

17 de septiembre de 2024

Expectativa decisión de la Fed: ¿respuesta a una recesión inminente o ajuste controlado?

Gabriela Bautista

 Analista de Investigaciones
gabriela.bautista@corfi.com

Julio Romero A.

 Economista Jefe
julio.romero@corfi.com

- Las expectativas de los mercados financieros sobre las próximas decisiones de tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. cambiaron significativamente en los últimos dos meses, en reacción a datos macroeconómicos que apuntan a un enfriamiento mayor al esperado del mercado laboral y al reinicio del proceso desinflacionario.
- A finales de julio, los mercados descontaban recortes de máximo 50 puntos básicos (pbs) en 2024 y otros 125 pbs en 2025. Actualmente descuentan 125 pbs en cada año, empezando con un recorte de 50 pbs en la reunión de mañana.
- El deterioro del mercado laboral en julio y agosto reavivó los temores de recesión y, en efecto, varios indicadores de actividad real y financiera asignan una probabilidad media-alta a este escenario. Sin embargo, no es claro que una eventual recesión en EE. UU. implique necesariamente una crisis fuerte, como en 2008-2009.
- **Anticipamos que la Fed empezará mañana el ciclo de normalización monetaria con un recorte de 25 pbs en la tasa de interés de los fondos federales, al rango 5,0%-5,25%.** Las siguientes decisiones dependerán de los datos macroeconómicos; si se profundiza el deterioro de la economía, la Fed podría acelerar el ritmo de recortes de su tasa de interés, pero empezar bajando 50 pbs en septiembre enviaría un mensaje de preocupación que exacerbaría la aversión al riesgo en los mercados financieros.
- **Ahora bien, los riesgos para la economía estadounidense no son menores.** Por un lado, el elevado déficit fiscal y el aumento de la deuda pública están haciendo más compleja la tarea de la política monetaria –controlar la inflación–, especialmente ante la incertidumbre previa a las elecciones presidenciales de noviembre. Vale la pena señalar que ninguno de los candidatos tiene como prioridad un ajuste de los desbalances fiscales.
- **El otro factor de riesgo tiene que ver con una potencial corrección del mercado accionario estadounidense.** La gran valorización de los últimos años se concentró en empresas del sector tecnológico, cuyos resultados financieros han sido positivos, pero no parecen justificar los elevados precios actuales de sus acciones. Un ajuste fuerte en ese mercado debilitaría la confianza de los hogares y podría profundizar la recesión.

Se aproxima el primer recorte de tasas de la Fed en cuatro años

El panorama económico de EE. UU. ha cambiado significativamente en los últimos meses, especialmente si se compara la situación actual con la que se anticipaba durante el primer semestre del año. En ese entonces predominaba la hipótesis de un aterrizaje suave, donde la economía lograría desacelerarse de manera gradual sin caer en recesión y la Reserva Federal (Fed) mantendría su tasa de interés alta por un periodo prolongado. Sin embargo, recientemente volvieron los temores de recesión en EE. UU., motivados por las lecturas negativas del mercado laboral de los últimos meses.

Esto surge en un contexto donde la inflación ha retomado una tendencia clara hacia la meta de la Fed, lo cual da margen para comenzar a relajar la política monetaria. Los componentes más volátiles de la inflación muestran menores presiones externas, especialmente gracias a la caída en los precios del petróleo, que han sido más bajos de lo que se anticipaba hace

