

## INFORME DE RENTA FIJA

## La renta fija en tiempos de inflación

2022 está siendo un año retador para la renta fija a nivel global y local. La acelerada normalización de la política monetaria en un contexto de inflación más alta y persistente de lo esperado ha llevado a desvalorizaciones importantes de los mercados de deuda. En Colombia, además de los choques externos, factores locales como la inflación y el riesgo electoral siguen generando presiones importantes sobre los TES.

### › EEUU: APLANAMIENTO DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TESOROS

Con el ajuste y la expectativa sobre la normalización de la política monetaria de la Fed, la curva de rendimientos se aplanó de forma importante e incluso llegó a invertirse recientemente, lo que puede estar descontando un escenario de “aterrizaje forzoso” o estanflación en la economía de EEUU.

### › LA RENTA FIJA CONTINÚA GOLPEADA EN MERCADOS EMERGENTES

La renta fija emergente está pasando por uno de sus peores momentos. La desvalorización que acumula al cierre de este documento empieza a acercarse a la caída súbita que vivió con la llegada de la pandemia.

### › TENEDORES DE TES: LOS EXTRANJEROS NO ABANDONAN

Los extranjeros continúan liderando las compras de TES, al corte del mes de marzo. Por otra parte, no encontramos que, en la nueva composición de fondos extranjeros al cierre de 2021, la pérdida del grado de inversión haya sido una razón de peso para la liquidación de fondos.

**Felipe Espitia**

Especialista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 ext 70495

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

**Julio César Romero**

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 69962

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

## Aplanamiento de la curva de rendimientos en EEUU: ¿se viene un aterrizaje forzoso?

- La Fed se encuentra más dispuesta a realizar ajustes más importantes en su proceso de normalización de política monetaria, con el fin de contener la inflación.
- La curva de rendimientos se ha invertido en algunos tramos, y consideramos que esto demuestra el riesgo de un escenario de estanflación o “aterrizaje forzoso” de la economía de EEUU.

### › La FED alza vuelo, de paloma a halcón

En su reunión de política monetaria del mes de marzo, la Reserva Federal (FED) en EEUU decidió aumentar su tasa de interés en 25 puntos básicos (pbs), tal y como esperaba el mercado, pasando del rango 0,00% - 0,25% a 0,25% - 0,50%. El comunicado y la rueda de prensa evidenciaron un tono más *hawkish* de lo anticipado.

En ocasiones anteriores, su presidente, Jerome Powell había mencionado que dada la fortaleza que está mostrando su mercado laboral y los altos niveles de inflación, la Fed estaba dispuesta a utilizar todas sus herramientas de política monetaria para poder alcanzar su objetivo. En este sentido, de esta intervención destacamos 1) el cambio de tono, a pesar de la alta volatilidad que se ha presentado en los mercados de deuda en el mundo, debido al conflicto entre Rusia y Ucrania. 2) La posibilidad de que la hoja de balance pueda empezar a reducirse a partir de mayo, 3) la mayor probabilidad de que en próximas reuniones el aumento de su tasa de interés pudiese ser de 50 pbs, y 4) la alineación de la Fed con el mercado, con respecto a la magnitud del aumento que se realizaría sobre los tipos de interés en 2022, que ascendería a 175 pbs (gráfico 1). La FED ha pasado de tener una postura de “paloma” (expansionista) a una de “halcón” (contraccionista).

**Gráfico 1. Dot plot de la Reserva Federal. Nivel esperado de tasa de interés de los miembros del Comité de la Fed**



Fuente: Reserva Federal

› *La curva de rendimientos en Estados Unidos se ha aplanado*

Con una política monetaria que apunta a ser mucho más restrictiva, la curva de rendimientos de los tesoros americanos ha empezado a incorporar este tono más alcista en tasas de la Fed, y ha llevado a que la pendiente de la curva de rendimientos en Estados Unidos se haya aplanado e incluso invertido en ciertos tramos de la curva. Es decir, los bonos con menor duración tienen un mayor rendimiento que los bonos con mayor duración.

