

Informe Renta Fija Octubre 2024

*La mayor oferta de TES
ha incidido en el
empinamiento de la
curva*



30 de octubre de 2024

La mayor oferta de TES ha incidido en el empinamiento de la curva

Autor:

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

felipe.espitia@corfi.com

Editor:

Julio Romero A.

Economista Jefe

julio.romero@corfi.com

- El Ministerio de Hacienda culminó con anticipación su programa de subastas en el mercado interno durante las dos primeras semanas de octubre. La oferta total de TES que se le brindó al mercado fue por un total de \$40 billones, dividido entre \$27,6 billones en títulos en tasa fija y \$12,4 billones en UVR.
- No obstante, el pasado viernes, el Ministerio publicó el decreto 1298 de 2024, anunciando que el monto total de TES en \$10 billones, pasando de \$63,7 a \$73,7 billones, debido a las operaciones de redescuento que han existido.
- Este año las referencias que estuvieron en el programa de subastas en tasa fija fueron los TES con vencimiento en 2033, 2036, 2042, 2046 y 2050. En promedio, la tasa de corte de estos títulos fue del 10,82%, disminuyendo 72 puntos básicos (pbs) frente al promedio de 2023, demostrando una mejora para el costo de financiamiento de la nación.
- Los TES en UVR que se subastaron tiene como fecha al vencimiento 2029, 2037 y 2049. Particularmente, la tasa de corte para estos títulos estuvo, en promedio, en 5,02%, aumentando 19 pbs frente a lo percibido el año pasado.
- El *bid to cover* para las subastas de los TES en tasa fija y en UVR fue, en promedio, de 4,1 y 4,4 veces, presentando una disminución de 0,3 veces y un aumento de 0,6 veces, respectivamente frente a lo realizado el año anterior.
- Hasta el noveno mes el año, el Ministerio de Hacienda ha recomprado un monto total de \$23,1 billones, entre TES en tasa fija de 2024 y 2025, y TES en UVR del próximo año. Este resultado superó nuestro rango inicial para el todo el año entre los \$17 y \$20 billones en operaciones de canje (ver “Canjes de deuda y empinamiento de la curva de TES” en [Informe Renta Fija – Agosto 9 de 2024](#)).
- Consideramos que el Ministerio podría llegar a sumar entre \$1 y \$3 billones adicionales al monto total de canjes de este año. Adicionalmente, es probable que el TES en tasa fija de 2026 pueda incorporarse a estas operaciones en algún momento en 2025, ya que cuenta con un valor nominal por \$30,6 billones.
- El Ministerio anunció una nueva emisión de TES globales con vencimiento 2036 y 2054 que tendría como fin cumplir con la meta de financiamiento del Presupuesto General de la Nación de este año, prefinanciar parcialmente la vigencia de 2025 e iniciar la recompra de títulos con vencimiento en 2026 y 2027.
- Estas operaciones eran esperadas, debido a la incertidumbre que aún existe sobre la financiación del Presupuesto General de la Nación del próximo año (ver “Efectos fiscales de la caída del recaudo tributario” en [Informe Semanal – Octubre 7 de 2024](#)).
- Esperamos que tanto la mayor cantidad de TES ofrecidos como las operaciones de canje sigan contribuyendo al empinamiento de la curva de los títulos de deuda en Colombia en tasa fija para lo que queda de este año y se mantengan como dos factores fundamentales en el empinamiento del próximo año. Lo anterior en un contexto de incertidumbre fiscal más alta, debido al riesgo de incumplimiento de la regla fiscal y a los temores por el efecto de la reforma a las transferencias al SGP en las finanzas públicas (ver “Proyecto de ley del sgp: reactivación y autonomía de las regiones sí, pero no así” en [Informe Semanal – Octubre 20 de 2024](#)).