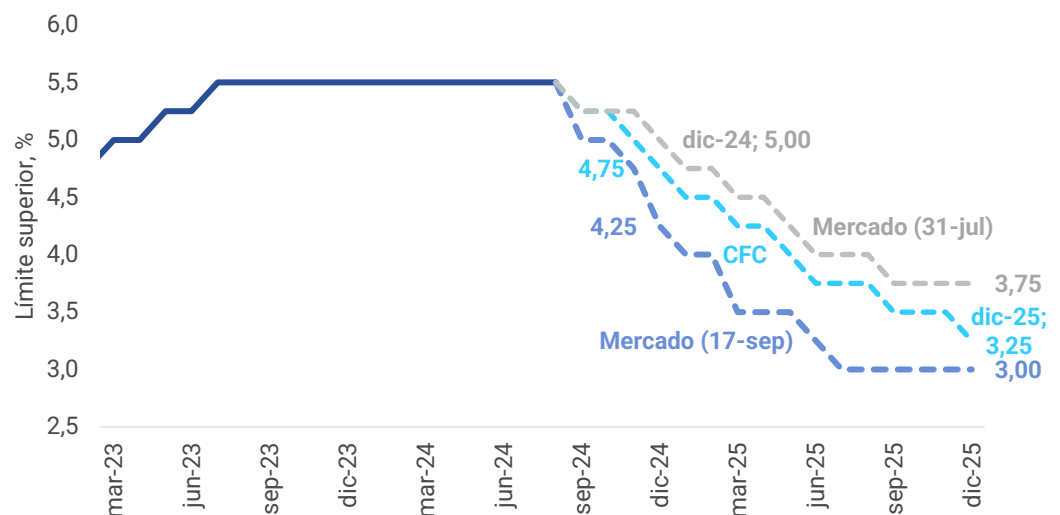
17 de septiembre de 2024

algunos meses. Dentro del componente subyacente o no volátil de la inflación, el rubro de vivienda fue el principal motor de la brecha inflacionaria, pero se ha moderado recientemente, contribuyendo a reafirmar el proceso desinflacionario.

Así, la reciente evolución de la inflación y el empleo ha cambiado bruscamente las expectativas de los mercados y analistas, quienes sugirieron con sus proyecciones de junio que el primer recorte en las tasas de interés tendría lugar en la reunión de esta semana (Gráfico 1). El debate ahora se centra en la velocidad y magnitud de estos recortes. Hay quienes anticipan que la Fed podría realizar un recorte inicial de 50 puntos básicos (pbs), consistente con un escenario de aterrizaje fuerte de la economía que requiera una respuesta más contundente por parte de la Fed. Por otro lado, existe un escenario alternativo en el que se contemplan recortes más graduales, iniciando con una baja de 25 pbs como parte de un ciclo más moderado de normalización de la política monetaria.

Con la información disponible hasta el momento, y tras analizar tanto el comportamiento de la inflación como del mercado laboral en EE. UU., consideramos que **un recorte de 50 pbs en las tasas de interés podría ser interpretado como una señal de preocupación excesiva sobre el desempeño económico**. Esto podría aumentar la aversión al riesgo en los mercados financieros, generando incertidumbre y mayor volatilidad. En este contexto, **consideramos que los miembros del Comité de la Fed empezarán con un enfoque gradual, acorde con una reducción de 25 pbs**. En la medida que los datos lo justifiquen, la Fed podría acelerar o no el ritmo de los recortes. Por ahora, las señales aún no revelan un deterioro significativo.

Gráfico 1. Senda esperada de la tasa de interés de los fondos federales



Fuente: Refinitiv Eikon y CME Group.

Señales mixtas del mercado laboral: ¿recesión o aterrizaje suave?

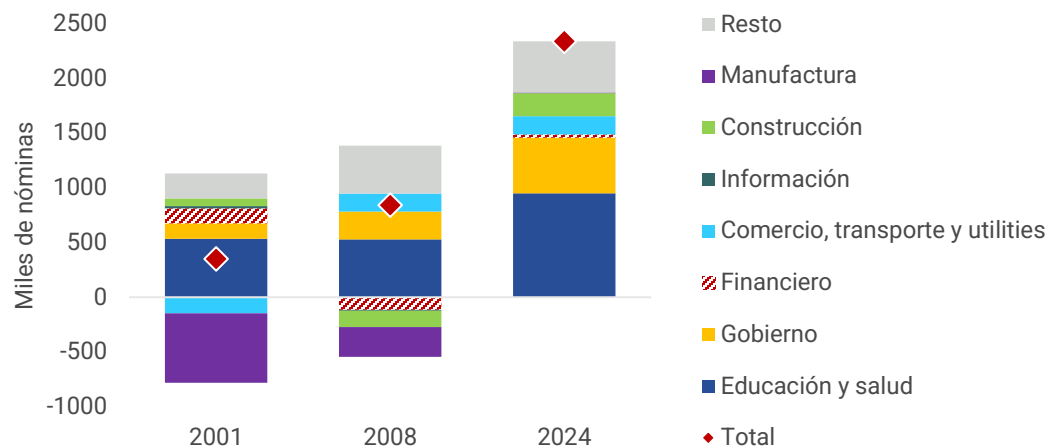
Recientemente, la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro entre 2 y 10 años dejó de ser negativa, luego de estar invertida por más de dos años (uno de los periodos más largos en que lo ha estado). Este fenómeno ha precedido históricamente la mayoría de las recesiones en EE. UU. La pendiente positiva de la curva refleja las expectativas del mercado

