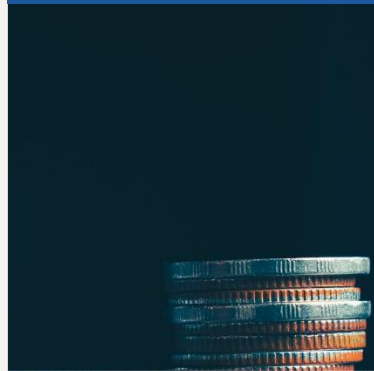


Informe Renta Fija

TES entre la volatilidad y las valorizaciones



13 de abril de 2023

Informe Renta Fija

TES entre la volatilidad y las valorizaciones

Resumen del mes

Marzo fue un mes atípico, con eventos de impacto que aumentaron la volatilidad y las primas de riesgo en los mercados. No obstante, **las valorizaciones fueron importantes tanto en países desarrollados como emergentes.**

En medio de una alta volatilidad en marzo por la crisis bancaria, la Fed continuó el proceso de aumento de su tasa de interés para enfrentar la inflación. En Colombia, existe una alta probabilidad que el BanRep ya haya terminado su ciclo de ajuste monetario, pero dependerá de la nueva información macroeconómica (ver “Tasa de interés BanRep: ¿trece será el techo” en [Informe Semanal – 3 de abril de 2023](#)).

A nivel local, el Gobierno presentó las propuestas de las reformas de salud, laboral y pensional, iniciando un periodo legislativo álgido en el que se discutirán cambios claves para el país, el cual se extenderá hasta mayo o junio. Sin embargo, **los títulos de deuda pública se alinearon con la tendencia global y registraron importantes valorizaciones.**

Contexto macroeconómico

- La Fed aumentó su tasa de interés al rango 4,75% - 5,00%, y continúa siendo firme con su discurso de estar preparada para seguir luchando contra la inflación, al tiempo que continúa usando otros instrumentos para abordar la crisis bancaria.
- En Colombia, tanto el consenso de analistas como la tasa implícita en la curva SWAP IBR apuntan a un aumento adicional de 25 pbs en la tasa de BanRep en abril, y también a que en un plazo de entre nueve meses y un año empezaría el ciclo de recortes.

Mercados de deuda

- En marzo volvió a ser característico un comportamiento positivo en los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes, al reducir sus tasas de rendimiento en promedio 39 y 34 pbs, respectivamente frente al cierre de febrero.
- La prima de riesgo en Colombia, medida a través del CDS a 5 años, se mantiene alta frente a países BB y sus pares de la región.
- En Colombia, a pesar de la alta volatilidad, las valorizaciones fueron el común denominador en marzo. Los rendimientos de los TES en tasa fija presentaron una caída mensual de 143 pbs, mientras los TES en UVR se redujeron 38 pbs.
- Las AFPs fueron el mayor comprador de TES en marzo, y recuperaron el primer lugar como tenedores del stock total de deuda colombiana, el cual habían cedido en agosto de 2022 a los inversionistas extranjeros.

Estrategia

- Encontramos que el valor justo del TES cero cupón a 10 años se encuentra en 12,86%, lo cual estaría +83 pbs por encima del nivel de cierre de marzo.
- En el corto plazo existe un potencial de desvalorización en el TES a 10 años, en medio de la expectativa de las decisiones de la Fed, el BanRep y el paso de las reformas por el Congreso.

Contexto macroeconómico

- La Fed aumentó su tasa de interés al rango 4,75% - 5,00%, y continúa siendo firme con su discurso de estar preparada para seguir luchando contra la inflación, a pesar de los eventos que causaron una mayor volatilidad en los mercados.
- En Colombia, vemos una probabilidad alta de que BanRep haya terminado su ciclo de ajuste monetario, pero dependerá de la nueva información macroeconómica. Tanto el consenso de analistas como la tasa implícita en la curva SWAP IBR apuntan a un aumento adicional de 25 pbs en la tasa de BanRep en abril, y a que en un plazo de entre nueve meses y un año empezaría el ciclo de recortes.

