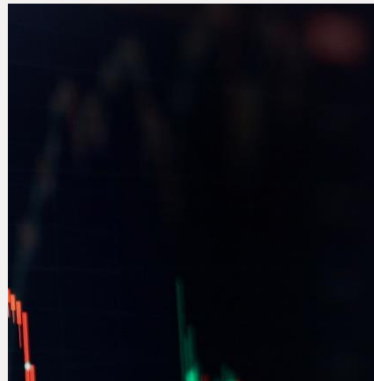




Investigaciones
Económicas

Informe Renta Fija

*Pausa en las
valorizaciones de los
TES*



15 de agosto de 2023

Informe Renta Fija

Pausa en las valorizaciones de los TES

Resumen del mes

En julio se detuvieron las valorizaciones que se venían percibiendo en los mercados de renta fija emergente, a causa de una desvalorización importante que se presentó en el mercado de deuda desarrollada, impulsado principalmente por la presión al alza que vieron los tesoros americanos a 10 años por encima del 4,0%.

En el contexto local, los TES en tasa fija y en UVR vieron correcciones mensuales en medio de un mes que pudo haber estado distorsionado por las operaciones de canje que realizó el Ministerio de Hacienda.

Dentro de los grandes flujos de tenedores, destacamos el papel que está jugando el BanRep comprando TES, en medio de un contexto donde ha existido una disminución en la liquidez del mercado.

Contexto macroeconómico

- El mercado de bonos del Tesoro sigue incorporando que no habría aumentos adicionales en la tasa de interés de la Reserva Federal de EEUU, actualmente en el rango entre 5,25% - 5,50%, en contravía de lo que advierten las proyecciones del Comité.
- La reunión de la Fed en septiembre sería la oportunidad para realizar el último aumento de este ciclo en la tasa de interés, en la medida que hacia adelante la información macroeconómica daría menos espacio para aumentos adicionales.
- En Colombia, las inflaciones implícitas derivadas de la curva cero cupón de los TES continuaron corrigiendo en julio, y se acercan al techo del rango objetivo de política monetaria del BanRep.

Mercados de deuda

- El buen *momentum* que había demostrado la renta fija a nivel global en el año corrido fue reducido al presentar un aumento promedio de 10 pbs en las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años de países desarrollados.
- En nuestra muestra de 16 bonos de países emergentes a 10 años en moneda local, 10 de ellos presentaron desvalorizaciones mensuales.
- La variación mensual en julio de nuestro mercado de deuda pública registró una primera señal de debilitamiento de las valorizaciones que hemos percibido a lo largo del año.
- El Ministerio de Hacienda, el BanRep y las AFPs fueron los mayores compradores de TES en julio, sumando a sus portafolios COP 3,8, 2,2 y 1,2 billones, respectivamente.

Estrategia

- Mientras la tasa del tesoro americano se mantenga por encima del 4,0% y la correlación entre este título y el TES a 10 años sea positiva, nuestro modelo de valor justo sugiere que podrían continuar las desvalorizaciones en el corto plazo.
- No obstante, en un horizonte temporal más amplio vemos espacio de valorizaciones adicionales, de entre 100 y 150 pbs en el TES a 10 años para el cierre de 2023.

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

felipe.espitia@corficolombiana.com

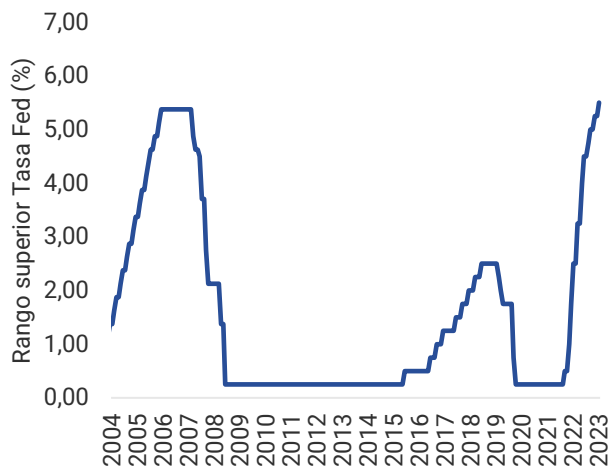
Contexto macroeconómico

- El mercado de bonos del Tesoro sigue incorporando que no habría aumentos adicionales en la tasa de interés de la Reserva Federal de EEUU, actualmente en el rango entre 5,25% - 5,50%, en contravía de lo que advierten las proyecciones del Comité de la Fed.
- La reunión de la Fed en septiembre sería la oportunidad para realizar el último aumento de la tasa de interés de este ciclo, en la medida que hacia adelante la información macroeconómica daría menos espacio para aumentos adicionales.
- En Colombia, las inflaciones implícitas derivadas de la curva cero cupón de los TES continuaron corrigiendo en julio, y se acercan al techo del rango objetivo de política monetaria del BanRep.