30 de octubre de 2024

En 2024, el Ministerio de Hacienda volvió a terminar anticipadamente su cronograma de subastas

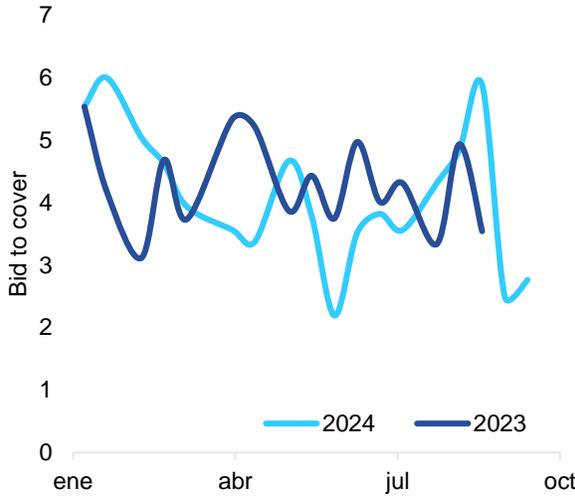
En octubre, el Ministerio de Hacienda culminó con anticipación su programa de subastas en el mercado interno. La oferta total de TES que se le brindó al mercado fue por un total de \$40 billones, dividido entre \$27,6 billones en títulos en tasa fija y \$12,4 billones en UVR. Monto que fue superior en \$5,6 billones a lo subastado en 2023, y en línea a lo estimado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2024 que aumentó en \$3 billones el monto ofrecido de TES para este año (ver “Marco Fiscal de Mediano Plazo: al límite de la regla en 2024 y grandes sombras en 2025” en [Informe Especial – Junio 17 de 2024](#)). Sin embargo, la semana anterior, el Ministerio de Hacienda publicó el decreto 1298 de 2024, anunciando un aumento en la oferta de TES por \$10 billones, pasando de \$63,7 a \$73,7 billones, debido a las diferencias entre el valor nominal y el valor de giro de los títulos, implicando que no se entregarán más títulos en lo que resta del año. Estos recursos irían destinados a financiar las apropiaciones del Presupuesto General de la Nación.

Este año las referencias que estuvieron en el programa de subastas en tasa fija fueron los TES con vencimiento en 2033, 2036, 2042, 2046 y 2050. El TES de 2046 llegó en el 10 de julio de este año, como una nueva referencia de largo plazo en la curva, obteniendo el segundo cupón más alto de la curva de rendimientos (11,5%), detrás del TES de 2033 que tiene un cupón del 13,25%. En promedio, la tasa de corte de estos títulos fue del 10,82%, disminuyendo 72 puntos básicos (pbs) frente al promedio de 2023, demostrando una mejora para el costo de financiamiento de la nación. Además, el *bid to cover*¹ promedio fue de 4,1 veces, disminuyendo frente a lo percibido el año pasado (4,3 veces).

Frente a los TES en UVR, las referencias que estuvieron este año tienen como fecha de vencimiento 2029, 2037 y 2049. Particularmente, las tasas de corte promedio para estos títulos estuvo, en promedio, en 5,02%, aumentando 19 pbs frente a lo percibido el año pasado. Por otra parte, el *bid to cover* fue de 4,4 veces, superado la demanda del año pasado (3,8 veces).

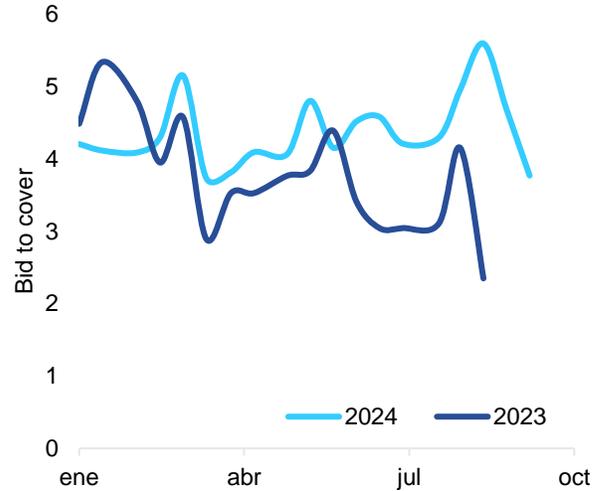
¹ Relación entre la demanda y la oferta de bonos en una subasta.

Gráfico 1. Bid to cover de las subastas de los TES en tasa fija



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 2. Bid to cover de las subastas de los TES en UVR



Fuente: Ministerio de Hacienda

Para lo que resta del año, el Ministerio aún tendría pendiente la emisión por un billón de pesos en TES verdes, en donde posiblemente sean ofertas en la única referencia que tenemos en el mercado (TES TF 2031), con el fin de seguirle brindando una mayor liquidez. En 2023, esta emisión también se realizó luego de haber finalizado el cronograma de subastas internas, cortando a una tasa del 10,059%, la cual este año posiblemente pueda ser inferior en medio de la reducción que se percibió en los costos de fondeo de la nación en tasa fija este año.

