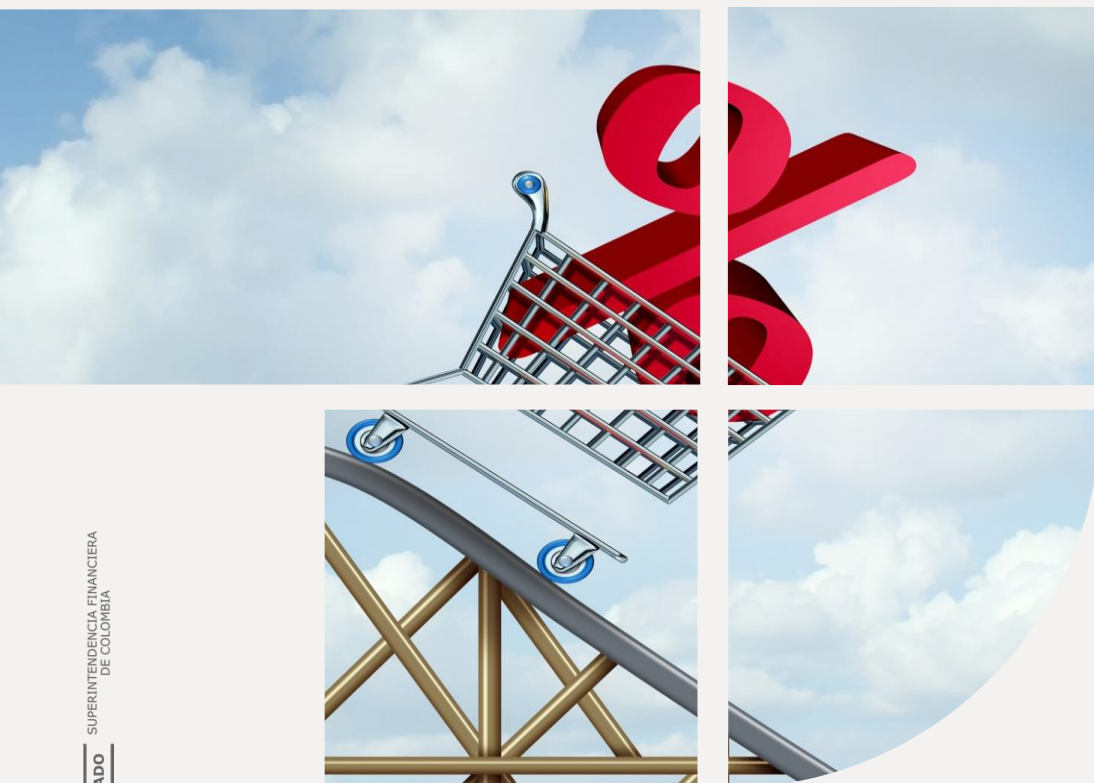




Investigaciones  
Económicas

## Informe Especial

# Política monetaria en América Latina: normalización a la vista



**Gabriela Bautista Escobar**

 Analista en Investigaciones Económicas  
[gabriela.bautista@corficolombiana.com](mailto:gabriela.bautista@corficolombiana.com)
**Maria Paula Gonzalez**

 Analista en Investigaciones Económicas  
[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)
**Julio Romero A.**

 Director  
 Macroeconomía y Mercados  
[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

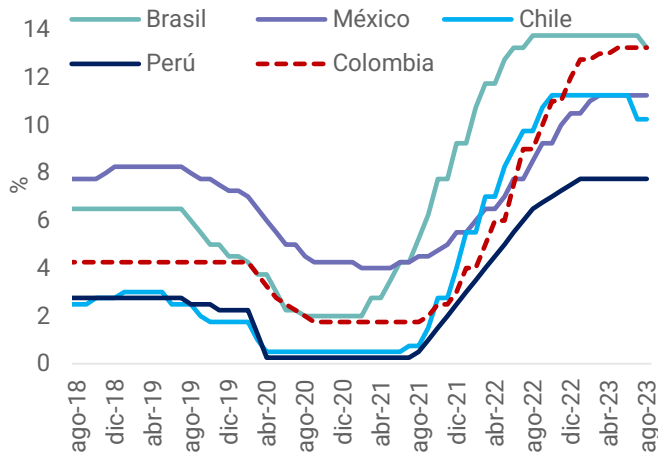
## Política monetaria en América Latina: normalización a la vista