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija
felipe.espitia@corficolombiana.com

Julio Romero

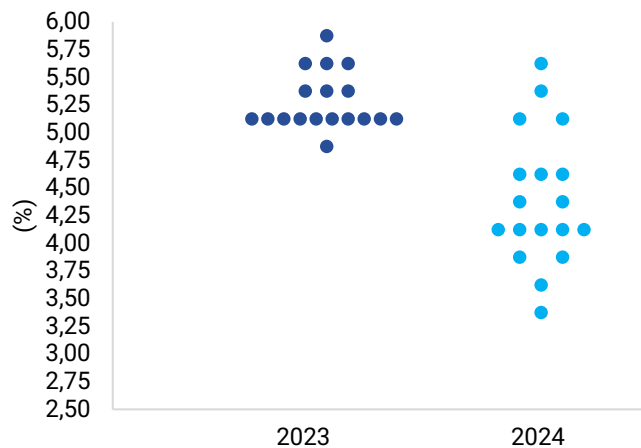
Economista Jefe
julio.romero@corficolombiana.com

Nuevo pulso entre la Fed y el mercado: creemos en la Fed

La decisión de la Reserva Federal (Fed) en marzo de aumentar su tasa de interés en 25 puntos básicos (pbs) al rango 4,75%-5,00%, **demonstró que este banco central mantiene su compromiso de seguir encausando la inflación total a su objetivo, al tiempo que está dispuesta a usar todas las herramientas necesarias para proteger la confianza en el sistema bancario**. La mediana de proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) indica que habría al menos un aumento adicional en la tasa de interés de 25 pbs en 2023, y que tan sólo hasta 2024 empezarían a reducirla. La dispersión en cuanto a su magnitud sigue siendo importante, de acuerdo con el gráfico de puntos que revela las proyecciones de los miembros del FOMC (*dot plot*, Gráfico 1).

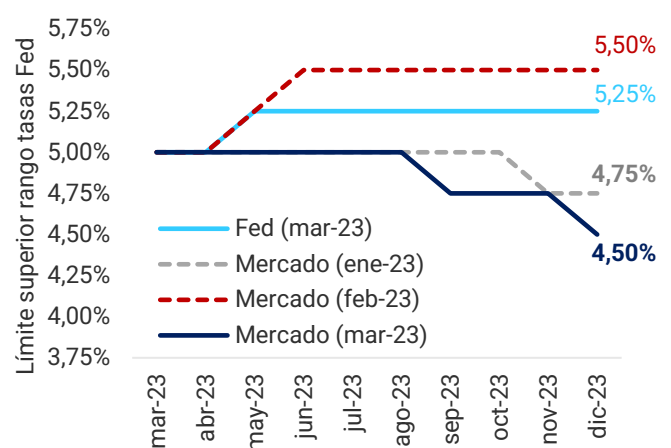
No obstante, el mercado de bonos del Tesoro estadounidense refleja que los inversionistas esperan que la Fed empiece a recortar su tasa de interés desde este mismo año. Lo anterior incorpora con una probabilidad creciente que la economía estadounidense entrará en recesión y también revela una postura pesimista respecto a las consecuencias del endurecimiento en las condiciones financieras sobre sectores particulares, como ocurrió con las quiebras del Silicon Valey Bank o Credit Suisse.

Gráfico 1. *Dot plot* de la tasa de interés de política monetaria para 2023 y 2024



Fuente: Reserva Federal

Gráfico 2. Expectativa del mercado y la Fed sobre la TPM terminal en 2023



Fuente: Fed Watch Tool

13 de abril de 2023

A pesar de que la expectativa de los mercados sobre la tasa de interés de la Fed volvió a un punto similar al que estaba de enero (Gráfico 2), consideramos que la Fed ganará nuevamente el pulso a los inversionistas, es decir, creemos que habrá un aumento adicional de la tasa de interés y vemos poco espacio de que haya recortes en 2023.