17 de septiembre de 2024

de que la Fed se verá obligada a reaccionar frente a la desaceleración de la actividad económica en los próximos meses, respaldada en la consolidación de la tendencia a la baja de la inflación. Con una brecha positiva de los tipos de interés frente a su nivel neutral, la Fed tiene espacio suficiente para reducir las tasas nominales, adoptando una política monetaria menos restrictiva.

Si bien los datos recientes apuntan hacia un enfriamiento del mercado laboral, hay señales que generaron preocupación en los mercados financieros e impulsaron un ajuste de las expectativas, que ahora especulan sobre una Fed más expansiva (*dovish*). El ritmo lento en la creación de nóminas no agrícolas durante julio y agosto fue motivo de alarma, ya que alcanzó niveles no observados desde 2019, excluyendo el periodo de la pandemia. No obstante, en el balance de los últimos 12 meses, aún no se ha registrado una destrucción neta de empleos en ningún sector económico. Esto contrasta con lo ocurrido en los meses previos a las recesiones de 2001 y 2008, donde sí hubo una pérdida de empleos antes de la contracción económica en sectores como la industria, el comercio y la construcción (Gráfico 2).

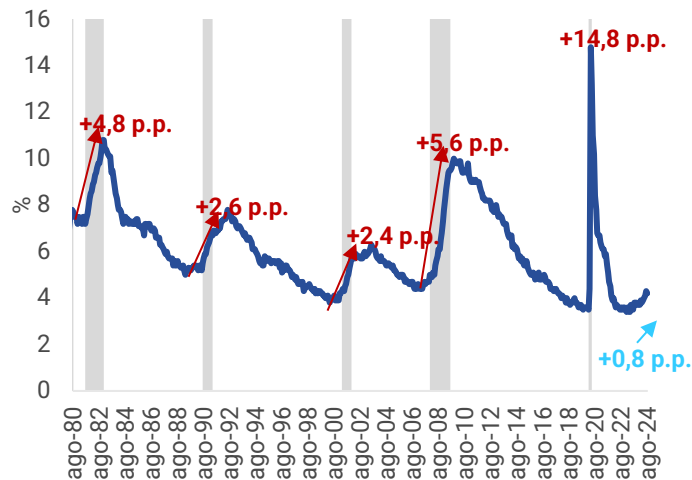
Gráfico 2. Cambio en el número de nóminas en los 12 meses antes de que la regla de Sahm indique la recesión*



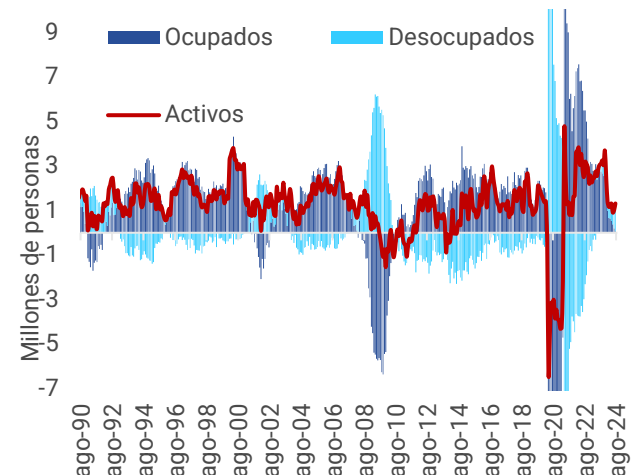
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. Es la diferencia en el número de nóminas entre el mes t y su nivel 12 meses atrás. Se toma como t el primer mes en el que la regla de Sahm supera el indicador de recesión (0,5).