- El choque inflacionario del periodo 2021-2022 motivó un endurecimiento de la política monetaria en América Latina más pronunciado que en las economías desarrolladas y que en otras regiones emergentes.
- Desde mediados de 2022 y durante 2023, la inflación viene corrigiendo a la baja en medio de menores presiones de los alimentos y la energía. El proceso desinflacionario ha sido heterogéneo y menos marcado en Colombia y, además, la inflación subyacente muestra cierta persistencia pese a la postura monetaria contractiva.
- La desaceleración de la economía global en 2023 está siendo menos fuerte de lo previsto inicialmente y los temores de recesión en EEUU y Europa han disminuido. Sin embargo, el deterioro de la actividad económica viene ganando relevancia en las decisiones de política monetaria de América Latina.
- Bajo este contexto, los bancos centrales de Chile y Brasil iniciaron recientemente al proceso de normalización monetaria –Costa Rica y Uruguay lo habían hecho antes–, reduciendo sus tasas de interés desde niveles altamente contractivos. Esperamos que los bancos centrales de Perú, Colombia y México hagan lo mismo en los próximos meses.

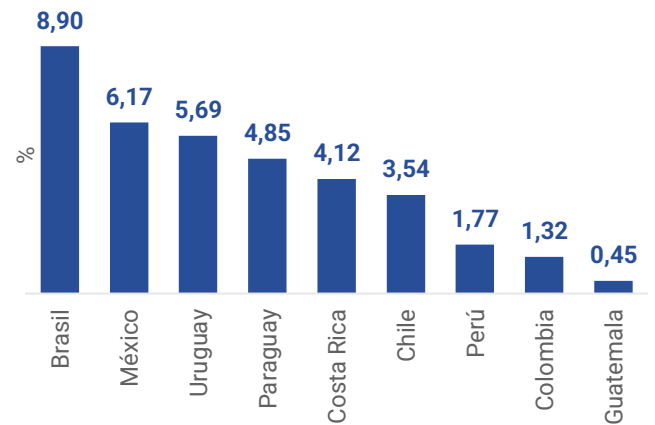
### Factores que soportan la normalización de la política monetaria

El choque inflacionario del periodo 2021-2022 motivó un endurecimiento de la política monetaria en América Latina (Gráfico 1). Ahora, el interés de los mercados se centra en el ciclo de recortes de tasas en las economías emergentes, proceso que inició este año en la región con los bancos centrales de Costa Rica (marzo), Uruguay (abril) y más recientemente, de Chile (julio) y Brasil (agosto), que sorprendieron con posturas más expansivas (*dovish*) de lo que anticipaba el consenso de analistas. En este informe analizamos los determinantes de este nuevo ciclo de recortes de tasas en la región, particularmente en las economías de Chile, Brasil, México, Perú y Colombia.

Ahora bien, la discusión sobre el ciclo de flexibilización monetaria en estas economías se soporta en varios factores, principalmente locales. El más evidente es la corrección sostenida de la inflación total desde la segunda mitad de 2022, excepto en Colombia dónde el proceso desinflacionario inició en el segundo trimestre de 2023 (ver [Monitor de Inflación – Mayo 10 de 2023](#)). Con cifras a julio de 2023, Brasil registraba la menor inflación entre las cinco economías que analizamos (4,0% anual), en un contexto en el que la política monetaria ha sido mucho más contractiva, de acuerdo con la tasa de interés real, y también en el que se implementaron algunas medidas fiscales que mitigaron el choque sobre los precios.

**Gráfico 1. Tasa de política monetaria (TPM)**


Fuente: Refinitiv Eikon

**Gráfico 2. Tasa de política monetaria real\* en julio de 2023**


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. \*TPM real ex-post (TPM nominal – inflación anual observada).

En efecto, el Banco Central de Brasil fue pionero en la región en elevar su Tasa de Política Monetaria (TPM), llevándola a un techo de 13,75% a mediados del 2022, lo cual supuso una posición altamente contractiva en términos reales por un período más prolongado (Gráfico 2). Lo anterior contribuyó a reducir las presiones inflacionarias por el lado de la demanda y permitió una corrección de la inflación núcleo (sin alimentos ni energía). A esto se sumó el alivio fiscal sobre el precio de los combustibles y el cambio de la bandera tarifaria sobre los precios de la energía<sup>1</sup>. En este sentido, la inflación de combustibles y energía alcanzó a corregir 45,9 p.p. al cierre de 2022 desde su máximo alcanzado en noviembre del 2021, y en julio se ubicaba en 0,78% a/a.

