

## INFORME DE RENTA FIJA

# El enroque de los TES

*En septiembre, las reuniones de política monetaria de los bancos centrales tuvieron el papel más relevante en el mercado de deuda global, y con ello, ocasionaron que las correcciones moderadas vistas en agosto se borrasen. Para este mes la inflación en las economías desarrolladas y la decisión de política monetaria del BCE serán lo que tome más relevancia en ausencia de la Fed.*

*En Colombia, los inversionistas extranjeros siguen demostrando cuan importantes son y la confianza que depositan sobre el país. Durante este mes que inicia, la información de mayor impacto será el resultado de la inflación de septiembre, la aprobación de la reforma tributaria y el presupuesto general de la nación para así poder tener una perspectiva un poco más clara sobre las cuentas fiscales.*

*Por último, en el arranque de octubre la renta fija a nivel global y local ha continuado desvalorizándose. Hechos como la convergencia de la inflación, cierres de gasoductos rusos, y declaraciones presidenciales en Colombia han sido los factores más importantes en el arranque del mes.*

### › TESOROS Y GILTS EN TENSA CALMA

La Fed ha dicho que hará lo necesario para frenar la inflación, y eso implica tener una expectativa donde este ente monetario será más restrictivo, sin importar que suceda en materia de crecimiento. Es así como, los tesoros americanos han alcanzado niveles que no se veía en los últimos doce años. Al mismo tiempo, el mercado de renta fija en Reino Unido ha sido afectado por la proposición de políticas fiscales expansionistas en momentos en que se busca frenar la inflación y ha generado desbalances.

### › EL APLANAMIENTO DE LOS TES

En septiembre la renta fija en Colombia borró las leves correcciones vistas en el mes de agosto. En tanto, la curva en tasa fija se desvalorizó y sigue mostrando un fuerte aplanamiento, que inclusive alcanzo niveles no vistos desde 2015-2016, cuando nuestra economía también se enfrentaba a un proceso de ajuste monetario e inflación alta. Por otra parte, la curva en UVR se empinó, debido a que las noticias inflacionarias afectaron positivamente la parte corta de esta curva.

### › EXTRANJEROS A POR RÉCORD DE COMPRAS

En agosto, los fondos de capital extranjero cerraron un mes de compras con récord histórico al comprar COP 5,7 billones en el mes, cifra que no se había percibido antes. De esta manera acumular COP 20,4 billones en compras de TES en lo corrido del año y se encaminan al mejor año de compras de la historia. En cuanto a un viejo conocido, describimos como la familia de Franklin Templeton podría ser un potencial comprador en lo que resta del año, si dispone una estrategia similar a la vista en 2016.

**Felipe Espitia**

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

**José Ignacio López**

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas  
[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

## Tesoros y Gilts en tensa calma

- La Fed hace clara su posición de seguir subiendo su tasa de interés para frenar la inflación. Lo cual seguirá presionando la renta fija a nivel global.
- Dudas en la estabilidad fiscal del Reino Unido ha llevado a que en septiembre los bonos soberanos de ese país a dos y diez años se hayan desvalorizado 145 y 150, respectivamente.
- Los flujos a portafolio de deuda se han mantenido resilientes. En Latam se han acumulado USD 2,6 mil millones en promedio en lo corrido del año.

### › *Un halcón llamado Fed*

Con la última reunión de la Fed donde su presidente reconoció que es necesario continuar con los ajustes en la tasa de interés de política monetaria (ver “Reacción de la última reunión de la Fed” en [Nota Flash – septiembre 21 de 2022](#)), los tesoros americanos han presentado una desvalorización importante en el último mes, de tal forma que han alcanzado niveles no vistos desde 2006 en la referencia de corto plazo (dos años) y niveles de 2010 para la referencia de largo plazo (diez años).

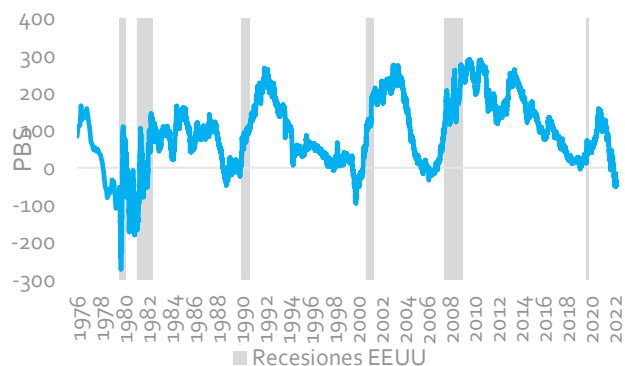
Como consecuencia de ello, en septiembre el tesoro a dos años se desvalorizó 81 puntos básicos (pbs), mientras que el tesoro a diez años aumento su tasa de rendimiento en 76 pbs, logrando niveles de 4,30% y 3,69%, respectivamente. A su vez, la pendiente de la curva de estos bonos soberanos ha seguido aplanándose, alcanzando mínimos de -52 pbs, que no se percibían desde aquella vez que la curva se invirtió previo a la recesión del dotcom en 2001.

