

Informe Especial: Plan financiero

Financiación del déficit fiscal 2021 y emisión en otras divisas

Ana Vera

Especialista de
Investigaciones Económicas
ana.vera@corficolombiana.com

Julio Romero

Economista jefe
julio.romero@corficolombiana.com

José Ignacio López

Director Ejecutivo investigaciones
económicas
jose.lopez@corficolombiana.com

- Este año esperamos una emisión neta de TES por más de 45 billones de pesos en el mercado local para financiar un déficit fiscal cercano a 90 billones. Frente a esta presión en el mercado doméstico, resulta crucial la estrategia de financiamiento externo.
- El entorno global de tasas bajas ha permitido que países emergentes con buenas perspectivas de recuperación se beneficien de la financiación internacional. Hay una mayor necesidad de financiamiento que coincide con la búsqueda de rentabilidad por parte de inversionistas en un contexto de tasas de interés en mínimos históricos y amplia liquidez.
- Colombia logró hacer una emisión de un bono en dólares al plazo más largo de la historia para el país (40 años) con bajo costo de financiamiento, pero en la medida que la percepción de riesgo aumente, se puede esperar que inversionistas requieran mayores tasas, por lo que consideramos que el Gobierno debe hacer las diferentes operaciones de financiamiento en el primer semestre del 2021.
- El gobierno ha gestionado exitosamente la deuda y ha logrado reducir el costo de financiamiento, en línea con los países de la OCDE. Ahora bien, consideramos oportuno reactivar las emisiones internacionales de deuda en divisas diferentes al dólar, una posibilidad que ya no está presente en la estrategia del Gobierno, para aprovechar el apetito de inversionistas que tienen límites de concentración no solo por tipo de emisor sino por moneda.

➤ *Déficit a financiar*

De acuerdo con nuestras estimaciones, el déficit a financiar del Gobierno Nacional Central (GNC) sería de 90 billones de pesos en 2021 (8,3% del PIB), es decir, 32 billones más alto de lo previsto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) presentado en junio del año pasado. En efecto, los ingresos tributarios aumentarán muy poco, de 12,9% del PIB en 2020 a 13,0% en 2021 (vs 14% en 2019), debido en buena parte a que el recaudo de impuesto de renta reflejará los pobres resultados de 2020 en materia de utilidades de las empresas tanto petroleras como no petroleras. Para estos cálculos decidimos incluir los ingresos por 12 billones de pesos que contempla el MFMP por la venta de activos estatales, en una operación que probablemente se realice a través de un convenio interadministrativo y que tendría problemas relacionados con el gobierno corporativo (ver "ISA y la optimización del portafolio de empresas de la Nación" en [Informe Semanal – Enero 18 de 2021](#)) (Tabla 1).

Por su parte, las presiones de gasto para enfrentar los efectos de la crisis seguirán siendo elevadas, de manera que los gastos del GNC ascenderían a 23,5% del PIB en 2021,

levemente superior al 23,3% que estimamos para 2020 y casi cinco puntos del PIB por encima del nivel previo al choque. En particular, **del presupuesto (aforo) de 40,5 billones de pesos del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME) –incluye adición de 15 billones provenientes de crédito externo– se ejecutó el 45% en 2020 (18 billones)¹, por lo cual asumimos que los recursos pendientes por ejecutar (22 billones) pasarán como gasto de emergencia para este año (Tabla 1).**

Tabla 1. Balance del Gobierno Nacional Central (GNC)