Este mayor monto subastado ha incidido en el empinamiento de la curva en 2024, a pesar de que ya se esperaba desde la publicación del Marco Fiscal, debido a que las referencias de largo plazo han estado involucradas en las operaciones de canje del Tesoro Nacional. En 2025 las subastas internas se incrementarían en \$5 billones frente a lo realizado este año, esperando financiarse a través de TES por un monto de \$45 billones. Por ende, consideramos que este mayor monto de emisión seguiría siendo un factor de incidencia en el empinamiento de los TES en tasa fija.

Compromiso en las operaciones de manejo de deuda

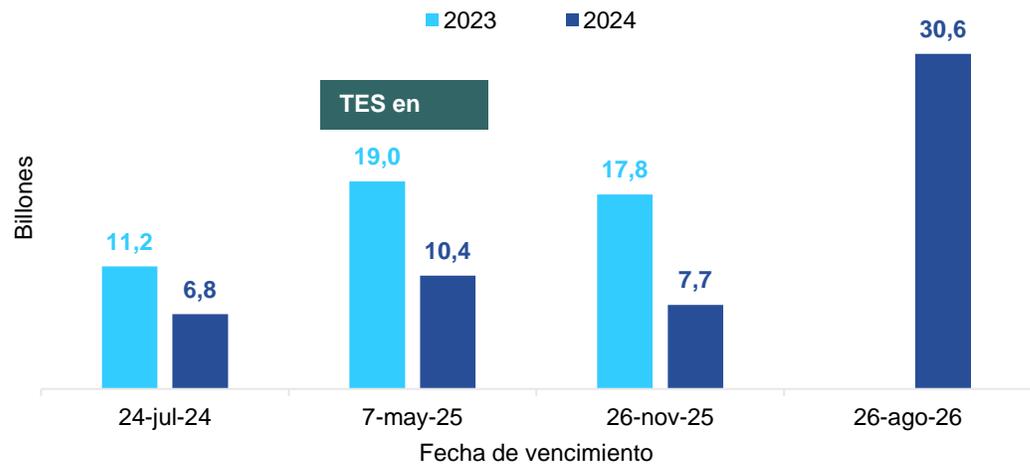
Hasta septiembre, el Ministerio de Hacienda ha continuado con su compromiso de realizar operaciones de manejo de deuda, con el fin de alivianar las presiones sobre la caja en el corto plazo. Hasta el noveno mes el año, el Ministerio ha recomprado un total de \$23,1 billones, entre TES en tasa fija de 2024 y 2025, y el TES en UVR del próximo año. Objetivo que superó nuestro rango inicial para el todo el año entre los \$17 y \$20 billones en operaciones de canje (ver “Canjes de deuda y empinamiento de la curva de TES” en [Informe Renta Fija – Agosto 9 de 2024](#)).

30 de octubre de 2024

El Ministerio desde el año pasado tenía conocimiento que esta estrategia debía ser parte fundamental en el manejo de su caja, y recientemente anunciaron que pretendían llevar el valor nominal de las dos referencias de TES con vencimiento en 2025 a un monto menor a los \$10 billones. Al cierre de septiembre, el título en tasa fija ya contaba con un valor nominal cercano a los \$7,7 billones, estando en línea con ese objetivo establecido por la cartera de hacienda. Por otra parte, el valor nominal del TES en UVR se encontraba en \$10,4 billones, indicando que el Ministerio podría seguir recomprando este título, y más aún cuando este título se vence en mayo del próximo año.

Debido a esta coyuntura en donde las finanzas públicas siguen generando una alta incertidumbre sobre el cumplimiento de las métricas fiscales en 2024 y 2025, debido al bajo desempeño del recaudo (ver “Efectos fiscales de la caída del recaudo tributario” en [Informe Semanal – Octubre 7 de 2024](#)), consideramos que el Ministerio podría llegar a sumar entre \$1 y \$3 billones adicionales al monto total de canjes este año. Adicionalmente, es probable que el TES en tasa fija de 2026 pueda incorporarse a estas operaciones en algún momento en 2025, ya que cuenta con un valor nominal por \$30,6 billones. Por último, esta semana, el Ministerio ofertó dos nuevos TES globales con vencimiento 2036 y 2054², con el fin de cumplir con las metas de financiamiento de este año y prefinanciar parcialmente la vigencia 2025. Este inicio del pre-financiamiento del próximo año era esperado, debido a la incertidumbre que aún existe sobre la financiación del Presupuesto General de la Nación del próximo año.