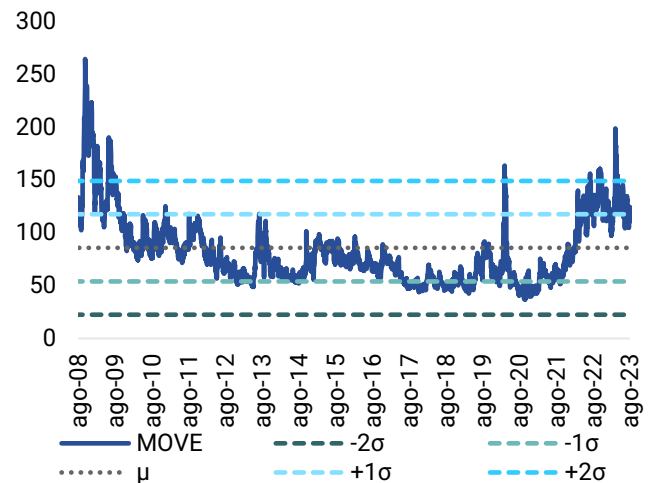
Con la atención en la decisión de la Fed de septiembre

Tal y como era esperado, en la última semana de julio la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en 25 puntos básicos (pbs) su tasa de interés para llevarla al rango 5,25% - 5,50%, su nivel más alto de los últimos 19 años. Por ahora, el mercado se ha decantado porque no existirán más aumentos en esta tasa de política monetaria para lo que resta del año, mientras la Fed en su último *dot plot* considera que podría existir un aumento adicional de 25 pbs antes de finalizar el 2023.

Consideramos que la reunión de septiembre sería la oportunidad de realizar el último aumento en la tasa de interés de este ciclo. Para las reuniones de noviembre y diciembre, ante la expectativa de una desaceleración económica y una inflación que continuaría cediendo, luciría menos viable un endurecimiento monetario adicional.

Gráfico 1. Tasa Fed


Fuente: Refinitiv Eikon

Gráfico 2. Índice Move (volatilidad implícita de los tesoros americanos)


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

15 de agosto de 2023

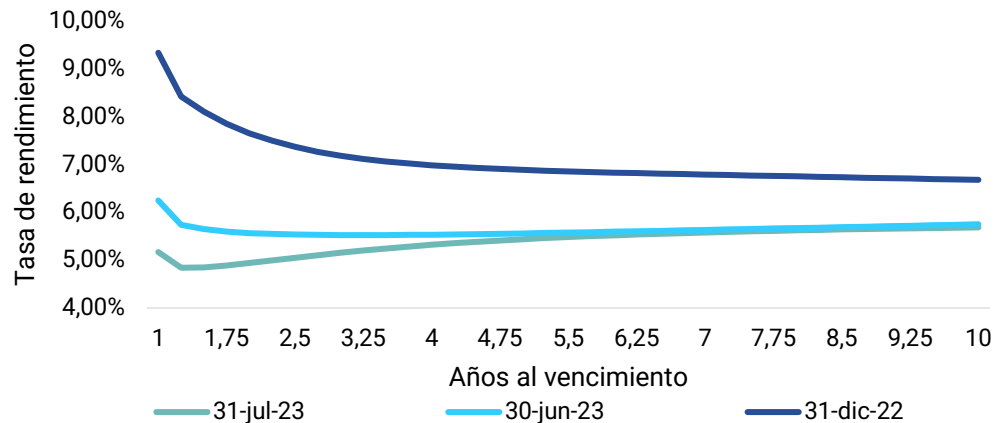
Otro elemento adicional en favor de esta última ventana de oportunidad se enmarca en la alta volatilidad implícita de los tesoros americanos, medida a través del índice MOVE (Gráfico 2). Este índice se encuentra en niveles similares a los vistos en la pandemia y la crisis financiera de 2008, lo cual podría estar sugiriendo unas condiciones financieras más restrictivas.