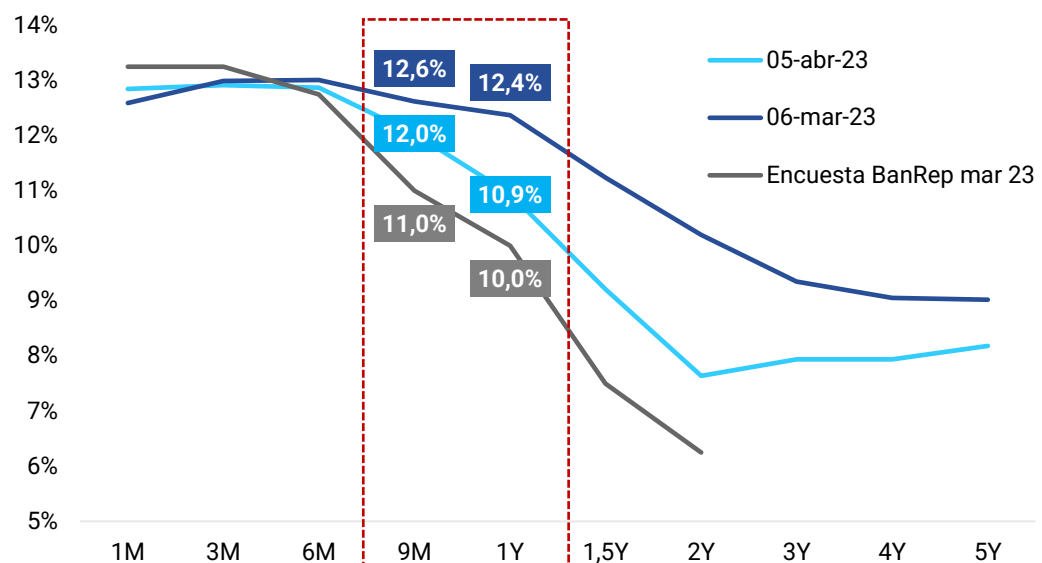
Tasa de interés de BanRep: el fin está cerca

Pasado el tercer mes del año, y luego de que en la última reunión de política monetaria en Colombia el incremento fuese de 25 pbs para llevar la tasa de interés al 13%, las decisiones futuras del BanRep siguen tienen un alto grado de incertidumbre, en la medida en que dependen de los datos que se vayan conociendo (ver “Tasa de interés BanRep: ¿trece será el techo” en [Informe Semanal – 3 de abril de 2023](#)).

No obstante, las diferencias que resaltábamos entre la expectativa de analistas y mercado (ver “TES cedieron terreno” en [Informe Renta Fija – marzo 10 de 2023](#)) se han cerrado en el último mes, como reflejo de los argumentos expuestos por la Junta y la información macroeconómica del último mes. Por lo pronto, tanto el mercado como el consenso de analistas esperan un aumento adicional de 25 pbs en la reunión de finales de abril. Luego de ello se presentaría un periodo de estabilidad, para que en un plazo de entre nueve meses y un año, inicie un nuevo ciclo de flexibilización monetaria. La heterogeneidad en la magnitud esperada de las reducciones aún es elevada (Gráfico 3).

Nuestra expectativa difiere del consenso, pues esperamos que en la reunión del 28 de abril BanRep mantenga estable la tasa de política monetaria en 13%, en respuesta al deterioro de la actividad económica y la reducción de las expectativas de inflación a más de un año (ver “La nueva cara de la inflación” en [Informe de Inflación – abril 11 de 2023](#)).

