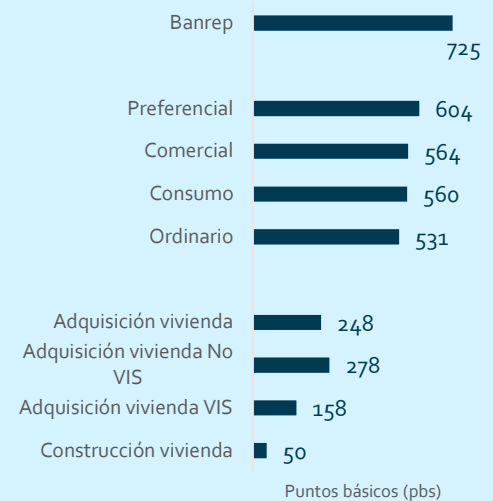


PERSPECTIVA SECTORIAL: EDIFICACIONES

Implicaciones del incremento de tasas sobre el mercado de vivienda

- El incremento de tasas por parte del BanRep desde septiembre de 2021 ha generado cuestionamientos sobre las implicaciones de estos movimientos sobre el mercado de vivienda local.
- Si bien la transmisión de la tasa de política monetaria es completa, esta se da con un rezago importante en el caso de las tasas del mercado de vivienda (hipotecaria y crédito constructor), y ha perdido velocidad en los últimos ciclos alcistas.
- **Nuestras estimaciones sugieren que la transmisión de la tasa repo a la tasa hipotecaria VIS tarda un año y medio, la No VIS tarda 10 meses y la tasa de crédito constructor hasta dos años.**
- Los incrementos en las tasas hipotecarias, especialmente en el segmento VIS, desaceleran el crecimiento en las ventas de vivienda, reduciendo la demanda.
- Por el lado de la oferta, aumentos en la tasa de los créditos a los constructores afectan las iniciaciones de nuevos proyectos, por las dificultades de lograr satisfactoriamente su cierre financiero.
- El efecto sobre la oferta es de menor magnitud que el identificado por el lado de la demanda, pero se da de forma más rápida.
- **Calculamos que un incremento de 1% en la tasa hipotecaria de vivienda VIS reduce en la misma magnitud el crecimiento de las ventas de este segmento un año después, y el mismo aumento en la tasa de crédito constructor reduce las iniciaciones en hasta 0,5 p.p. 7 meses después.**
- Si bien proyectamos un crecimiento anual de 8,8% del subsector de construcción de edificaciones en 2022, como resultado del dinamismo observado en ventas y su efecto rezagado en iniciaciones, las mayores tasas de interés si impactarán el desempeño esperado en 2023.

Gráfico 1. Transmisión de la tasa repo a las tasas de colocación desde septiembre de 2021



Fuente: BanRep y SuperFinanciera. Cálculos Corficolombiana.
 *Datos al 24 de junio de 2022 de las tasas de colocación.
 Tasa Repo hasta la fecha.

Implicaciones del incremento de tasas sobre el mercado de vivienda

Jose Luis Mojica Agudelo

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Maria Camila Orbeagozo

Directora de Análisis Sectorial y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext.70497

maria.orbeagozo@corficolombiana.com

El incremento de las tasas de interés en el mercado de vivienda, derivado del proceso de normalización de la política monetaria del BanRep, ha generado cuestionamientos sobre las posibles implicaciones de ello, tanto para la demanda como para la oferta. A saber, unas tasas hipotecarias más elevadas desalientan la compra de vivienda de los hogares por el encarecimiento del fondeo. En paralelo, los constructores también se sirven del sistema bancario para conseguir la liquidez necesaria para llevar a cabo los proyectos de vivienda, por lo que tasas de interés más altas tienen un efecto directo sobre el cierre financiero de dichos proyectos.

A la luz de estas consideraciones, identificamos que la transmisión de la tasa de política monetaria a las tasas de adquisición y construcción de vivienda ha perdido velocidad en los ciclos alcistas de la última década. Además, nuestros cálculos señalan que, si bien la transmisión es completa, el rezago es amplio para las tasas de crédito constructor. En contraste, las tasas hipotecarias incorporan más rápido los movimientos de la tasa repo.

Así las cosas, las presiones alcistas sobre las tasas de interés tendrán efectos adversos sobre el crecimiento de las ventas y las iniciaciones. Por el lado de la demanda, mayores tasas hipotecarias en vivienda VIS desaceleran el crecimiento de las ventas. Para el caso del mercado No VIS no encontramos efectos estadísticamente significativos. Finalmente, en términos de oferta, el incremento de las tasas de construcción reduce el crecimiento de las iniciaciones.

