

## INFORME DE RENTA FIJA

# ¿Luz al final del túnel para los TES?

*En el último mes, los mercados de deuda tanto a nivel global como local registraron una corrección positiva gracias a la sorpresa a la baja en la inflación de julio en EEUU, aunque los discursos hawkish de los bancos centrales volvieron a presionar al alza las tasas en las últimas jornadas. Los factores globales relevantes este mes son los datos de inflación y mercado laboral en EEUU, los mensajes de la Fed en su reunión de septiembre y la evolución de la crisis energética en Europa.*

*En Colombia, los extranjeros mantuvieron el apetito por títulos de deuda pública local. La percepción de riesgo político sigue latente, los factores claves serán la discusión de reforma tributaria, la decisión de política monetaria de BanRep y los datos de inflación de agosto.*

### › LA ATENCIÓN EN LA FED

En agosto hubo una corrección en los rendimientos de la deuda a nivel global. Sin embargo, la curva de rendimientos en Estados Unidos se mantiene invertida y a la expectativa de lo que pueda suceder en las próximas decisiones de política monetaria de la Fed. Por su parte, las compras del BCE contuvieron mayores pérdidas en el mercado de deuda europeo, en medio de crecientes riesgos de recesión. Por su parte, la deuda en países emergentes parece estabilizarse en niveles de tasas elevados.

### › ¿VIENTOS DE CORRECCIÓN EN LA RENTA FIJA LOCAL?

La renta fija a nivel Colombia ha presentado valorizaciones en el último mes, gracias a menores incertidumbre locales y menores presiones provenientes desde los tesoros americanos. Por otra parte, la curva swap IBR ha sido uno de los mejores predictores de la tasa terminal del BanRep en el último año, lo cual también ha sido un *driver* de importancia en lo corrido del año para la deuda en nuestro país.

### › LOS EXTRANJEROS SIGUEN COMPRANDO TES

Los bancos comerciales y los fondos de capital extranjero fueron los mayores compradores de TES en el mes de julio. No obstante, el mensaje de mayor impacto es el nivel de compras que acumulan los extranjeros al cierre del séptimo mes del año que es el mejor en los últimos seis años, y sigue demostrando la confianza de ellos sobre los TES. Finalmente, realizamos una descripción del Norges Bank (mayor comprador de TES en 2022), el cual ha invertido en Colombia desde 2011 y desde 2013 incluyó activos de renta fija.

**Felipe Espitia**  
Especialista de Investigaciones  
[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

**Julio César Romero**  
Economista Jefe  
[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

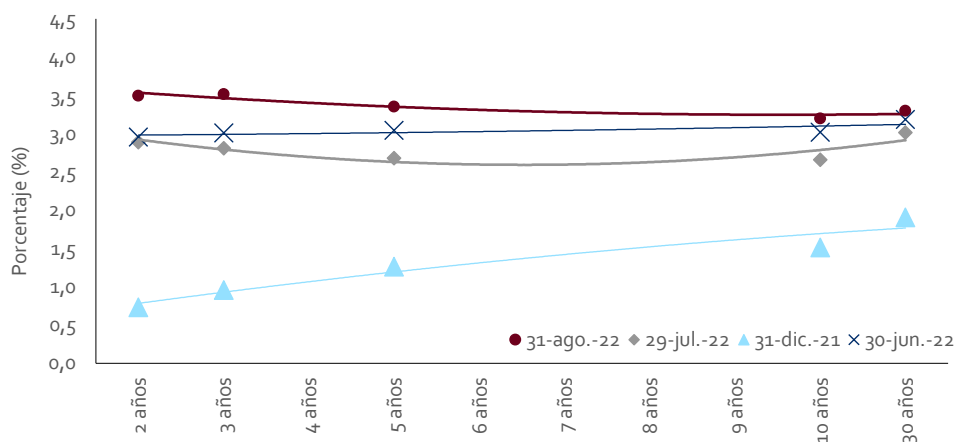
## La atención en la Fed

- Curva de rendimientos de los tesoros se mantiene invertida y la expectativa de la reunión del mes de septiembre de la Fed.
- La deuda europea ha corregido, pero hay preocupaciones por la posible llegada de una recesión, debido a la crisis energética.
- Los ETFs (fondos bursátiles) de deuda emergentes corrigieron en agosto, pero necesitan señales más claras para confirmar un cambio de tendencia.

