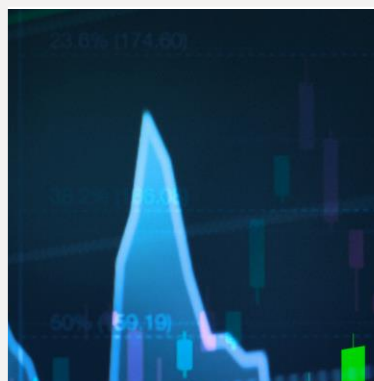
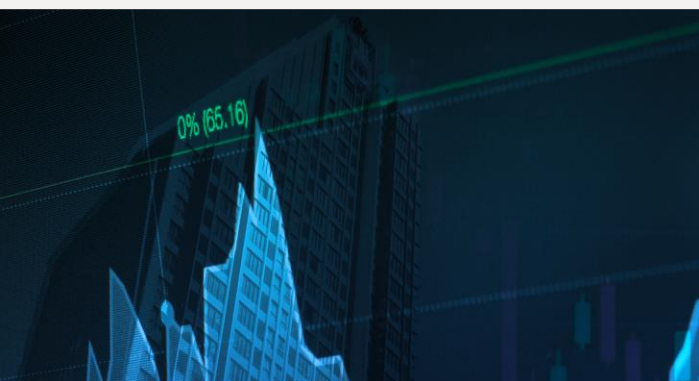


Informe Especial

Balance del primer semestre de 2023 en tasa de cambio, TES y prima de riesgo: ¿volviendo a la liga de LatAm?



5 de julio de 2023

Balance del primer semestre de 2023 en tasa de cambio, TES y prima de riesgo: ¿volviendo a la liga de LatAm?

Julio Romero A.

Director
Macroeconomía y Mercados
julio.romero@corficolombiana.com

Diego Gómez

Analista de Investigaciones
diego.gomez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

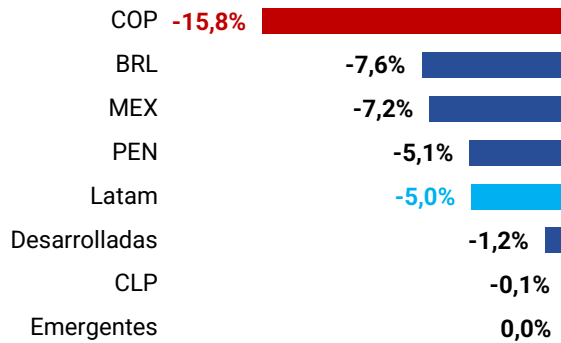
Especialista Renta Fija
felipe.espitia@corficolombiana.com

- El primer semestre de 2023 cerró con un balance muy positivo para el peso colombiano, el mercado de deuda pública local y la prima de riesgo país, especialmente por el desempeño de los últimos cuatro meses. Desde finales de febrero y con corte al 30 de junio, la tasa de cambio USDCOP se apreció 15,8%, el bono en tasa fija a 10 años en moneda local se valorizó 321 puntos básicos (pbs) y los CDS a 5 años se redujeron 63 pbs.
- En este periodo, las economías comparables de LatAm también apreciaron sus monedas frente al dólar y registraron ganancias importantes en sus mercados de deuda, en medio de un mayor apetito global por riesgo y precios de las materias primas en niveles favorables (aunque menores a los de 2022). Sin embargo, los mercados de Colombia se comportaron mejor que los de LatAm, corrigiendo buena parte del castigo que sufrieron el año pasado.
- El castigo lo calculamos como la diferencia entre los niveles observados en Colombia de precio del dólar, tasa del bono a 10 años en moneda local y CDS a 5 años, frente al que habrían tenido si se hubieran comportado como en Brasil, Chile, México y Perú. Además, analizamos diferentes ventanas temporales que empiezan antes de que ocurrieran ciertos eventos clave para la economía colombiana: el desplome de los precios del crudo en 2014, la pandemia, la pérdida del grado de inversión y el cambio de Gobierno en 2022.
- Independientemente del periodo analizado, encontramos que los activos colombianos sufrieron un choque atípico a mediados de 2022, en medio del cambio de Gobierno, llevando a un aumento del diferencial respecto a la región muy superior al que se observó, por ejemplo, como consecuencia de la pérdida del grado de inversión en 2021.
- El castigo a Colombia alcanzó su punto más alto entre octubre de 2022 y febrero de 2023, y desde entonces ha registrado una clara tendencia de ajuste ante la menor capacidad del Gobierno de lograr la aprobación en el Congreso de las reformas propuestas. Al cierre del primer semestre, la corrección del castigo desde su nivel más alto ascendía a 47,9% en tasa de cambio (\$572 frente al máximo de \$1.100), 62,7% en CDS y 70,9% en la tasa del bono a 10 años en moneda local (150 pbs de 510 pbs).
- Prospectivamente, vemos espacio para una corrección adicional, mas no completa, del castigo a los activos colombianos siempre que las reformas propuestas por el Gobierno sigan encontrando contrapeso institucional. Manteniendo constantes en los niveles actuales los precios de los activos de referencia en LatAm, la tasa de cambio USDCOP podría ubicarse entre \$3.790 y \$4.029, la tasa del bono a 10 años entre 9,8% y 10,2%, y el CDS a 5 años entre 220 y 231 pbs.