**Gráfico 1. Tesoros americanos**



Fuente: Refinitiv Eikon.

**Gráfico 2. Curva de rendimientos de los tesoros americanos**



Fuente: Refinitiv Eikon

Por consiguiente, ante una Fed que sigue dispuesta a luchar contra la inflación, y la disposición del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de aumentar posiblemente otros 100 pbs en lo que resta del año y 50 pbs en 2023 su tasa de interés de política monetaria podría conllevar a que la renta fija a nivel global pueda seguir afectada y con niveles de volatilidad para no despreciar al menos hasta finalizado el primer trimestre del próximo año.

### › Reino Unido entre ayudas monetarias y fiscales

Como los demás banqueros centrales en el mundo, el Banco Central de Inglaterra ha venido ajustando su tasa de interés de política monetaria y acumula 215 pbs desde los mínimos vistos en la pandemia y su tasa de interés se ubica en 2,25%. Adicionalmente, este ha sido el único banco hasta el momento en mencionar que estos ajustes monetarios llevarían a la economía de ese país a una recesión.

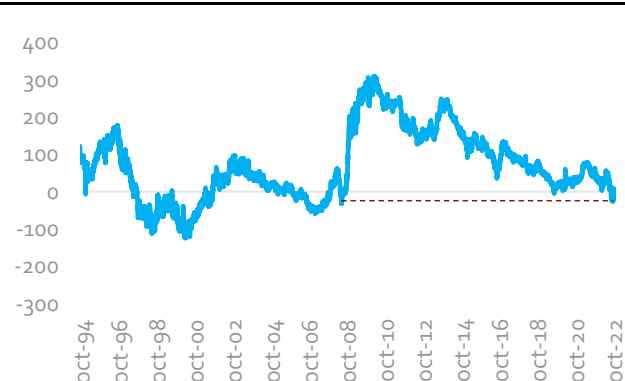
Sin embargo, al cierre del mes de septiembre la primera ministra de Reino Unido, Liz Trus, anunció un recorte en los impuestos, en medio de las preocupaciones que existen en los balances fiscales y de cuenta corriente de ese país que llevaron a una venta masiva de sus bonos soberanos (GILTS) e inclusive invirtiendo la curva a niveles no vistos previos a la crisis financiera de 2008. Así, los GILTS a dos y diez años se desvalorizaron 145 y 150 pbs, respectivamente frente a un mes atrás, y en lo corrido del año han aumentado su rendimiento 328 y 383 pbs, en su orden.

**Gráfico 3. Bono soberano de Reino Unido (GILTS)**



Fuente: Refinitiv Eikon

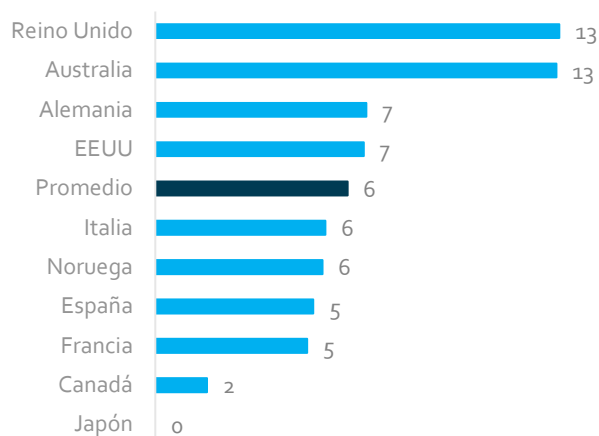
**Gráfico 4. Pendiente de los GILTS (10Y – 2Y), en pbs**



Fuente: Refinitiv Eikon

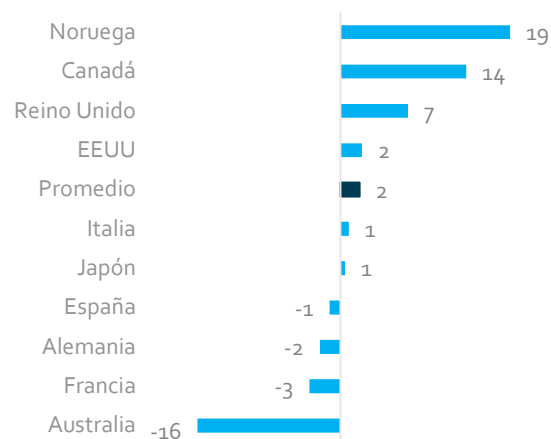
Por último, al inicio del décimo mes del año, la renta fija a nivel global se mantiene presionada. Los distintos factores que aún ponen en riesgo la convergencia de la inflación como los cierres de los gasoductos en Rusia, protestas en Noruega y un mercado laboral que se mantiene sólido en Estados Unidos, y por otra parte, los riesgos de una recesión en Reino Unido y Europa, han generado que la renta fija se haya arrancado con desvalorizaciones.