### › Curva de rendimientos se mantiene invertida en EEUU

Durante 2022 la renta fija a nivel mundial ha vivido un fuerte proceso de aplanamiento de sus curvas de rendimientos de los bonos soberanos, y principalmente en Estados Unidos la curva acumula dos meses consecutivos invertida (gráfico 1). **Esto es el reflejo de un mercado que espera que la Reserva Federal sea mucho más restrictiva en materia de política monetaria, presionando así la parte corta mucho más que la parte larga de la curva, que descuenta el inicio de un nuevo ciclo de bajadas en la tasa de interés de política, pero que también avcina un escenario de estanflación o recesión económica.**

**Gráfico 1. Curva de rendimientos de los tesoros americanos**

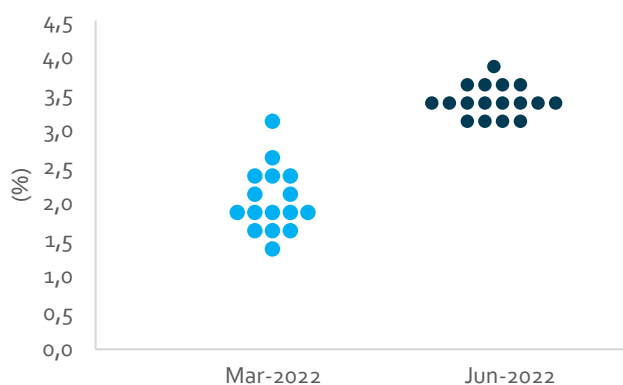


Fuente: Refinitiv Eikon

Es así como, al cierre de agosto los tesoros a dos, tres, cinco, diez y treinta años han aumentado 60,5, 70,6, 67,1, 53,8 y 28,7 puntos básicos (pbs) frente al cierre de un mes atrás. En lo corrido del año, esta curva se ha desvalorizado 210 pbs, donde la referencia de corto plazo ha sido la más afectada, en línea con las decisiones de política monetaria de la Fed.

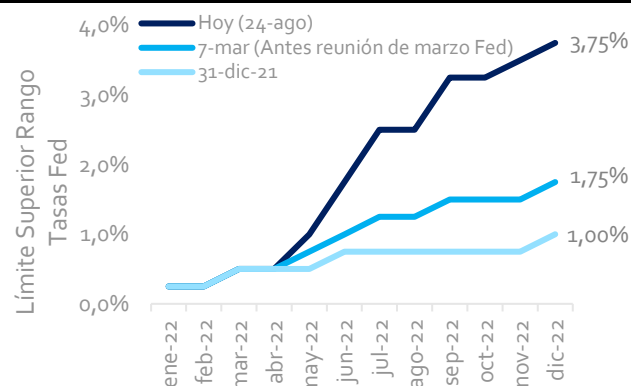
Hacia adelante, las decisiones de la Fed serán uno de los *drivers* principales de la deuda a nivel global. El mercado y las proyecciones del comité de mercado abierto de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés) apuntan a que la tasa de política monetaria finalice en el rango de 3,50% a 3,75%. Lo anterior indica que los tesoros a 10 años estarían alcanzando su pico hacia el cierre del año, siempre que la inflación en ese país confirme la desaceleración y no haya nuevas sorpresas al alza que obliguen a la Fed a ser más restrictiva.

**Gráfico 2. Dot plot de la Fed, proyección sobre tasa terminal**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 3. Proyección tasa terminal de la Fed por el mercado**



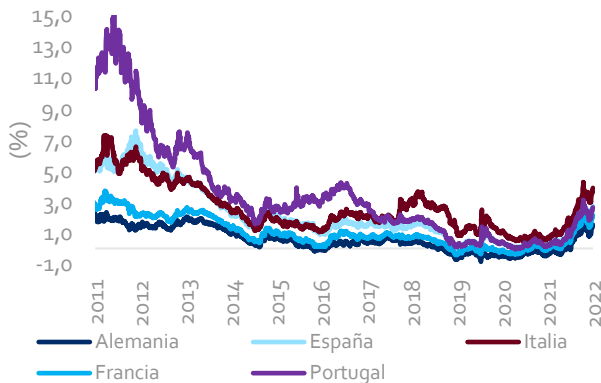
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

### › El BCE toma la deuda por los cuernos

La corrección del mercado de deuda a nivel global también se ha visto en Europa, en buena medida gracias al respaldo del BCE a los títulos de deuda de países que podrían tener una mayor probabilidad de entrar en una crisis de deuda, como España o Italia. Sin embargo, Grecia o Portugal no parecen repetir lo sucedido en 2011-2013 (gráfico 4 y 5).