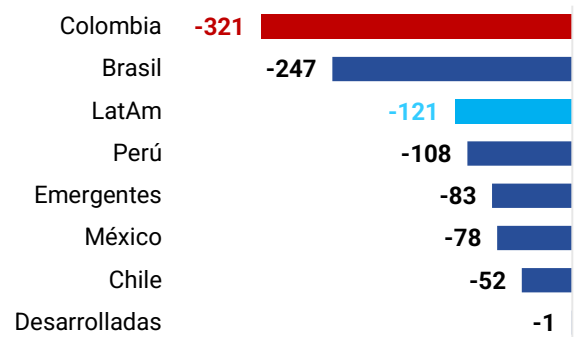
Mercados en Colombia: los más valorizados en el primer semestre

Los mercados de países emergentes se han visto beneficiados en los últimos cuatro meses por las sorpresas positivas en términos de crecimiento económico e inflación en las economías desarrolladas. Si bien la incertidumbre asociada a una eventual recesión en EEUU y la zona euro se mantiene vigente –toda vez que las presiones alcistas en la inflación núcleo han impedido un relajamiento monetario–, el panorama de crecimiento económico global ha sido más favorable de lo anticipado y ha estimulado el apetito por activos de riesgo.

5 de julio de 2023

Gráfico 1. Tasa de cambio vs dólar USD. Variación vs 21-feb-2023*


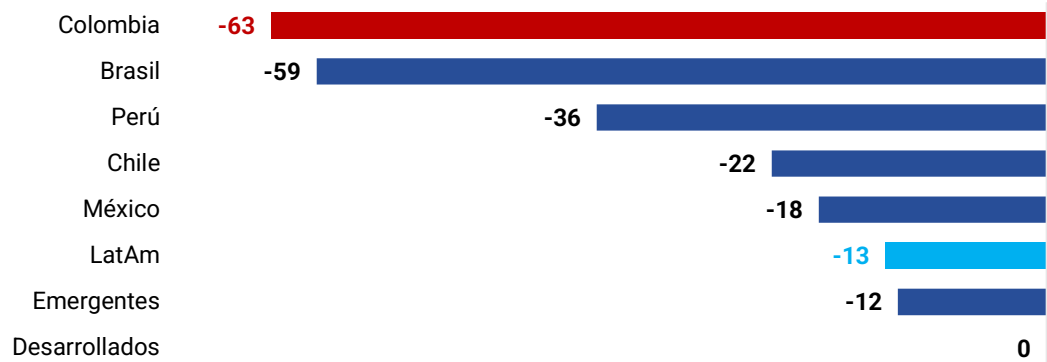
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

Gráfico 2. Tasa bono a 10 años en moneda local. Variación vs 21-feb-2023 (pbs)*


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

El grupo de economías latinoamericanas que analizamos (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) lideraron las valorizaciones durante el primer semestre, en medio de: i) altos precios de *commodities* de exportación; ii) amplio diferencial entre las tasas de interés locales y la de EEUU –lo que ha permitido que los inversionistas obtengan un margen atractivo por *carry trade* (ver “Reacción de la última reunión de la Fed” en [Informe Semanal – Junio 19 de 2023](#)); iii) corrección parcial en el desbalance comercial de bienes (ver “Balanza de pagos 1T23: Colombia y LatAm registran ajustes importantes de déficits externos” en [Informe Semanal – Junio 04 de 2023](#)); y iv) el inicio de un proceso desinflacionario generalizado, que aún está lejos de llegar a niveles objetivo, pero genera expectativas de recortes de tasas incluso si la Fed mantiene una postura de tasas altas por más tiempo (*higher for longer*).