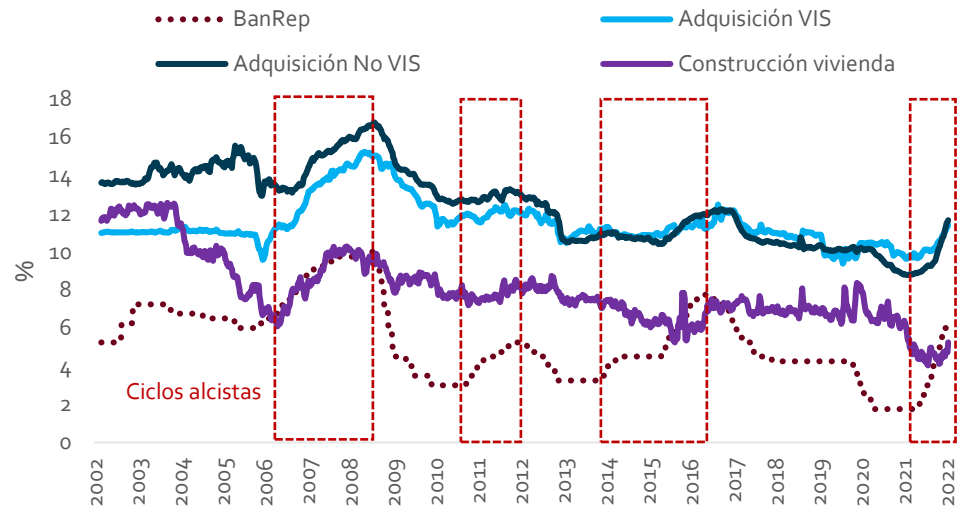
› *Tasas hipotecarias en periodos de incrementos de la tasa repo*

Desde septiembre del año pasado, el BanRep ha incrementado su tasa de política monetaria en 725 puntos básicos (pbs) y esperamos que al cierre del 2022 se ubique en 10%. En efecto, el repunte de la inflación ha llevado a los bancos centrales a subir de forma pronunciada sus tasas de interés para anclar las expectativas de precios y desacelerar la demanda, y Colombia no ha sido ajena a este proceso. En línea con esto, los canales de transmisión de la política monetaria al sistema financiero han abierto la puerta a incrementos en las tasas activas, que reflejan el aumento de la tasa repo local.

Las tasas de adquisición de vivienda en los últimos meses han tenido incrementos, aunque más limitados que el resto de las modalidades de cartera (Gráfico 1). La tasa de los créditos para adquisición de vivienda ha avanzado aproximadamente 248 pbs desde septiembre, lo que exhibe una transmisión parcial y paulatina de la normalización de la política monetaria del BanRep. En contraste, las tasas de crédito comercial preferencial han aumentado 604 pbs, consumo unos 560 pbs y comercial ordinario unos 531 pbs.

En línea con el avance rezagado de las tasas de crédito hipotecario, las tasas de construcción de vivienda también han tenido tímidos incrementos. Durante el ciclo

Gráfico 2. Evolución de las tasas de crédito de vivienda, construcción y de política monetaria BanRep



Fuente: BanRep y Superintendencia Financiera. Elaboración Corficolombiana.

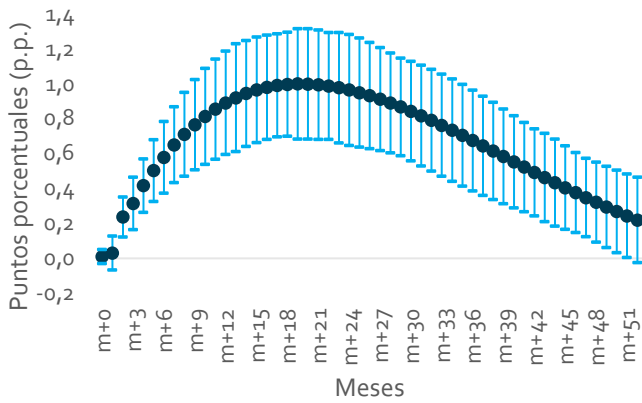
alcista actual, esta tasa ha aumentado apenas 50 básicos. Esto último se explica parcialmente porque son tasas menos volátiles que las hipotecarias. Por ejemplo, en el ciclo bajista del 2020, en donde el BanRep bajó su tasa en 250 pbs, la tasa de construcción alcanzó una disminución de 167 pbs entre el primer cuarto del 2020 y mediados de 2021.