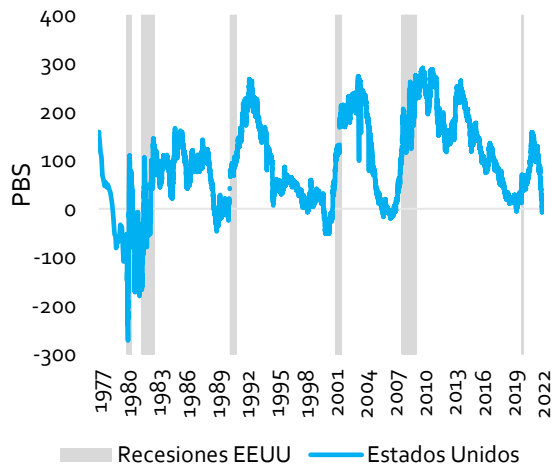
**Tabla 1. Bonos soberanos en Estados Unidos y Alemania**

Estados Unidos							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	abr-18-22	mar-31-22	feb-28-22	dic-31-21	abr-18-22	mar-31-22	feb-28-22
Tesoro 2 años	2,47	2,33	1,44	0,73	174,34	160,14	70,32
Tesoro 3 años	2,69	2,51	1,62	0,96	172,84	155,50	66,25
Tesoro 5 años	2,80	2,46	1,71	1,26	153,63	120,11	44,99
Tesoro 10 años	2,86	2,34	1,82	1,51	135,04	83,34	30,98
Tesoro 30 años	2,95	2,45	2,16	1,90	104,73	54,72	25,34
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
30 años vs 2 años (pbs)	48,60	11,79	72,23	117,21			
10 años vs 5 años (pbs)	6,29	-11,90	10,87	24,88			
10 años vs 2 años (pbs)	39,58	1,08	38,55	77,88			
Alemania							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	abr-18-22	mar-31-22	feb-28-22	dic-31-21	abr-18-22	mar-31-22	feb-28-22
Bund aleman 2 años	0,04	-0,07	-0,51	-0,64	67,80	56,70	13,00
Bund aleman 10 años	0,84	0,55	0,16	-0,18	102,00	72,60	33,80
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
10 años vs 2 años (pbs)	80,00	61,70	66,60	45,80			

Fuente: Refinitiv Eikon

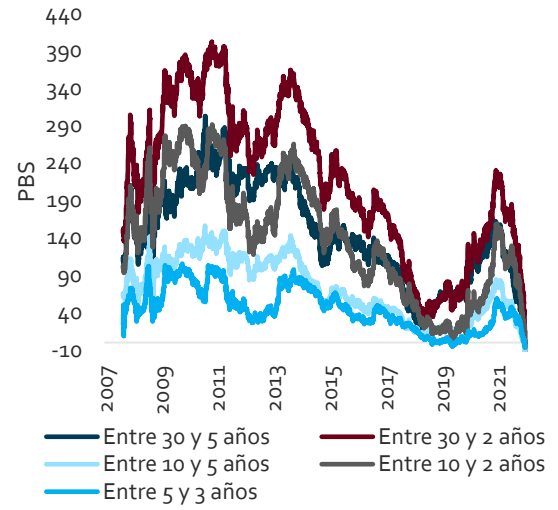
Si bien la inversión de la curva de rendimientos de los Tesoros ha sido en el tramo de 5 a 10 años (5-10), el mercado centra más su atención en el tramo 2-10, en donde la pendiente al cierre de este documento estaba en 39,58 pbs. En ocho de las últimas 10 recesiones de EEUU, la pendiente 2-10 años de la curva se hizo negativa alrededor de 18 meses antes, por lo que la inversión de la curva en este tramo podría estar anticipando que la economía estadounidense entrará en recesión en 2023. En particular, la pendiente 2-10 años fue negativa en las primeras jornadas del mes de abril (abr-01: -7,3 pbs). Por lo pronto, dado el alto grado de aplanamiento de las curvas de renta fija a nivel mundial, la curva de los Tesoros estaría anticipando el riesgo de un “aterrizaje forzoso” de la economía, lo que en un contexto de inflación alta implicaría un escenario de estanflación.