Inflaciones implícitas se empiezan a acercar al 4%

Al cierre de julio, las inflaciones implícitas derivadas de la curva cero cupón de los TES han continuado corrigiendo. En el caso del tramo corto y medio de la curva, han retornado a los niveles más bajos desde enero de 2022 (inflación implícita a 2 y 5 años: 4,89% y 5,92%), mientras que la parte larga de la curva se acercó a los cierres registrados en agosto de 2022 (Inflación implícita a 10 años: 5,77%). No obstante, estas expectativas de inflación a corto y largo plazo se mantienen por encima del rango meta del Banco de la República (2% - 4%).

Es así como, en la medida que la inflación anual total continúe descendiendo en lo que resta de este año (ver “Señales de desinflación por debilidad en la demanda” en Informe [Inflación – Agosto 11 de 2023](#)), esperamos que las inflaciones implícitas de 1 y 2 años finalicen el 2023 muy cerca al 4,0%, algo que no sucede desde diciembre de 2021. En consecuencia, esta información podría sumar al balance de eventos en favor de los recortes que anticipamos en la tasa del BanRep para las reuniones de octubre y diciembre.

Gráfico 3. Curva de inflaciones implícitas, derivada de la curva cero cupón de los TES



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Mercados de deuda

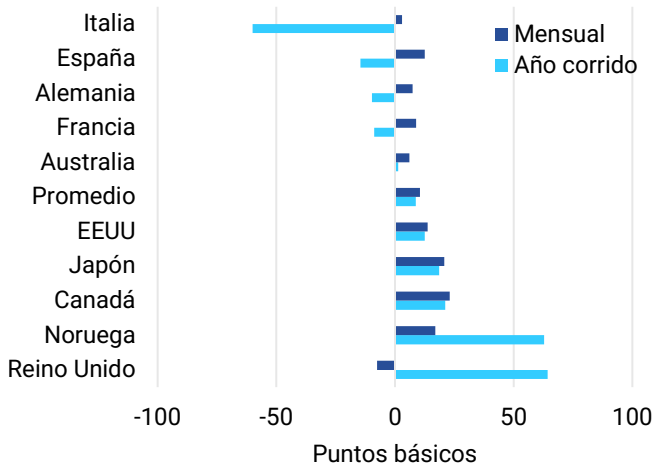
- En julio corrigió el buen *momentum* que tuvo la renta fija a nivel global hasta mitad de año, al presentar un aumento promedio de 10 pbs en las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años de países desarrollados.
- En nuestra muestra de 16 bonos de países emergentes a 10 años en moneda local, 10 de ellos se presentaron desvalorizaciones mensuales.
- La variación mensual en julio de nuestro mercado de deuda pública registró una primera señal de debilitamiento de las valorizaciones que hemos percibido a lo largo del año.
- El Ministerio de Hacienda, el BanRep y las AFPs fueron los mayores compradores de TES en julio, sumando a sus portafolios COP 3,8, 2,2 y 1,2 billones, respectivamente.

La renta fija desarrollada detiene las valorizaciones en emergentes

En julio corrigió el buen *momentum* que tuvo la renta fija a nivel global hasta mediados de 2023, al presentar un aumento promedio de 10 pbs en las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años de países desarrollados. **Este comportamiento tuvo un contagio sobre la renta fija emergente y se materializó de tal forma que, en nuestra muestra de 16 bonos de países emergentes a 10 años en moneda local, diez de ellos se presentaron desvalorizaciones mensuales.** Este comportamiento es el reflejo de un mercado que anticipaba una política monetaria más flexible para esta época del año, y se ha encontrado con unos bancos centrales que no han dejado atrás su discurso de seguir luchando contra la inflación.

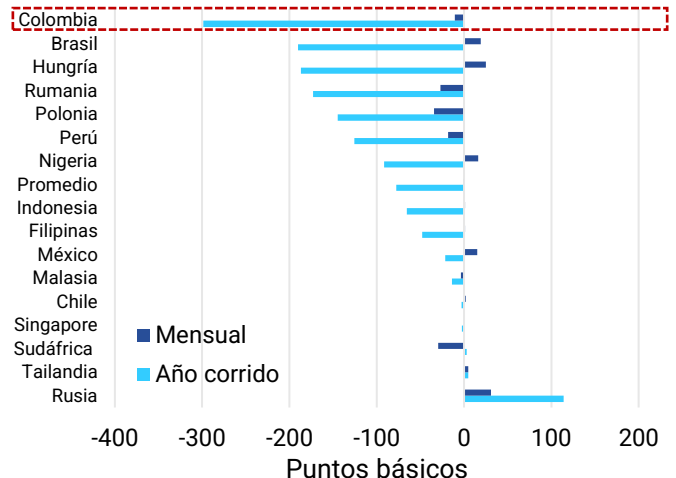
Por otra parte, de los seis países emergentes que sí percibieron valorizaciones en el séptimo mes del año se encuentran Polonia, Sudáfrica, Rumania, Perú, Colombia y Malasia con una reducción en la tasa de su bono a 10 años de 35, 30, 27, 18, 11 y 4 pbs, respectivamente. En El bono colombiano se mantiene como el más valorizado en lo que va corrido del año (-299 pbs), mientras que para la muestra de países desarrollados esta posición ha permanecido en manos del bono italiano (-60 pbs).