**Gráfico 5. Bono a 10 años, cambio diario en pbs**



Fuente: Refinitiv Eikon

**Gráfico 6. Bono a 10 años, cambio corrido mes en pbs**



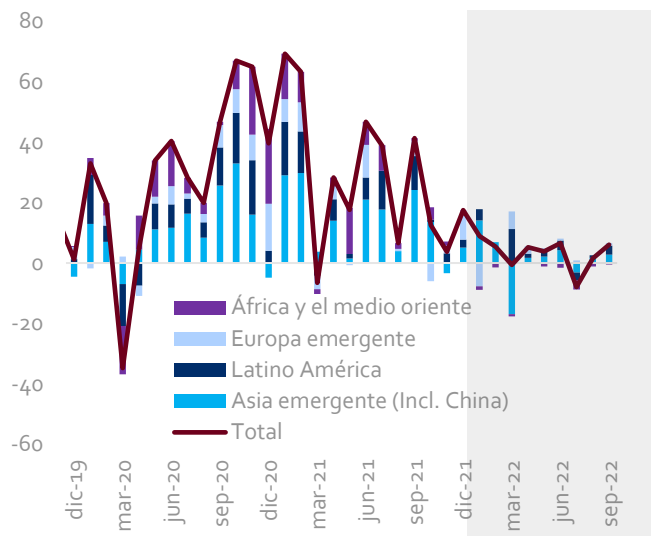
Fuente: Refinitiv Eikon

### › Latino América el más resiliente en flujos de deuda emergente

Como lo habíamos retratado en una ocasión anterior (ver “La renta fija en tiempos de inflación” en [Informe Renta Fija – abril 2022](#)), la deuda emergente medida con los ETFs EMB (deuda emergente en dólares) y LEMB (deuda emergente en moneda local), desde mediados del año anterior hasta lo corrido de este año han ajustado caídas importantes, debido a la alta inflación y los ajustes en la política monetaria, y lo cual también se percibe en los flujos de portafolio de este *asset class* a este tipo de economías (gráfico 5).

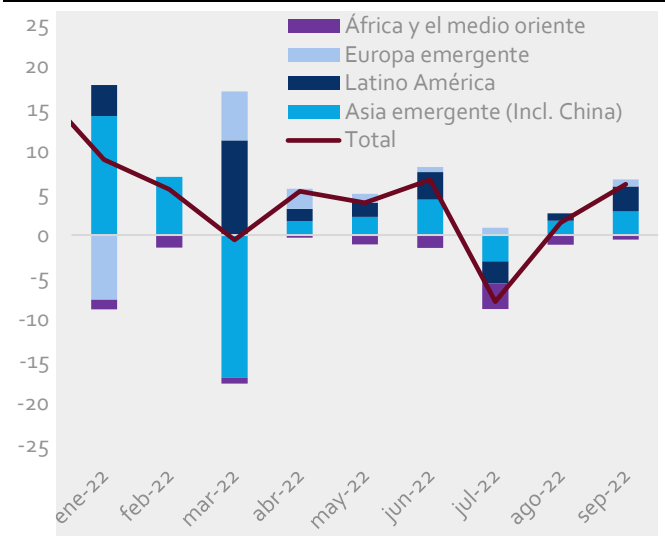
Ahora bien, al hacer un zoom en lo que ha sucedido este año podemos determinar que ha sido uno de los flujos más bajos en los últimos cuatro años a economías emergentes, Latino América ha sido la región más resiliente en este 2022 de grandes retos en la renta fija, al acumular en promedio ingresos mensuales por USD 2,5 mil millones, y en contraste África y oriente medio ha percibido en promedio retiros mensuales por USD 1,2 mil millones. Por último, meses como marzo y julio coinciden con los momentos más álgidos del año en cuanto a sorpresas por parte de la Fed (discursos más *hawkish*), inflaciones llegando a máximos no vistos en los últimos cuarenta años y el recrudecimiento de las tensiones entre Ucrania y Rusia.