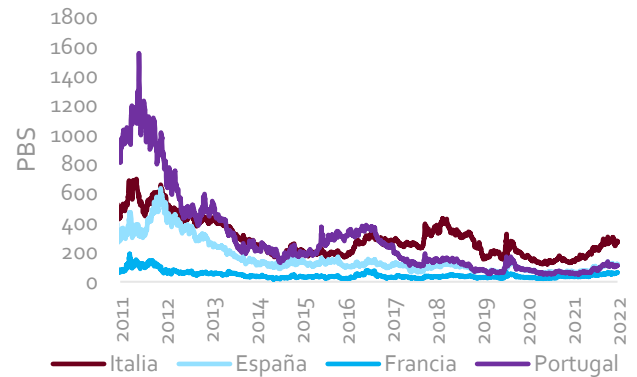
Si bien los niveles más altos de los rendimientos de los bonos de estos países de la periferia se vieron a mediados de junio, **la posibilidad de una recesión europea por la crisis energética sigue siendo alta, como lo señala Goldman Sachs ("Why a recession would likely be mild" del 16 de agosto de este año)**. Estos analistas asignan una **probabilidad de recesión europea de 60% en los próximos doce meses**, de tal forma que para el escenario de renta fija global lo que suceda en Europa será un evento de bastante relevancia para ir determinando los movimientos futuros de este *asset class*.

**Gráfico 4. Bono a 10 años en euros**



Fuente: Refinitiv Eikon

**Gráfico 5. Spread bono a 10 años vs Bund alemán**

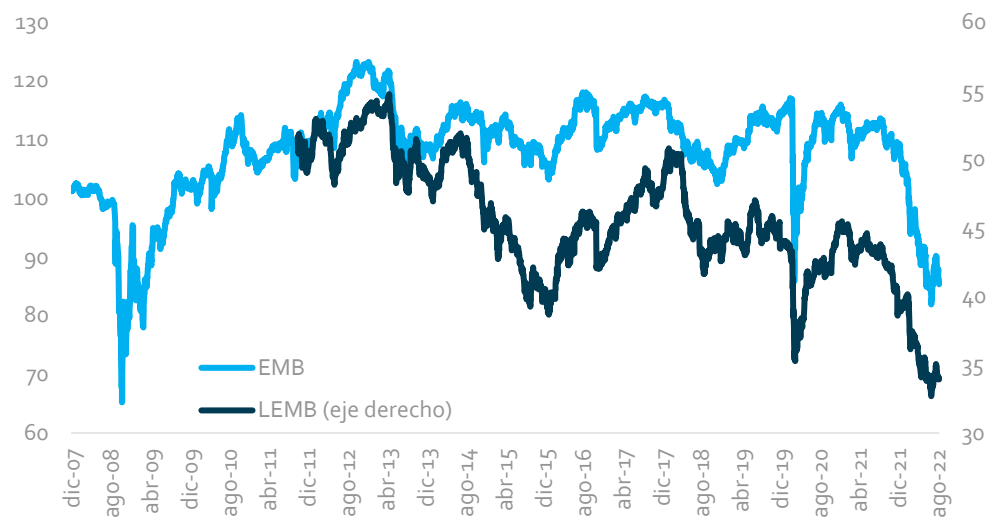


Fuente: Refinitiv Eikon

### › Tasas de deuda emergente cerca de su techo

La deuda soberana de países emergentes también ha sido parte del mal momento que ha atravesado este *asset class* a lo largo del año, y por ahora, encontrar el techo de la inflación y las tasas de política monetaria sería la clave para evitar mayores desvalorizaciones y algo de estabilidad en los niveles. Desde mediados del mes de julio la deuda emergente ha mostrado una corrección (gráfico 6), pero todavía sigue latente el riesgo de una recesión en economías desarrolladas y el impacto que esta podría traer para economías emergentes.