Gráfico 4. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local economías desarrolladas



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de julio de 2023

Gráfico 5. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes



Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de julio de 2023

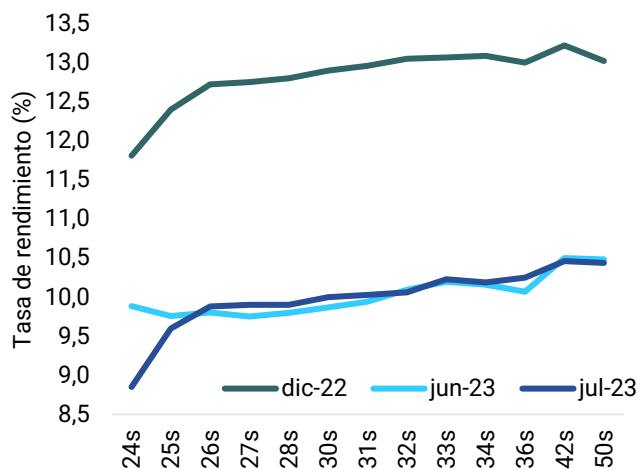
Se agotan las valorizaciones en el mercado local

Durante julio hubo tres eventos importantes para destacar en el mercado de deuda pública local. El primero fue el penúltimo pago del cupón del TES en tasa fija con vencimiento en 2024, el cual estuvo alrededor de COP 1,8 billones. En segundo lugar, se conoció que el Ministerio de Hacienda estuvo realizando operaciones de canje de deuda, y en particular estuvo enfocado en comprar al mercado TES de 2024, de los cuales en lo corrido del año el monto en circulación se ha reducido aproximadamente en COP 6,5 billones (ver “Alivio en condiciones financieras mejora perspectivas macroeconómicas de Colombia” en [Informe Semanal – Julio 24 de 2023](#)).

El tercero, **hace referencia al comportamiento mensual de nuestro mercado de deuda pública, ya que existió una primera señal de debilitamiento de las valorizaciones que hemos percibido a lo largo del año.** En cuanto a los cambios mensuales, tanto los TES en tasa fija como en UVR fueron relativamente marginales a excepción del TES en tasa fija de 2024, debido a las operaciones de canje que mencionamos anteriormente. De esta manera, este título se valorizó 104 pbs, mientras los demás bonos que componen la curva vieron un aumento en sus tasas de rendimiento de 4 pbs en promedio. En el caso de los títulos en UVR, se vio desplazamiento generalizado hacia arriba de toda la curva -la primera del año-, representando un aumento en promedio de 7 pbs.

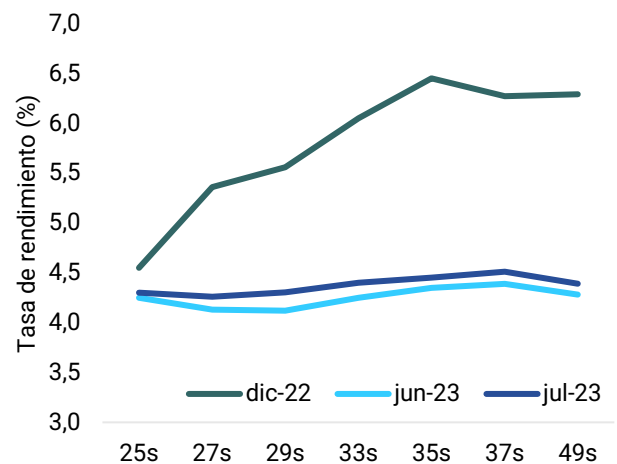
En contraste, la curva de los TES en dólares vio una valorización del orden de 41 pbs en promedio, donde el título con vencimiento en 2026 fue el más beneficiado al caer 63 pbs frente al cierre de junio. Dicho comportamiento puede ser el reflejo de que el apetito por la deuda de nuestro país sigue estando en el radar de los inversionistas extranjeros, ya que a lo largo del año estos TES en dólares no habían capturado el comportamiento que se había reflejado de sus homólogos en moneda local.

