



Investigaciones  
Económicas

# Informe Renta Fija

*Se agudizan las  
desvalorizaciones*



12 de septiembre de 2023

# Informe Renta Fija

## Se agudizan las desvalorizaciones

### Resumen del mes

En agosto **las desvalorizaciones continuaron en los mercados de renta fija global**, siendo más pronunciadas en los mercados emergentes. No obstante, volver a retomar las valorizaciones de inicio de año dependería principalmente de que se confirme que la Fed finalizó su **ciclo de ajuste monetario y que la tasa del tesoro americano a 10 años vuelva a estar debajo del 4%**.

En Colombia, el Ministerio de Hacienda continuó comprando TES tasa fija de 2024 al mercado para alivianar las presiones de caja de corto plazo, entregando a cambio TES de largo plazo. Por otra parte, **los TES en tasa fija de la parte larga de la curva se desvalorizaron, en línea con lo sucedido en el contexto global**, mientras que en la parte corta y media hubo valorizaciones, lo cual se reflejó en un empinamiento de la curva de TES tasa fija.

Finalmente, **consideramos que las valorizaciones en Colombia volverían cuando existan señales de una desaceleración más fuerte en la inflación, y BanRep inicie el ciclo de recorte de tasas**. No obstante, el paso de las reformas por el Congreso volverá a generar volatilidad en los mercados locales.

### Contexto macroeconómico

- En Jackson Hole, J. Powell mantuvo su postura de continuar luchando contra la inflación, implicando que próximos ajustes en la tasa de interés aún pueden ser posibles.
- No obstante, los mercados descuentan con una muy alta probabilidad que la tasa se mantenga estable en septiembre y, con una probabilidad menos elevada, que siga estable el resto de 2023.
- En Colombia, la inflación se mantiene alta y existen factores de riesgo al alza, pero la desaceleración económica va a ganar peso en las decisiones de BanRep.

### Mercados de deuda

- La tasa del tesoro americano a 10 años alcanzó el nivel más alto de los últimos 15 años (4,34%), ante la expectativa de una posible continuación del endurecimiento monetario de la Fed. Los Tesoros americanos lideraron las desvalorizaciones en los bonos de países desarrollados durante agosto.
- En los mercados emergentes, el aumento de los rendimientos fue mayor que en los desarrollados. Nigeria lideró las desvalorizaciones mensuales, ya que su inflación total sigue en aumento y no se espera que desacelere pronto.
- La curva de los TES en tasa fija se empinó y las operaciones de canje del Gobierno de TES de 2024 continuaron. En cambio, la curva de los TES en UVR mostró una desvalorización mensual promedio de 14 pbs.
- BanRep continuó brindando liquidez al sistema a través de la compra de TES, donde nuevamente fueron los mayores compradores de títulos al adquirir COP 3,4 billones en agosto.

### Estrategia

- Nuestro modelo de valor justo continúa sugiriendo que existe un espacio de desvalorización del TES a 10 años en tasa fija de 60 pbs, la menor diferencia en los últimos cuatro meses.
- Para el cierre de 2023, mantenemos nuestra expectativa de cierre en el rango 9,0% - 9,5% para el TES a 10 años, implicando que para el último bimestre del año esperaríamos que regresen las valorizaciones condicionado a que no haya nuevos aumentos en la tasa de la Fed.

12 de septiembre de 2023

## Contexto macroeconómico: con la atención en los bancos centrales

**Felipe Espitia**

Especialista Renta Fija

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

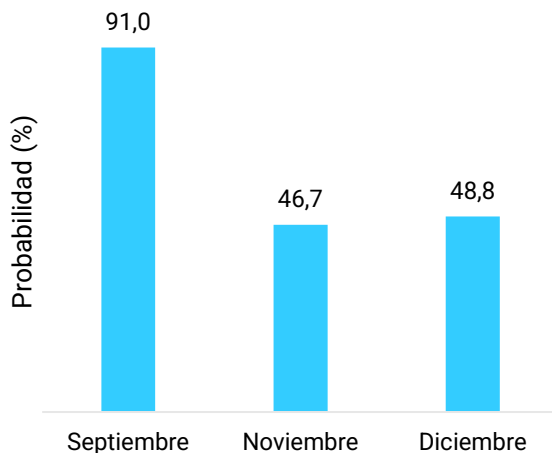
- En Jackson Hole, J. Powell mantuvo su postura de continuar luchando contra la inflación, implicando que próximos ajustes en la tasa de interés aún pueden ser posibles.
- No obstante, los mercados descuentan con una muy alta probabilidad que la tasa se mantenga estable en septiembre y, con una probabilidad menos elevada, que siga estable el resto de 2023.
- En Colombia, la inflación se mantiene alta y existen factores de riesgo al alza, pero la desaceleración económica va a ganar peso en las decisiones de BanRep.