Gráfico 3. Tasa implícita BanRep (Curva Swap IBR) vs Expectativa analistas



Fuente: Banco de la República y Precia. Cálculos: Corficolombiana

Mercados de deuda

- Marzo fue un mes positivo para los bonos de países desarrollados y emergentes. Frente al cierre de febrero, los rendimientos de las referencias a 10 años disminuyeron en promedio 39 y 34 pbs, respectivamente.
- La prima de riesgo en Colombia, medida a través del CDS a 5 años, se mantiene alta frente al promedio de países BB y sus pares de la región.
- En Colombia, a pesar de la alta volatilidad, las valorizaciones fueron el común denominador en marzo. Los rendimientos de TES en tasa fija presentaron una caída mensual de 143 pbs, mientras los de los TES en UVR se redujeron 38 pbs.
- Las AFPs fueron el mayor comprador neto de TES en marzo y recuperaron el primer lugar como tenedores del stock total de deuda colombiana, el cual habían cedido en agosto de 2022 a los inversionistas extranjeros.

Una tensa calma

En marzo las valorizaciones sobre la renta fija volvieron a ser un común denominador. Si bien fue un mes pasado por una alta volatilidad, se pueden destacar dos hechos importantes que favorecen al comportamiento de la deuda a nivel global. El primero, responde a las herramientas que tienen los bancos centrales ante eventos que pudiesen ser de impacto frente a la estabilidad financiera global y, por ende, relajar o detener su proceso de endurecimiento monetario.

El segundo, demuestra la fragilidad por la cual la economía global pueda estar pasando debido a las altas tasas de interés, y por ello estemos más cerca de iniciar un proceso de flexibilización monetaria que favorecería a los activos de deuda. Con ello, en marzo vimos una reducción en promedio de las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años de países desarrollados y emergentes de 39 y 34 pbs, respectivamente frente al cierre del mes inmediatamente anterior. Así, al cierre del primer trimestre las valorizaciones cerraron en promedio en 35 y 29 pbs, en desarrollados y emergentes.

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

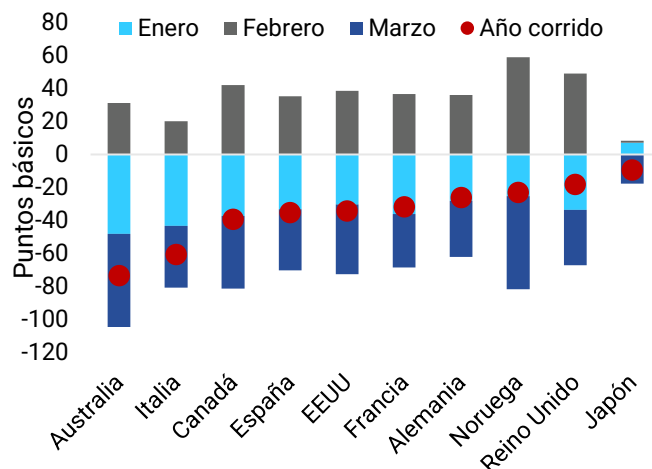
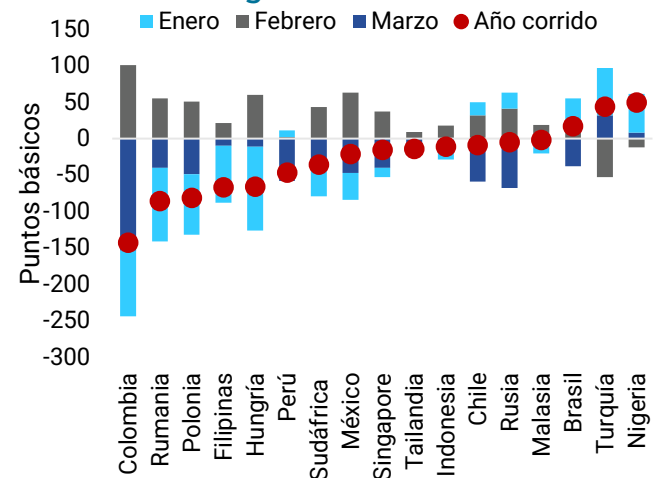