Ahora bien, los activos colombianos tuvieron un rendimiento sobresaliente en la región. **Desde la tercera semana de febrero y con corte al 30 de junio, la tasa de cambio USDCOP disminuyó 15,8%, el bono en tasa fija a 10 años en moneda local se valorizó 321 puntos básicos (pbs) y la prima de riesgo medida a través del CDS a 5 años de Colombia se redujo 63 pbs.** En contraste, el promedio regional en términos de tasa de cambio se apreció 5,0%, la tasa de los

Gráfico 3. CDS a 5 años. Cambio vs feb.-21-2023 (pbs)*


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

5 de julio de 2023

bonos a 10 años en moneda local se valorizó 121 pbs y la prima de riesgo país a 5 años se redujo en 13 pbs (Gráficos 1, 2 y 3).

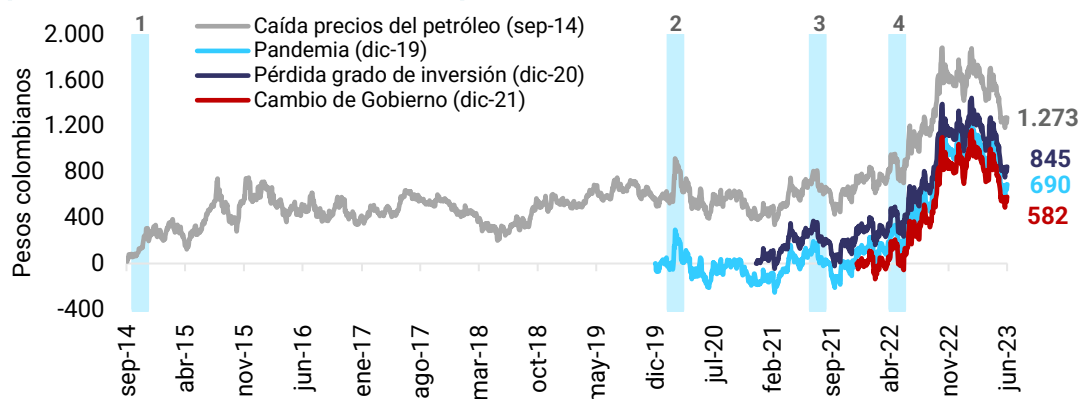
Los activos colombianos sufrieron un choque atípico en 2022

Anteriormente hemos advertido que la tasa de cambio en Colombia se salió del estándar de países latinoamericanos comparables a mediados de 2022, tomando como punto de partida la comparación en el nivel del dólar al cierre de 2021 (ver “Mercado cambiario: entrando en otra liga” en [Informe Anual – Diciembre 1 de 2022](#), “Apreciación del peso colombiano: ¿hasta cuándo?” en [Informe Especial – 19 de abril de 2023](#) y “Tasa de cambio, prima de riesgo y gobernabilidad” en [Informe Semanal – 29 de mayo de 2023](#)).

En este informe ampliamos las variables y los periodos evaluados, con el objetivo de aumentar la robustez del ejercicio. Además del tipo de cambio, analizamos la tasa de los bonos a 10 años en moneda local y la prima de riesgo medida a través de los CDS a 5 años. También **evaluamos diferentes ventanas temporales que empiezan antes de que ocurrieran algunos eventos que impactaron de forma significativa a los activos locales**, a saber: i) el desplome de los precios del crudo (tomamos como punto de partida el 1-sep-2014); ii) la pandemia (punto de partida 31-dic-2019); ii) la pérdida del grado de inversión (31-dic-2020); y el más reciente cambio de Gobierno (31-dic-2021).

El castigo lo calculamos como la diferencia entre los niveles observados en Colombia de precio del dólar, tasa del bono a 10 años en moneda local y CDS a 5 años, frente al que habrían tenido si se hubieran comportado durante el periodo de análisis como lo hicieron, en promedio, en Brasil, Chile, México y Perú (escenario contrafactual)¹. Independientemente de la ventana temporal analizada, encontramos que los activos colombianos sufrieron un choque atípico a mediados de 2022, atribuible a los temores por el manejo económico del nuevo Gobierno, lo cual generó un castigo a Colombia frente a la región muy superior al que se observó, por ejemplo, como consecuencia de la pérdida del grado de inversión en 2021 (Gráficos 4, 5 y 6).