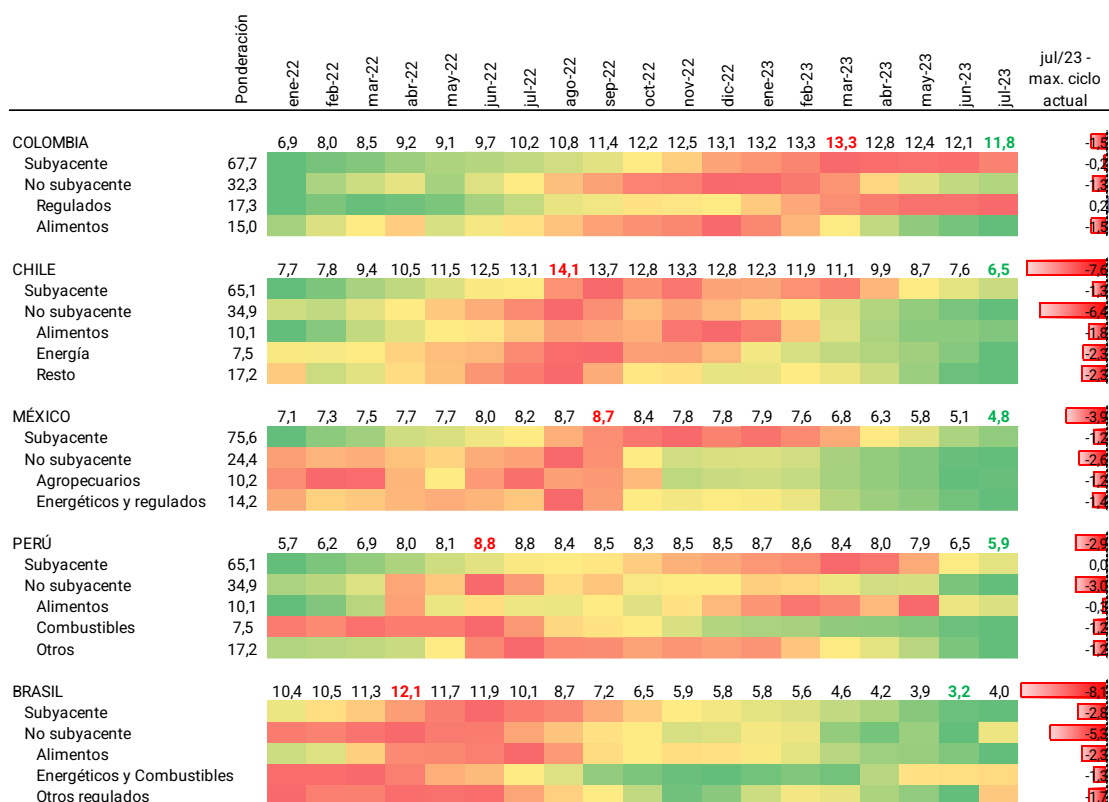
Por su parte, **Chile, México y Perú han presentado una tendencia desinflacionaria más moderada que en Brasil, sustentada principalmente por una desaceleración en los precios de los alimentos y la energía**, en la medida en que las presiones externas sobre las cadenas de suministro se solucionan gradualmente y se suavizan los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, factores locales han incidido sobre la evolución de la inflación en estos países. Por ejemplo, en México hubo una exención arancelaria a múltiples productos del sector agrícola para contener el repunte de los precios de los alimentos. En contraste, en Perú, la desaceleración de la inflación de alimentos se ha visto limitada por la menor disponibilidad de oferta nacional, en medio de condiciones climáticas desfavorables (Figura 1).

De este modo, **el proceso desinflacionario de los últimos meses en la región se ha caracterizado por las menores presiones del componente volátil**, que en 2022 sufrió los efectos de la reactivación de la demanda global por crudo y de las tensiones geopolíticas de importantes proveedores de *commodities* e insumos del sector agrícola. En Colombia, el retiro gradual del subsidio del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) –que inicialmente evitó que el repunte de las referencias internacionales de los precios del barril de

<sup>1</sup> En abril, las condiciones climáticas favorables sobre la generación de energía por parte de las hidroeléctricas, permitió el cambio de la bandera tarifaria roja a verde, lo que implica el retiro del recargo adicional sobre la factura de energía. Sin embargo, se espera que las regulaciones aplicadas en 2022 para contener la inflación le jueguen en contra, una vez el gobierno retire el estímulo tributario este 2023.

23 de agosto de 2023

petróleo impactase directamente el precio de los combustibles– ahora está añadiendo presiones alcistas sobre el precio de la gasolina, impidiendo un proceso de desinflación más acelerado en el país.

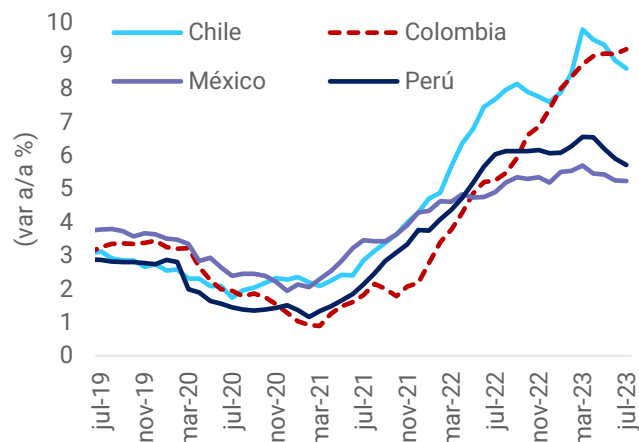
**Figura 1. Monitor regional de aportes a la inflación anual**


Fuente: Bancos Centrales de cada país. Cálculos: Corficolombiana.