Gráfico 5. Cambio mensual y año corrido de la tasa del bono a 10 años en moneda local, economías emergentes



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

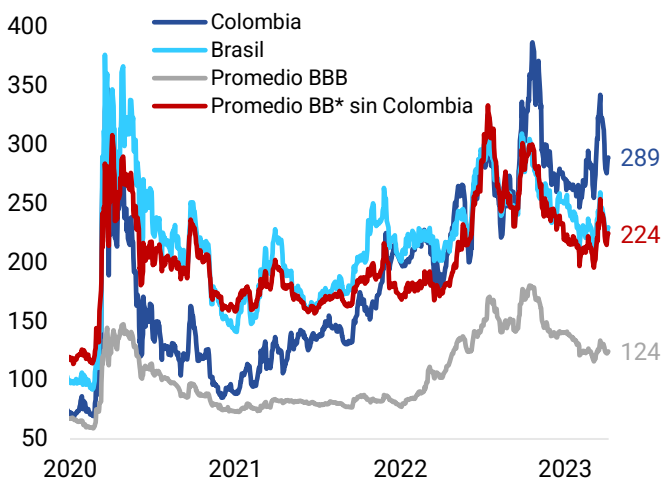
Fuente: Refinitiv Eikon. Datos al 31 de marzo de 2023

Prima de riesgo de Colombia sigue fuera del lote

La volatilidad fue uno de los factores de más interés en marzo, y así lo reflejaron los CDS de Colombia y la región. Además, en Colombia se sumó la presentación de las distintas reformas (política, salud, laboral y pensional), lo cual agregó presión a la prima de riesgo país.

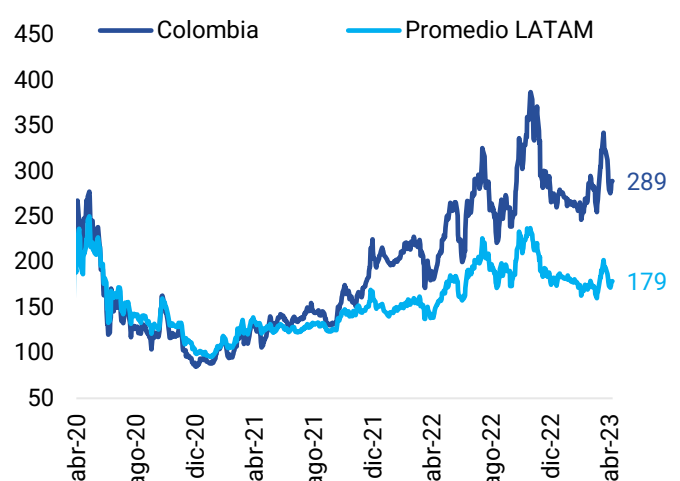
El CDS a 5 años de Colombia se mantiene como uno de los más altos frente al promedio de países con calificación de riesgo BB (Gráfico 6) y frente al promedio de la región (Gráfico 7). **De tal forma que, los niveles actuales han llegado a superar los niveles que se percibieron a causa de la pandemia, y demuestran cuán riesgoso está siendo castigado el país en razón de su agenda de reformas y cómo estas pudiesen impactar tanto el frente fiscal como la estabilidad financiera del país.** Por ende, hasta no encontrar una moderación en la agenda de reformas y las discusiones del Gobierno nacional, esperaríamos que esta prima de riesgo aún se mantuviese alta comparativamente con países BB y la región.