Gráfico 3. Valor nominal de los TES sujetos a operaciones de manejo de deuda con el Tesoro Nacional, cifras en billones



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. 2024: datos hasta septiembre

² Esta subasta logró conseguir recursos por \$3.640 millones de dólares, alcanzando un bid to cover por 3,2 veces lo emitido

30 de octubre de 2024

La Fed continúa dirigiendo el comportamiento en los mercados de deuda

- La Fed realizó su primer recorte de 50 puntos básicos (pbs) en su tasa de política monetaria, llevándola al rango 4,75% - 5,00%. Esto permitió que los mercados anticiparan un recorte adicional de 75 pbs en la tasa Fed para lo que resta del año y que volviese a ponerse en discusión un posible escenario de recesión en EE. UU.
- Los Tesoros americanos a 2 y 10 años, durante septiembre, alcanzaron un mínimo de sus tasas en todo del año, siendo del 3,55% y 3,61%, respectivamente. Adicionalmente, la pendiente de la curva, después de dos años invertida, empezó a empinarse.
- En septiembre, la valorización promedio de los bonos a 10 años en tasa fija de países desarrollados y emergentes fue de 10 y 15 pbs, respectivamente. No obstante, en lo corrido de octubre, ante la expectativa de un recorte más moderado de la Fed, hemos percibido desvalorizaciones frente al cierre de septiembre.
- Al cierre de septiembre, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se valorizó, en promedio, 14 pbs, continuando con el empinamiento que hemos visto a lo largo del año. De igual forma, la curva de los TES en UVR y los TES en dólares percibieron valorizaciones en septiembre frente al cierre del mes inmediatamente anterior, siendo de 11 y 14 pbs, respectivamente.
- En lo corrido de octubre, la deuda pública colombiana en moneda local y en dólares se ha desvalorizado, inclusive superando los niveles de cierre de agosto de este año, debido a la postura de cautela del BanRep, una menor expectativa de recorte en la tasa Fed este año y la incertidumbre fiscal generada por la debilidad en el recaudo local.
- Los bancos comerciales y las Administradoras de Fondos de Pensiones fueron los mayores compradores de TES en septiembre y se mantienen como los dos agentes que más han adquirido deuda pública local en el año (\$20,1 y \$32,9 billones, respectivamente).

Todo lo que bajó en septiembre, ha vuelto a subir en octubre

En septiembre, los mercados de deuda celebraron el primer recorte de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal (Fed) por 50 puntos básicos (pbs), situándola en el rango de 4,75% - 5,00%. Este recorte, considerado “agresivo” por su magnitud, llevó a que los mercados descontaran otros 75 pbs adicionales para lo que resta del año, reavivando el debate sobre la posibilidad de una recesión en EE. UU. Durante el mes, los rendimientos de los Tesoros a 2 y 10 años alcanzaron mínimos anuales de 3,55% y 3,61%, respectivamente. Además, tras la inversión de la curva en julio de 2022, la pendiente de los Tesoros volvió a ser positiva, anticipándose a este recorte de la Fed (Gráfico 5).

En términos del desempeño mensual, los rendimientos de los Tesoros a 2 y 10 años cerraron septiembre en 3,65% y 3,80%, con valorizaciones de 28 y 11 pbs, respectivamente. En cuanto a los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes, se registraron caídas promedio en las tasas de 10 y 15 pbs, respectivamente.