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



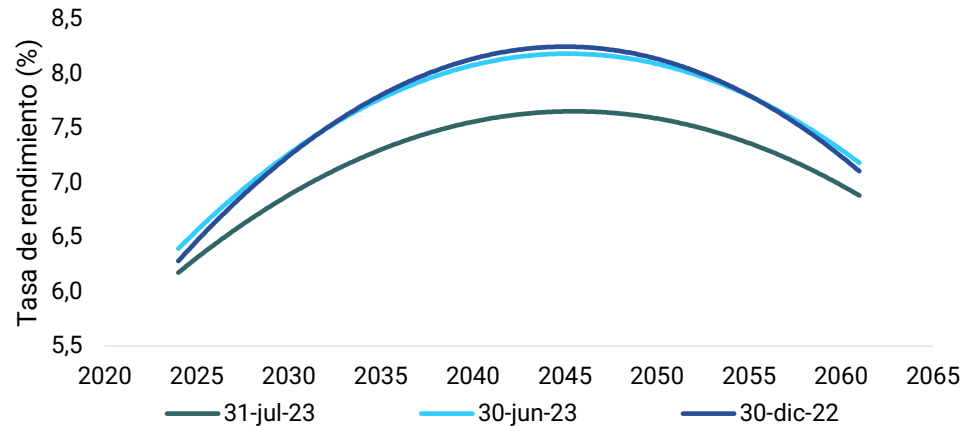
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 31 de julio de 2023

Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES en UVR



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 31 de julio de 2023

15 de agosto de 2023

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


Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de julio de 2023

BanRep brindó liquidez a través de compras de TES

Al cierre del séptimo mes del año, el balance de tenedores de TES dejó como grandes compradores al Ministerio de Hacienda, de acuerdo con las operaciones de canje de deuda que estuvo realizando durante el mes y con ello acumuló COP 3,8 billones frente al cierre de un mes atrás. **A este grupo se suma el Banco de la República que ha sido un comprador recurrente durante este año y que en esta ocasión compró COP 2,2 billones y acumula cerca de COP 4,8 billones de compras en el año, las cuales han estado dirigidas a brindarle liquidez al mercado.** En un momento, donde ha existido una conjugación de eventos que han disminuido los niveles de liquidez de la economía (ver “¿Qué está pasando con las condiciones de liquidez en la economía colombiana?” en [Informe Semanal – Agosto 14 de 2023](#)).

Este grupo de grandes compradores lo completan los fondos de pensiones y cesantías, los cuales han seguido acumulando TES y con ello ya registran su mejor año de compras, al haber comprado en el último mes cerca de COP 1,2 billones, y con ello mantener la mayor participación del stock total de deuda y así haber comprado cerca de COP 22 billones en 2023.

Ahora, en el grupo de mayores vendedores netos de bonos soberanos de Colombia en moneda local encontramos a los fondos de capital extranjero y a los bancos comerciales. De los extranjeros que vendieron COP 1,7 billones, y han sido vendedores recurrentes en los últimos meses, destacamos que estos tenedores estarían tomando utilidad y rebalanceando sus portafolios, luego de haber sido muy compradores activos el año pasado cuando las tasas de rendimiento de nuestros TES y nuestra tasa de cambio alcanzaron máximos históricos.

Finalmente, los bancos comerciales han continuado vendiendo TES y en esta ocasión fue por un monto de COP 1 billón, y con ello ya han sido cuatro de los siete meses del año donde han vendido títulos del gobierno. De esta forma, su participación del stock total de deuda ha caído a un 11,7%, y resulta ser la más baja desde que poseemos información (enero 2010).