**Gráfico 6. ETF de deuda emergente en dólares (EMB) y moneda local (LEMB)**



Fuente: Refinitiv Eikon

Es así como los ETFs (fondos bursátiles) de deuda soberana en dólares (EMB) y en moneda local (LEMB) de países emergentes han aumentado un 3,09% y 2,45%, respectivamente en el último mes, como respuesta a menores presiones de desvalorización provenientes desde los tesoros americanos.

**Tabla 1. Tesoros americanos, bunds alemanes y pendientes de las curvas de rendimientos**

Estados Unidos							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	ago-31-22	jul-29-22	jun-30-22	dic-31-21	ago-31-22	jul-29-22	jun-30-22
Tesoro 2 años	3,49	2,89	2,95	0,73	276,18	215,63	222,22
Tesoro 3 años	3,52	2,81	3,01	0,96	255,81	185,14	205,14
Tesoro 5 años	3,35	2,68	3,04	1,26	208,96	141,81	177,91
Tesoro 10 años	3,20	2,66	3,02	1,51	168,45	114,59	150,47
Tesoro 30 años	3,30	3,01	3,18	1,90	139,40	110,67	127,93
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
30 años vs 2 años (pbs)	-19,58	12,25	22,92	117,21			
10 años vs 5 años (pbs)	-15,63	-2,35	-2,56	24,88			
10 años vs 2 años (pbs)	-29,85	-23,17	6,13	77,88			
Alemania							
	Tasa (%)				Variación año corrido (pbs)		
	ago-31-22	jul-29-22	jun-30-22	dic-31-21	ago-31-22	jul-29-22	jun-30-22
Bund aleman 2 años	1,20	0,27	0,68	-0,64	183,50	91,00	131,60
Bund aleman 10 años	1,53	0,82	1,36	-0,18	171,35	100,40	154,50
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
10 años vs 2 años (pbs)	33,40	54,95	68,45	45,55			

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

## ¿Vientos de corrección en la renta fija local?

---

- En agosto existió una corrección en el mercado de renta fija, tanto en tasa fija como en UVR. Sin embargo, se sigue dependiendo de la inflación y las tasas de política monetaria para ver un cambio de ciclo.
- La curva swap IBR ha acertado a la expectativa de tasa BanRep este año. Actualmente, descuenta que dicha tasa se ubicaría en 10,65%.

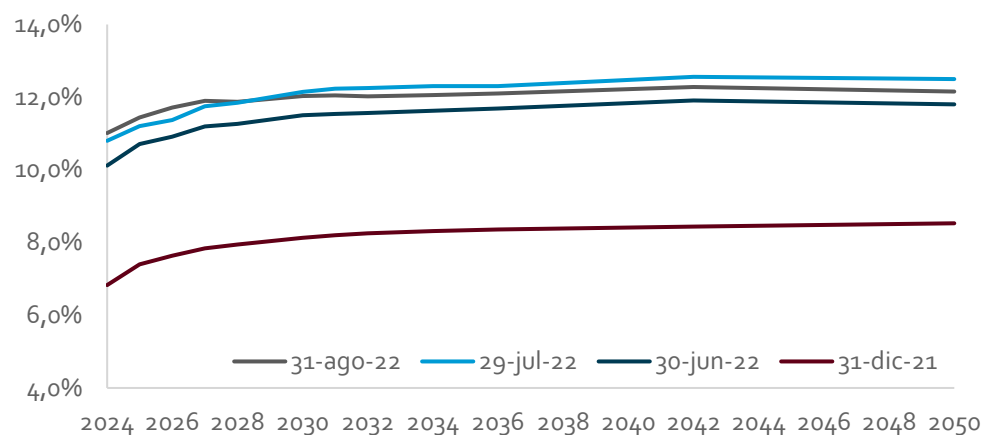
### › *Agosto de valorización y retos para el nuevo gobierno*

En el último mes los bonos del gobierno soberano de Colombia (TES) han presentado un movimiento de corrección ante menores presiones desde los tesoros americanos y la expectativa que en ese país la inflación ya habría llegado a sus máximos, lo cual estaría por decantarse y con ello la Fed, también estaría próxima a finalizar su ciclo de normalización monetaria.