Gráfico 6. CDS a 5 años Colombia, Brasil y promedio países BBB y BB



Fuente: Refinitiv Eikon

Gráfico 7. CDS a 5 años Colombia y promedio países LatAm¹



Fuente: Refinitiv Eikon

Recuperando terreno, a pesar de una mayor volatilidad

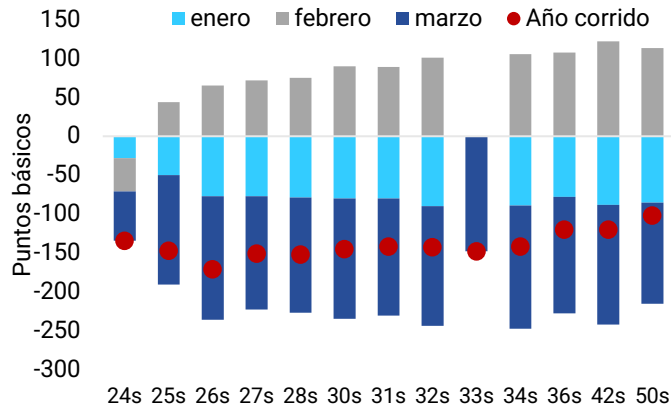
Marzo volvió a ser un mes que trajo optimismo para el mercado de deuda pública colombiana (TES). A pesar de que hubo volatilidad en los mercados externos y se presentaron distintas reformas por parte del gobierno, los TES registraron valorizaciones importantes durante el mes.

En todas las referencias tanto en tasa fija como en UVR, se presentaron reducciones en las tasas de rendimientos de los títulos de deuda del gobierno. Las valorizaciones fueron mayores, en promedio, en la curva de TES en tasa fija (las tasas disminuyeron 143 pbs), que en los TES en UVR (disminución de 38 pbs). Este mejor comportamiento relativo de los TES en tasa fija responde al buen comportamiento que se vio reflejado en la renta fija a nivel global, reducciones marginales en las primas de riesgo país y un menor atractivo que empiezan a

¹ Países LatAm: Colombia, Chile, México, Brasil y Perú.

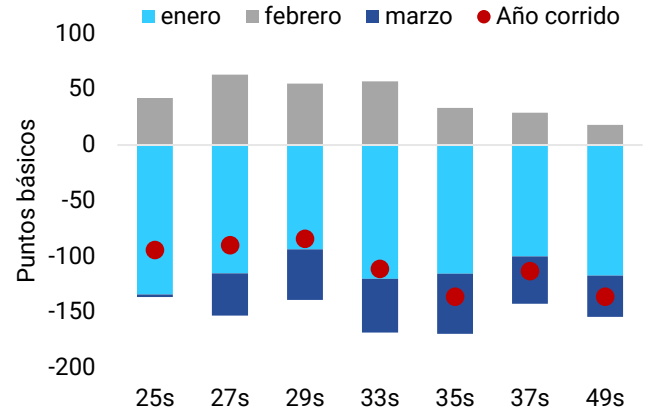
tener los TES en UVR por su comportamiento estacional, en la medida que después del primer trimestre se empieza a percibir toma de utilidades por parte de los agentes del mercado.

Gráfico 8. Cambio mensual y año corrido en la curva de rendimientos de los TES en tasa fija



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon

Gráfico 9. Cambio mensual y año corrido en la curva de rendimientos de los TES en UVR