Ahora bien, la lenta transmisión de la política monetaria a las tasas de la cartera de vivienda ha sido un factor característico de la última década (Gráfico 2). De hecho, en los ciclos alcistas de los últimos diez años los incrementos de las tasas hipotecarias han sido menores a los exhibidos por la tasa de política monetaria.

Mientras que en el ciclo 2006-2008 las tasas de adquisición y construcción de vivienda exhibieron aumentos cercanos a los 400 pbs, reflejando totalmente el avance de la tasa repo, en los episodios de 2011-2012 y 2014-2016 la transmisión fue mucho más limitada. Para el primer caso, las tasas de vivienda aumentaron entre 45 y 90 pbs, pese a que la tasa repo incrementó 225 pbs, y en el segundo caso el avance fue de entre 54 y 131 pbs, en un contexto en donde la tasa repo aumentó 450 pbs.

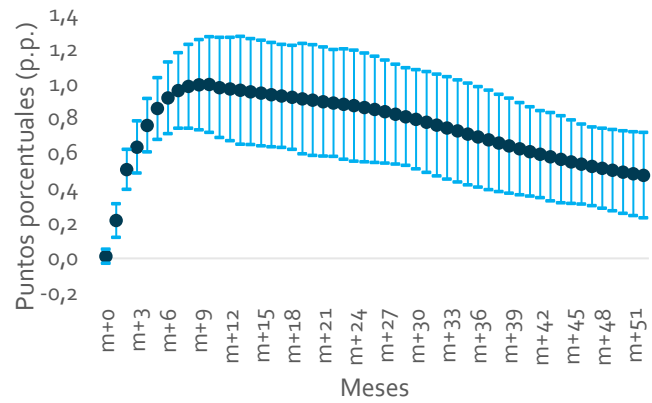
A pesar de lo anterior, la literatura ha encontrado resultados robustos que indican que hay una transmisión satisfactoria de la tasa de política monetaria a las tasas activas del sistema financiero, incluyendo las hipotecarias y de construcción de vivienda. En particular, la mayoría de los trabajos concluyen que la transmisión es completa, aunque

Gráfico 3. Función impulso respuesta-tasa hipotecaria VIS



Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4. Función impulso respuesta-tasa hipotecaria No VIS



Cálculos Corficolombiana.

más lenta para las tasas hipotecarias, lo que responde a la naturaleza de esta cartera y los plazos que usualmente maneja¹.

En línea con las conclusiones de las aproximaciones para Colombia, nuestros cálculos sugieren que hay una transmisión completa pero rezagada en las tasas de interés del mercado de vivienda. El rezago de este traslado a las tasas hipotecarias es alto, especialmente para la cartera VIS y la de construcción de vivienda. En contraste, la tasa de la cartera No VIS reacciona rápidamente a los movimientos de la tasa de política monetaria. De acuerdo con Chavarro et al. (2015), el lento traspaso a las tasas hipotecarias responde a la naturaleza del crédito, la regulación y rigideces aplicables.

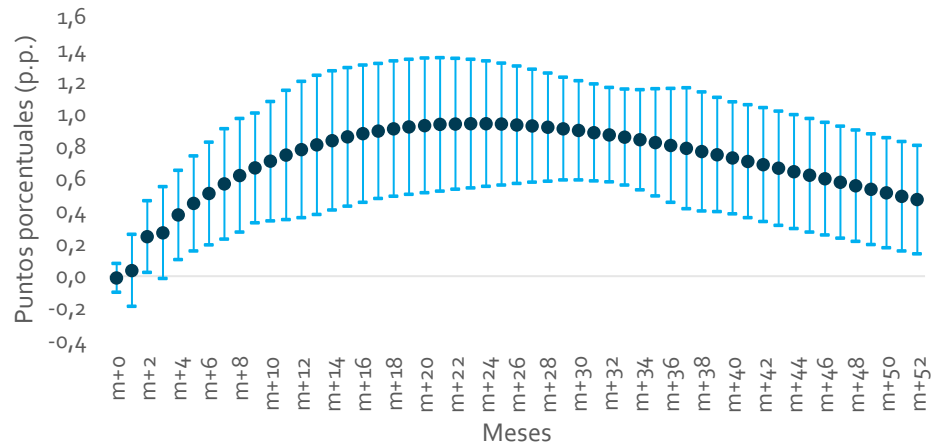
El ejercicio que se presenta a continuación consta de un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) con información semanal de las tasas de interés de las modalidades de adquisición de vivienda VIS y No VIS y construcción de vivienda, además de la tasa de política monetaria del BanRep. Las series abarcan el periodo comprendido entre agosto de 2002 y junio del 2022.