**Gráfico 7. Flujos de portafolio a deuda en miles de millones de dólares (2019-2022)**



Fuente: IIF

**Gráfico 8. Flujos de portafolio a deuda en miles de millones de dólares (2022)**



Fuente: IIF

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

<b>Estados Unidos</b>							
	<b>Tasa (%)</b>				<b>Variación año corrido (pbs)</b>		
	<b>oct-07-22</b>	<b>sep-08-22</b>	<b>ago-09-22</b>	<b>dic-31-21</b>	<b>oct-07-22</b>	<b>sep-08-22</b>	<b>ago-09-22</b>
Tesoro 2 años	4,31	3,51	3,27	0,73	357,88	277,87	253,34
Tesoro 3 años	4,34	3,57	3,20	0,96	338,04	260,91	224,54
Tesoro 5 años	4,15	3,43	2,96	1,26	288,37	216,48	169,70
Tesoro 10 años	3,91	3,32	2,78	1,51	239,59	181,08	126,64
Tesoro 30 años	3,87	3,48	3,00	1,90	196,81	157,12	109,14
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
30 años vs 2 años (pbs)	-43,87	-3,54	-26,99	117,21			
10 años vs 5 años (pbs)	-23,89	-10,52	-18,18	24,88			
10 años vs 2 años (pbs)	-40,41	-18,91	-48,82	77,88			
<b>Alemania</b>							
	<b>Tasa (%)</b>				<b>Variación año corrido (pbs)</b>		
	<b>oct-07-22</b>	<b>sep-08-22</b>	<b>ago-09-22</b>	<b>dic-31-21</b>	<b>oct-07-22</b>	<b>sep-08-22</b>	<b>ago-09-22</b>
Bund aleman 2 años	1,88	1,33	0,48	-0,64	251,30	196,30	112,10
Bund aleman 10 años	2,21	1,71	0,92	-0,18	238,65	188,90	110,20
<b>Pendiente curva de rendimientos</b>							
10 años vs 2 años (pbs)	32,90	38,15	43,65	45,55			

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

## El aplanamiento de los TES

---

- Al inicio del mes de octubre, el tramo medio y largo de la curva de los TES ha vuelto a niveles del 13% vistos en julio de este año.
- Los TES en tasa fija presentaron una desvalorización en septiembre, siendo los títulos del tramo corto los más afectados. En contraste, la curva de los TES en UVR se empinó gracias a las sorpresas y expectativas inflacionarias.
- La pendiente de la curva de los TES está en sus niveles mínimos de aplanamiento vistos en los últimos siete años. La probabilidad de inversión sigue siendo baja.

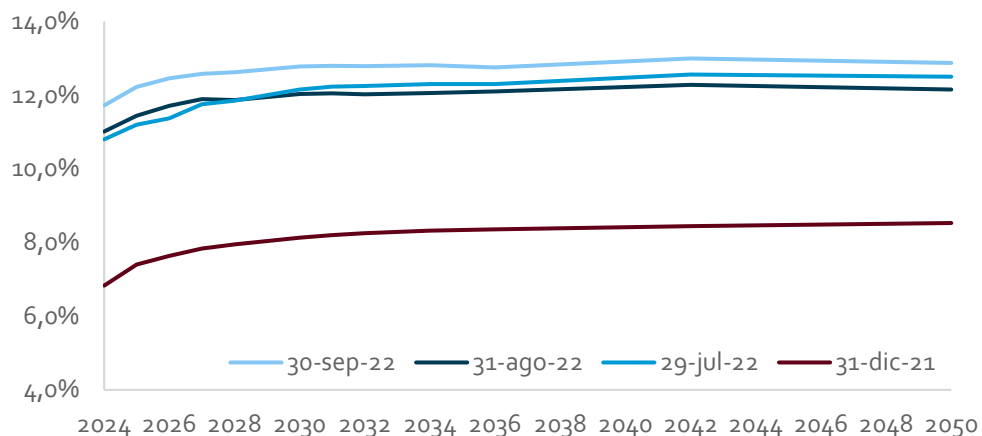
### › *Inflación local y la Fed jugaron en contra de los TES*

Durante el mes de septiembre, las correcciones marginales que habíamos percibido en la curva de rendimientos de los bonos soberanos TES fueron borradas, en medio de un contexto externo más retador y factores locales que aún no permiten tener una consolidación en la renta fija local.