15 de agosto de 2023

Tabla 1. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – julio 2023

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Ministerio de Hacienda y CP	3.874	6.105	1,5%
Banco de la República	2.239	4.771	10,4%
Fondos de pensiones y cesantías	1.195	21.994	27,8%
Compañías de seguros y capitalización	783	9.313	9,5%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	173	197	0,1%
Corporaciones financieras	120	2.431	0,7%
Fondos de prima media	16	21	0,6%
Otros fondos	1	-11	0,0%
Proveedores de infraestructura	0	138	0,2%
Compañías de financiamiento comercial	0	-3	0,0%
Entidades públicas	-2	-621	0,3%
Personas naturales	-2	-32	0,0%
Entidades sin ánimo de lucro	-3	129	0,1%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	-3	-4	0,0%
Personas jurídicas	-14	-75	0,2%
Comisionistas de bolsa	-27	44	0,1%
Instituciones oficiales especiales	-158	-1.741	3,5%
Carteras colectivas y fdos admn	-172	679	1,2%
Fiducia pública	-240	2.551	8,7%
Bancos comerciales	-1.010	-7.692	11,7%
Fondos de capital extranjero	-1.704	-5.012	23,3%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Estrategia

- Mientras la tasa del tesoro americano se mantenga por encima del 4,0% y la correlación entre este título y el TES a 10 años sea positiva, nuestro modelo de valor justo sugiere que podrían continuar las desvalorizaciones en el corto plazo.
- No obstante, vemos espacio de valorización para un horizonte temporal más amplio, específicamente de entre 100 y 150 pbs en el TES a 10 años para el cierre de 2023.

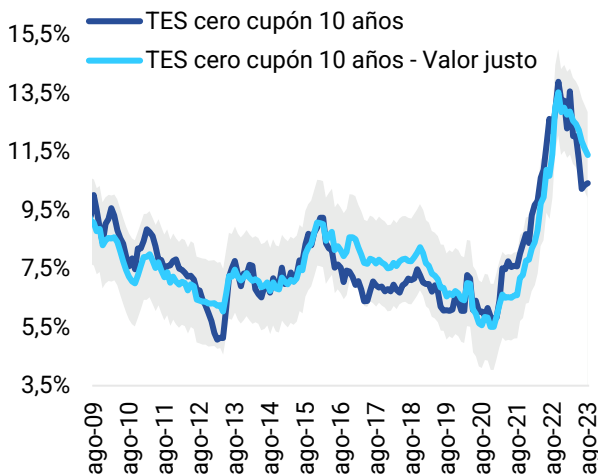
Dependiendo del tesoro americano

En nuestra última recomendación, señalábamos que existía un espacio de corrección al alza (desvalorización) de la tasa del TES en tasa fija a 10 años, el cual estaría impulsado principalmente por un aumento del rendimiento del Tesoro americano a 10 años por encima de 4,0% (ver “TES entre las AFPs y los extranjeros” en [Informe Renta Fija – Julio 12 de 2023](#)).

Durante el último mes, la tasa de los Tesoros americanos estuvo arriba del 4,0% y la correlación mensual entre este título y el TES a 10 años volvió a ser positiva, lo cual ratifica nuestra expectativa para el corto plazo. **Mientras el rendimiento del Tesoro americano esté arriba de 4%, esperamos que continúe la presión sobre el mercado de deuda pública en Colombia. Así lo sigue sugiriendo nuestro modelo de valor justo.**

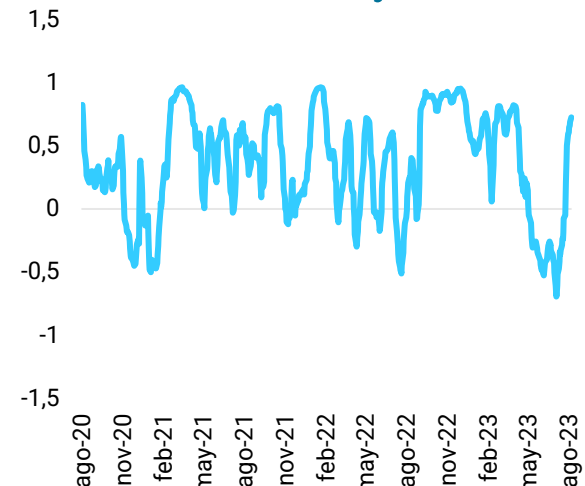
Finalmente, entre octubre y noviembre la volatilidad podría volver a ser alta, debido a eventos locales y externos. Sin embargo, mantenemos nuestra perspectiva sobre el cierre de la tasa de rendimiento del TES a 10 años (rango: 9,0% - 9,5% finalizando 2023). Lo cual estaría implicando una valorización adicional entre los 100 y 150 pbs con respecto al cierre de este documento (10,54%).

Gráfico 9. TES en tasa fija a 10 años cero cupón y su valor justo



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 10. Coeficiente de correlación mensual entre el tesoro americano y el TES a 10 años



Fuente: Precia y Refinitiv Eikon. Datos al 14 de agosto de 2023

15 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

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+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

María 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

Karen Ospina

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

karen.ospina@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

15 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.