Desde el frente local, las noticias en materia de inflación son similares. **En Colombia, creemos que la inflación llegaría a su pico en octubre y que el Banco de la República aumentará su tasa de interés a 10% en septiembre y la mantendrá en ese nivel hasta mediados de 2023.** Adicionalmente, con el inicio del nuevo gobierno, buena parte de la incertidumbre que el ciclo electoral había traído para el mercado de deuda ya habría sido incorporado. Ahora bien, la atención se centrará en la discusión del proyecto de reforma tributaria y del Presupuesto General de la Nación en 2023, así como en la estrategia financiera del Gobierno para el próximo año. Los retos del país en materia económica seguirán siendo el ajuste fiscal y de cuentas externas, en un contexto externo de alta volatilidad (ver “Memorias del Foro Corficolombiana: Retos económicos del nuevo gobierno” en [Informe Especial – agosto 10 de 2022](#))

Es así como, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija en el último mes se ha valorizado en promedio 5,2 pbs y vuelve a acercarse a niveles no vistos desde dos meses atrás. En este compendio, los TES que menos se han visto beneficiados de este comportamiento han sido los bonos con vencimiento en 2026, en línea con la expectativa existente sobre el endurecimiento de la política monetaria del BanRep no habría terminado aún. En contraste, el título de 2050 ha sido el más valorizado con una caída en su tasa de rendimiento de 34,4 pbs.

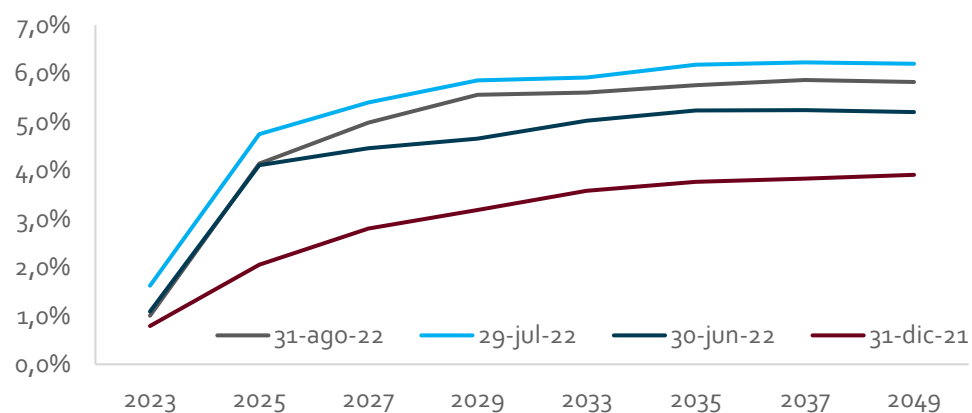
**Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN

En cuanto a los TES en UVR, los movimientos presentados en la curva son similares a los detallados en la curva en tasa fija. La curva se ha valorizado en una menor proporción, a pesar de las menores presiones externas y en contraste, a unas inflaciones mensuales altas en los últimos meses, en su comparativo histórico, lo cual está siendo atípico en el mundo y en Colombia durante este año. De tal forma que la curva se ha desplazado hacia abajo en promedio en 0,4 pbs, donde los títulos que más se han favorecido han sido los TES más próximos a vencerse (2023 y 2025).

**Gráfico 8. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



Fuente: SEN

Nuestra expectativa sobre la renta fija local no sufre demasiados cambios frente a nuestro último informe (ver “Los TES siguen bajo presión” en [Informe Renta Fija – agosto 3 de 2022](#)). Los principales factores que el mercado y nosotros continuamos esperando recaen sobre el posible enfriamiento de la inflación global y local, lo cual permita que la normalización de la política monetaria este llegando a su fin. Adicionaremos, los retos que el nuevo gobierno asume y cómo será la forma de