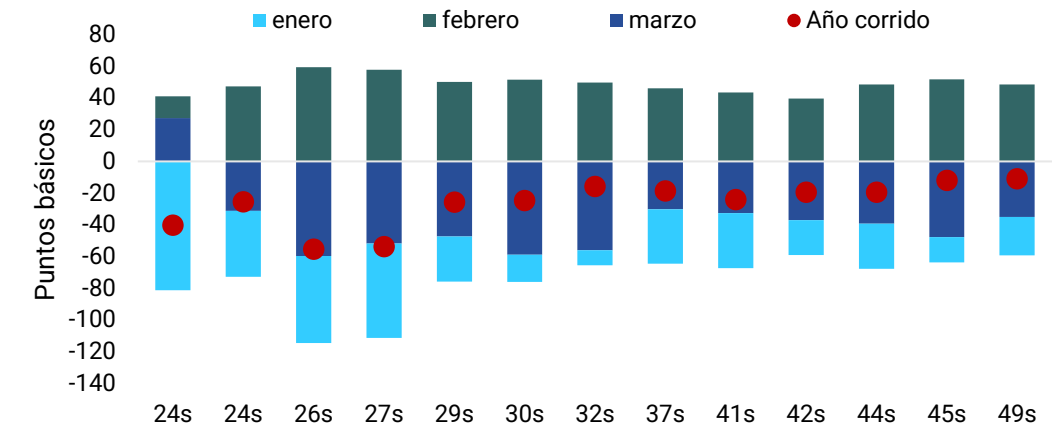
Fuente: SEN y Refinitiv Eikon

Yankees siguiendo el camino

Durante marzo se dio el vencimiento del TES en dólares (*yankee*) de 2023, lo cual representó aproximadamente un valor nominal por USD 680 millones. Los próximos vencimientos serán en febrero y mayo del próximo año, con nominales vigentes a la fecha por USD 791 y 659 millones, respectivamente.

En cuanto al comportamiento de este tipo títulos, las valorizaciones fueron la principal característica del tercer mes del año. En promedio, la curva se valorizó 38 pbs frente a febrero y en lo corrido del año la caída de las tasas de rendimiento ha sido de 26 pbs, reflejando el buen momento de la renta fija global en línea con el buen desempeño de sus homólogos en pesos colombianos.

Gráfico 10. Curva de rendimientos de los TES globales (TES en dólares)



Fuente: Refinitiv Eikon

AFPs recuperan el liderato

En marzo, las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFPs) lideraron las compras netas de TES al incrementar su tenencia en COP 4,7 billones (bn). Con ello se ubicaron como el mayor comprador de títulos del gobierno soberano en lo que va corrido del año (COP 8,3 bn) y además, recuperaron el primer lugar como tenedores de deuda colombiana (con 26,2%), el cual habían cedido a los inversionistas extranjeros en agosto de 2022.

Otros hitos de interés de los movimientos del tercer mes del año responden a las compras realizadas por las compañías de seguros y los bancos comerciales, que completaron el top 3 de mayores compradores, al comprar COP 2,1 y 1,4 bn, respectivamente. En contraste, los jugadores que registraron una posición neta de venta fueron el Banco de la República (COP 3,2 bn), el Ministerio de Hacienda (COP 215 mil millones) y las comisionistas de bolsa (COP 113 mil millones).

Por último, los inversionistas extranjeros continuaron vendiendo TES pero en una menor cuantía en comparación con la cifra récord registrada el mes pasado. En esta ocasión redujeron su tenencia de TES en COP 34 mil millones, y cerraron el primer trimestre del año con una posición neta de venta por COP 1,7 bn. Este grupo de inversionistas terminó el primer trimestre como el tercer mayor vendedor neto de bonos soberanos de Colombia, solo superado por los bancos comerciales y el Banco de la República (Tabla 1).

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

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	4.703	8.298	26,2%
Compañías de seguros y capitalización	2.141	5.683	9,1%
Bancos comerciales	1.426	-3.874	13,1%
Instituciones oficiales especiales	827	21	4,1%
Corporaciones financieras	659	1.582	0,5%
Fiducia pública	608	1.152	8,8%
Carteras colectivas y fdos admn	476	1.304	1,3%
Entidades públicas	86	-608	0,3%
Entidades sin ánimo de lucro	80	93	0,1%
Personas jurídicas	51	19	0,3%
Fondos de prima media	48	-442	0,5%
Proveedores de infraestructura	27	86	0,2%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	21	-14	0,1%
Otros fondos	4	1	0,0%
Compañías de financiamiento comercial	0	-3	0,0%
Cooperativas Grado Super. Caracter Finan	0	-1	0,0%
Personas naturales	-8	-20	0,0%
Fondos de capital extranjero	-34	-1.680	25,2%
Comisionistas de bolsa	-113	-13	0,1%
Ministerio de Hacienda y CP	-215	1.921	0,7%
Banco de la República	-3.223	-3.070	9,2%

Fuente: Ministerio de Hacienda

Estrategia

- Encontramos que el valor justo del TES cero cupón a 10 años se encuentra en 12,86%, lo cual estaría +83 pbs por encima del nivel de cierre de marzo.
- Según nuestro análisis, en el corto plazo existe un potencial de desvalorización del TES tasa fija a 10 años, en medio de la expectativa de las decisiones de la Fed, el BanRep y el paso de las reformas por el Congreso.

