

Informe Especial: El mercado de deuda pública y acciones de política monetaria

Son necesarias más medidas del BanRep

José Ignacio López

Director Ejecutivo de

Investigaciones Económicas

+57 1 353 8787 ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

+57 1 353 8787 ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista de Investigaciones

Económicas

(+57) 1 353 8787 ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

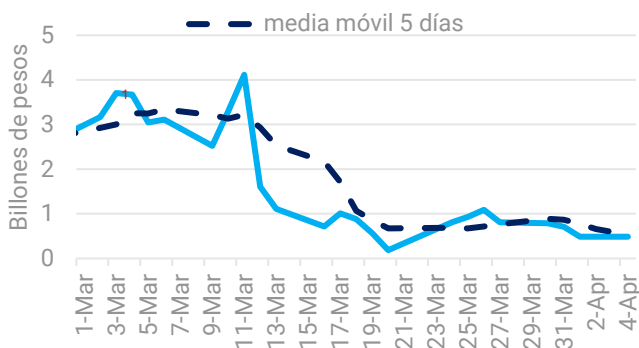
- Las medidas tomadas hasta ahora por el BanRep van en la dirección correcta, pero resultan insuficientes debido a la magnitud del choque y la nueva realidad de los mercados.
- Preocupa la dinámica del mercado de títulos de deuda pública TES, con bajos volúmenes de negociación, baja liquidez, problemas en la formación de precios y tasas de mediano y largo plazo al alza.
- Una mala formación de precios en el mercado de TES afecta negativamente los precios de los productos financieros. Por su parte, un aumento en las tasas de largo plazo encarece el crédito al sector real.
- La tasa de interés real de política en Colombia es superior a la de países similares, lo que sugiere que hay espacio para reducciones adicionales de tasas.
- La compra de títulos de deuda privada se ha restringido a papeles con vencimiento menores a 3 años (21% del total de deuda emitida) y ha sido sesgada hacia títulos con calificación AAA (96% la proporción comprada por BanRep vs 80% la fracción de estos papeles)
- Consideramos que la autoridad monetaria debe tomar medidas adicionales como: 1) recorte adicionales de tasas a niveles de 3%, 2) aumentar los montos de compra de títulos, en particular de TES, y relajar los criterios de títulos admisibles incluyendo papeles con vencimientos mayores a 3 años y titularizaciones, 3) ampliar los plazos de las líneas de liquidez de corto plazo, 4) reducir el encaje bancario, 5) buscar una comunicación efectiva que muestre la voluntad de ofrecer condiciones monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario (*forward guidance*), 6) diseñar nuevas herramientas como facilidades de crédito a entidades financieras para préstamos a bajo costo para personas y micro, pequeñas y medianas empresas, como lo viene haciendo el Banco Central de Chile, 7) aplicar a la línea de FIMA creada por la Reserva Federal para recibir dólares usando como colateral los títulos del tesoro de Estados Unidos de las reservas internacionales y extender la línea de crédito flexible con el FMI.

› Introducción

En las últimas semanas el Banco de la República ha tomado medidas importantes para enfrentar la difícil coyuntura económica por la cual atraviesa el país. El 16 de marzo, 10 días después del primer caso de coronavirus en nuestro país, la autoridad monetaria amplió los cupos de liquidez a los acceden los establecimientos de crédito, para dos días después aumentar nuevamente los cupos de liquidez, ampliar el acceso de dichos cupos a otras entidades financieras y hacer operaciones de venta de dólares a futuro. La medida más decidida y novedosa por parte de la autoridad monetaria llegó el 23 de marzo cuando después de una reunión extraordinaria el BanRep anunció la compra de títulos de deuda pública y privada, aumentando de forma permanente la liquidez del