	Billones de pesos			% del PIB		
	2019	2020 ^P	2021 ^P	2019	2020 ^P	2021 ^P
Ingresos totales	171,9	151,7	165,4	16,2	15,1	15,2
Tributarios DIAN	148,4	129,0	141,6	14,0	12,9	13,0
No tributarios	1,5	1,4	1,4	0,1	0,1	0,1
Fondos especiales	1,5	1,4	1,4	0,1	0,1	0,1
Recursos de capital	20,5	19,8	20,9	1,9	2,0	1,9
Rendimientos Financieros	4,1	0,8	0,6	0,4	0,1	0,1
Excedentes financieros	15,0	15,5	8,3	1,4	1,5	0,8
Ecopetrol	11,4	6,5	0,6	1,1	0,7	0,1
Banco de la República	1,9	7,0	5,2	0,2	0,7	0,5
Resto	1,7	2,0	2,5	0,2	0,2	0,2
Otros ingresos de capital	1,4	3,5	12,0	0,1	0,4	1,1
				Venta activos		
Gastos totales	197,9	234,1	255,4	18,6	23,3	23,5
Intereses	30,8	32,7	34,9	2,9	3,3	3,2
Intereses deuda interna	19,3	19,6	20,2	1,8	2,0	1,9
Intereses deuda externa	7,6	9,4	11,0	0,7	0,9	1,0
Indexación TES B	3,9	3,7	3,8	0,4	0,4	0,3
Funcionamiento e inversión	167,3	180,1	198,4	15,8	18,0	18,2
Gasto emergencia económica	0,0	18,0	22,5	0,0	1,8	2,0
Capitalización FNG	0,0	3,3	0,0	0,0	0,3	0,0
						Déficit GNC
Balance GNC	-26,0	-82,4	-90,5	-2,5	-8,2	-8,3
Balance primario GNC	4,8	-49,7	-55,1	0,4	-5,0	-5,1

^P: Proyección

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Para financiar el faltante de 2021 **anticipamos que el Gobierno recurrirá a emisiones adicionales tanto de TES como de bonos globales frente a lo previsto en el MFMP; dispondrá también de parte de los recursos solicitados de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI, por 5.300 millones de dólares.** Vale la pena señalar que, aunque el desembolso de la LCF se realizó a finales del año pasado, el Gobierno no lo utilizó en su totalidad para cubrir las necesidades de la vigencia 2020 y creemos que aproximadamente la mitad –entre 8 y 9 billones de pesos– le permitiría contar con una mayor disponibilidad inicial para financiarse en 2021.

Nuestras estimaciones apuntan a que el total de desembolsos de deuda en el Plan Financiero de este año que se presentará en los próximos días ascendería a 88,3 billones de pesos, esto es, 24 billones más de lo establecido en el MFMP. Asumiendo que el 70% de la emisión de deuda adicional se hace con desembolsos internos y el 30% restante con

¹ Tomado del [boletín No. 31 "Actividades de especial seguimiento a recursos"](#) de la Contraloría General de la República (diciembre 30 de 2020)

emisión en los mercados internacionales, **las subastas de TES pueden llegar a 49 billones de pesos (vs 32 billones previstos en el MFMP), mientras que las emisiones de bonos globales superarían los 20 billones (vs 13 billones en el MFMP)** (Tabla 2).

Tabla 2. Fuentes y usos 2020 y proyección 2021 (miles de millones de pesos)

Fuentes	2020	2021		Usos	2020	2021	
		MFMP	CFC			MFMP	CFC
Fuentes	130.450	104.901	137.131	Usos	130.45	104.901	137.131
Desembolsos	109.561	64.078	88.808	Déficit a financiar	83.410	57.770	90.500
Externos	59.000	24.358	31.777	Amortizaciones	10.800	29.176	10.900
Bonos		13.116	20.535	Externas	6.500	14.495	6.887
Multilaterales y otros		11.242	11.242	Internas	4.300	14.680	4.013
Internos	50.460	39.720	57.031				
Subastas TES		32.000	49.311				
Otros desembolsos internos		7.720	7.720				
Disponibilidad inicial		22.076	30.076	Disponibilidad final	22.076	9.750	9.750
Otras fuentes		18.747	18.747				

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Teniendo en cuenta que los vencimientos de deuda interna este año van a ser menores de lo previsto como resultado de las operaciones (canjes) que viene realizando el Gobierno para alargar la duración de la deuda y reducir su costo, la emisión neta de TES en 2021 sería de casi 45 billones de pesos, la más alta histórica. Lo anterior puede poner a prueba la capacidad del mercado de absorber estos montos, por lo cual insistimos que los TES tienen un espacio de valoración limitado, especialmente en la parte media y larga de la curva.