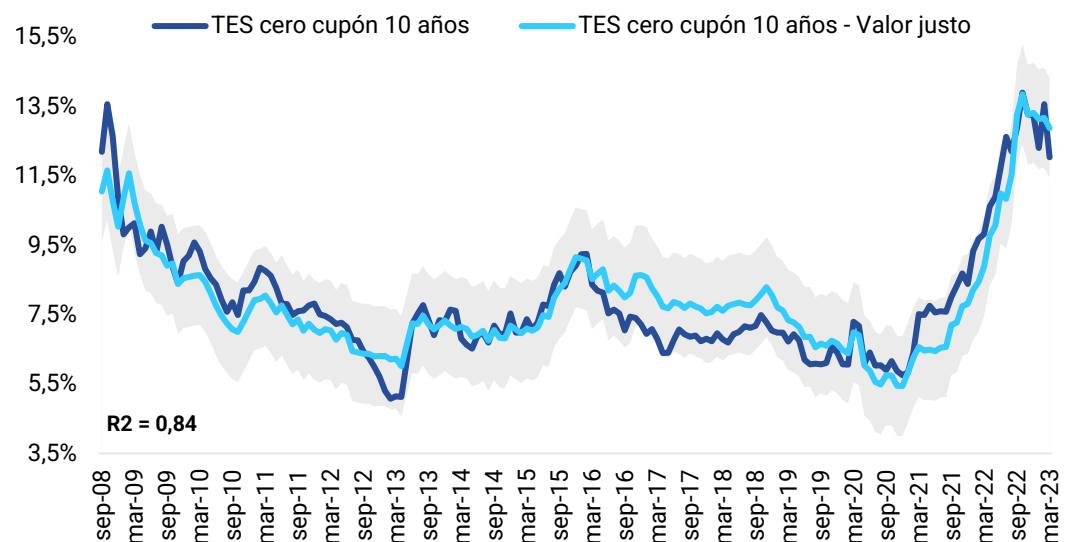
Encontrando el valor justo de los TES a 10 años

Recientemente en esta sección de estrategia hemos ido desplegando una serie de herramientas estadísticas para determinar oportunidades de arbitraje y/o encontrar el valor justo de los TES.

En esta ocasión, decidimos realizar un ejercicio econométrico de una regresión lineal con corrección de errores Newey – West, con el fin de trabajar con errores robustos a problemas de heteroscedasticidad y autocorrelación. La regresión tuvo en cuenta como variable dependiente el cierre mensual de la tasa de rendimiento del TES en tasa fija cero cupón a 10 años de Colombia. Como variables explicativas se determinaron la tasa de rendimiento del tesoro americano a 10 años, el CDS a 10 años de Colombia y la expectativa a 12 meses de la inflación local, según la encuesta mensual de analistas realizada por el Banco de la República.

Encontramos que el valor justo del TES cero cupón a 10 años se encuentra en 12,86%, lo cual sugiere que esta referencia estaría sobrecomprada al cierre de marzo, pues cerró el mes en 12,03% (+83 pbs, según nuestro modelo). **Al escenario incierto respecto a las futuras decisiones de política monetaria en Estados Unidos y a nivel local, se suma la posibilidad de episodios de volatilidad y mayores primas de riesgo país por el paso de las reformas en el Congreso. Por lo anterior, vemos espacio de desvalorización en el corto plazo de estos títulos.**

Gráfico 11. TES cero cupón a 10 años y su valor justo



Fuente: Refinitiv Eikon, Precia, Banco 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

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

juana.rodriguez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.