**Gráfico 2. Diferencial del rendimiento de los tesoros americanos (10 años vs 2 años) y recesiones**



Fuente: Refinitiv Eikon y Reserva Federal de St. Louis

**Gráfico 3. Diferencial del rendimiento de los tesoros americanos**



Fuente: Refinitiv Eikon

## La renta fija continúa golpeada en mercados emergentes

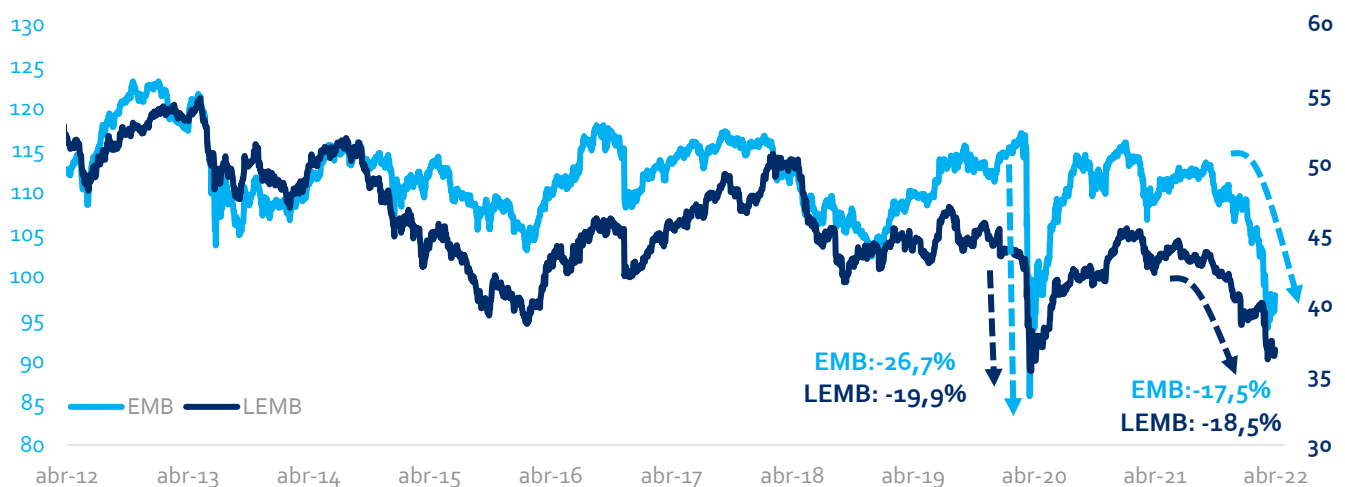
- La renta fija emergente, medida por los índices EMB y LEMB, se ha desvalorizado un 13,7% y 17,3%, respectivamente desde sus máximos de 2021.
- Los flujos de inversión a países emergentes han disminuido, especialmente en activos de renta fija.

### › Renta fija en países emergentes registra desvalorizaciones históricas

En ocasiones anteriores hemos planteado que 2021 fue un año con bastantes retos para la renta fija a nivel global y que esperábamos una turbulencia para los títulos de deuda a comienzos de 2022, en un contexto de inflación alta y retiro gradual del estímulo monetario por parte de los bancos centrales (ver “El mercado de deuda local y externo: la marea sigue alta” en [Informe Semanal – Marzo 21 de 2022](#)). Sin embargo, la realidad en lo que va corrido de 2022 ha superado nuestra expectativa, trayendo episodios adicionales e imprevistos que han profundizado las pérdidas de este *asset class* durante este año.

En EEUU inició la normalización de la política monetaria desde octubre de 2021 con la reducción del programa de compra de activos y en marzo de este año tuvo lugar el primer incremento de la tasa de referencia de la Fed. A su vez, los países emergentes empezaron a subir sus tasas desde el año pasado, como medida reactiva ante una inflación creciente y más persistente de lo estimado previamente. Esto se ha visto reflejado en los fondos

Gráfico 4. ETFs de deuda de JP Morgan<sup>1</sup>



Fuente: Refinitiv Eikon

<sup>1</sup> EMB: índice de deuda compuesto por bonos de mercados emergentes denominados en dólares de EE.UU.  
LEMB: índice de deuda compuesto por bonos de mercados emergentes denominados en moneda local.