Vale la pena señalar que el mercado laboral viene de un sobrecalentamiento tras la sólida reactivación económica postpandemia, y varios indicadores se han alineado nuevamente con los niveles previos a la crisis generada por el COVID-19. Además, es necesario recordar que el mercado laboral es un indicador rezagado de la economía, es decir, los indicadores de empleo reaccionan cuando la recesión ya ha comenzado. Por ello, **no descartamos un deterioro más pronunciado del mercado laboral en 2025, conforme se materialicen los efectos acumulativos de un entorno macroeconómico más débil.**

Entre tanto, la tasa de desempleo en EE. UU. se mantiene cerca de sus mínimos históricos, aunque viene en aumento, principalmente a causa del ingreso de trabajadores al mercado laboral (Gráficos 3 y 4). Típicamente, un aumento en el número de desempleados que supere

Gráfico 3. Tasa de desempleo de EE. UU.


Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 4. Composición del crecimiento anual de la PEA


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

el incremento anual de la población económicamente activa es un fenómeno que precede a las crisis económicas. Sin embargo, a diferencia de episodios anteriores, la mayor tasa de desempleo está más relacionada con una desaceleración en la creación de nuevos empleos que con un incremento de los despidos, los cuales continúan en niveles históricamente bajos.

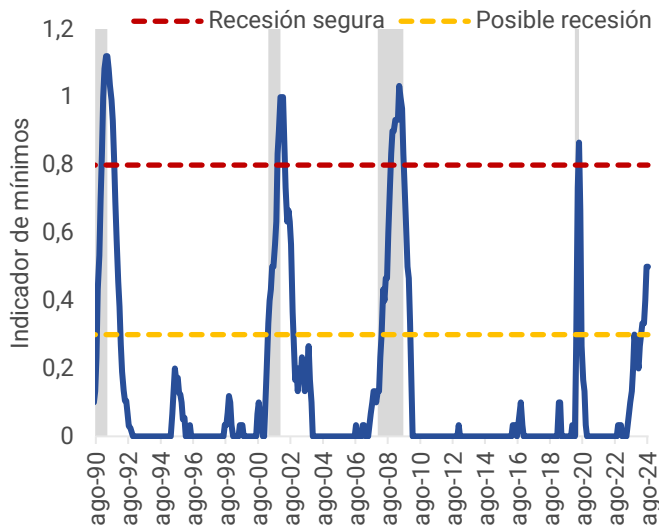
El aumento relativamente rápido en la tasa de desempleo generó preocupación en los mercados financieros. La aplicación de indicadores de recesión como la regla de Sahm¹ y el indicador de mínimos² refuerza estos temores (Gráficos 5 y 6). No obstante, nuestra lectura de la información disponible sugiere un panorama menos adverso que en los períodos previos a las últimas recesiones, lo cual hace menos probable un inicio agresivo del ciclo de recortes de tasas de interés (Tabla 1).

Los indicadores financieros también respaldan esta tesis. La tasa de morosidad de los créditos de consumo permanece baja, lo que refleja una buena salud en el balance de los hogares. De manera similar, la tasa de morosidad de los créditos hipotecarios se alinea con su promedio histórico, sin señales de un deterioro preocupante en el corto plazo. Además, la demanda de los hogares, aunque ha mostrado signos de moderación, continúa creciendo a un ritmo sostenible, lo que no solo evita crear presiones inflacionarias adicionales, sino que también sugiere que el consumo privado sigue siendo un motor clave de la economía, aunque en menor medida que en los últimos años.

¹ La Regla de Sahm indica que la economía estadounidense está en recesión si la diferencia entre la tasa de desempleo trimestral y su mínimo de los últimos 12 meses supera los 0,5 puntos porcentuales.

² El indicador de mínimos (dos colas) indica la probabilidad de que la economía estadounidense esté en recesión si supera los 0,3 puntos. El indicador se mide tomando el valor mínimo entre la diferencia entre la tasa de desempleo trimestral y su mínimo de los últimos 12 meses, y la tasa de vacancia trimestral y su máximo de los últimos 12 meses.

Gráfico 5. Indicador de dos colas



Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfico 6. Regla de Sahm



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Tabla 1. Indicadores económicos de EE. UU.