### Powell no abandona su postura hawkish

En su intervención en el simposio de Jackson Hole, Jerome Powell -presidente de la Fed- mantuvo su postura de continuar luchando contra la inflación, y sostuvo su compromiso de seguir incrementado la tasa de interés que fija la Fed de ser necesario (ver “Sección contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – Agosto 28 de 2023](#)). Lo cual ha implicado que los mercados de renta fija a nivel global hayan percibido desvalorizaciones durante el último mes, en vista que todavía no existe una señal clara por parte de este ente de finalizar su ciclo de ajuste monetario.

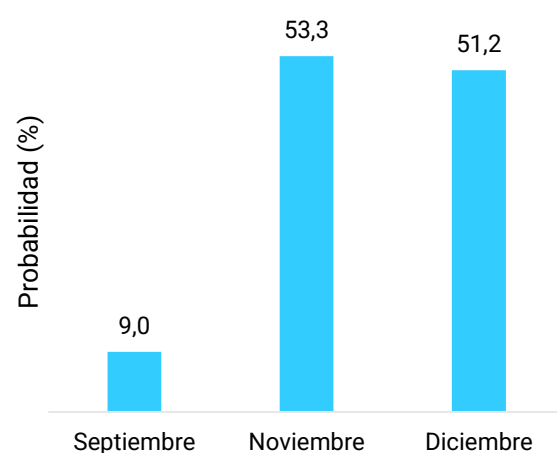
Entre tanto, el mercado aún se debate si la Fed realizará un ajuste adicional o no sobre su tasa de interés en alguna de las reuniones que restan de este 2023. Por lo pronto, los mercados descuentan casi con una plena certeza que en la reunión del 20 de septiembre la tasa se mantendría estable. No obstante, para las dos reuniones que restan (1 de noviembre y 13 de diciembre), la decisión luce todavía como un juego de cara y sello, la probabilidad de mantener estable la tasa o al menos realizar un aumento de 25 puntos básicos (pbs) es cercana al 50% en ambos casos (Gráfico 1 y 2).

**Gráfico 1. Probabilidad de mantener o reducir al menos 25 pbs la tasa de la Fed**



Fuente: Fed Watch Tool. Cálculos: Corficolombiana. Datos al 6 de septiembre de 2023

**Gráfico 2. Probabilidad de aumentar al menos 25 puntos básicos la tasa de la Fed**



Fuente: Fed Watch Tool. Cálculos: Corficolombiana. Datos al 6 de septiembre de 2023

12 de septiembre de 2023

## Balance de riesgos en Colombia: fuerzas encontradas

En Colombia, el balance de riesgos para las próximas reuniones de política monetaria muestra una inflación cediendo menos rápido de lo previsto, mientras la economía se desacelera con fuerza. En efecto, la inflación total se mantiene alta y por encima de la de países pares en la región, en momentos en que existen presiones al alza asociadas con el Fenómeno de El Niño, la entrada en vigencia de los impuestos saludables y los ajustes en los precios de la gasolina que no han permitido que el nivel de precios se desacelere más rápido (ver “Señales de desinflación por debilidad en la demanda” en [Informe de Inflación – Agosto 11 de 2023](#)).

Por otra parte, el enfriamiento de la economía del país ha estado impulsado por la contracción en la demanda interna, donde la formación bruta de capital se ha contraído a una tasa anual de dos dígitos y el consumo de los hogares se ha moderado. Además, hemos considerado que la resiliencia que mostró nuestra economía durante 2021 y 2022 parece haberse agotado y el crecimiento potencial podría verse comprometido (ver “PIB de Colombia: se apagan los motores de crecimiento” en [Informe Semanal – Agosto 22 de 2023](#)).