➤ Emisiones oportunas en 2021

Durante marzo y abril del 2020, al inicio de la pandemia, se dinamizaron las emisiones internacionales de deuda colombiana en dólares y se lograron montos importantes, sin embargo, las emisiones fueron costosas, de manera que el *spread* frente a los bonos del Tesoro estadounidense fue de 300 pbs, en promedio (ver “Financiación Inteligente” en [Informe Semanal – Mayo 11 2020](#)). En lo corrido de 2021, México, Benín, Colombia y Chile realizaron emisiones de deuda en los mercados internacionales, beneficiándose del entorno de tasas de interés muy bajas, con *spread* de colocación frente a Tesoros de 200 pbs en promedio, **es decir 100 pbs básicos por debajo de las tasas de colocación del 2020.**

El 2021 sin duda tendrá que ser un año para tomar acciones oportunas y aprovechar las ventanas de liquidez para las emisiones, puesto que los países de Latinoamérica se están enfrentando a nuevas olas de contagios y confinamientos, y los recursos para financiar las medidas que mitiguen su impacto económico son limitados. En efecto, los mecanismos de financiamiento convencionales –emisiones de títulos de deuda soberana en dólares, principalmente– han llevado a que se alcancen los límites de concentración de portafolios por tipo de activo, lo que puede reducir la demanda de estos títulos en 2021.

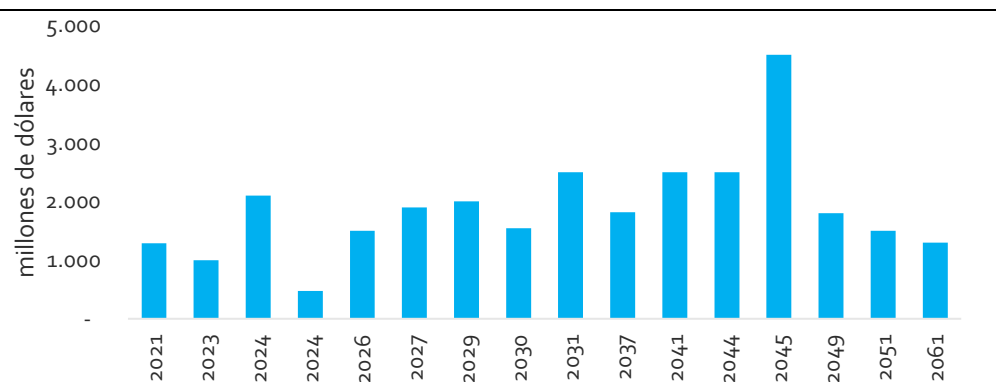
Frente al 2020, Colombia luce atractivo en estos momentos para inversionistas internacionales, pero hay dudas sobre cómo se verá el país en el segundo semestre del año. Se tienen buenas expectativas de atracción de flujos de recursos de extranjeros al país por buenos *Pull factors*², como i) el potencial de rebote de crecimiento económico, ii) el espacio para estímulos monetarios adicionales y iii) el incremento del precio del crudo.

No obstante, a futuro los factores de empuje o *Push factors*³ alertan que se puede dar un encarecimiento de las condiciones de financiamiento. Dentro de estos factores están: i) los temores de que los rebotes del virus interrumpan la recuperación económica, ante la expectativa de una vacunación lenta de la población; ii) el deterioro fiscal, que puede terminar en la pérdida del grado de inversión por al menos una calificadora (ver “Posición Fiscal en 2020: Ajuste en Cuarentena” en [Informe Anual – Diciembre 7 2020](#)); y iii) la incertidumbre política de cara a las elecciones presidenciales en 2022, en la medida que la polarización y el inconformismo social pueden dificultar la implementación de reformas necesarias para la sostenibilidad de la recuperación a mediano plazo.

En particular, el cronograma actual de vacunación mundial sugiere que dentro de la región Colombia está retrasado frente a pares como México o Chile, lo que limitaría los flujos a Colombia en segundo semestre del 2021. Por lo anterior, consideramos que además de acelerar el programa de vacunación, **el Gobierno debe hacer las diferentes operaciones de financiamiento en el primer semestre de 2021**, previendo un posible endurecimiento de las condiciones financieras internacionales más adelante.

De manera particular, Colombia ha venido alargando su perfil de vencimientos de deuda externa (Gráfico 1), pero aún quedan vencimientos importantes para el primer semestre del 2021. En la medida que el virus siga entorpeciendo la reactivación productiva, la financiación puede encarecerse, ya que se tiene previsto que en 2021 el monto de las emisiones de deuda en América Latina se incremente en más de un 15% frente al 2020.

Gráfico 1. Perfil de vencimientos de bonos de Colombia en dólares



Fuente: Ministerio de Hacienda, Cálculos Corficolombiana

² corresponden a las características de los propios países emergentes que influyen en las decisiones de los inversores.