	Actual	Promedio 2015 - 2019	Cambio vs máx t-12*			Señal
			Reciente	2001	2008	
Empleo						
Tasa de desempleo	4.2%	4.4%	0.6	0.6	0.5	
Nóminas no agrícolas (miles, m/m)	142	190	0	-490	-71	
Salarios reales promedio por hora (a/a)	0.7%	1.2%	-0.2	-	-2.5	
Número de personas ocupadas (miles, a/a)	-66	2244	-432	-910	-439	
Número de personas desempleadas (miles, a/a)	775	-720	991	950	766	
Despidos (miles)	1762	1803	220	160	150	
Contrataciones (miles)	5521	5508	-330	-613	-402	
Actividad económica						
Ventas minoristas reales (a/a)	-0.3%	1.9%	-2.3	-3.8	-3.2	
Órdenes de bienes durables (excluye defensa) (a/a)	1.0%	-0.9%	8.9	-33.5	-5.0	
Índice de producción industrial (a/a)	-0.2%	0.1%	-1.3	-8.4	-2.1	
PMI manufacturero	46.8	54.0	-3.5	-9.3	-5.3	
Permisos de construcción de vivienda (miles)	1406	1276	135	-73	-584	
Condiciones financieras						
Tasa de interés de los fondos federales	5.50%	1.2%	0.0	-2.8	-2.3	
Tasa de interés real ex-post	2.9%	-0.1%	0.9	-2.6	-3.6	
Tasa de morosidad de créditos de consumo	2.7%	2.2%	0.4	0.2	0.6	
Tasa de morosidad de préstamos de bienes raíces	2.7%	0.9%	0.6	0.3	2.1	

La señal se mide en desviaciones estándar respecto al promedio histórico del indicador; cuanto más verde, mejor es la lectura, y cuanto más rojo, peor es el último dato frente a su historia.

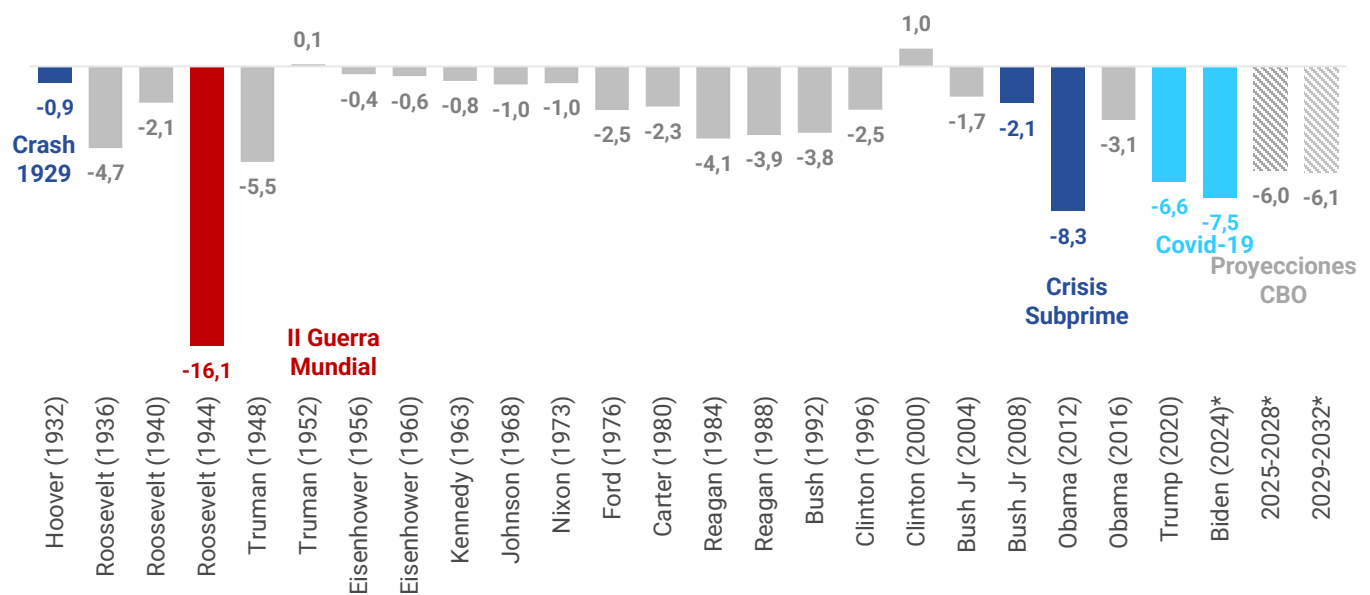
Fuente: Refinitiv Eikon, Reserva Federal de St. Louis y Reserva Federal de Nueva York. Cálculos: Corficolombiana. *El mes t en los episodios de 2001 y 2008 se refiere al primer momento en que la Regla de Sahm superó los 0,5 puntos. Los cambios reflejan el dato en niveles frente a la mejor lectura del indicador de los 12 meses previos. En cuanto a las tasas (%), el cambio se expresa en puntos porcentuales (p.p.).