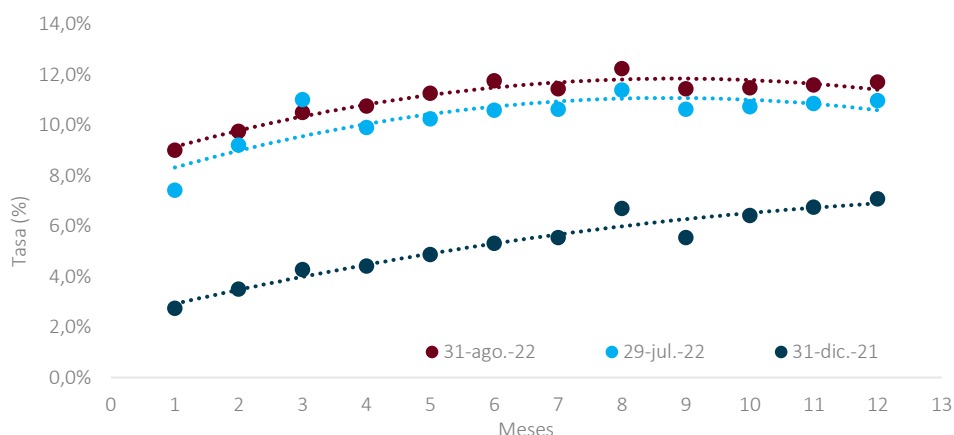
comunicación que llevará a cabo de agenda de reformas que pueda impactar a la economía local y al mercado de capitales.

› *El swap IBR ha sido de los más acertados en el año*

La expectativa de cómo fuesen las decisiones de política monetaria por parte del Banco de la República, la curva swap IBR ha sido una herramienta que a lo largo del año ha estado más en línea con lo que ha ido sucediendo, y fue la única que en marzo ya previó que la tasa de política monetaria al cierre de este año estaría cercana al 10%.

Al cierre de agosto, **este mercado mantiene una expectativa más alcista sobre la tasa final que fijará el BanRep para el cierre del año y se encuentra en 10,5%, presentando una corrección desde el 11,01%, visto hace un mes.** Dicho riesgo de materialización dependerá enteramente de presiones inflacionarias que puedan detonarse como el aumento en los precios de los combustibles y lleve a que la inflación se mantenga por encima de los dos dígitos, y por ende, el junta del emisor tenga que ajustar en una mayor medida su tasa, tal y como lo proyecta esta curva.

**Gráfico 9. Curva de tasas implícitas de los swap IBR**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

Desde nuestra perspectiva, mantenemos nuestra estimación de cierre sobre la tasa de política monetaria en 10%. Sin embargo, como lo mencionamos anteriormente hechos como el aumento del precio de los combustibles, que es un evento poco probable más el aumento del salario mínimo el próximo año son choques a medir y que pudiesen llevar la tasa a niveles más altos, en momentos en que la desaceleración económica es una preocupación.



## Los extranjeros siguen comprando TES

---

- Bancos comerciales y fondos de capital extranjero fueron los mayores compradores de TES en julio. Además, se mantienen como el tercer y segundo mayor tenedor de TES, respectivamente.
- En contraste, el Ministerio de Hacienda y las AFPs cerraron con una posición neta de ventas por un monto de COP 0,7 y 1,7 billones, en su orden.
- Norges Bank se mantiene como el mayor comprador de TES al cierre del primer semestre. Este jugador ha estado invertido en Colombia desde 2011 y en renta fija desde 2013.

› *Los extranjeros no ceden y los bancos comerciales resultan como los mayores compradores de TES en julio*

Al cierre del mes de julio, **el balance de tenedores de TES arrojó a los bancos comerciales y a los fondos de capital extranjero como los mayores compradores de TES registrando compras mensuales por COP 5,2 y 2,2 billones, y con ello en lo corrido del año estos jugadores acumulan una posición de compras netas en 2022 por COP 3,9 y 14,7 billones, respectivamente (tabla 2).**

La otra cara de la moneda fueron los fondos de pensiones y cesantías (AFPs), junto con el Ministerio de Hacienda siendo los mayores vendedores de bonos soberanos de Colombia por un monto de COP 1,7 y 0,7 billones, en su respectivo orden. Así pues, en los primeros siete meses del año, el Ministerio de Hacienda se mantiene como un vendedor neto de TES, y las AFPs mantienen una posición neta de compras por COP 4,9 billones de pesos. Dicha posición del Ministerio sigue respondiendo a las operaciones de canje que han realizado a lo largo del año, para mejorar el perfil de amortizaciones de 2023.