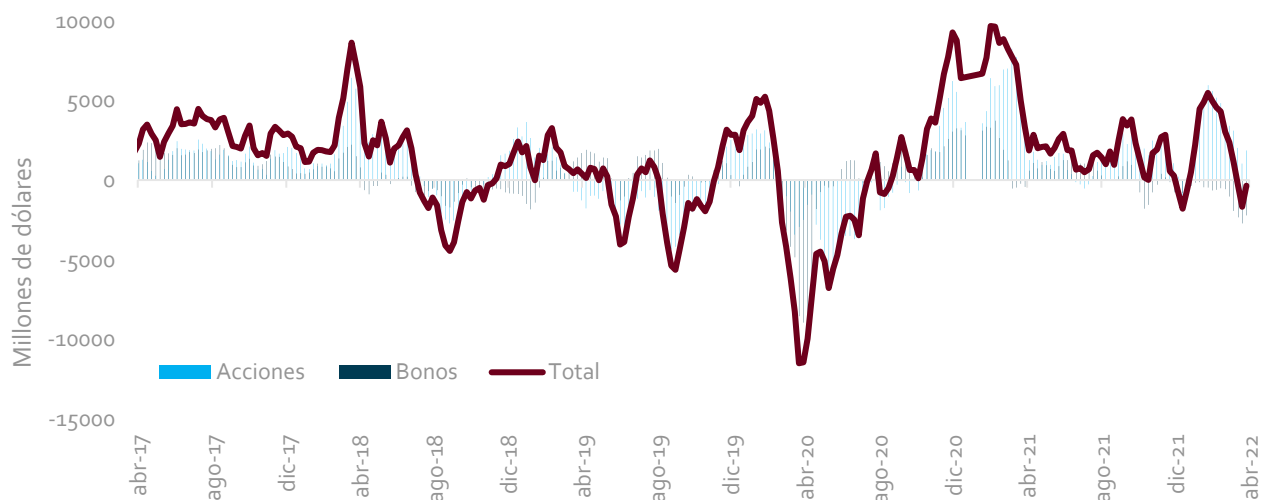
de trading (ETFs) de deuda de JP Morgan, donde los índices EMB y LEMB acumulan caídas que se acercan a aquellas que registraron en los episodios de pánico y elevada aversión al riesgo al inicio de la pandemia y los confinamientos (gráfico 4).

### › *La incertidumbre aleja los capitales de emergentes*

Con la alta volatilidad que han tenido los mercados globales en el corrido de año, los flujos de capital hacia mercados emergentes también se han visto afectados, apoyando así las desvalorizaciones en los mercados de deuda.

En cuanto al flujo total, es decir, a los mercados de acciones y renta fija, al cierre de marzo de este año el flujo estimado representaba una salida neta por USD 363 millones, lo que implica una reducción de 1,6 veces en el año corrido. Este flujo está siendo explicado principalmente por la salida neta de USD 2.225 millones en el mercado de renta fija, contrarrestado por una compra neta en el mercado de renta variable por USD 1.863 millones (gráfico 5).

**Gráfico 5. Flujos de capitales a países emergentes, promedio últimas 4 semanas**



Fuente: Barclays Capital

Un detalle no menor es que los flujos hacia bonos de deuda de países emergentes llevan 19 semanas consecutivas presentando salidas y acumulan USD 17.730 millones. Lo anterior solo es comparable con el periodo octubre 2018 – enero 2019, cuando la salida de flujos del mercado de renta fija fue de USD 14.219 millones en 17 semanas, en un contexto en el que la Fed estaba finalizando su ciclo de alza en su tasa de interés y en el proceso de reducción de su hoja de balance.

## Tenedores de TES: los extranjeros no abandonan

---

- Fondos extranjeros y fondos de pensiones lideran las compras netas de TES en marzo 2022, con montos de COP 3,28 y 1,26 billones, respectivamente.
- Los bancos comerciales primaron los TES en UVR sobre los TES en tasa fija, como medida de protección ante la inflación que permanecería alta por unos meses más.
- Durante 2021, los fondos extranjeros fueron compradores netos de TES a pesar de la pérdida del grado de inversión del país. Al cierre del año anterior quedaron 912 fondos con posición en TES.
- Dentro del top 10 de los fondos con mayores niveles de compras, cuatro de ellos no tenían participación alguna en 2020.
- En cuanto al top 10 de fondos con mayores niveles de ventas, tres de ellos liquidaron su posición total, sin que el grado de inversión haya sido un motivo de peso.