Con este balance de riesgos, anticipamos que ambos factores jugarán un papel fundamental para las próximas decisiones del BanRep. No obstante, ratificamos que el inicio del recorte de tasas iniciaría solo hasta octubre con una reducción de 50 pbs, y que para el cierre de 2023 se ubique en 12%.

12 de septiembre de 2023

## Mercados de deuda: incertidumbre macro impulsa desvalorizaciones en la renta fija global

- La tasa del tesoro americano a 10 años alcanzó un nivel máximo no percibido durante los últimos 15 años (4,34%), debido a la posible continuación del endurecimiento monetario de la Fed. Lo cual, llevó a liderar las desvalorizaciones mensuales en los bonos de países desarrollados.
- En emergentes, el aumento en las tasas de rendimientos fue inclusive mayor que en desarrollados. Nigeria lideró las desvalorizaciones mensuales, ya que su inflación total sigue en aumento y no hay una expectativa de desaceleración.
- La curva de los TES en tasa fija se empinó, como a su vez las operaciones de canje sobre los TES de 2024 estuvieron presentes. En cambio, la curva de los TES en UVR mostró una desvalorización mensual promedio de 14 pbs.
- El BanRep continuó brindando liquidez al sistema a través de la compra de TES, donde nuevamente fueron los mayores compradores de títulos, al adquirir COP 3,4 billones en agosto.

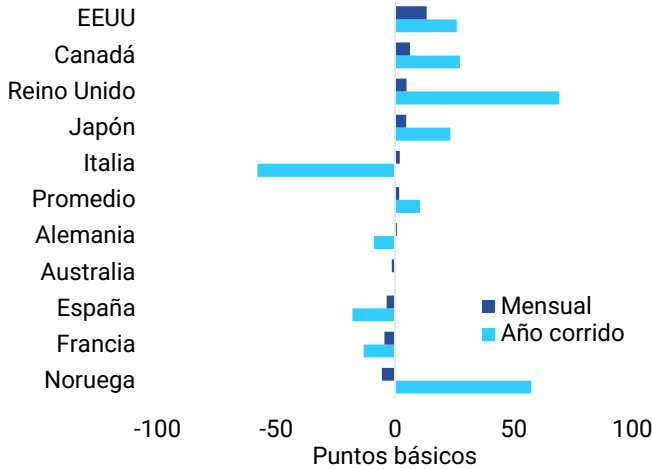
### Los tesoros americanos lideraron las desvalorizaciones

En agosto, el tesoro americano a 10 años lideró las desvalorizaciones dentro del grupo de bonos de países desarrollados al mismo plazo, respondiendo a las presiones provenientes de la Fed. Adicionalmente, durante el último mes este bono de Estados Unidos alcanzó un máximo no percibido en los últimos 15 años (4,34%). Completando aquellos bonos que percibieron los mayores aumentos en sus tasas de rendimiento, se encuentran los bonos de Canadá y Reino Unido, que al igual que en Estados Unidos en dichos países persiste la opción de continuar con el endurecimiento monetario. Sin embargo, el comportamiento promedio de la variación sobre las tasas de rendimiento frente al cierre de julio fue de apenas +2 pbs, en contraposición a los +27 pbs que se reflejaron en las tasas de los bonos de países emergentes.

Esta mayor desvalorización en emergentes responde a un aumento de 143 pbs del bono nigeriano, ya que en dicho país aún permanecen presiones al alza sobre la inflación total que en el corto plazo parece no tener una pronta corrección. Sumado a ello, los bonos de Rusia y México fueron los más afectados durante agosto al aumentar sus tasas de rendimiento en 55 y 52 pbs, respectivamente.