Para el caso de la tasa de adquisición de vivienda VIS, la función de impulso respuesta encuentra un efecto positivo y estadísticamente significativo de un incremento de 100 puntos básicos (1,0%) en la tasa de política monetaria (Gráfico 3). A saber, este choque se traslada de forma completa a los 18 meses, lo que explica parcialmente el incremento limitado que ha tenido esta tasa desde septiembre del año pasado a hoy (158 pbs).

El segmento No VIS registra una transmisión más acelerada. La función de impulso respuesta en este caso caracteriza un avance más rápido de la tasa hipotecaria ante un choque de 100 pbs (1,0%) en la tasa repo (Gráfico 4). Este incremento se traslada de forma completa 10 meses después del choque. Nuestro hallazgo en este segmento sigue

¹ Ver Becerra, Ó. R., & Melo Velandia, L. F. (2009), Cano Gamboa, C. A., Orozco Chávez, M., & Sánchez Betancur, L. A. (2008), Gomez-Gonzalez, J. E., González-Molanob, E., Huertas-Campos, C., Cristiano-Botiad, D., & Chavarro-Sancheze, X. (2016) y Huertas, C., Jalil, M., Olarte, S., & Romero, J. V. (2005).

Gráfico 5. Función impulso respuesta-tasa construcción vivienda



Cálculos Corficolombiana.

siendo consistente con la evolución reciente de las tasas No VIS: desde el inicio de este ciclo alcista han aumentado 278 pbs.

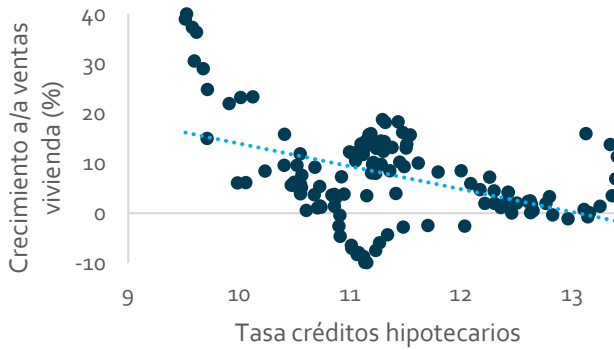
Finalmente, **las tasas de construcción de vivienda exhiben el mayor rezago en la transmisión de la tasa de política monetaria** (Gráfico 5). Los estimadores de la función de impulso respuesta señalan un efecto positivo y estadísticamente significativo de un choque que eleve la tasa de política monetaria. Sin embargo, la transmisión se completa aproximadamente 24 meses después del choque.

Así las cosas, el incremento de la tasa de política monetaria seguirá generando presiones alcistas sobre todas las tasas activas del sistema financiero relacionadas con el mercado de vivienda. En particular, **para las tasas de adquisición de vivienda es de esperar un incremento más acelerado en el segmento No VIS, en línea con lo que ha sucedido hasta el momento. En contraste, las tasas hipotecarias VIS y las de construcción de vivienda seguirán un avance mucho más pausado, con incrementos persistentes por los próximos dos años.**

› *Implicaciones sobre el mercado de vivienda*

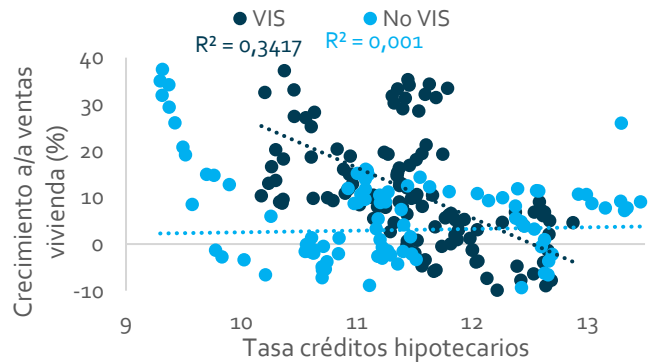
Las presiones alcistas en las tasas hipotecarias y de construcción de vivienda tienen implicaciones directas sobre el mercado de vivienda. Nuestros cálculos apuntan a que los incrementos en las tasas hipotecarias, especialmente en el segmento VIS, desaceleran el crecimiento de las ventas. Por el lado de la oferta, aumentos en la tasa de los créditos a los constructores juegan en contra del crecimiento de las iniciaciones de nuevos proyectos. El efecto sobre la oferta es de menor magnitud que el identificado por el lado de la demanda, pero se da de forma más rápida.