Gráfico 4. DIFERENCIAL del precio del dólar en Colombia vs promedio LatAm para diferentes ventanas de tiempo



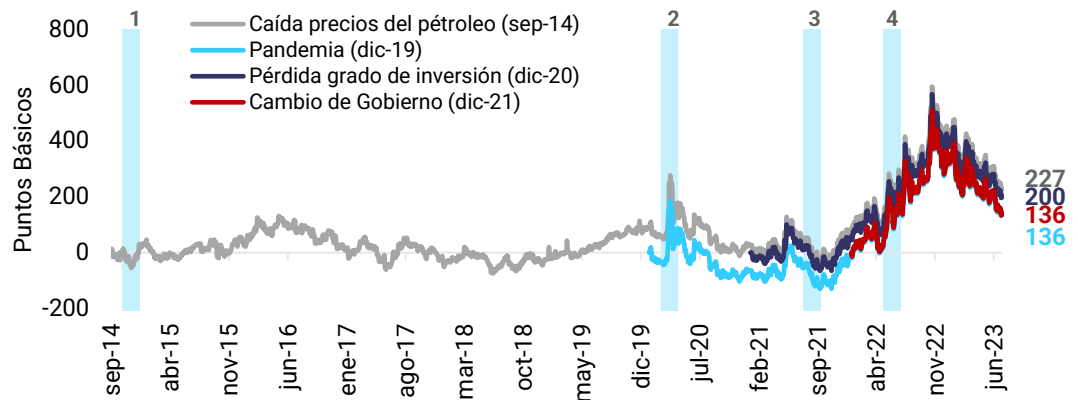
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

¹ Los escenarios contrafactuales los calculamos tomando las variaciones absolutas (en puntos básicos) de la tasa del bono a 10 años y el CDS a 5 años a partir de la fecha de referencia de cada ventana temporal. Para tasa de cambio, los cálculos los realizamos con variaciones relativas.

5 de julio de 2023

En todas las ventanas temporales analizadas, el castigo a Colombia alcanzó su punto más alto entre finales de octubre y comienzos de noviembre de 2022 (Gráficos 4, 5 y 6), cuando el Gobierno daba señales confusas sobre algunas reglas de juego, especialmente respecto a la transición energética. Además, la gobernabilidad de la que gozaba entonces la administración Petro, tras la aprobación expedita de la reforma tributaria, hacía pensar que podría sacar adelante otras reformas (salud, pensional, laboral), con potenciales impactos negativos sobre la estabilidad macroeconómica y el mercado de capitales.

Gráfico 5. Tasa del bono a 10 años en moneda local: DIFERENCIAL Colombia vs promedio LatAm para diferentes ventanas de tiempo



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

Todos los episodios analizados generaron un castigo a los activos colombianos respecto a sus pares, reflejando la mayor vulnerabilidad relativa de la economía colombiana. En tasa de cambio, por ejemplo, durante el desplome de los precios del petróleo el precio del dólar aumentó de \$1.920 en septiembre de 2014 a \$3.438 en marzo de 2016, mientras que el diferencial de Colombia respecto al promedio de LatAm alcanzó su nivel más alto de \$750 a finales de 2015, para un castigo de 29%. Debido al choque generado por la pandemia, el tipo de cambio pasó de \$3.285 en diciembre de 2019 a un máximo de \$4.156 en marzo de 2020, aunque el diferencial frente a la región ascendió a solo \$250, es decir, el castigo máximo llegó a ser de apenas 8%. Por su parte, el episodio generado por la pérdida del grado de inversión² significó que el precio del dólar en Colombia ascendiera de \$3.415 a finales de 2020 a \$3.993 en agosto de 2021, para un castigo máximo de \$372 o 10% respecto a LatAm (Gráfico 4).

