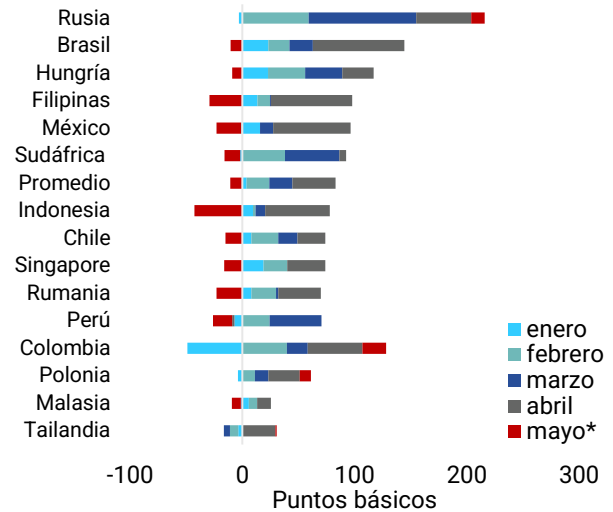
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corfi colombiana. *Datos a la cuarta semana de mayo de 2024.

Gráfico 9. Cambio mensual en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías desarrolladas



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos a la cuarta semana de mayo de 2024.

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



Fuente: Refinitiv Eikon. *Datos a la cuarta semana de mayo de 2024.

31 de mayo de 2024

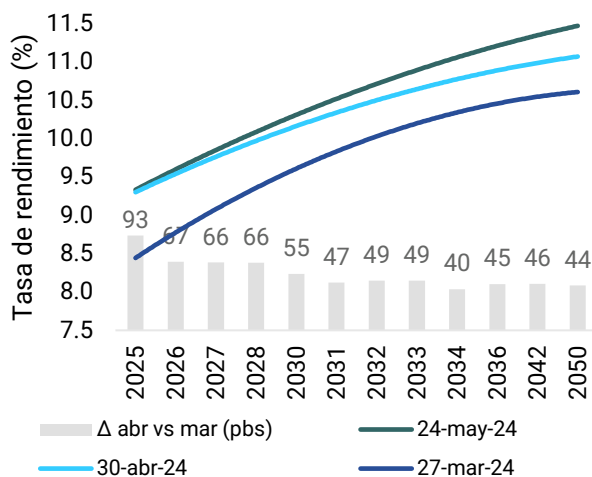
Si los Tesoros se desvalorizaron, en los TES no escampa

Al igual que en los mercados de deuda globales, nuestro mercado de deuda pública tuvo un desempeño desfavorable en abril, tanto en moneda local como en dólares. Además de los factores externos, la incertidumbre en materia fiscal (ver “Situación fiscal de Colombia: riesgos en aumento” en [Informe Semanal – mayo 20 de 2024](#)) y los mensajes de cautela del Banco de la República sobre su senda de reducción de tasas (ver “Expectativa de la decisión de política monetaria en Colombia: cautela en la bajada” en [Informe Semanal – abril 29 de 2024](#)) afectaron el comportamiento de los TES en abril.

En promedio, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó 56 pbs, con un mayor impacto en los nodos de la parte corta de la curva (Gráfico 11). Por su parte, los TES indexados al UVR presentaron un peor desempeño, aumentando en promedio 61 pbs (Gráfico 12), lo cual también refleja efectos estacionales de inflaciones mensuales esperadas más bajas en Colombia durante el segundo y tercer trimestre de 2024. Finalmente, los títulos de deuda soberana en dólares se desvalorizaron 43 pbs, mostrando un comportamiento marginalmente más uniforme a lo largo de toda la curva (Gráfico 13).

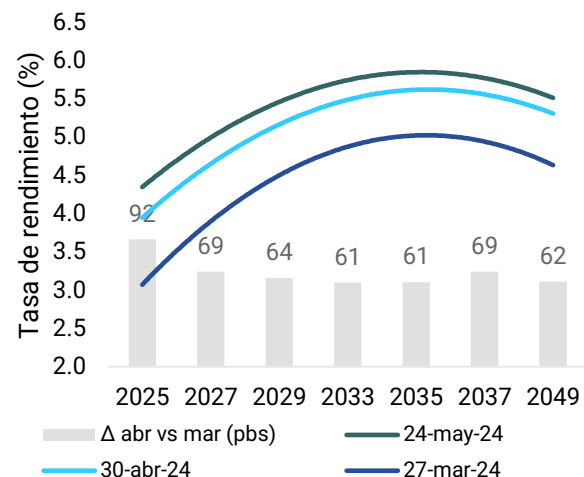
Hasta la cuarta semana de mayo, las desvalorizaciones han continuado en el mercado de deuda local y en los nodos de la parte media y larga de la curva de los títulos en dólares. Este movimiento se explica por las declaraciones del Presidente de la República sobre la posibilidad de incumplir con los pagos de deuda en caso de no aprobarse un proyecto de ley que aumenta el cupo de endeudamiento externo de la nación (ver “Sección mercado de deuda” en [Informe Semanal – mayo 27 de 2024](#)). Estas declaraciones generaron una alta incertidumbre entre los agentes del mercado.

Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

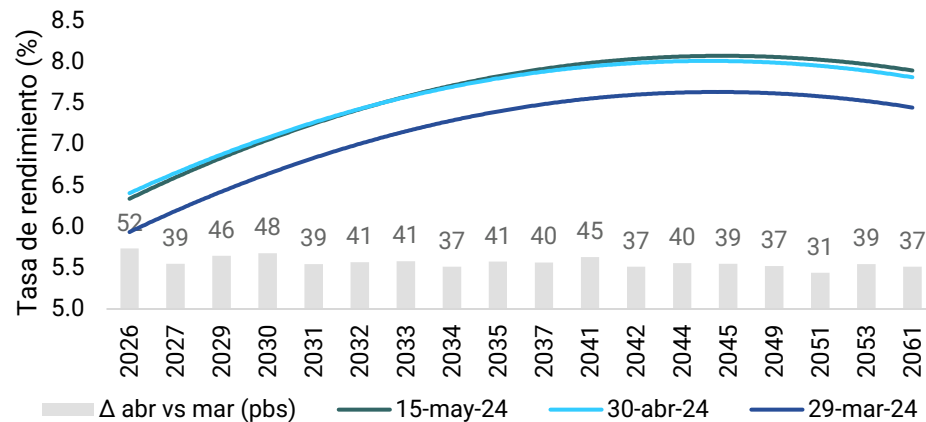
Gráfico 12. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon.

31 de mayo de 2024

Gráfico 13. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)



Fuente: Refinitiv Eikon

Como ya es recurrente, las AFPs compraron TES

En abril, **las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)** adquirieron **\$5,3 billones en títulos de deuda soberana del gobierno de Colombia, consolidándose nuevamente como los principales compradores de TES en el mes**. Este movimiento implica que estos tenedores han adquirido \$17,1 billones en lo que va de 2024 y acumulan una tenencia total de TES por \$163,6 billones. Por ende, las AFPs se ubican como el mayor tenedor de deuda soberana con un 31,1% del total del stock de deuda del gobierno, la proporción más alta que han obtenido en la historia.

Después a las AFPs, los bancos comerciales fueron el segundo mayor comprador de TES en el mes, adquiriendo \$3,0 billones y manteniendo una posición neta de compra en el año por \$11,5 billones. Puntualmente, esta estrategia de los bancos puede estar respondiendo a la reducción en los costos del fondeo y la desaceleración del crecimiento de la cartera que se han percibido este año, en contraste con las altas tasas de rendimiento que han mostrado los TES recientemente.

Por último, dos elementos adicionales a considerar. Primero, los fondos de capital extranjero continuaron comprando TES por alrededor de \$1,0 billón, consolidando una posición neta de compras en estos cuatro meses de \$1,5 billones. En segundo lugar, el Banco de la República volvió a vender TES con el fin de ajustar la oferta y la demanda de la base monetaria. En esta ocasión vendió \$4,3 billones, manteniendo una posición neta de venta en el año por \$20,1 billones y con un stock total de deuda en sus manos por \$26,7 billones.

31 de mayo de 2024

Tabla 2. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – abril 2024

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	5,324	17,126	31.1%
Bancos comerciales	3,022	11,573	14.4%
Compañías de seguros y capitalización	2,784	6,244	10.9%
Fondos de capital extranjero	1,028	1,555	20.8%
Instituciones oficiales especiales	855	1,111	3.7%
Corporaciones financieras	661	267	0.6%
Personas jurídicas	255	494	0.3%
Carteras colectivas y fdos admn	231	2,728	1.9%
Proveedores de infraestructura	108	258	0.2%
Fondos de prima media	90	213	0.7%
Comisionistas de bolsa	48	119	0.1%
Personas naturales	8	40	0.0%
Otros fondos	4	18	0.0%
Compañías de financiamiento comercial	1	12	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-61	33	0.1%
Ministerio de Hacienda y CP	-69	4,277	1.0%
Fiducia pública	-120	1,889	8.8%
Entidades públicas	-203	75	0.4%
Entidades sin ánimo de lucro	-335	-220	0.1%
Banco de la República	-4,328	-20,132	5.1%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

31 de mayo de 2024

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas**(+57-601) 3538787 Ext. 70009*cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

*Economista Jefe**(+57-601) 3538787 Ext. 70231*julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

*Analista Contexto Externo**(+57-601) 3538787 Ext. 70496*gabriela.bautista@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

*Analista Economía Local**(+57-601) 3538787 Ext. 69628*diego.gomez@corfi.com

Felipe Espitia

*Analista Senior Renta Fija**(+57-601) 3538787 Ext. 70495*felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

*Analista economías Sudamérica**(+57-601) 3538787 Ext. 69964*alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

*Analista economías Centroamérica**(+57-601) 3538787 Ext. 69628*mateo.pardo@corfi.com

Valentina Hernández

*Estudiante en práctica**(+57-601) 3538787 Ext. 70495*daniela.hernandez@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

*Director Análisis Financiero**(+57-601) 3538787 Ext. 70007*andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

*Analista de finanzas corporativas**(+57-601) 3538787 Ext. 69798*jaime.cardenas@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbegozo

*Directora de Sectores y Sostenibilidad**(+57-601) 3538787 Ext. 70497*maria.orbegozo@corfi.com

Andrés Gallego

*Analista de Sectores y Sostenibilidad**(+57-601) 3538787 Ext. 69973*andres.gallego@corfi.com

Nicolás Cruz

*Analista de Sectores y Sostenibilidad**(+57-601) 3538787 Ext. 69973*nicolas.cruz@corfi.com

Dino Córdoba

*Analista de Sectores y Sostenibilidad**(+57-601) 3538787 Ext. 69973*dino.cordoba@corfi.com

31 de mayo 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.