Gráfico 6. Relación entre las tasas hipotecarias y ventas de vivienda nueva (2011-2022)



Fuente: Superfinanciera y Camacol. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 7. Tasas hipotecarias y ventas de vivienda nueva por segmento



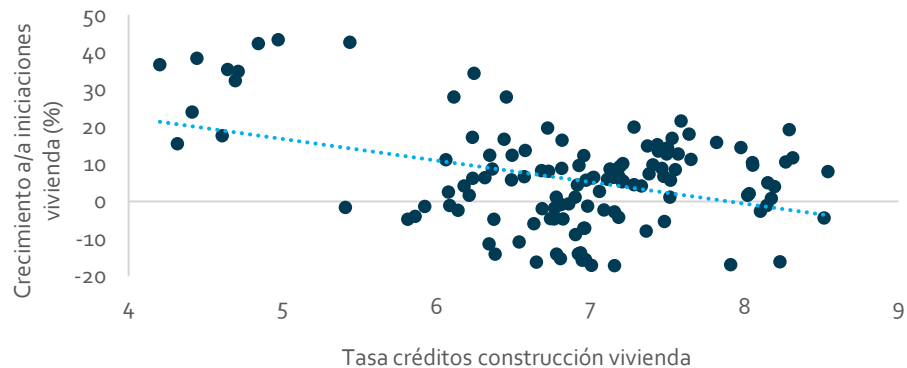
Fuente: SuperFinanciera y Camacol. Cálculos Corficolombiana.

Entre el 2011 y el 2022, la relación contemporánea entre las tasas hipotecarias y el crecimiento de las ventas de vivienda parece confirmar la intuición: tasas de interés más altas están asociadas con un menor crecimiento de las ventas (Gráfico 6). Esto último cobra sentido a la luz de los desincentivos que genera para las decisiones de compra de inmuebles de los hogares, debido a un costo de financiamiento más elevado.

Al segmentar esta relación por tipo de mercado, el Gráfico 7 confirma la asociación negativa entre las tasas y el crecimiento de las ventas de vivienda VIS. En cambio, para el mercado No VIS no se observa una asociación clara con las tasas hipotecarias durante la última década.

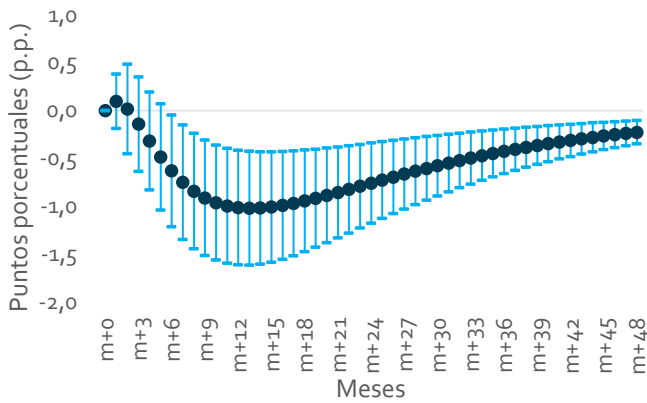
Por su parte, el Gráfico 8 muestra la relación contemporánea desde el 2011 de las tasas de crédito constructor y el crecimiento de las iniciaciones. En general, tasas de interés elevadas en esta modalidad de cartera están asociadas con menores crecimientos de las

Gráfico 8. Tasas de construcción de vivienda e iniciaciones (2011-2022)



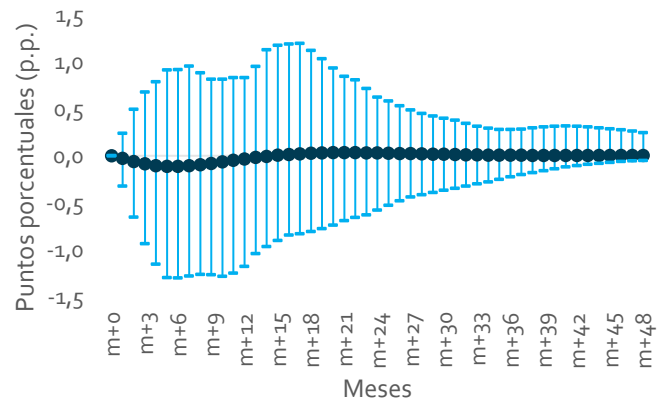
Fuente: SuperFinanciera y Camacol. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 9. Función impulso respuesta-crecimiento ventas segmento VIS



Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 10. Función impulso respuesta-crecimiento ventas segmento No VIS



Cálculos Corficolombiana.

iniciaciones de vivienda. Esta relación inversa se explica por las dificultades de lograr satisfactoriamente el cierre financiero de un proyecto de vivienda en un escenario de tasas de interés más elevadas.