17 de septiembre de 2024

En resumen, si bien la economía estadounidense enfrenta retos, al comparar con episodios previos de crisis, el escenario no parece apuntar hacia una recesión fuerte. En este contexto, anticipamos que la Fed iniciará la flexibilización de su política monetaria con un enfoque gradual, mientras evalúa el avance tanto del mercado laboral como de la inflación en los próximos meses.

Ahora bien, los riesgos para la economía estadounidense no son menores. Por un lado, el elevado déficit fiscal y el aumento de la deuda pública están haciendo más compleja una de las principales tareas de la política monetaria –controlar la inflación–, en un contexto de incertidumbre por las elecciones presidenciales de noviembre de este año. El aumento de la deuda pública en EE. UU. durante la pandemia, que se esperaba fuera transitorio mientras se superaban los efectos adversos de la crisis en los hogares y las empresas, no tuvo un ajuste en los siguientes años y se encuentra actualmente cercana a sus máximos históricos –subió del 105% del PIB en 2019 a 123% del PIB en 2020, y en el segundo semestre del 2024 fue del 121% del PIB–. El déficit fiscal fue, en promedio, de 6,6% del PIB durante el gobierno de Donald Trump, y de 7,8% del PIB en los tres años que lleva la administración de Joe Biden, muy por encima de su promedio histórico de 3,3% del PIB. Vale la pena señalar que ni la candidata del partido demócrata, Kamala Harris, ni el republicano, Donald Trump, tienen como prioridad un ajuste fiscal³ y, además, sus propuestas podrían tener un efecto inflacionario (Gráfico 6).

Gráfico 6. Balance presupuestario del Gobierno Federal (% del PIB)



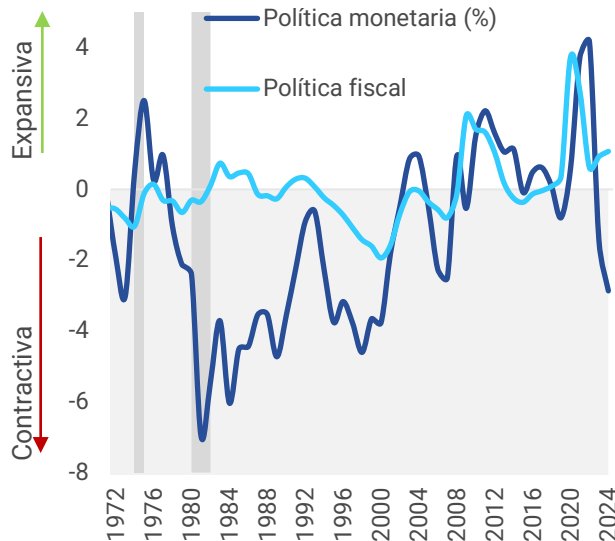
Fuente: Reserva Federal de San Luis y Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO). *Pronósticos de la CBO a partir de 2024.

Lo anterior está generando una amplia divergencia entre la política monetaria, que sigue siendo contractiva, y la política fiscal, que ha permanecido expansiva (Gráfico 6). El elevado nivel de endeudamiento del país incrementa la vulnerabilidad de la economía estadounidense en el contexto actual de altas tasas de interés. Si bien las tasas pueden bajar en el corto plazo, las expectativas apuntan a que no regresarán a los niveles excepcionalmente bajos

³ De acuerdo con las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso, el déficit presupuestario ascendería al 6,7% del PIB en 2024 desde 6,3% en 2023, y promediaría 6,2% en la próxima década.