En cuanto a participación de estos compradores de TES, el top tres no ha sufrido cambios de relevancia pasados estos siete meses. Las AFPs mantienen el primer lugar de participación, seguido de los fondos de capitales extranjero y cerrando este top los bancos comerciales. **Sin embargo, una particularidad que podría ocurrir para el cierre de agosto es que los fondos de capital extranjero retomen la posición número uno, hecho que no sucede desde el primer trimestre de 2018**, solo sí continúan ejecutando un ritmo de compras promedio de este año por COP 2,1 billones.

**Tabla 2. Compras de TES en julio 2022**

Tenedor	Millones de pesos		Participación
	Compras Mensuales	Compras YTD	
Bancos comerciales	5.152.973	3.864.192	14,9%
Fondos de capital extranjero	2.219.337	14.738.792	26,2%
Fiducia pública	1.717.535	2.086.644	9,2%
Banco de la República	1.393.268	3.375.602	8,0%
Compañías de seguros y capitalización	829.091	5.444.960	6,8%
Instituciones oficiales especiales	577.414	1.914.212	4,3%
Corporaciones financieras	433.749	663.771	0,6%
Comisionistas de bolsa	104.424	-2.537	0,1%
Proveedores de infraestructura	19.289	66.711	0,1%
Entidades públicas	12.470	180.613	0,3%
Compañías de financiamiento comercial	2.949	-20.522	0,0%
Otros fondos	539	-1.219	0,0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-16.000	0,0%
Personas naturales	-4.745	27.001	0,1%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-13.976	-256.864	0,1%
Entidades sin ánimo de lucro	-14.809	-101.309	0,1%
Fondos de prima media	-52.177	-606.386	0,7%
Carteras colectivas y fdos admn	-71.190	-1.582.203	1,0%
Personas jurídicas	-87.668	304.826	0,4%
Ministerio de Hacienda y CP	-685.001	-673.004	0,7%
Fondos de pensiones y cesantías	-1.724.028	4.863.472	26,4%

YTD: Compras año corrido

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

### › El gigante noruego

Sabemos que en 2022 los fondos de capital extranjero han sido uno de los tenedores de TES más importantes, y demuestran una confianza sólida en la deuda pública colombiana, lo cual ha sido expuesto en nuestro inciso anterior.

Además, en la versión pasada de este documento (ver “Los TES siguen bajo presión” en [Informe Renta Fija – agosto 3 de 2022](#)) concluíamos que los mayores fondos que habían ingresado durante el presente año, sus estrategias de inversión son más estructurales que especulativas por el tipo de fondo que representan, y por ende no debería suponer un riesgo sobre la deuda colombiana en el corto plazo.

Ahora bien, nuestra tabla de extranjeros con mayores compras al mes de junio (tabla 3), en cuanto a nombres no tuvo cambio alguno frente al resultado presentando un mes atrás. De tal manera que, el Norges Bank, el Banco Central de Noruega, se mantiene como el mayor comprador de TES en el año y es de quien queremos hacer una breve exposición en este apartado.

**Tabla 3. Top 10 de fondos de capital extranjero con mayores compras de TES en junio 2022 vs diciembre 2021**

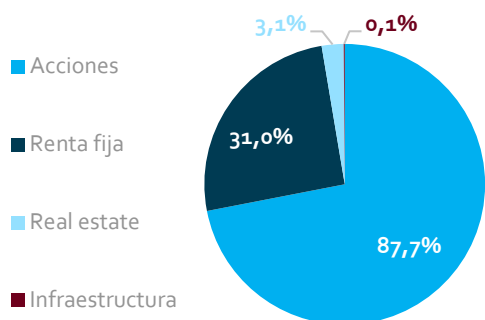
Miles de millones de COP		
	Posición en TES a junio 2022	Aumento posición jun-22 vs dic-21
Norges Bank	5.464,43	2.037,81
Caisse De Depot Et Placement Du Quebec	4.641,86	1.230,00
Saudi Central Bank	4.288,78	993,73
Government Of Singapore	6.042,40	686,93
Universities Superannuation Scheme	1.169,92	530,65
Franklin Templeton Investment Funds	3.697,97	474,12
Pimco Emerging Local Bond Fund	816,46	436,43
Vanguard Total International Bond Li Index Fu	915,35	345,50
Pimco Funds Global Investors Series Plc	760,63	339,53
Emso Agave Fund Spc - Emso Crocus Long Only F	300,31	300,31