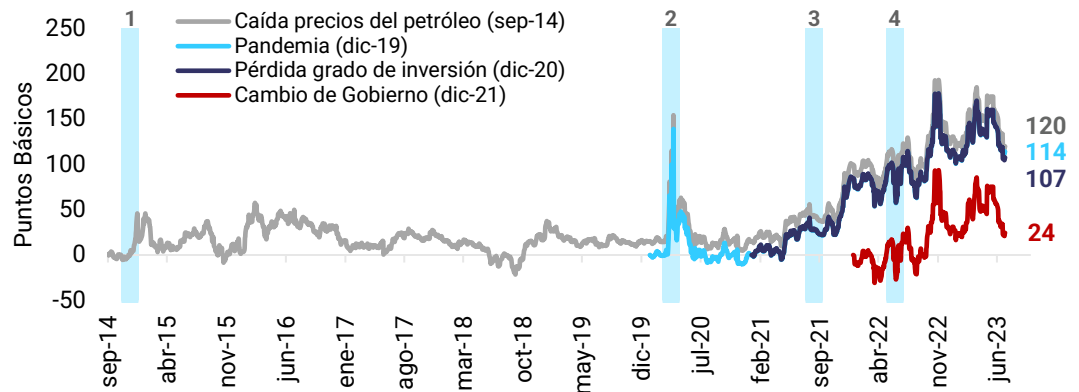
Sin embargo, **los temores de los inversionistas por el cambio de Gobierno en el país y el incremento de la aversión al riesgo global impulsaron la tasa de cambio de \$4.065 a finales de 2021 a un máximo histórico de \$5.104 en noviembre de 2022. Por este episodio, el castigo a Colombia frente a sus pares latinoamericanos llegó a ser de \$1.163 o 31%, el más alto entre los episodios analizados.** Las conclusiones para la tasa de los bonos a 10 años en moneda local y los CDS a 5 años no cambian, como puede observarse en los gráficos 4, 5 y 6: los activos colombianos tuvieron un choque atípico a partir de mediados de 2022. Por ejemplo, el

² La pérdida del grado de inversión hace referencia a la rebaja de la calificación crediticia a grado especulativo (por debajo de BBB- o su equivalente) de la deuda soberana de Colombia de largo plazo en dólares por parte de dos de las tres principales agencias calificadoras, Standard and Poor's y Fitch Ratings.

5 de julio de 2023

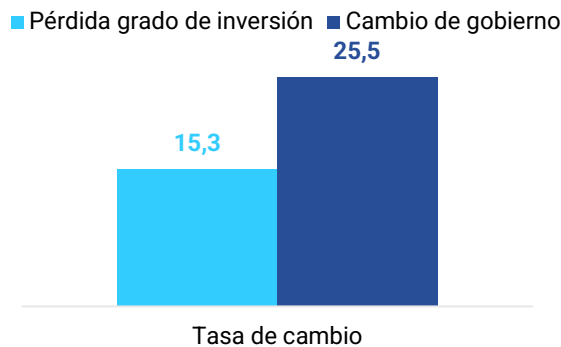
episodio de 2022 generó un impacto más fuerte que la pérdida del grado de inversión en 2021 (Gráficos 7 y 8).

Gráfico 6. CDS a 5 años: DIFERENCIAL Colombia vs promedio LatAm para diferentes ventanas de tiempo



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.
*Datos al 30 de junio de 2023.

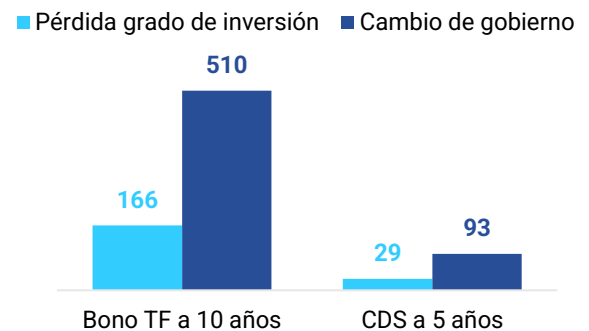
Gráfico 7. Diferencia entre cierre previo al evento y máximo posterior al evento (%)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Nota: El cierre previo a cada evento son los siguientes. En el caso de la pérdida del grado de inversión se utilizó 31 de diciembre de 2020, para el cambio de gobierno fue usado el 31 de diciembre de 2021.

Gráfico 8. Diferencia entre cierre previo al evento y máximo posterior al evento (pbs)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Corrección del castigo: ¿Colombia volverá a su liga?

Tras alcanzar su punto más alto entre octubre de 2022 y febrero de 2023, el diferencial de Colombia frente a sus pares de LatAm evidencia una corrección importante. **Al cierre del primer semestre, la corrección del castigo a Colombia desde su punto más alto ascendía a 47,9% en tasa de cambio (\$572 frente al máximo de \$1.100), 62,7% en CDS y 70,9% en la tasa del bono a 10 años en moneda local (150 pbs de 510 pbs)** (Tablas 1 y 2). Vale la pena subrayar que la disminución del castigo a Colombia de los últimos cuatro meses responde principalmente a factores locales, dentro de los cuales están el ajuste positivo del déficit externo, el amplio *spread* de la tasa de política monetaria en Colombia respecto a la de EEUU y, también, el deterioro en la gobernabilidad, entendida como la capacidad del Ejecutivo de

5 de julio de 2023

lograr la aprobación de las reformas propuestas y ejecutar su plan de gobierno (ver “Tasa de cambio, prima de riesgo y gobernabilidad” en [Informe Semanal – Mayo 28 de 2023](#)).