En el contexto externo, como lo mencionábamos anteriormente, con una Fed que sigue dispuesta a continuar con su ajuste de tasas para frenar a como de lugar la inflación, más riesgos cada vez más inminentes de una recesión en Reino Unido o Europa, ha causado un escenario de mayor aversión al riesgo. Desde el frente local, con la sorpresa inflacionaria del mes de agosto, más el plan de aumentar los precios de la gasolina en COP 200 durante los tres meses que resta de este año, ha ocasionado ajustes sobre las sendas de inflación y la tasa de política monetaria que fija el Banco de la República (ver “Actualización proyecciones económicas: cambio de rumbo en tiempos de incertidumbre” en [Informe Especial – septiembre 19 de 2022](#))

De tal forma que, ante la expectativa de un Banco de la República levemente más restrictivo en comparación a un mes atrás, la parte corta de la curva de los TES en tasa fija fue la más afectada durante el noveno mes del año. Es así como, los títulos de 2024, 2025 y 2026 se desvalorizaron 79, 86 y 76 pbs, respectivamente. Mientras que las demás referencias de la curva aumentaron en promedio su tasa de rendimiento en 67 pbs.

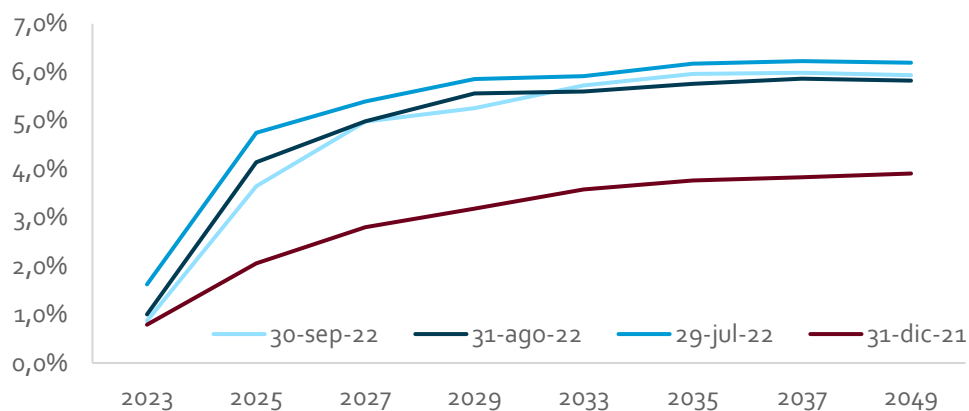
**Gráfico 9. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN

Con las sorpresas inflacionarias más los choques inflacionarios en el corto plazo (gasolina más ajuste salario mínimo), ha permitido que la curva de los TES en UVR se haya empinado el último mes. Así, la parte corta y media de la curva: 2023, 2025, 2027 y 2029 se valorizaron 10, 49, 32 y 32 pbs, en su orden respectivo. En contraste, el tramo largo de la curva se desvalorizó en promedio 13 pbs, en línea con lo ocurrido con su homólogo en tasa fija.

**Gráfico 10. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



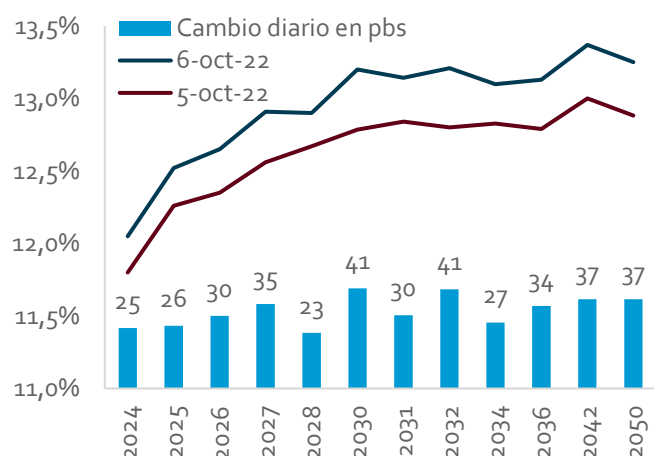
Fuente: SEN



Ahora bien, en el arranque del mes de octubre, la curva de rendimientos de los TES en tasa fija ha vuelto a visitar fantasmas de un pasado no muy lejano (julio de este año) al ubicarse los títulos de la parte media y larga nuevamente por encima del 13%.