### › *Marzo 2022: extranjeros y fondos de pensiones de compras*

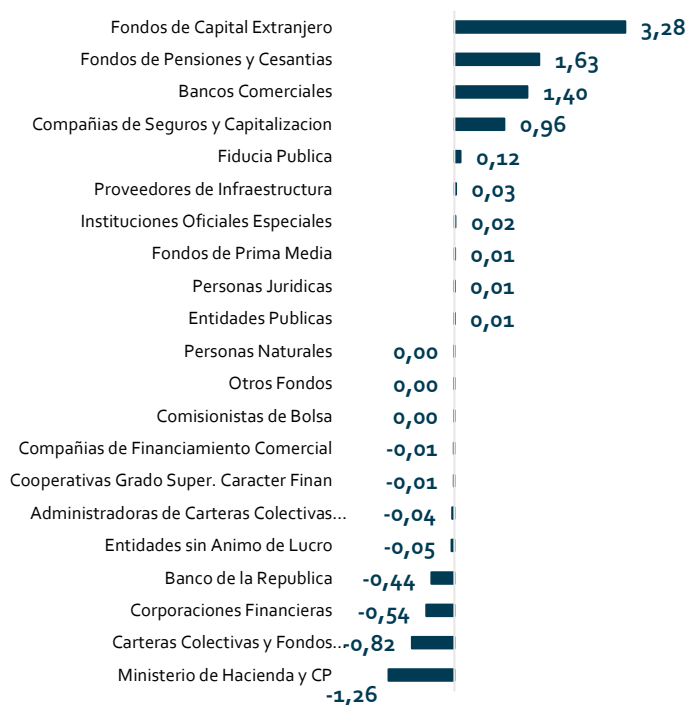
En el último balance del mes de marzo de 2022 de los compradores de TES, los fondos extranjeros encabezaron las compras mensuales por un monto de COP 3,28 billones, seguido de los fondos de pensiones y cesantías con COP 1,63 billones. En contraste, el Ministerio de Hacienda y las carteras colectivas y fondos administrados fueron los mayores vendedores de TES en el tercer mes del año con montos de COP 1,26 y COP 0,82 billones, respectivamente (gráfico 6).

En cuanto a la estrategia que están ejecutando los diferentes tenedores, se destaca la indexación al UVR que realizaron los bancos comerciales y las compañías de seguros y capitalización, como medida de protección a la inflación que podría seguir siendo alta por unos meses más. Por otra parte, y a pesar de las fuertes desvalorizaciones que ha existido en tasa fija, los dos mayores compradores de TES (extranjeros y fondos de pensiones) demostraron una mayor preferencia por dicho indicador, exhibiendo ser jugadores un poco más estructurales en sus estrategias de inversión (gráfico 7).

### › *Inversionistas extranjeros después de la pérdida del grado de inversión*

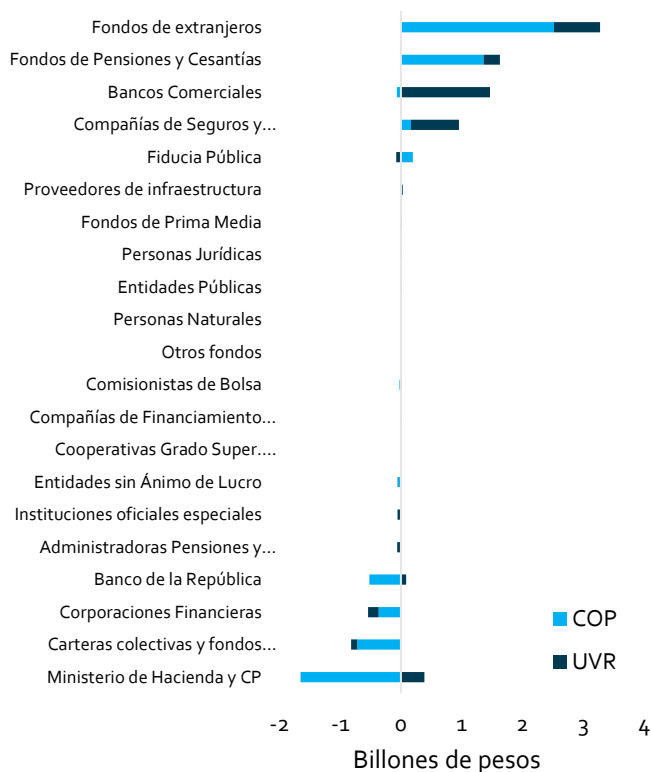
El 2021 fue un año en el que los TES estuvieron bajo presión, en un contexto complejo de aceleración de la inflación, inicio del ciclo de aumento de tasas de interés de política monetaria y deterioro fiscal y crediticio de Colombia. Esto último significó la pérdida del grado de inversión con las agencias S&P y Fitch en mayo y julio de 2021, en medio del estallido social y la inestabilidad política que generó la presentación de una propuesta de reforma tributaria ambiciosa que luego tuvo que ser retirada (ver “Posición fiscal: oportunidad perdida” en [Informe Anual – Diciembre 2 de 2021](#)).