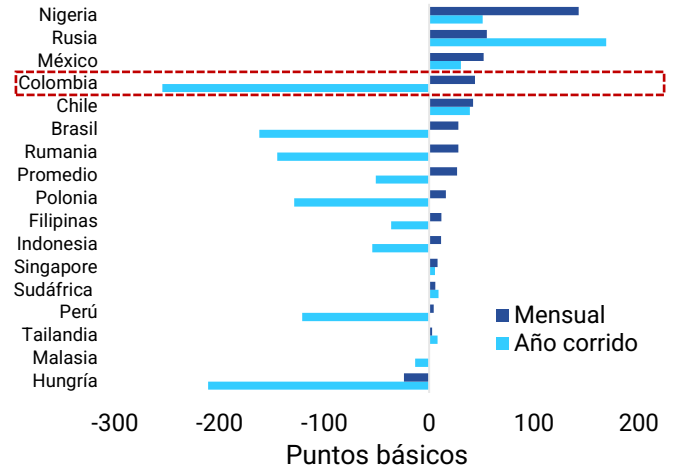
12 de septiembre de 2023

**Gráfico 3. 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 agosto de 2023

**Gráfico 4. 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 agosto de 2023

### Empinamiento en la curva de los TES en tasa fija

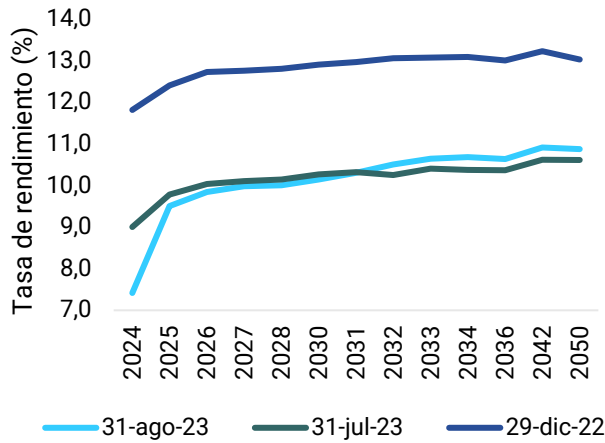
En el contexto local, en el último mes el Ministerio de Hacienda continuó comprando TES de 2024 a cambio de títulos de la parte larga de la curva, esto con el fin de alivianar su perfil de vencimientos. Donde ha logrado reducir el valor nominal de este título en COP 9,2 bn frente al cierre del año anterior.

Otro elemento para resaltar del comportamiento mensual fue el empinamiento que vivió la curva de rendimientos de los TES en tasa fija, exceptuando la distorsión que se ha generado por el canje de deuda que llevó a que solo el TES de 2024 se valorizará 158 pbs en agosto. Este empinamiento fue representando por una valorización promedio de 14 pbs de los títulos que vencen entre 2025 y 2031, en contraste al aumento promedio de 27 pbs que se registró en las tasas de rendimiento de los TES con vencimiento entre 2032 y 2050. Por otra parte, la curva en UVR se desplazó hacia arriba frente al cierre de julio, al desvalorizarse 14 pbs.

Finalmente, tanto las desvalorizaciones externas como locales se vieron traducidas en la curva de los TES en dólares (Gráfico 7), que no han reflejado el mismo optimismo que se ha percibido en sus homólogos en moneda local en lo corrido del año. En agosto, esta curva denotó un aumento de 25 pbs en promedio de las tasas de rendimientos de estos títulos frente al cierre del mes anterior, y apenas registra una valorización promedio de 18 pbs en lo corrido del año, en contraste a la valorización en 272 pbs de los TES en tasa fija en moneda local.