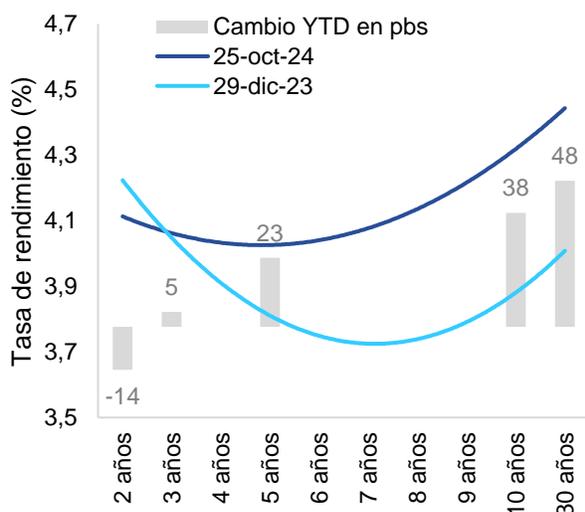
No obstante, hasta la cuarta semana de octubre mostraron un contraste con respecto al buen desempeño observado en septiembre. Esto respondió a las declaraciones más cautelosas de Jerome Powell sobre el ciclo de recortes, los datos del mercado laboral al inicio del mes, y el

30 de octubre de 2024

informe de inflación de septiembre en EE. UU. Estos factores llevaron a los mercados a moderar sus expectativas de recortes de la tasa Fed, ajustándolas a 50 pbs entre las reuniones de política monetaria de noviembre y diciembre. Como resultado, los mercados de deuda registraron desvalorizaciones, llevando nuevamente al rendimiento del Tesoro americano a 10 años por encima del 4,0%.

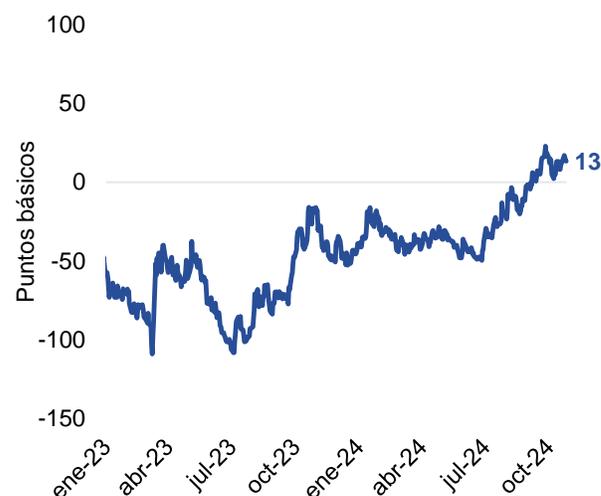
Particularmente, las desvalorizaciones promedio de los bonos a 10 años en tasa fija de países desarrollados fueron de 23 pbs, destacándose los aumentos en las tasas de los bonos de Noruega, Australia y Estados Unidos. En cuanto a los bonos de países emergentes, las desvalorizaciones promedio también fueron de 35 pbs, con Colombia, México y Hungría entre los más afectados en las primeras dos semanas de octubre (Tablas 1 y 2).

Gráfico 4. Tesoros americanos por plazo



Fuente: Refinitiv Eikon. YTD: año corrido

Gráfico 5. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2 - 10 años)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 1. Cambio mensual en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local y tasa fija, países desarrollados

País	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	YTD
Reino Unido	26	39	-25	36	3	-15	-21	4	-1	23	70
Francia	10	27	-13	23	12	14	-28	0	-9	12	48
Australia	9	14	-20	51	-9	-8	-21	-15	-1	46	46
Noruega	27	35	-32	23	-6	-11	-17	-17	0	37	40
EEUU	11	31	-8	42	-10	-17	-24	-19	-11	43	37
Japón	12	-4	3	19	16	-3	1	-17	-4	9	33
Promedio	14	24	-16	28	3	-6	-23	-6	-10	23	30
Alemania	13	30	-17	23	12	-16	-18	-1	-16	16	26
Canadá	21	21	-6	29	-13	-12	-35	0	-20	30	15
España	10	26	-19	15	9	2	-29	1	-19	6	0
Italia	3	17	-22	15	15	9	-41	4	-23	5	-19

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. Octubre: datos hasta la cuarta semana del mes.