En contraste, **la inflación núcleo ha mostrado una mayor resistencia, impidiendo la convergencia más acelerada del índice total**. Particularmente, se evidencia un impulso alcista por parte de la inflación subyacente de servicios, afectada en gran medida por los componentes indexados al IPC, asociados principalmente con los arriendos y los servicios de educación (Gráfico 3). No obstante, recientemente se ha percibido cierto alivio desde el componente subyacente de bienes en algunos de estos países. De manera general, **Chile, Colombia y México, han visto un alivio en el IPC de bienes por el debilitamiento de la demanda**, sumado a las menores presiones de los costos de los insumos y al reciente fortalecimiento de las divisas latinoamericanas frente al dólar (ver [Monitor de Inflación – Agosto 11 de 2023](#)).

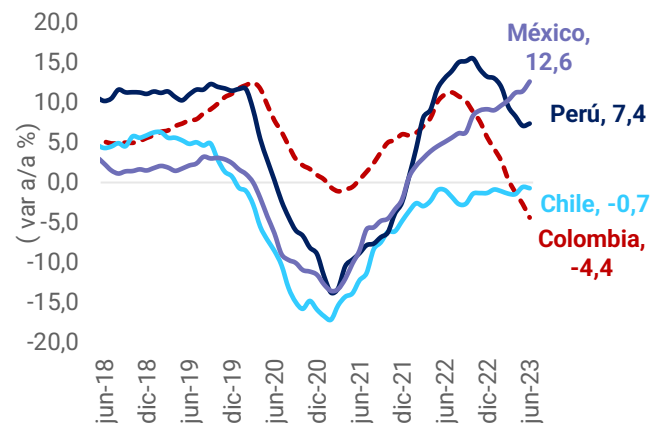
En el balance de riesgos, **los bancos centrales de las principales economías de la región están asignando una mayor importancia en sus decisiones de política monetaria al reciente deterioro de la actividad económica**. De manera transversal, estas economías enfrentan un deterioro del consumo de los hogares, un impacto que ha sido especialmente fuerte en Chile, en línea con el agotamiento de las ayudas otorgadas en el contexto de la pandemia.

**Gráfico 3. IPC subyacente\* de servicios**



Fuente: Bancos Centrales  
\*Excluye alimentos y energía

**Gráfico 4. Crecimiento real de la cartera de consumo**



Fuente: Entidades supervisoras del Sistema Financiero.  
Cálculos: Corficolombiana  
\*Se utiliza como aproximación los créditos otorgados a los hogares.

De hecho, el crecimiento real de la cartera de consumo en Colombia y Perú viene mostrando una desaceleración desde la segunda mitad de 2022, mientras que en Chile ha permanecido estancado -y negativo- en lo corrido de este año (Gráfico 4). Además, en 1T23 se evidenció en estos países una leve caída en el volumen de importaciones, consistente con el deterioro de la demanda interna (ver Balanza de pagos 1T23: Colombia y LatAm registran ajustes importantes de déficits externos en [Informe Semanal – Junio 04 de 2023](#)). **Lo anterior se da en un escenario en el cual los consumidores se enfrentan a mayores costos de endeudamiento y a un menor poder adquisitivo ante los elevados niveles de inflación.**

En este sentido, el enfriamiento de la actividad económica deberá verse reflejado en una brecha del producto menos positiva en el corto plazo, que a su vez contribuya a la disminución de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda (Gráfico 5). **Con la información disponible de la producción en 2T23, dos de las principales economías de la región –Chile y Perú– muestran importantes señales de deterioro de su actividad productiva.**

Por un lado, el PIB de Perú se contrajo 0,5% a/a en 2T23, después de una caída de 0,4% a/a en 1T23. El resultado del segundo trimestre de este año reflejó la fuerte contracción de la actividad pesquera y la caída de la producción del sector agropecuario, afectados por las condiciones climáticas adversas, en medio de la alerta del fenómeno del Niño Costero<sup>2</sup> y la llegada del fenómeno del Niño. De igual manera, la producción de la industria manufacturera vio un deterioro generalizado en las industrias de bienes de consumo, intermedios y de capital, ante la debilidad de la demanda interna y externa.