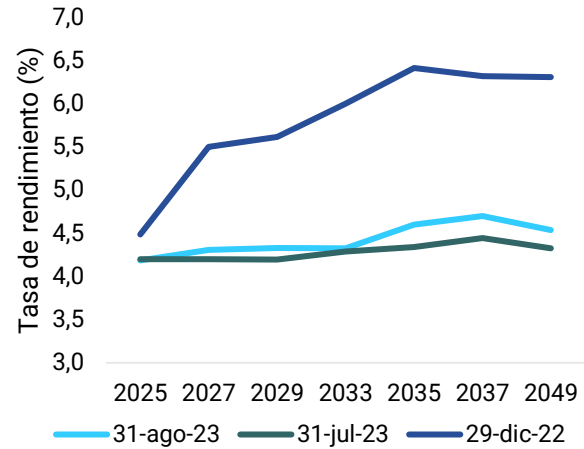
12 de septiembre de 2023

**Gráfico 5. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



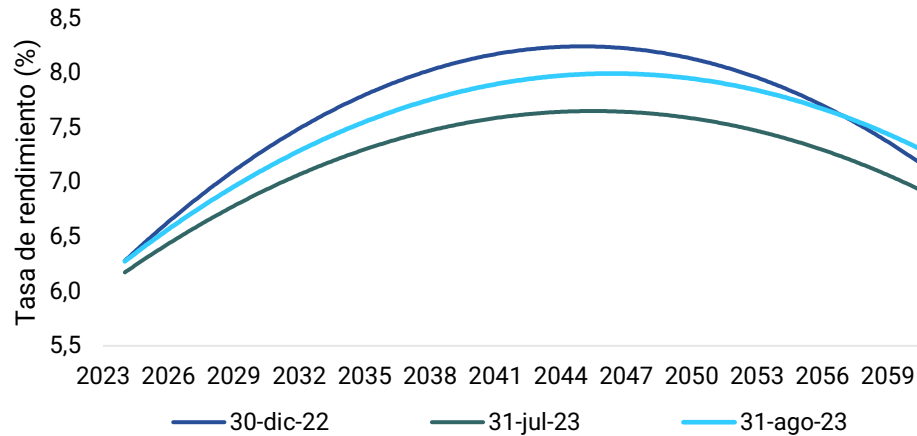
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Datos al 31 de agosto de 2023

**Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



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

**Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)**



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

## BanRep continúa comprando TES para otorgar liquidez

En agosto, el Banco de la República volvió a ser un gran protagonista en las compras de TES mensuales. Nuevamente, volvió a ser el mayor comprador de títulos del gobierno, al adquirir COP 3,4 billones (bn) con el fin de brindarle la adecuada liquidez al sistema. Con ello, en el año corrido acumula en su portafolio COP 8,1 bn, y es el tercer mayor comprador, solo detrás de los fondos de pensiones y las compañías de seguros.

Los mayores compradores en el mes lo completan los bancos comerciales que sumaron a su portafolio COP 1,3 bn de TES, pero se mantienen como el segundo mayor vendedor neto en el año (COP 6,3 bn). Por último, la fiducia pública fue el tercer mayor comprador de bonos soberanos, al acumular COP 1,2 bn en agosto.

Por otra parte, los fondos de capital extranjero continuaron recomponiendo su portafolio y tomando utilidad, al mostrarse como el mayor vendedor de TES durante agosto con una

12 de septiembre de 2023

desacumulación por COP 1,4 bn, y resultan ser el mayor vendedor de títulos durante el año corrido (COP 6,4 bn). Completando los tres tenedores que más vendieron TES en el último mes, en esta ocasión se ubican el Ministerio de Hacienda que vendió COP 1,3 bn, y las corporaciones financieras que vendieron COP 617 mil millones.

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Banco de la República	3,418	8,189	11.0%
Bancos comerciales	1,368	-6,324	11.9%
Fiducia pública	1,190	3,741	8.9%
Fondos de pensiones y cesantías	1,164	23,158	27.8%
Compañías de seguros y capitalización	645	9,958	9.5%
Instituciones oficiales especiales	635	-1,105	3.6%
Carteras colectivas y fdos admn	498	1,177	1.2%
Fondos de prima media	69	90	0.6%
Entidades sin ánimo de lucro	52	181	0.1%
Entidades públicas	2	-619	0.3%
Compañías de financiamiento comercial	0	-3	0.0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-4	0.0%
Otros fondos	-1	-12	0.0%
Personas jurídicas	-6	-82	0.2%
Personas naturales	-7	-39	0.0%
Proveedores de infraestructura	-23	115	0.2%
Comisionistas de bolsa	-104	-60	0.1%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-112	85	0.1%
Corporaciones financieras	-617	1,814	0.5%
Ministerio de Hacienda y CP	-1,344	4,761	1.2%
Fondos de capital extranjero	-1,441	-6,454	22.8%

Fuente: Ministerio de Hacienda



12 de septiembre de 2023

## Estrategia: vienen semanas de volatilidad

- Nuestro modelo de valor justo continúa sugiriendo que existe un espacio desvalorización para el TES a 10 años en tasa fija de 60 pbs, siendo la menor diferencia en los últimos cuatro meses.
- Esperamos que la volatilidad en el mercado local de deuda pública se extienda hasta octubre, para luego dar pie a un nuevo *rally* en los TES.
- Para el cierre de 2023, mantenemos nuestra expectativa en el rango 9,0% - 9,5% para el TES a 10 años, implicando que para el último bimestre del año esperaríamos que regresen las valorizaciones condicionado a que no haya nuevos aumentos en la tasa de la Fed.