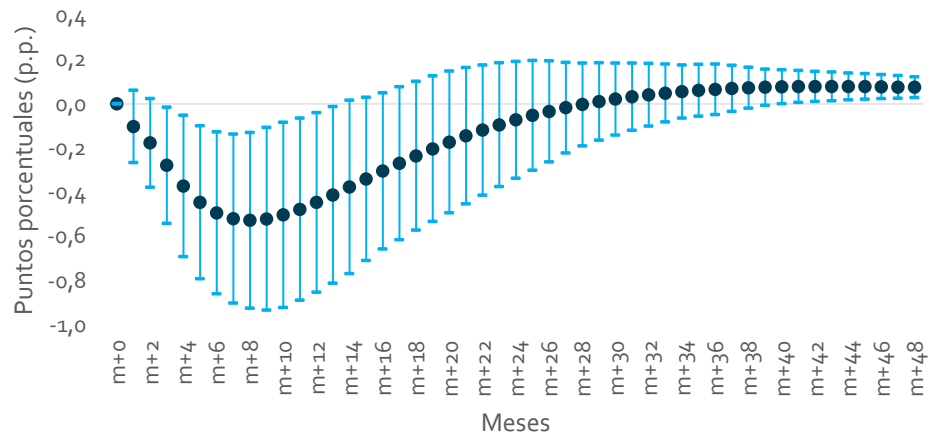
Para identificar de forma más robusta las implicaciones sobre el mercado de vivienda nueva de la transmisión de la tasa repo, estimamos dos modelos VAR con las tasas de interés de crédito hipotecario y el crecimiento anual de las ventas de vivienda, segmentadas por VIS y No VIS, y otro modelo que relaciona las tasas de construcción de vivienda y el crecimiento anual de las iniciaciones de vivienda. Se usaron datos mensuales desde diciembre de 2011 hasta junio de 2022.

Los resultados de las funciones de impulso respuesta confirman los efectos que sugerían las relaciones previamente enunciadas entre las tasas de interés, las ventas y las iniciaciones de vivienda. Un choque que eleve la tasa de interés de los créditos hipotecarios tiene un efecto negativo y estadísticamente significativo en el segmento de vivienda VIS. En el mercado No VIS, a pesar de que el efecto no es estadísticamente significativo, también es negativo. En términos de oferta, un incremento en la tasa de interés de crédito constructor impacta negativamente, y de forma estadísticamente significativa las iniciaciones.

En particular, **un choque que eleve en 1% la tasa hipotecaria VIS reduce el crecimiento de las ventas de este segmento en hasta un 1 punto porcentual (p.p.) doce meses después** (Gráfico 9). Si bien el efecto empieza a ser estadísticamente significativo pasados seis meses después del choque, alcanza su punto máximo al año y desde entonces se va diluyendo en el tiempo. No obstante, resaltamos que la persistencia del efecto es elevada, pues cuatro años después sigue siendo estadísticamente significativo.

Para el caso de las ventas del segmento No VIS, aunque la función de impulso respuesta encuentra un efecto negativo, este es muy leve y no resulta estadísticamente significativo (Gráfico 10). De acuerdo con nuestros resultados, un choque que

Gráfico 11. Función impulso respuesta-crecimiento de iniciaciones



Cálculos Corficolombiana.

incremente exógenamente la tasa de interés de créditos hipotecarios No VIS en 1%, bien podría reducir en 0,6 p.p. el crecimiento de las ventas de este segmento o, por el contrario, no tener efecto alguno.

En términos de oferta, nuestros resultados sugieren un impacto más rápido, pero menos marcado que en las ventas VIS (Gráfico 11). Un aumento en 1% de la tasa de interés de crédito constructor por un choque exógeno reduce la tasa de crecimiento de las iniciaciones de vivienda en hasta 0,5 p.p. pasados siete meses. Este efecto empieza a ser estadísticamente significativo a los tres meses de ocurrido el choque y se diluye completamente a los catorce meses.