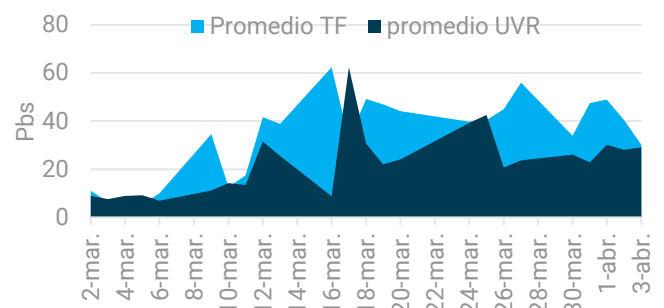
sistema En la sesión ordinaria de la junta del 27 de marzo el BanRep tomó medidas adicionales de liquidez y decidió reducir la tasa de política monetaria a 3,75% del anterior 4,25%. Todas estas medidas van en la dirección correcta, pero resultan insuficientes debido a la magnitud del choque y la nueva realidad de los mercados. Preocupa de manera importante la dinámica del mercado de títulos de deuda pública TES en días recientes. Los volúmenes de negociación han caído de forma importante, mientras la diferencia entre los precios de compra y venta (el *bid-offer spread*) se han ampliado, sugiriendo que hay problemas de liquidez en el mercado. Adicionalmente, a pesar de las compras de TES por parte del BanRep, las tasas de los títulos de mayor plazo han venido aumentando, con lo cual la curva de rendimientos se ha empinado. En otras palabras, a pesar de la reducción de las tasas de interés de corto plazo y la inyección permanente de liquidez, las tasas de largo plazo han venido en aumento, lo cual presiona al alza las tasas de interés de crédito de largo plazo. Los títulos de deuda pública son el mercado referente para determinar el precio del resto de activos financieros de renta fija, como los bonos de deuda privada y las tasas de colocación de largo plazo de los establecimientos de crédito. El bajo volumen y una pérdida de liquidez en ese mercado distorsiona los precios de los otros productos financieros. Esto sumado a que parte de la liquidez adicional del sistema está volviendo al BanRep en las subastas de contracción, sugiere que la autoridad monetaria debería tomar medidas adicionales para que las entidades financieras perciban la inyección de liquidez como un fenómeno más permanente y pensar en herramientas como un relajamiento de las condiciones de los títulos admisibles en los repos de expansión, un aumento de los montos de compra de títulos, en particular de TES, reducción del encaje bancario, recortes adicionales de tasas, y un lenguaje asertivo que muestra la voluntad de ofrecer condiciones monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario (*forward guidance*). El BanRep debería estudiar este paquete de medidas y buscar mecanismos como el implementado por otras autoridades monetarias como el Banco Central Europeo o el Banco de Chile, donde los establecimientos de crédito acceden a líneas preferenciales de liquidez condicional a colocaciones de crédito para pequeñas y medianas empresas.

Gráfico 1. Volumen negociación SEN+MEC -



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 2. Bid/ Offer – Spread Deuda Pública



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Durante el mes de marzo (ver cronograma de eventos, Tabla 1), los montos negociados de deuda pública se han reducido de manera significativa (Gráfico 1). A pesar de las intervenciones del BanRep para inyectar liquidez el monto sigue bajo. Adicionalmente, el *spread bid– offer* de negociación, que es una señal de liquidez y eficiencia en cualquier mercado financiero, se ha ampliado tanto para los títulos a tasa fija como a los indexados a UVR (Gráfico 2). Los TES tasa fija (TF) con vencimientos en 2025, 2026 y 2027 han sido los más afectados, con un mayor aumento de este *spread*.

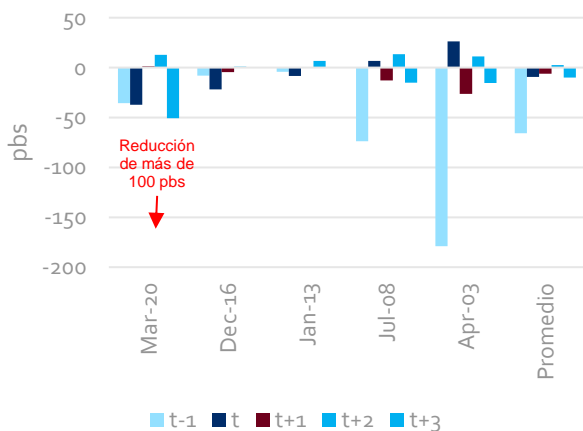
Tabla 1. Eventos recientes que han afectado el mercado de deuda

Indicador	Fecha	Evento
1	6 marzo	Primer caso de COVID19 en Colombia
2	16 marzo	Banco de la República amplía el cupo de los repos con títulos de deuda privada
3	17 marzo	Suspensión de subastas- medidas de Dirección Crédito Público para apoyar mercado de deuda
4	18 marzo	Banco de la República refuerza medidas para asegurar la liquidez de la economía en pesos y dólares
5	20 marzo	Inicio medidas de confinamiento: Simulacro cuarentena y posterior cuarentena obligatoria
6	23 marzo	Banco de la República inyecta liquidez permanente a la economía realizando compras de títulos de deuda pública y privada
7	27 marzo	La JDBR adoptó medidas adicionales en materia de liquidez y de manera unánime recortó en medio punto porcentual su tasa de interés de intervención a 3,75%
8	31 marzo	Reinicio subastas TES

Mientras los títulos de corto plazo han bajado más de 100 pbs, los títulos de 5 años han vuelto a niveles anteriores a la reducción de tasas del BanRep