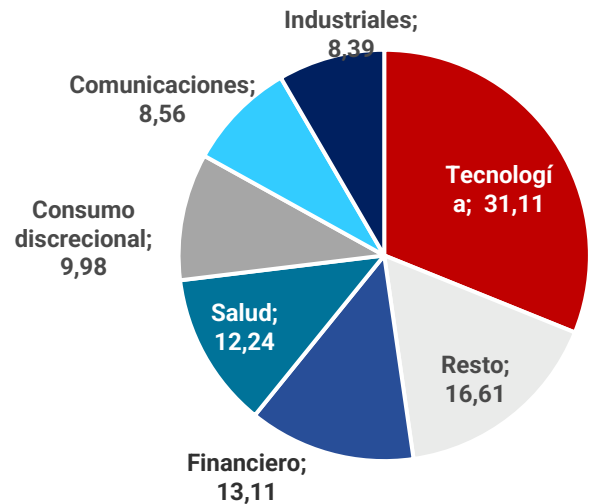
17 de septiembre de 2024

Gráfico 6. Postura de la política económica*



Fuente: Reserva Federal de San Luis y Refinitiv Eikon. Cálculos Corfi colombiana. *Para la política monetaria, se usó el negativo de la tasa de interés real ex post. La política fiscal está medida en desviaciones estándar del déficit presupuestario respecto a su promedio histórico.

Gráfico 7. Composición sectorial del Índice S&P 500*



Fuente: Capital IQ. *Composición según la capitalización bursátil de las empresas de cada sector.

observados en años anteriores. En este sentido, el costo de la deuda será un lastre para el crecimiento económico, exacerbando los riesgos fiscales y limitando la capacidad de maniobra tanto del gobierno como de la Fed en adelante.

El otro factor de riesgo tiene que ver con la potencial corrección del mercado accionario estadounidense. La gran valorización de los últimos años se concentró en empresas del sector tecnológico, cuyos resultados financieros han sido positivos, pero no parecen justificar los precios actuales de sus acciones. Un ajuste fuerte en ese mercado debilitaría la confianza de los hogares y podría profundizar la recesión.

En los últimos 12 meses, el índice S&P 500 ha registrado una valorización del 25,4%, con un alza destacada en las acciones de empresas tecnológicas (+38,0%). La creciente exposición del índice a este sector se explica tanto por el optimismo en torno al potencial de la inteligencia artificial como por el sólido desempeño financiero de las grandes empresas tecnológicas. No obstante, hay señales claras de que las acciones en este sector podrían estar sobrevaloradas. Al igual que antes de la crisis de las *dotcom* en 2001, los múltiplos de valoración de estas empresas han superado su promedio histórico (1,3 veces en 2001 frente a 1,6 veces en el segundo trimestre de este año) (Tabla 2).

No vemos probable que el ámbito financiero de las empresas sea un detonante para la corrección. Sin embargo, vemos un riesgo asociado al ajuste en las elevadas expectativas sobre los resultados de las empresas del sector, lo que podría quebrar el optimismo de los inversionistas. Esta situación sería especialmente plausible de materializarse la recesión, debido a la mayor aversión al riesgo, y podrá dejar vulnerables a los hogares que invierten activamente en el mercado bursátil estadounidense.

17 de septiembre de 2024

Tabla 2. Relación precio / ganancia*

Período	S&P 500	Sector Financiero	Sector Tecnológico
1996 – 2T24	29,10x	19,44x	43,30x
Crisis Dotcom (2001)			
Promedio lustro previo a la crisis	29,77x	22,01x	50,47x
Trimestre previo a la crisis (2T00)	32,86x	22,26x	54,57x
Crisis Subprime (2008)			
Promedio lustro previo a la crisis	26,74x	17,90x	39,24x
Trimestre previo a la crisis (3T07)	27,39x	15,07x	34,81x
Ciclo actual			
Promedio lustro previo a la crisis	35,89x	19,33x	60,02x
Último trimestre (2T24)	36,13x	18,54x	68,06x

Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. *Múltiplo de comparación de precio de mercado sobre generación de utilidades. Comprende una muestra de 293 empresas que han estado operando entre 1996 y 2024. Los datos son promedios aritméticos agrupados por sector.

17 de septiembre 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

Manuel Bernal

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

Manuel.bernal@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director de Análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

dino.cordoba@corfi.com

17 de septiembre 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.