30 de octubre de 2024

Tabla 2. Cambio mensual en puntos básicos de la tasa del bono a 10 años en moneda local y tasa fija, países emergentes

País	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	YTD
Brasil	23	26	13	66	21	49	-35	21	22	29	235
México	16	3	6	73	-22	6	1	-20	-30	75	108
Hungría	23	30	36	29	-10	-13	-42	-10	-15	67	95
Colombia	-49	47	12	39	34	-7	-23	-56	-10	83	69
Polonia	-4	15	9	27	0	-1	-32	11	-19	52	58
Rumania	8	20	2	38	-7	5	-11	-12	-8	23	58
Promedio	4	19	13	34	-4	-4	-25	-16	-15	35	42
Indonesia	10	1	9	55	-31	12	-17	-26	-16	29	27
Malasia	6	9	-2	13	-9	-4	-15	8	-3	15	18
Singapore	19	22	-2	35	-10	-16	-33	-17	-9	22	13
Chile	8	23	18	25	-6	17	-18	-48	-14	-1	4
Perú	-7	28	42	-4	-13	-3	-20	-36	-32	39	-7
Filipinas	13	9	3	57	-9	-14	-42	-12	-37	16	-15
Tailandia	-4	-8	-5	27	2	-13	-10	-2	-9	-8	-29
Sudáfrica	-2	44	43	4	4	-72	-58	-21	-35	44	-48

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corfi colombiana. Octubre: datos hasta la cuarta semana del mes.

El empinamiento continúa en la curva de TES

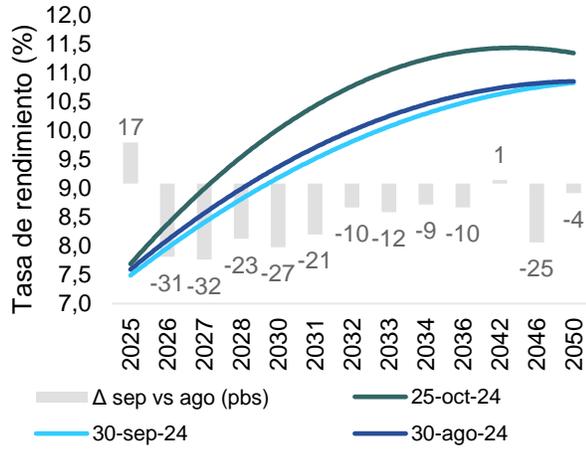
En septiembre, el desempeño del mercado de deuda pública en Colombia estuvo fuertemente influenciado por la coyuntura internacional de valorizaciones en los mercados de deuda, a pesar de la cautela mostrada por el Banco de la República en su última decisión de política monetaria, en la que recortó su tasa en 50 pbs, llevándola a 10,25% (ver “Actividad local” en [Informe Semanal – Octubre 7 de 2024](#)).

Durante el mes pasado, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija se valorizó, en promedio, 14 pbs, manteniendo la tendencia de empinamiento observada a lo largo del año. La parte corta de la curva, con vencimientos entre 2026 y 2028, se valorizó 28 pbs, mientras que los títulos de la parte larga, con vencimientos entre 2042 y 2050, experimentaron una valorización de nueve pbs. Asimismo, la curva de los TES en UVR y los TES denominados en dólares también registraron valorizaciones en septiembre frente al cierre de agosto, con incrementos de 11 y 14 pbs, respectivamente.

Sin embargo, al igual que en los mercados internacionales de deuda, la deuda pública colombiana en moneda local y en dólares ha sufrido desvalorizaciones hasta la cuarta semana de octubre. Este comportamiento se ha visto agravado por la incertidumbre en torno a la debilidad en los ingresos de la nación (ver “Efectos fiscales de la caída del recaudo tributario” en [Informe Semanal – Octubre 7 de 2024](#)) y la postura cautelosa mantenida por el Banco de la República, lo que ha llevado a que los niveles actuales superen incluso los cierres de agosto de este año (ver Gráficos 6, 7 y 8).