³ son las fuerzas de alcance mundial que impactan desde fuera en los mercados emergentes

➤ Herramientas no convencionales en marcha

En el entorno actual, el principal desafío de los gobiernos es financiar los déficits fiscales crecientes sin saturar el mercado con una emisión excesiva de deuda, por lo que han tenido que ser creativos en cuanto a las operaciones y técnicas de emisión (Tabla 3). Si bien las subastas y oferta de títulos han aumentado durante la pandemia, también se han expandido otras técnicas de emisión, como sindicaciones y colocaciones privadas.

Tabla 3. Cambios en operaciones de financiamiento en países de la OECD durante 2020

	OCDE	Colombia
Tipo de instrumentos		
Emisión de títulos a lo largo de toda la curva de rendimientos	✓	✓
Emisión de títulos en mercado monetario (repos y TCOS)	✓	✓
Introducción de nuevos tipos de bonos, por ejemplo bonos verdes	✓	✗
Subastas		
Cambio en calendario de subastas	✓	✗
Cambios en la frecuencia de subastas	✓	✓
Opción de subastas no competitivas	✗	✓
Otras técnicas de emisión		
Uso de sindicaciones	✓	✓
Uso de colocaciones privadas	✓	✗

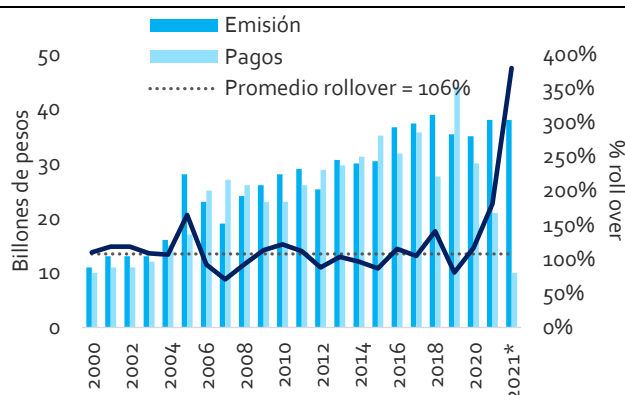
Fuente: OECD Sovereign borrowing outlook 2020 y Cálculos Corficolombiana

Colombia ha venido trabajando en la mayor cantidad de frentes, con emisiones en mayores plazos y por ejemplo haciendo uso de sindicaciones -tal como lo hizo con la emisión del TES a 30 años en pesos- (ver “Emisión del TES 2050” en [Informe semanal – Septiembre 2020](#)).

Para el 2021, se espera que se dé uno de los mayores *roll over* (emisiones/pagos) de deuda de la historia (Gráfico 2). Para evitar precisamente saturar el mercado, la Dirección de Crédito Público tiene planeada la emisión de bonos verdes en el segundo semestre del año, sin embargo, estos instrumentos competirán con los de otros países, los cuales pueden tener mejores perspectivas macroeconómicas y fiscales.

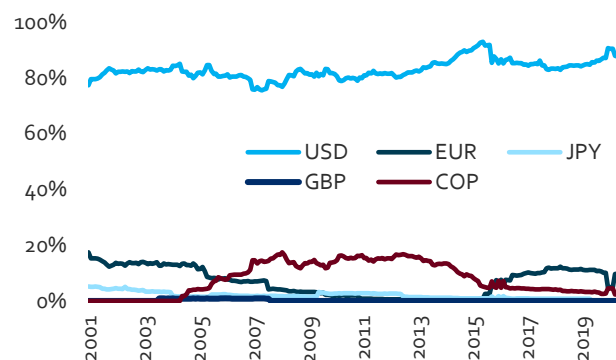
En este sentido, nos parece importante que el Gobierno se adelante a un eventual deterioro de las condiciones internacionales y brinde otras opciones a los inversionistas, actualmente la composición de la deuda en moneda extranjera está concentrada en más de un 87% en dólares americanos (Gráfico 3). **Creemos que es oportuno reactivar el financiamiento internacional en divisas diferentes al dólar, posibilidad que se limitó en la estrategia de gestión de la deuda del Gobierno** (Tabla 4).