De otro lado, el PIB de Chile se contrajo 1,1% a/a en 2T23 (1T23 = -0,8% a/a) como resultado de una fuerte caída de la demanda interna, parcialmente compensada por el comportamiento

<sup>2</sup> El fenómeno del Niño Costero dista del fenómeno del Niño global en la medida en que es un evento climático que afecta mayormente la Costa del Pacífico del Perú y el Ecuador. En Perú, la Comisión Multisectorial encargada del Estudio Nacional del Fenómeno El Niño (Enfen) lanzó una alerta por este fenómeno en marzo de 2023, mes en el que el país recibió el ciclón Yaku.

23 de agosto de 2023

de las exportaciones netas. En efecto, el consumo exhibió una caída de 6,1% a/a, en línea con el agotamiento de las ayudas otorgadas en la pandemia, un mercado laboral débil y una inflación que, si bien ha descendido desde su máximo de agosto del año pasado, permanece en niveles elevados. Entre tanto, el resultado de las exportaciones netas se favoreció por la caída de las importaciones, pese a un menor envío de exportaciones.

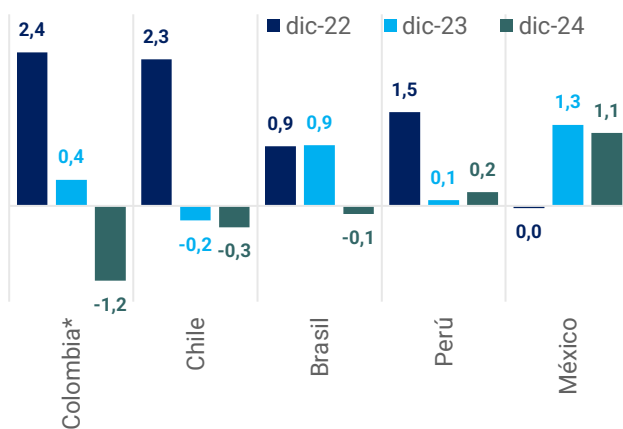
### Expectativas regionales: un ajuste moderado en el corto plazo

En la reunión de julio, **Chile se convirtió en el primer país entre las principales economías de la región en iniciar el ciclo de normalización de la política monetaria**, en línea con nuestras expectativas (ver [seguimiento mercados andinos y centroamericanos – Julio 25 de 2023](#)), pero sorprendió al alza con la magnitud del ajuste y la unanimidad de la decisión. Puntualmente, el Banco Central recortó la tasa de política monetaria en 100 pbs para llevarla a 10,25%, frente al recorte esperado de 75 pbs.

Igualmente, en su reunión de agosto **el Banco Central de Brasil sorprendió a los mercados al recortar la tasa Selic<sup>3</sup> en 50 pbs, llevándola a 13,25% (se esperaba un recorte de 25 pbs)**. Es importante mencionar que, si bien se dio en una decisión dividida con cuatro votos a favor de un recorte de menor magnitud, hubo consenso en que de continuar la tendencia reciente en cuanto a la evolución de la actividad económica y si se materializa el escenario inflacionario previsto, habrá recortes de la misma magnitud en las decisiones de los próximos meses.

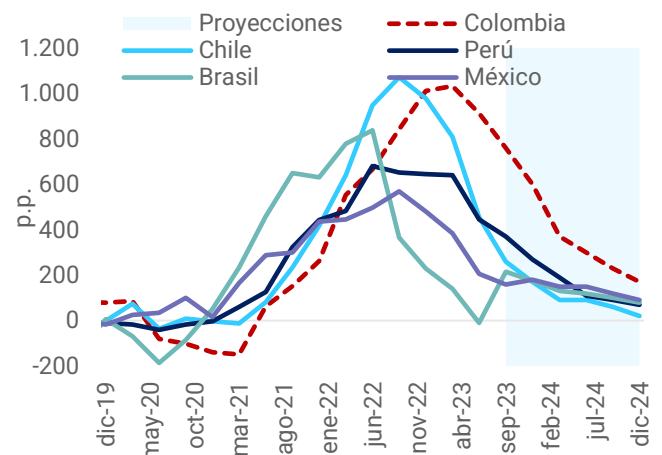
**Esperamos que durante el segundo semestre de 2023, Perú, Colombia y México se sumen al proceso de flexibilización monetaria, aunque en México el panorama es más incierto.** De esta forma, las cinco economías mantendrían una postura monetaria contractiva en los próximos meses. Si bien la inflación seguirá retrocediendo, excepto en Brasil, en todos los casos permanecerá por encima de los objetivos de los emisores al cierre del año y retornará al rango meta solo hasta 2024 (Gráfico 6).

**Gráfico 5. Brecha del producto**  
Puntos porcentuales



Fuente: Refinitiv Eikon, LatinFocus – edición ago/23.  
Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 6. Brecha de la inflación**  
Inflación vs Objetivo



Fuente: Refinitiv Eikon y LatinFocus (agosto 2023). Cálculos: Corficolombiana.