Sobre el tipo de cambio, la incertidumbre asociada con la evolución de la inflación y la posibilidad de una recesión en el mundo desarrollado se mantiene alta, lo que podría derivar en volatilidad adicional sobre las monedas latinoamericanas durante el segundo semestre. Sin embargo, manteniendo estos factores constantes en lo que resta del año –con el fin de analizar en perspectiva sobre qué niveles podrían situarse nuestros activos financieros si la brecha regional continúa corrigiendo–, estimamos que el tipo de cambio oscilaría entre \$4.029 y \$3.790 (Tabla 3).

En lo que respecta a los activos de renta fija, que han mostrado un cierre del castigo superior a la tasa de cambio, en medio del contexto favorable mencionado existe un espacio más limitado de continuar evidenciando valorizaciones durante la segunda parte del año. El grado de corrección en la brecha estaría asociado a la posibilidad de que las reformas se moderen por su paso por el Congreso e incluso al resultado de las elecciones regionales de octubre. Estimamos que el bono a 10 años de Colombia podría oscilar en un rango entre 9,8% y 10,2%, mientras el CDS a 5 años podría estar entre 220 y 231 pbs (Tabla 3).

Tabla 1. Caracterización del castigo* a mercados locales tras cambio de Gobierno en Colombia

	Tasa de cambio USDCOP (\$)			Tasa bono 10 años moneda local (%)			CDS 5 años (pbs)		
	Pre choque	Máximo	Actual	Pre choque	Máximo	Actual	Pre choque	Máximo	Actual
	Fecha -->	31-dic-21	7-nov-22	30-jun-23	31-dic-21	20-oct-22	30-jun-23	31-dic-21	21-oct-22
Nivel observado (A)	4.065	5.104	4.173	8,1	15,2	10,2	201	387	235
Nivel contrafactual LatAm** (B)	4.065	4.004	3.600	8,1	10,1	8,7	201	294	200
Castigo (C) = (A) - (B)	0	1.100	572	0,0	5,1	1,5	0	93	35

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

*Castigo = diferencia entre valor observado y el que habría tenido si se hubiera comportado como en Brasil, Chile, México y Perú.

**Se refiere al nivel de cada variable si se hubiera comportado desde el 31-dic-21 como lo hizo en promedio en Brasil, Chile, México y Perú.

Tabla 2. Castigo* a mercados locales tras cambio de Gobierno en Colombia

		Tamaño del castigo*		% corregido del castigo
		Máximo	30-jun-23	30-jun-23
Tasa de cambio USDCOP	\$	1.100	572	47,9%
Tasa bono a 10 años ML	%	5,1	1,5	70,9%
CDS 5 años	pbs	93	35	62,7%

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

*Castigo = diferencia entre valor observado y el que habría tenido si se hubiera comportado como en Brasil, Chile, México y Perú.

5 de julio de 2023

Tabla 3. Valores estimados en función de la corrección del castigo*

		Nivel actual	% corregido del castigo	Nivel en función del % corregido del castigo**					
				30-jun-23	30-jun-23	50%	60%	70%	80%
Tasa de cambio USDCOP	\$	4.173	47,9%	4.148	4.029	3.909	3.790	3.670	3.551
Tasa bono a 10 años ML	%	10,2	70,9%	10,6	10,4	10,2	10,0	9,8	9,6
CDS 5 años	pbs	235	62,7%	242	237	231	226	220	215

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

*Castigo = diferencia entre valor observado y el que habría tenido si se hubiera comportado en promedio como en Brasil, Chile, México y Perú.

**Asume que precios de referencia (contrafactuales) se mantienen en niveles actuales, cambia solo el porcentaje de castigo a Colombia vs LatAm.

Celdas sombreadas de verde muestran rango de valores que vemos probables, manteniendo constantes las condiciones internacionales.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Director de Macroeconomía y Mercados

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Maria Ximena Carrillo

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

Maria.carrillo@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

5 de julio 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.