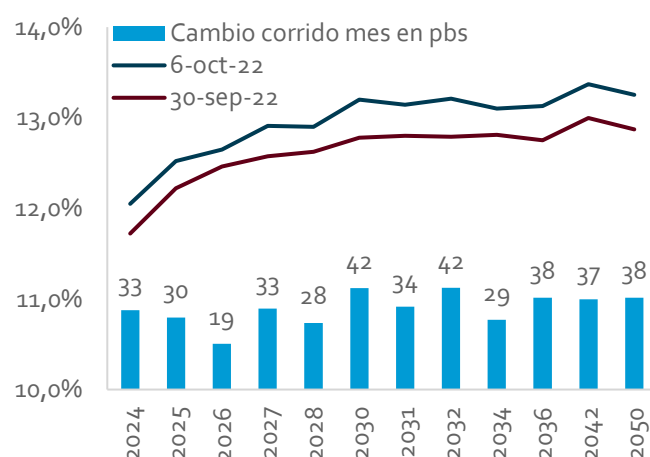
De tal manera que, luego de pronunciamientos desde la presidencia de la República sobre la posibilidad de imponer impuestos sobre capitales golondrina, el mercado de renta fija al cierre del 6 de octubre la curva se desvalorizó en promedio 32 pbs (gráfico 11), lo cual representa casi en su totalidad el movimiento visto en lo corrido de esta primera semana del décimo mes del año (gráfico 12), demostrando así como el mercado puede ser reactivo a la agenda de reformas que pueda traer el nuevo gobierno.

**Gráfico 11. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija, cambio diario**



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 12. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija, cambio corrido mes**



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana

### › Niveles de aplanamientos mínimos desde 2015-2016

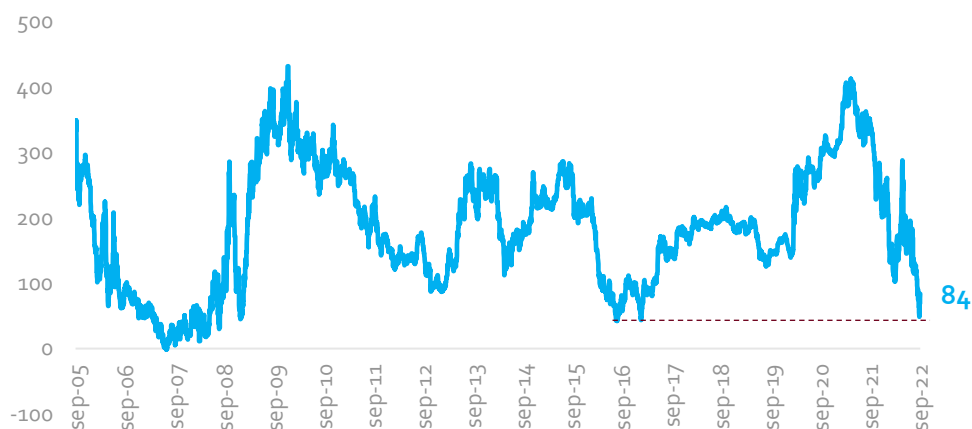
Como lo resaltamos en nuestra más reciente actualización de proyecciones macroeconómicas (ver “Actualización proyecciones económicas: cambio de rumbo en tiempos de incertidumbre” en [Informe Especial – septiembre 19 de 2022](#)), la pendiente de las curvas de rendimiento a lo largo de 2022 han sufrido un fuerte proceso de aplanamiento, e inclusive han llegado a invertirse en Estados Unidos, Chile y México.

El caso colombiano no es una excepción a este movimiento. La pendiente de la curva de cero cupón de los TES, medida como el spread entre los rendimientos de los bonos a diez años menos el de dos años, al cierre de septiembre se ubicó en 84 pbs, pero durante el mes alcanzó niveles mínimos de 49 pbs que no se percibían desde 2015-2016, cuando Colombia se vio afectada por un choque inflacionario y la crisis petrolera.

Con esto sobre la mesa, ¿es posible que la curva en Colombia llegue a invertirse? Por lo pronto consideramos que es poco probable. Sin embargo, la pendiente podría llegar a

aplanarse un poco más e ir hasta niveles no visto previos a la crisis financiera de 2008. Factores como los canjes de deuda que realiza el Ministerio de Hacienda le restan posibilidad a que este evento suceda, por la oferta que se genera de títulos de largo plazo. Finalmente, poder ver este escenario requeriría una mayor actividad de inversionistas locales que se han mostrado renuentes este año en comparación a las compras realizadas por fondos de capital extranjero que acumulan COP 20,4 billones en lo corrido del año (tabla 2).

**Gráfico 13. Pendiente de la curva cero cupón de los TES en tasa fija (10Y – 2Y)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

## Extranjeros a por récord de compras

---

- 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.

### › *Extranjeros se convierten en los mayores tenedores de TES*

El balance del mes de agosto de las compras y ventas netas de TES consolida la confianza que están demostrando los fondos de capital extranjero sobre nuestra deuda pública. En primer lugar, la compra por COP 5,7 billones por parte de los fondos de capital extranjero, la cual es la más alta desde la historia disponible (febrero de 2010). Con esto, estos tenedores acumulan un nivel de compras en lo corrido de estos ocho meses del año de COP 20,4 billones y dejan su participación total en 27%, siendo así el jugador con mayor participación de TES, tal y como lo habíamos anticipado un mes atrás (ver “¿Luz al final del túnel para los TES?” en [Informe de Renta Fija – agosto de 2022](#)).