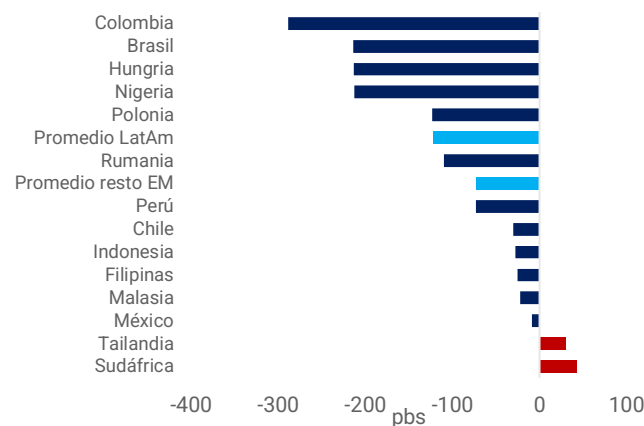
<sup>3</sup> Tasa de política monetaria del Banco Central de Brasil.

De manera general, **para los Bancos Centrales de Brasil, México, Perú y Colombia persiste la preocupación sobre el desanclaje de las expectativas de inflación y la resistencia de la inflación subyacente, que no ha asegurado su convergencia al objetivo**<sup>4</sup>. En este sentido, las decisiones de los próximos meses seguirán dependiendo en gran medida de los datos de inflación y sus expectativas. De manera más específica, en México, la Junta de Gobierno expresó su intención de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual por un período más prolongado, evidenciando la mayor influencia de las decisiones de la Reserva Federal en EEUU. En Colombia se abrió la puerta a eventuales recortes en el futuro, condicionados a que la inflación y las expectativas sigan cediendo, mientras que en Perú no hubo mensajes concretos sobre el futuro cercano de los tipos de interés.

No obstante, esperamos que Perú inicie su ciclo con una baja de 25 pbs en la reunión de septiembre, ubicando la tasa de intervención en 6,25% al cierre del año. Por su parte, en Colombia BanRep llevaría a cabo recortes de 50 pbs y 75 pbs en octubre y diciembre, respectivamente, para alcanzar un nivel de 12,0% al cierre de 2023. Entre tanto, el Banxico sería el último en bajar los tipos de interés, realizando el primer recorte a finales de este año.

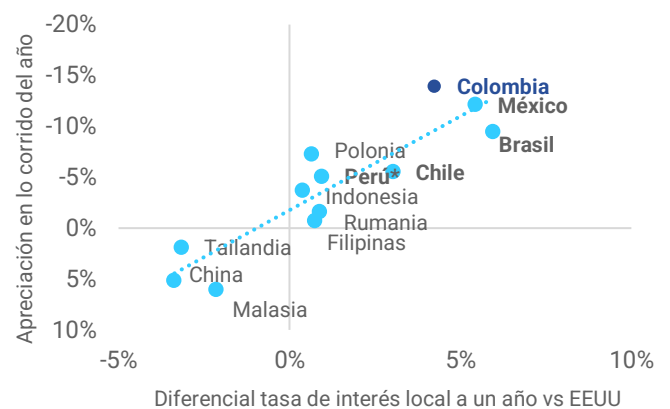
Ahora bien, **el escenario de recortes supone que continúe corrigiendo la inflación en la región desde los niveles actuales, de modo que se asegure la convergencia a los respectivos objetivos de las autoridades monetarias**. Sin embargo, los riesgos al alza por parte de la inflación son relevantes. De un lado, la llegada del Fenómeno de El Niño impactaría principalmente los precios de los alimentos, toda vez que la producción del sector agrícola está expuesta a las condiciones climáticas desfavorables. De otro lado, una resistencia más prolongada del componente núcleo o una postura más *hawkish* de la Fed, soportarían que los Bancos Centrales lleven a cabo recortes de tasas más conservadores de lo previsto. Es importante mencionar que el inicio del ciclo de normalización de política monetaria en la región es positivo en la medida que refleja no sólo el proceso desinflacionario, sino que el

**Gráfico 7. Comportamiento de los bonos 5Y de economías emergentes en 1S23**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.  
\*Datos al 30 de junio.

**Gráfico 8. Diferencial de las tasas\* de emergentes vs EEUU y apreciación de divisas vs dólar**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana. \*Tasas de los bonos en moneda local a un año. Para Perú se utilizó el bono a dos años. Datos al 30 de junio.

<sup>4</sup> En Brasil, se espera que la inflación repunte durante este tercer trimestre y cierre el año por encima de límite superior del rango de tolerancia del emisor, impulsado al alza por los bienes y servicios regulados.

23 de agosto de 2023

recorte de tasas podrá contribuir al dinamismo de la actividad económica, que ha mostrado signos de deterioro en lo corrido de este año.