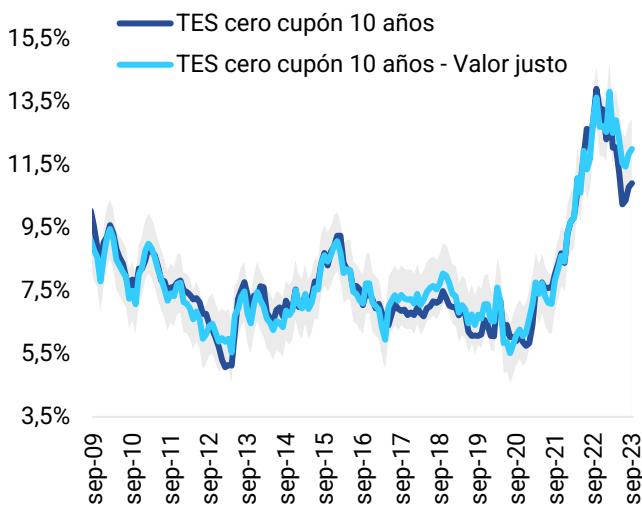
### Cerrando diferencias

Señalábamos anteriormente que las presiones sobre la deuda pública local iban a permanecer mientras el tesoro americano a 10 años estuviese por encima del 4,0% (ver “Pausa en las valorizaciones” en [Informe de Renta Fija – Agosto 15 de 2023](#)). Sumado a ello, el coeficiente de correlación mensual ha vuelto a ser positivo (Gráfico 9), en medio de un contexto de mayor aversión al riesgo.

Este hecho ha conllevado a que la dirección sugerida por nuestro modelo de valor justo haya sido la correcta en el último mes. Adicionalmente, en esta ocasión nuestro modelo para el TES a 10 años mantiene el sesgo sobre posibles desvalorizaciones en el corto plazo. Puntualmente, estimamos que la diferencia entre el valor observado y el valor justo se encuentra en 60 pbs, siendo la menor diferencia en los últimos cuatro meses.

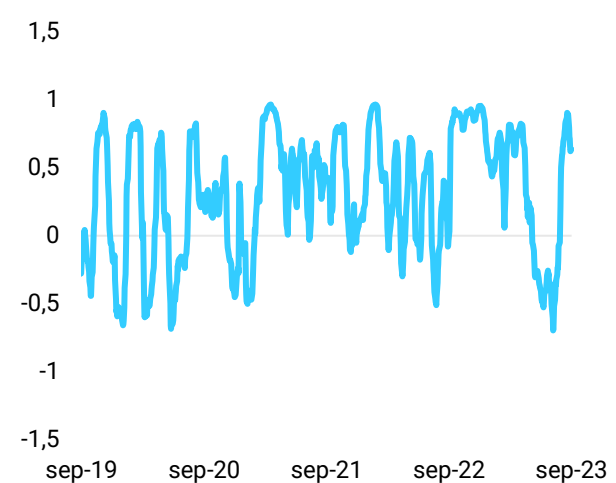
Finalmente, destacaremos dos mensajes importantes. El primero, consideramos que durante septiembre y octubre la volatilidad podría ser aún alta por la expectativa sobre la tasa Fed y las elecciones regionales en Colombia. El segundo, ratificamos nuestra expectativa de cierre en el rango 9,0% - 9,5% sobre la tasa de rendimiento del TES a 10 años, condicionado a que no existan aumentos adicionales sobre la tasa Fed para el cierre de 2023.

**Gráfico 8. TES en tasa fija a 10 años cero cupón y su valor justo**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 9. Coeficiente de correlación mensual entre el tesoro americano y el TES a 10 años**



Fuente: Precia y Refinitiv Eikon. Datos al 7 de septiembre de 2023

12 de septiembre 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)

#### María Ximena Carrillo

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

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

### Felipe Espitia

*Especialista Renta Fija*

(+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)

#### Karen Ospina

*Practicante de Investigaciones*

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

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

### 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)

ADVERTENCIA

Informe realizado por: Dirección de Macroeconomía y Mercados

12 de septiembre de 2023

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.