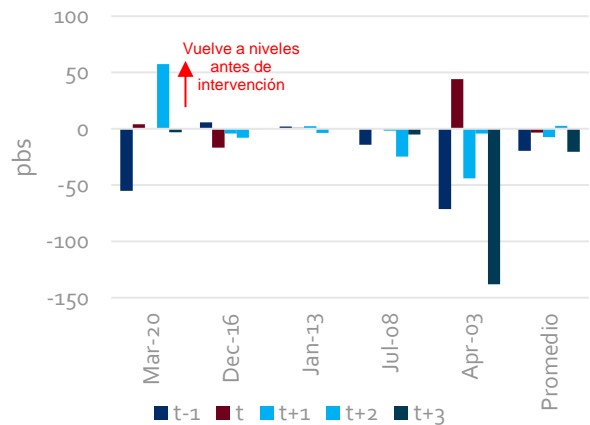
La reducción de tasas de política por parte del BanRep se ha reflejado en mayor medida en títulos de corto plazo (Gráfico 3), pero los bonos de mayor duración se han visto afectados por el incremento de prima de riesgo país (Gráfico 4).

Gráfico 3. Cambio diario bono tasa fija plazo 6 meses con reducción de tasas del BanRep



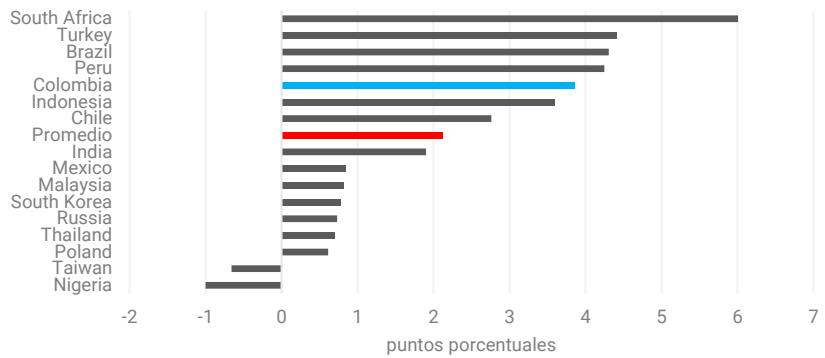
t, fecha de movimiento de BanRep. Cada incremento equivale a un día hábil.
Fuente: BanRep, Precia, Cálculos Corficolombiana

Gráfico 4. Cambio diario bono tasa fija cero-cupón plazo 5 años con reducción de tasas del BanRep



t, fecha de movimiento de BanRep. Cada incremento equivale a un día hábil.
Fuente: BanRep, Precia, Cálculos Corficolombiana

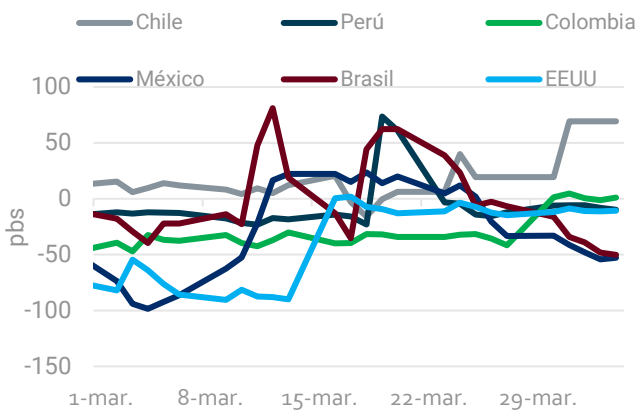
Gráfico 5. Empinamiento entre tasa política monetaria y tasas de bonos plazo 10 años



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

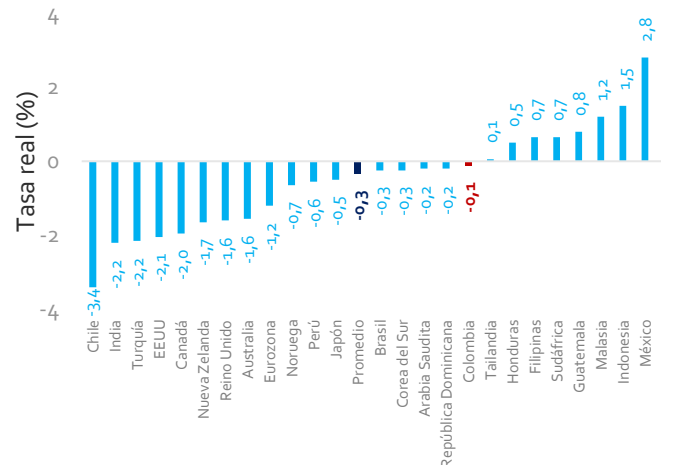
El aumento de la prima de riesgo de Colombia se explica por una mayor aversión de los inversionistas, común a todos los activos de riesgo, y la caída en los precios internacionales de petróleo que en buena parte explica la rebaja de calificación soberana por parte de *Fitch Ratings* y la perspectiva negativa en la calificación de *Standard and Poor's*. La reducción de las tasas de corto plazo y el aumento de las tasas de bonos de mayor duración, se refleja en un empinamiento de la curva de rendimientos – la diferencia entre dichas tasas. En la coyuntura actual, el empinamiento de títulos locales de la mayoría de países ha venido en aumento, como resultado de la alta incertidumbre económica. A pesar de que el empinamiento de las curvas ha sido generalizado en diferentes países, Colombia es actualmente el quinto país con mayor empinamiento (Gráfico 5), lo que muestra que las medidas tomadas hasta ahora por el BaRrep han tenido un efecto limitado en reducir las tasas de mayor plazo.