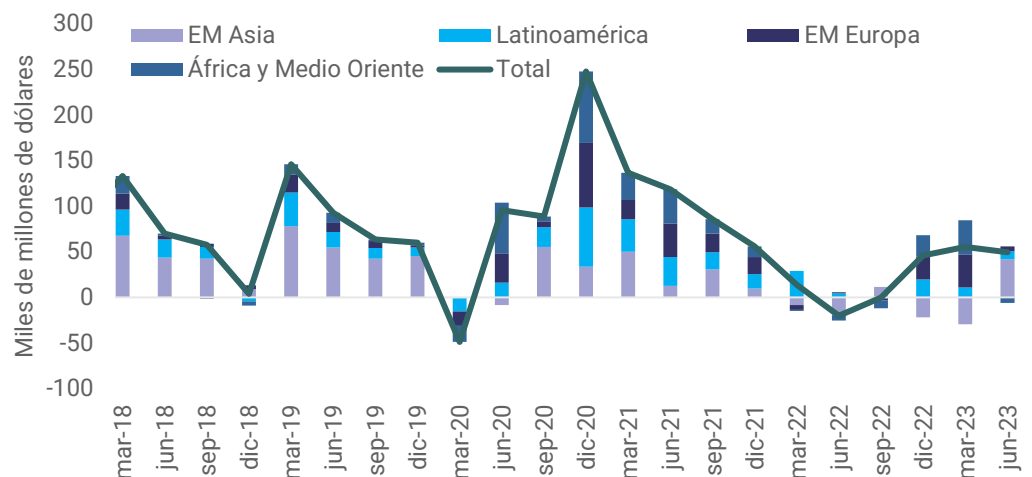
### Impacto de la normalización monetaria sobre los mercados de deuda

El alto diferencial de tasas de interés entre Latinoamérica y EEUU, la menor aversión al riesgo global por el alivio en los temores de recesión, y la menor incertidumbre política en la región – luego de varios eventos electorales en 2022– impulsaron valorizaciones importantes de los activos latinoamericanos durante buena parte de 2023. Además, los precios de los *commodities* de exportación se mantuvieron en niveles elevados, aunque menores que en 2022, y también favorecieron el desempeño de los mercados de deuda y las divisas latinoamericanas. Todo lo anterior se dio en medio de la corrección parcial del desbalance comercial de bienes y la consolidación del proceso desinflacionario.

Bajo este contexto, **las ganancias de los mercados de deuda latinoamericanos fueron superiores a las de sus pares emergentes durante el primer semestre de 2023**. En Colombia, además, se dio la corrección de la mayor parte del castigo que sufrieron nuestros activos desde mediados de 2022 (ver [Informe Especial – Julio 5 de 2023](#)). En promedio, los bonos a 5 años en moneda local de estos cinco países se valorizaron 123 pbs en 1S23 (Gráfico 7), mientras que el alto diferencial de tasas de la región frente a las economías avanzadas favoreció el *carry trade* con las monedas latinoamericanas, destacando las ganancias del peso colombiano, del peso mexicano y del real brasileño (Gráfico 8).

**Este escenario favorable para la región se reflejó en los flujos de inversión extranjera de portafolio<sup>5</sup>, que fueron positivos durante el primer semestre de este año.** En particular, Latinoamérica tuvo entradas netas por 8,6 mil millones de dólares en 2T23, lo cual representó la segunda mayor inversión neta entre los grupos de los países emergentes, después de Asia, que tuvo entradas netas por 42 mil millones de dólares (Gráfico 9).

**Gráfico 9. Flujos de inversión extranjera de portafolio a economías emergentes**



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales.

<sup>5</sup> Deuda y acciones.