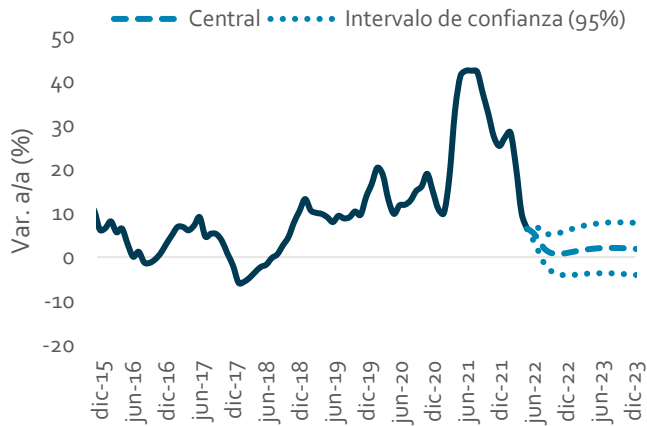
› *Perspectivas del mercado de vivienda nueva*

En respuesta a este riesgo a la baja para el desempeño del sector, prevemos una desaceleración en el crecimiento de las ventas de vivienda. Al respecto, es importante precisar que, estas proyecciones tienen en cuenta los incrementos de la tasa repo que se dieron hasta la primera mitad del 2022². Sin embargo, considerando los aumentos anunciados posteriormente, y que persiste la posibilidad de que el ciclo de ajuste de la tasa repo no haya terminado, podría registrarse una desaceleración más pronunciada.

Por el lado de las ventas de vivienda del segmento VIS, estimamos que este año el crecimiento promediará el 9% a/a, lo que implica una desaceleración frente al 30,2% registrado en 2021 (Gráfico 12). No obstante, resaltamos que los crecimientos positivos se mantendrán este año, aún en un contexto de máximos históricos en las ventas de vivienda nueva. Si bien el incremento de tasas limitará el dinamismo del segmento VIS,

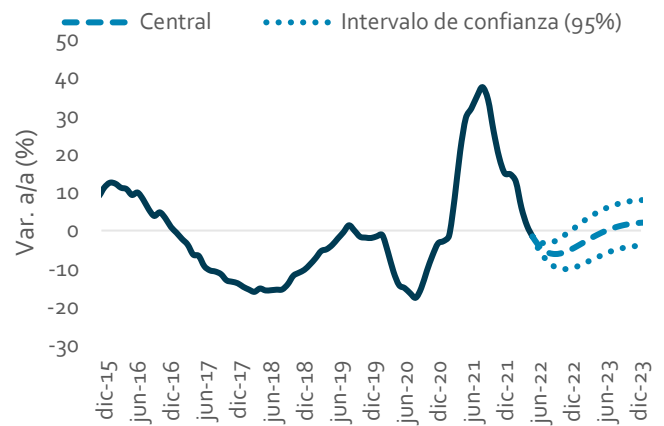
² Las estimaciones de esta sección se llevaron a cabo con una tasa repo de corte de 6,0% al cierre de junio 2022.

Gráfico 12. Proyección de las ventas de vivienda VIS



Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 13. Proyección de las ventas de vivienda No VIS



Cálculos Corficolombiana.

los cupos todavía disponibles, y que se han asignado a lo largo del año, del programa Mi Casa Ya seguirán siendo un viento a favor para las ventas.

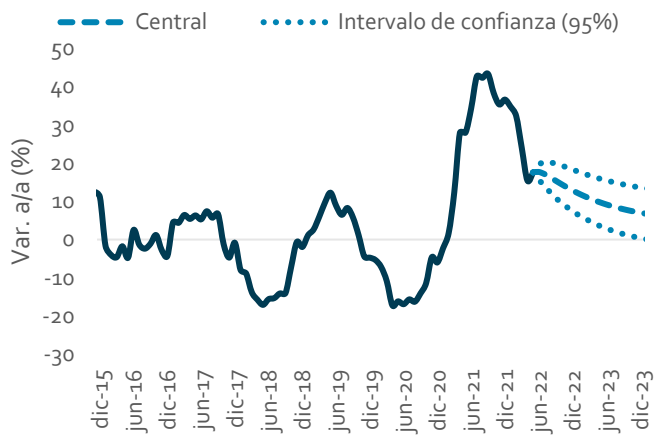
Para el caso del segmento No VIS, las proyecciones son menos favorables. Anticipamos un decrecimiento promedio de -0,3% a/a en 2022, en línea con la tendencia reciente de desaceleración en el crecimiento (Gráfico 13). En efecto, las ventas No VIS pasaron de crecer 14,7% a/a en enero a registrar una caída de 3% a/a en junio de 2022.