Gráfico 6. Compras de TES en marzo 2022 – Billones COP



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 7. Compras de TES por indicador en marzo 2022



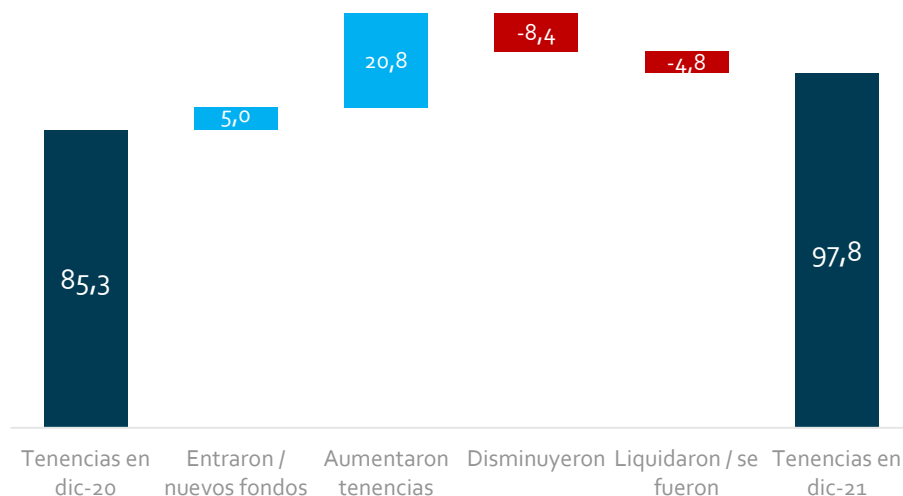
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cálculos: Corficolombiana

A pesar de lo anterior, los fondos de capital extranjero no solo se mantuvieron invertidos en el mercado local de deuda pública, sino que aumentaron sus posiciones de manera significativa en términos agregados, si bien se evidenció una recomposición dentro de los agentes *offshore*. Los fondos de inversión pasivos que siguen índices de deuda como los de Bloomberg Barclays y G FTSE, los cuales exigen que los países miembros deban ser grado de inversión (ver recuadro “Grado de inversión y los índices de mercado de renta fija” en [Informe Anual - 2021](#)), efectivamente salieron de sus posiciones en Colombia. De esta manera, identificamos que 146 fondos extranjeros liquidaron su posición total en TES durante 2021, por un monto de COP 4,83 billones.

En contraste, en el año ingresaron 132 fondos *offshore* nuevos con compras del orden de COP 4,97 billones. Al cierre de 2021 había 912 fondos extranjeros con participación en el mercado de TES y, en el balance, cerraron con una posición de compra neta por COP 12,5 billones (gráfico 8).



**Gráfico 8. Cambio en la tenencia de TES por agentes offshore al cierre de 2021. Cifras en billones de pesos.**



Fuente: Contraloría General de la República

Entrando un poco más en detalle, en la tabla 2 presentamos el top 10 de los fondos extranjeros que aumentaron su posición o entraron al mercado de TES al cierre de 2021, y aquellos fondos que salieron de Colombia o simplemente redujeron su posición.