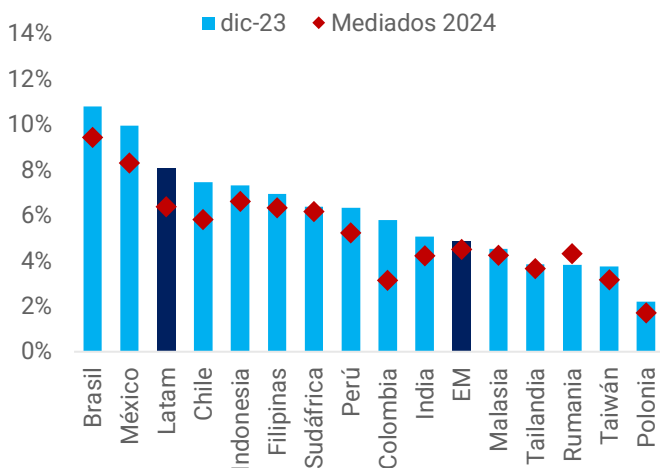
23 de agosto de 2023

Hacia adelante, **el proceso de normalización monetaria limitará valorizaciones adicionales en los mercados de deuda de la región, a pesar de que el diferencial entre las tasas de interés frente a las de economías avanzadas seguirá siendo amplio.** Esto se daría en un contexto de menor incertidumbre política regional, pero con mayores niveles de aversión al riesgo global en los próximos meses. Consideramos que México y Brasil tienen mayor valor relativo, pues han enviado mensajes más conservadores sobre el ciclo de recorte de tasas y han presentado mayores correcciones de la inflación. A esto se suma la mejora reciente en las perspectivas fiscales de Brasil, lo cual se vio reflejado en la mejora de su calificación de riesgo soberano por parte de Fitch Ratings.

En todo caso, el inicio de la flexibilización monetaria supondrá una disminución de la tasa de interés real en las cinco economías analizadas, si bien seguirá siendo superior, en promedio, a las de otros países emergentes. De esta forma, el diferencial frente a la tasa de interés de la Reserva Federal seguirá siendo elevado en el corto plazo (Gráfico 10).

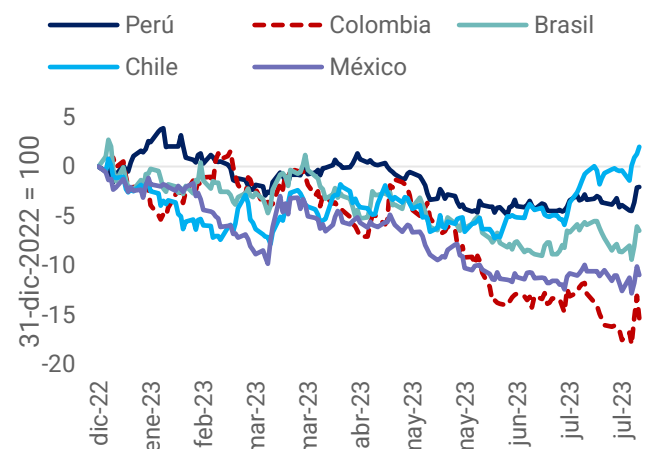
Vale la pena señalar que los mercados evidenciaron una sensibilidad importante hacia las últimas decisiones de los bancos centrales en la región. Una postura más *dovish* por parte de estos agentes podría revertir la tendencia de apreciación observada en lo corrido del año y también reduce el espacio de los mercados de deuda para registrar mayores valorizaciones. Muestra de ello fue el comportamiento del peso chileno frente al dólar tras el recorte del mes de julio. En las dos semanas posteriores, el tipo de cambio USDCLP frente al dólar perdió 4,4%, mientras que la depreciación promedio del tipo de cambio de sus pares regionales fue de 1,4% en el mismo período y estuvo influenciado por el fortalecimiento del dólar a nivel global (Gráfico 11) (ver [Seguimiento mercados andinos y centroamericanos – Agosto 9 de 2023](#)).

**Gráfico 10. Tasas de política monetaria real proyectada\***



Fuente: Refinitiv Elkon, Latin Focus Consensus Forecast y JP Morgan. \*Se utilizó como deflactor de la de TPM el diferencial de la inflación esperada con respecto a la inflación esperada en EEUU

**Gráfico 11. Diferencial del tipo de cambio de las divisas latinoamericanas con el DXY**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

23 de agosto de 2023

De igual manera, los riesgos asociados a la situación económica de las economías avanzadas, sumado a la alta volatilidad de los activos financieros locales frente a las condiciones externas podrán jugar en contra del escenario de posibles valorizaciones de los activos. Así lo indicó la desvalorización de los activos en la primera semana de agosto, tras conocerse la rebaja en la nota soberana de EEUU y los resultados de crecimiento económico en la Eurozona.

23 de agosto de 2023

## Equipo de investigaciones económicas

### Jose Ignacio López

*Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas*

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

*Economista Jefe*

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

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

#### Laura Daniela Parra

*Analista de Economía Local*

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

#### Diego Alejandro Gómez

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

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

#### Maria Paula Gonzalez

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

#### Laura Gabriela Bautista

*Analista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

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

#### Maria Ximena Carrillo

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[maria.carrillo@corficolombiana.com](mailto:maria.carrillo@corficolombiana.com)

### Felipe Espitia

*Especialista de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

*Director de Renta Variable*

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

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

### Finanzas Corporativas

---

#### Jaime Andres Cardenas

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

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

#### Karen Ospina

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[karen.ospina@corficolombiana.com](mailto:karen.ospina@corficolombiana.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

*Directora de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

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

#### Jose Luis Mojica

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

#### Juan Camilo Pardo

*Analista de Sectores y Sostenibilidad*

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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

23 de agosto de 2023

**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.