No obstante, aunque las tasas de interés hipotecarias No VIS son las que más han aumentado en el ciclo alcista actual, nuestros resultados de impulso respuesta sugieren que poco o nada están explicando el menor dinamismo en ventas de este segmento. Por el contrario, la incertidumbre política podría estar afectando de forma más directa la disposición a comprar vivienda No VIS. En particular, la disposición a comprar vivienda según el indicador que mide Fedesarrollo está en terreno negativo para el nivel socioeconómico más alto. De mayo a junio el balance pasó de -14,2 a -26,4. Si bien para los segmentos medio y bajo la disposición a comprar vivienda también se ubica en terreno negativo, el balance es más negativo para ingresos altos.

Por el lado de la oferta, proyectamos que las iniciaciones crecerán este año 19,3% a/a en promedio (Gráfico 14). Este avance exhibe una desaceleración frente al registro de 2021 de 28,4% a/a en promedio, que se continuaría pronunciando en 2023. En efecto, el incremento en las tasas de interés del crédito constructor es uno de los factores que soportan esta pérdida de impulso. Sin embargo, subrayamos que el efecto positivo y rezagado que ha tenido la buena dinámica de las ventas sobre las iniciaciones seguirá siendo un factor positivo en el 2022, y un sesgo al alza frente a esta proyección.

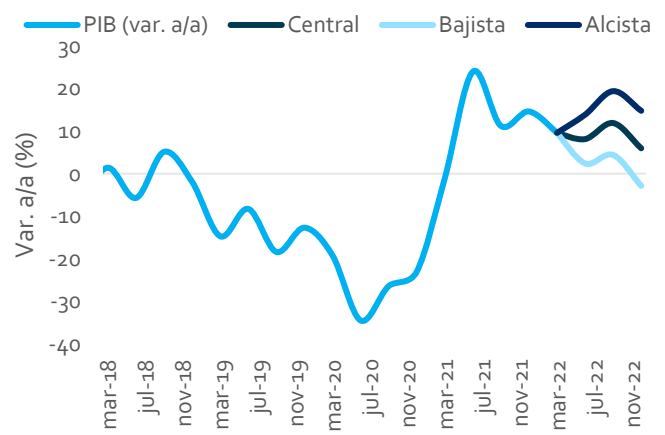
En términos de crecimiento del sector en agregado, proyectamos un avance de 8,8% en 2022 en la construcción de edificaciones (Gráfico 15). Nuestra previsión incorpora el buen dinamismo de las iniciaciones de vivienda nueva, como resultado de las ventas históricamente altas que se han registrado desde el 2021. No obstante, las mayores tasas

Gráfico 14. Proyección de las iniciaciones de vivienda



Cálculos Corficolombiana

Gráfico 15. Proyección del PIB de edificaciones



Cálculos Corficolombiana.

de interés y los costos de insumos al alza son riesgos a la baja para este año, y desacelerarán el crecimiento del sector en 2023.

› Referencias

Becerra, Ó. R., & Melo Velandía, L. F. (2009). *Transmisión de tasas de interés bajo el esquema de metas de inflación: evidencia para Colombia*. Cuadernos de economía, 46(133), 103-134.

Cano Gamboa, C. A., Orozco Chávez, M., & Sánchez Betancur, L. A. (2008). *Mecanismo de transmisión de las tasas de interés en Colombia (2001-2007)*. Cuadernos de Economía, 27(48), 209-240.

Chavarro, X.; Cristiano, D.; Gómez, J.; González, E.; Huertas, C. (2015). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero", Borradores de Economía, núm. 874, Banco de la República.

Gomez-Gonzalez, J. E., González-Molanob, E., Huertas-Campos, C., Cristiano-Botiad, D., & Chavarro-Sanchez, X. (2016). *Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero colombiano*. Ecos de economía, 20(42), 19-45.

Huertas, C., Jalil, M., Olarte, S., & Romero, J. V. (2005). *Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia*. Borradores de Economía, 351, 38.

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. 69962

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. 70015

diego.gomez@corficolombiana.com

María Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

pablo.fernandez@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

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

María Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

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.