Gráfico 2. Rollover de la deuda pública interna



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 3. Composición por moneda de deuda externa



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Tabla 4. Composición por monedas en la Deuda Externa

Fecha	USD	EUR	JPY	GBP	COP
2013	84%	0%	1%	0%	14%
2017	86%	10%	1%	0%	4%
2020	87%	10%	0%	0%	2%
Limite 2013-2017	83%	13%	4%		No hay

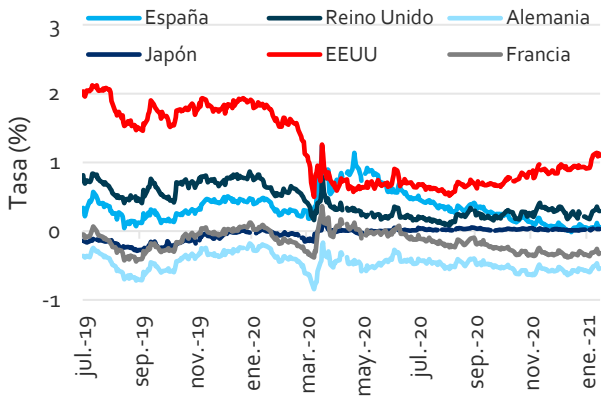
Fuente: Ministerio de Hacienda. Estrategia de gestión de la deuda de mediano plazo 2018-2022

Por ahora no se han contemplado reabrir emisiones en yenes o libras esterlinas, solo está vigente una emisión en euros, pero en medio del panorama global, los inversionistas y aseguradoras de las inversiones tienen restricciones de concentración por moneda. **Con una mayor oferta de activos en otras monedas, los inversionistas no sólo pueden aprovechar sus posiciones largas en dólares estadounidenses, sino mejorar sus perfiles de riesgo y de gestión de activos y pasivos.**

Si bien el aumento del financiamiento externo hace más vulnerable a Colombia ante choques externos, y lo adecuado es lograr un balance de recursos en moneda local/externa cercano a 70/30, sería muy importante que el financiamiento del gobierno esperado en 2021 tenga emisiones en otras monedas e incluso en pesos, pero en el mercado global. Las tasas de los bonos en Libras esterlinas, Euros y Yenes son en todos los casos más bajas respecto a las tasas de los bonos en dólares americanos (Gráfico 4) y las devaluaciones de estas monedas han sido limitadas (Gráfico 5).

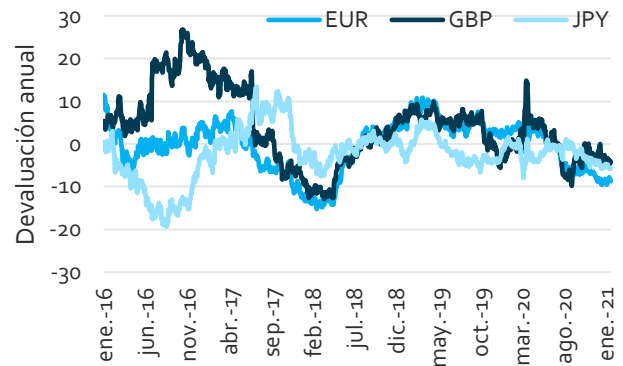
Emitir en otras monedas puede implicar costos por la liquidez de los títulos en varios mercados, y mantener varias curvas líquidas significa ser emisor frecuente en cada mercado, lo que puede no ser eficiente en primera instancia. Sin embargo, vale la pena

Gráfico 4. Tasas bonos de países desarrollados a 10 años



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 5. Devaluación de divisas de países/regiones desarrollados frente al dólar estadounidense



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

señalar que, ante el deterioro fiscal, es previsible que los inversionistas conservadores que apostaban por Colombia no lo puedan seguir haciendo y se deban atraer inversiones estructurales de nuevos agentes, lo que justifica el mayor costo de emisión en otras divisas.

➤ **Conclusiones**

Frente al mayor déficit a financiar en 2021, serán necesarias mayores emisiones de deuda. Frente a la presión para el mercado doméstico, resulta crucial la estrategia de financiamiento externo.

Las recientes operaciones de manejo de deuda externa han sido oportunas y han empleado varias herramientas para financiar el déficit generado por la crisis del COVID-19. Sin embargo, consideramos que es necesario que no sólo se continúe alargando el perfil de vencimientos de deuda del país, sino que se ofrezcan alternativas como bonos monedas diferentes al dólar estadounidense.

Esta estrategia puede generar resultados positivos principalmente por dos razones: i) menores tasas de interés comparado con emisiones en dólares y ii) la depreciación del peso en menor proporción respecto a otras monedas

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juan.pardo@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@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.