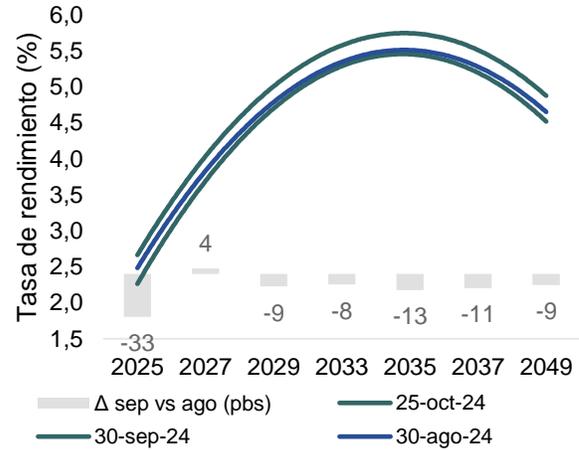
30 de octubre de 2024

Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija



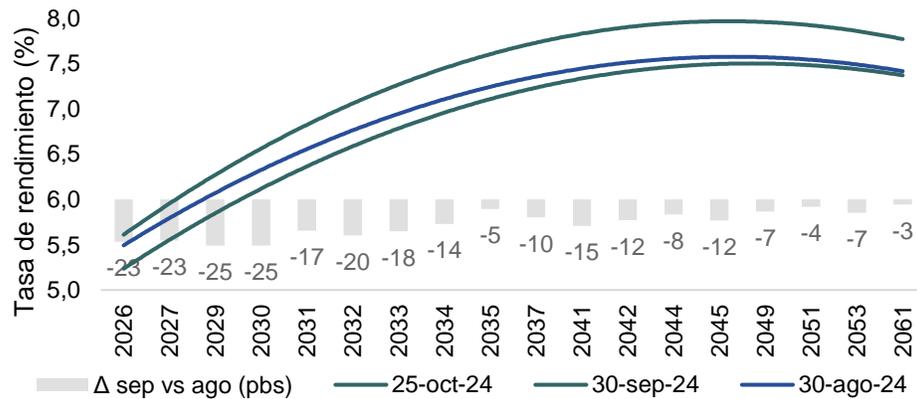
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 8. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

30 de octubre de 2024

Las AFPs son los tenedores con mayor demanda por TES

Como ha sido recurrente a lo largo de este año, hasta septiembre, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) han mantenido su alto apetito por TES. El mes pasado acumularon \$2,8 billones de títulos y consolidan 21 meses consecutivos comprando deuda soberana colombiana. De esta forma, se mantienen como el mayor comprador de títulos en el año, sumando \$32,9 billones y obteniendo un 31,6% de participación del stock total de deuda.

Los Bancos Comerciales volvieron a comprar TES en septiembre, luego de las ventas que habían realizado en agosto. Los bancos acumularon \$2,9 billones y se mantienen como el segundo mayor comprador de TES en el año (\$20,1 billones), conservando una participación del 14,8% del stock total de deuda colombiana. Adicionalmente, resaltamos las compras que realizó el BanRep, acumulado \$2,3 billones y siendo el cuarto mes consecutivo de compras. No obstante, este agente sostiene la mayor posición de ventas netas en lo corrido del año por \$14,7 billones.

En contraste, los fondos de capital extranjero volvieron a vender TES. Esta vez, estos agentes vendieron \$2,7 billones, resultado ser el nivel de ventas más alto desde octubre de 2023. Además, con este movimiento del mes pasado, los extranjeros acumulan en el año una posición neta de compras por \$272 mil millones, la cual resulta ser la más débil en toda la historia para lo corrido de los primeros nueve meses del año, excluyendo los años 2019 y 2023, en donde fueron vendedores netos de TES.

30 de octubre de 2024

Tabla 3. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – septiembre 2024

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Bancos comerciales	2,999	20,195	14.8%
Fondos de pensiones y cesantías	2,851	32,903	31.6%
Entidades públicas	2,460	2,584	0.8%
Banco de la República	2,320	-14,711	5.7%
Compañías de seguros y capitalización	1,469	13,944	11.4%
Ministerio de Hacienda y CP	696	2,730	0.6%
Instituciones oficiales especiales	689	3,148	3.8%
Comisionistas de bolsa	353	802	0.2%
Compañías de financiamiento comercial	204	729	0.1%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	156	123	0.1%
Personas jurídicas	102	311	0.3%
Proveedores de infraestructura	83	769	0.3%
Fondos de prima media	30	260	0.6%
Personas naturales	10	60	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	0	0.0%
Otros fondos	-2	24	0.0%
Entidades sin ánimo de lucro	-9	-190	0.1%
Corporaciones financieras	-77	1,610	0.8%
Carteras colectivas y fdos admn	-178	3,143	1.9%
Fiducia pública	-2,117	1,691	8.1%
Fondos de capital extranjero	-2,760	272	19.0%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corfi colombiana. YTD: año corrido

30 de octubre 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

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

Jaime Cárdenas

Analista análisis financiero
(+57-601) 3538787 Ext. 69798
jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista análisis financiero
(+57-601) 3538787 Ext. 69798
daniel.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio

Director de Sectores y Sostenibilidad
(+57-601) 3538787 Ext. 69973
crithian.osorio@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

30 de octubre 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.