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

Inicialmente, el nombre original de este fondo es el Fondo Global de Pensiones del Gobierno o el fondo petrolero noruego, y es administrado por el Banco Central de ese país (Norges Bank), en representación del Ministerio de Hacienda, ya que resulta ser el fondo de pensiones de todos los noruegos y de los ingresos que genera la industria extractiva del petróleo y el gas. Parte de la historia de este fondo inicia con el primer descubrimiento de petróleo *off-shore* de Noruega en 1969, y que en 1990 el parlamento noruego decide crear dicho fondo para administrar los retornos de la riqueza de esta industria extractiva y blindar a la economía de la volatilidad de los precios del petróleo.

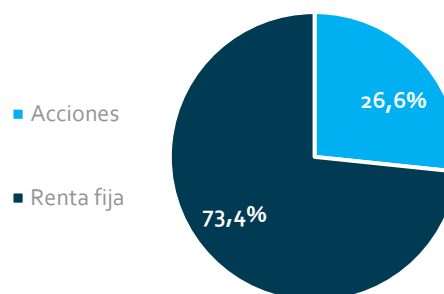
Al cierre de 2021, el valor de mercado del fondo era de USD 1,4 billones, los cuales se encuentran 100% invertidos en 69 países, donde los depósitos a este fondo menos del 50% son representados por las utilidades de la producción de gas y petróleo, y la mayor parte de crecimiento del fondo es asociado al manejo de sus inversiones. Actualmente, las inversiones del fondo están compuestas por cuatro *asset class*: acciones, renta fija, real estate e infraestructura en energías renovables (gráfico 10). **De los cuales, Colombia solo representa el 0,1% del valor del fondo al cierre de 2021, dividido esto en 73,4% en renta fija y el restante 26,6% en acciones (gráfico 11).**

**Gráfico 10. Composición del portafolio por asset class, al cierre de 2021**



Fuente: Norges Bank

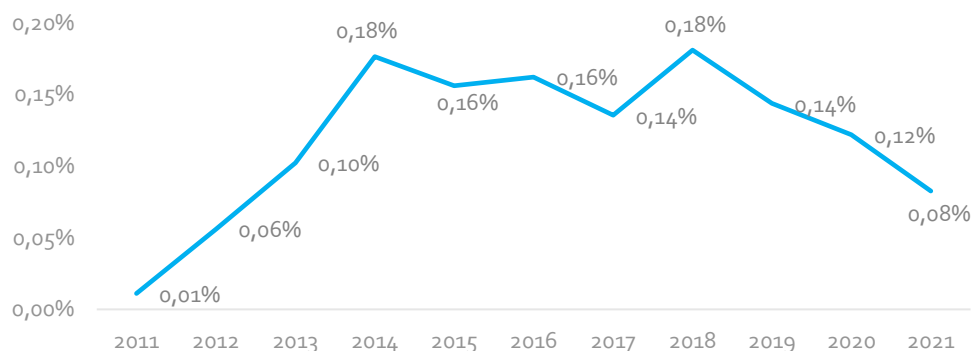
**Gráfico 11. Composición del portafolio por asset class invertido en Colombia, cierre de 2021**



Fuente: Norges Bank. Cálculos: Corficolombiana

Finalmente, en Colombia este fondo inició su proceso de inversión en 2011 un 0,01% del valor de mercado del fondo en acciones de nuestro país. A partir de 2013 a su portafolio Colombia ingresaron activos de renta fija tales como bonos del gobierno, Ecopetrol y del Oleoducto Central. Desde la fecha el balance entre renta fija y acciones ha sido similar al actual (70/30), y actualmente solo mantiene bonos soberanos TES.

**Gráfico 12. Participación de activos colombianos en el total del valor de mercado del fondo**



Fuente: Norges Bank. 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)

### Jenny Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[jenny.moreno@corficolombiana.com](mailto:jenny.moreno@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)

### Jaime Cárdenas

Analista de inteligencia empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

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

## Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

### Maria Camila Orbegozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[maria.orbegozo@corficolombiana.com](mailto:maria.orbegozo@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.