Para destacar del primer grupo de extranjeros sobresalen cuatro fondos que ingresaron en 2021, los cuales son 1) Meag Munich, un fondo institucional alemán que administra alrededor de EUR 339 mil millones y tiene en cuenta para sus benchmarks los índices de deuda emergente de JP Morgan, 2) un fondo de Vanguard que provee exposición al mercado de deuda emergente tanto deuda soberana como deuda corporativa que sea grado de inversión, con una participación del 1,5% en deuda que su calificación es menor a "BBB". 3) First Eagle Global Fund, un fondo estadounidense que sigue el MSCI World Index, en el cual tienen alta diversificación por tipo de activo, ubicación y monedas. Por último, 4) Beresford Lux, un fondo irlandés que sigue una clasificación de los índices GBI de JP Morgan con criterios ESG, el cual permite invertir en deuda de países emergentes.

Los otros seis participantes del top son en su mayoría fondos de pensiones soberanos del gobierno y la autoridad monetaria de Singapur, un fondo de pensiones de Quebec en Canadá (Caisse De Depot Et Placement Du Quebec), el fondo más grande pensiones de Países Bajos (Stichting Pensioenfond Abp) y uno bien conocido en el país, de la familia de fondos de Franklin Templeton, que siguen los índices GBI de JP Morgan, excluyendo países con una calificación menor a "B-".

En el caso del segundo grupo, fueron tres los jugadores que liquidaron su posición de TES en 2021: 1) AB Fcp, el cual es un fondo de la compañía Alliance Bernstein, el cual intenta

replicar un portafolio de deuda con calificaciones por debajo de grado de inversión y sigue el índice de “Bloomberg Global High Yield Index”; 2) Ilim Funds, que hace parte de un gestor de portafolios y aseguradora irlandesa que gestiona alrededor de EUR 101 mil millones y en el caso del fondo de emergentes en particular sigue el índice GBI Global Diversified de emergentes; y 3) el fondo de pensiones de Arabia Saudita (Public pension agency). Los siete jugadores restantes, tres de ellos son fondos de pensiones (Universities Superannuation Scheme, Kuwait Investment Authority, Government Pension Investment Fund), Vanguard, Invesco y Julius Baer son administradores de portafolio con estrategias de inversión pasivas, y el Banco Itaú con su sede en Nassau, Bahamas.

**Tabla 2. Top 10 de fondos extranjeros en entrada/ aumento y reducción/liquidación de su posición en TES en 2021 vs 2020**

	Miles de millones de COP	
	Posición en TES 2021	Entrada/aumento posición en 2021 vs 2020
Government Of Singapore	5355,48	4880,71
The Monetary Authority Of Singapore	6888,11	3769,61
Caisse De Depot Et Placement Du Quebec	3411,86	756,35
Stichting Pensioenfond Abp	2146,04	751,04
Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft Mb (*)	623,72	623,72
Vanguard Total International Bond li Index Fu (*)	569,85	569,85
First Eagle Global Fund (*)	504,29	504,29
Franklin Templeton Investment Funds	3223,84	488,10
Beresford Lux Sicav (*)	481,28	481,28
Saudi Central Bank	3295,05	406,23

(\*) Fondos nuevos en el mercado de TES 2021

	Miles de millones de COP	
	Posición en TES 2021	Reducción/liquidación posición en 2021 vs 2020
Ab Fcp I-Global High Yield Portfolio (**)	0,00	-801,37
Julius Baer Multibond - Local Emerging Bond F	441,72	-631,97
Itau Unibanco S.A. - Nassau Branch	0,29	-489,99
Ilim Funds Plc - Emerging Market Debt Fund (**)	0,00	-450,83
Universities Superannuation Scheme	639,26	-359,02
Kuwait Investment Authority	13,49	-318,31
Government Pension Investment Fund	2288,23	-312,48
Invesco Fund	110,76	-285,60
Vanguard Total International Bond Index Fund	943,79	-283,52
Public Pension Agency (**)	0,00	-274,46

(\*\*) Fondos que liquidaron toda su posición en 2021

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

## 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. 69962

[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. 70015

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

### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

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

### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

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

### Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[pablo.fernandez@corficolombiana.com](mailto:pablo.fernandez@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

---

### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

## Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

### Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

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

### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

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

### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

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

## 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 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.