El top tres de compradores de TES lo completan el Ministerio de Hacienda con un monto de COP 2,0 billones y que venía siendo un vendedor neto en los últimos cinco meses de forma consecutiva. Por último, los fondos de pensiones y cesantías que habían estado siendo renuentes en el mercado local compraron COP 1,2 billones y se ubican ahora en la segunda posición con mayor tenencia de TES, siendo del 26,2%.

Al fondo de la tabla, los tenedores que mayores ventas netas ejecutaron fueron la fiducia pública, las personas naturales y los bancos comerciales como se resalta en la tabla 2. Para destacar, los bancos comerciales venían siendo un jugador importante en los últimos dos meses que habían sido compradores netos y volvieron a optar por una posición neta de ventas en agosto, posiblemente para tomar algo de utilidad de la ligera corrección vista en el mercado de TES.

**Tabla 2. Compras de TES en agosto 2022, cifras en miles de millones de pesos**

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación
Fondos de capital extranjero	5.688,1	20.426,9	27,0%
Ministerio de Hacienda y CP	2.013,0	1.340,0	1,1%
Fondos de pensiones y cesantías	1.167,8	6.031,2	26,2%
Compañías de seguros y capitalización	715,7	6.160,6	6,8%
Carteras colectivas y fdos admn	110,3	-1.471,9	1,0%
Corporaciones financieras	49,4	713,1	0,6%
Proveedores de infraestructura	30,2	97,0	0,1%
Instituciones oficiales especiales	27,9	1.942,1	4,2%
Banco de la República	16,8	3.392,4	7,9%
Entidades públicas	6,7	187,3	0,3%
Personas naturales	2,1	29,1	0,1%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0,0	-16,0	0,0%
Otros fondos	-3,1	-4,3	0,0%
Compañías de financiamiento comercial	-3,2	-23,7	0,0%
Entidades sin ánimo de lucro	-11,5	-112,8	0,1%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	-20,1	-277,0	0,1%
Fondos de prima media	-71,9	-678,3	0,7%
Comisionistas de bolsa	-100,3	-102,8	0,1%
Fiducia pública	-134,1	1.952,5	9,0%
Personas jurídicas	-140,3	164,5	0,3%
Bancos comerciales	-1.207,5	2.656,7	14,3%

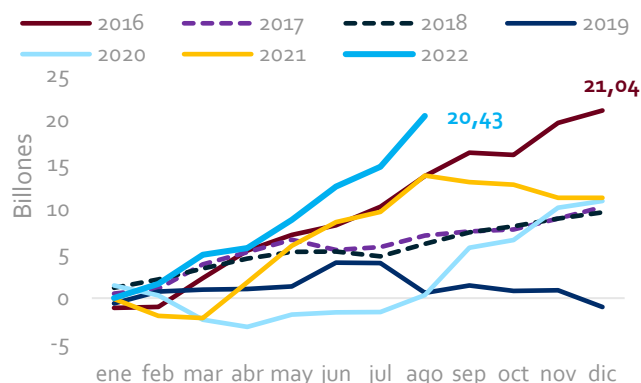
YTD: Compras año corrido

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Como ya lo mencionamos anteriormente, este 2022 está siendo un año de un buen *performance* en la compra de TES por parte de los extranjeros, y con algo de escepticismo por parte de los fondos de pensiones y cesantías, quienes acaparan juntos un poco más de la mitad del *outstanding* de nuestra deuda pública en moneda local (53,2%). Por parte de los extranjeros que están a un poco menos de un billón de pesos de alcanzar su nivel récord de compras en un año (2016: COP 21 billones), de continuar con el promedio de compras de este año (COP 2,5 billones mensuales) podrían finalizar el año con un nivel de compras de alrededor COP 30 billones, en el escenario más conservador.

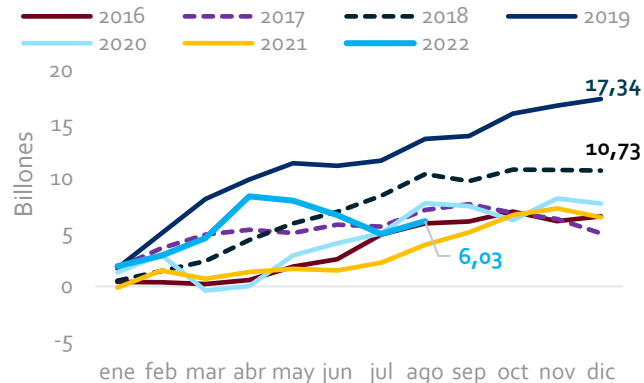
Con respecto a los fondos de pensiones, que su escepticismo ha sido infundado probablemente por los altos niveles de desvalorización que ha tenido los TES en lo corrido del año, el riesgo político y la posible presentación de una reforma pensional que podría estar afectado al mercado de capitales colombiano, de mantener un ritmo de compras de alrededor COP 750 mil millones, podría terminar como el tercer año de mayores compras con un monto aproximado de COP 9 billones.

**Gráfico 14. Compras por fondos de capital extranjero de TES, cifras en billones de pesos (año corrido)**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 15. Compras por fondos de pensiones y cesantías de TES, cifras en billones de pesos (año corrido)**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

### › Potencial de un viejo conocido: Franklin Templeton

Como lo mencionamos anteriormente, los extranjeros están muy cerca de alcanzar un récord de compra de TES y quisimos comparar qué habían realizado en 2016 el top 10 de los extranjeros que más compras han realizado con corte al cierre de julio de 2022.

De aquí podemos destacar tres grupos. El primero está compuesto por tres fondos (Stichting Pensioenfonds Abp, Government Of Singapore y Vanguard Total International Bond li Index Fu) en 2016 no tenía posición alguna en TES. Un segundo grupo que durante este corrido de 2022 ya ha comprado más de lo que hicieron hace seis años (Caisse De Depot Et Placement Du Quebec, Universities Superannuation Scheme y Pimco Emerging Local Bond Fund). Por último, los fondos que han comprado actualmente menos de lo que compraron en 2016 (Norges Bank, Saudi Central Bank, Abu Dhabi Investment Authority y Franklin Templeton Investment Funds), los cuales podrían ser un potencial flujo comprador para lo que resta de este año, ya que entre estos últimos cuatro fondos sí compraran lo que le resta por alcanzar dicha posición en TES sería de alrededor de COP 7,3 billones.

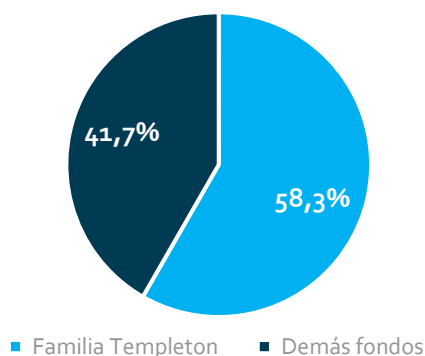
**Tabla 3. Comparativo de top 10 de extranjeros con mayor nivel de compras a julio de 2022 y qué realizaron al cierre de 2016, cifras en miles de millones de pesos**

	Aumento de posición	
	Jul-22 vs Dic-21	Dic-16 vs Dic-15
Stichting Pensioenfonds Abp	2.446,13	-
Norges Bank	2.140,51	2.530,86
Caisse De Depot Et Placement Du Quebec	1.367,00	11,00
Saudi Central Bank	1.168,19	3.148,69
Government Of Singapore	1.022,23	-
Abu Dhabi Investment Authority	869,96	1.088,92
Universities Superannuation Scheme	533,79	412,18
Franklin Templeton Investment Funds	481,80	5.211,36
Pimco Emerging Local Bond Fund	387,15	317,25
Vanguard Total International Bond li Index Fu	345,50	-

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

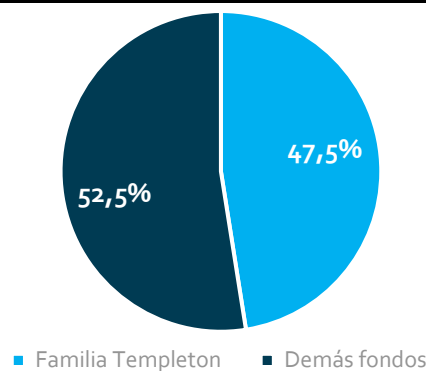
Por otra parte, y pensando en potenciales compradores de TES, destacamos lo que pudiesen realizar la familia de fondos de Franklin Templeton. Disponemos que de su *pool* de fondos de inversión, veintiocho de ellos están o han invertido en TES. Los cuales en 2016 acapararon el 58,3% del total de compra de TES, mientras que actualmente acumulan 47,5% del total, hecho que soportaría que inestabilidades vía un potencial retiro de extranjeros no causaría un deterioro importante para nuestro mercado de deuda (ver “Los TES siguen bajo presión” en [Informe de Renta Fija – julio de 2022](#)), debido a la diversificación de los jugadores hoy presentes.

**Gráfico 16. Composición de compra de TES por fondos de capital extranjero en 2016**



Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico 17. Composición de compra de TES por fondos de capital extranjero en julio 2022**



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)

### 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.