Gráfico 6. Brecha tasas de política monetaria y tasas de bonos plazo 1 año



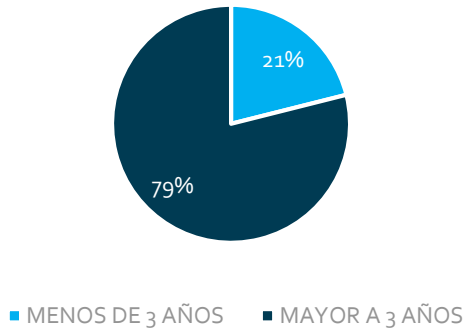
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 7. Tasa de interés de política monetaria en términos reales



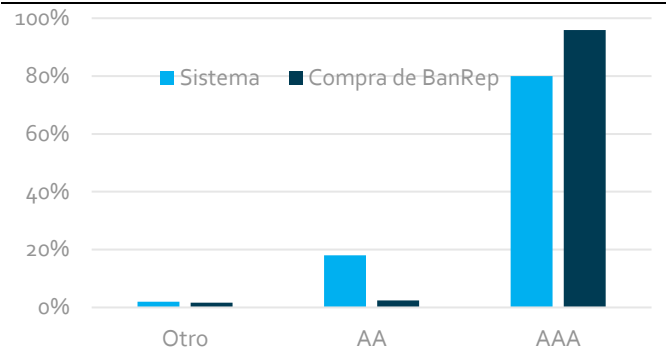
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 8. Vencimientos de deuda corporativa por plazos



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 9. Distribución de vencimientos de deuda privada por calificación crediticia



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

› Intervención de bancos centrales

Las reducciones de tipos de interés se han transmitido de manera divergente entre países. La brecha entre los tipos de interés de política monetaria y la tasa de los bonos a 1 año se ha ampliado en Chile, Brasil y México, mientras en Colombia y Perú se mantiene en un nivel cercano a cero (Gráfico 6).

Las tasas de interés de política monetaria en términos reales en la mayoría de países se ubican en terreno negativo (Gráfico 7). Colombia, exhibe una tasa de interés real ligeramente negativa, superior a la de otras economías de la región.

Durante el mes anterior, el BanRep tomó un número importante de medidas enfocadas en garantizar la liquidez del mercado financiero. Estas intervenciones fueron bien recibidas por los mercados, pero vemos un espacio importante para ajustarlas, buscando mitigar los problemas de volumen y liquidez antes mencionados. Algunos ajustes a las decisiones ya tomadas incluyen:

1. Las compras del BanRep podrían incluir títulos de mayor plazo: El 79% de los vencimientos de deuda corporativa está en títulos con plazo mayor a 3 años (Gráfico 8). La autoridad monetaria restringió las compras de deuda privada a títulos con un vencimiento inferior a 3 años. Por las ofertas presentadas en las operaciones del mes de marzo (Tabla 2) y la operatividad de los mercados, se percibe la necesidad de incrementar cupos hacia títulos con otras calificaciones crediticias e incluir las titularizaciones. Para los títulos con calificación crediticia A, se presentó una sobredemanda de 9,8 veces el monto aprobado en las operaciones de compra.

- El canal de transmisión de política monetaria no está funcionado de manera usual (Gráfico 10). A pesar de la inyección de liquidez por parte del BanRep, se observa una baja demanda de repos de expansión a 1 día, que contrasta con el incremento del uso de repos de contracción, con un uso promedio de 4 billones de pesos. Esto sugiere que algunas entidades financieras previeron optar por un *carry* negativo (una tasa de inversión de recursos inferior al costo de uso de los mismos), lo que sugiere que el BanRep debe hacer más explícito su mandato de mantener niveles amplios de liquidez por un período prolongado y a menores tasas.

Tabla 2. Resumen compras deuda privada BanRep durante el mes de marzo 2020

Calificación	Monto presentado	Monto aprobado	Sobredemanda (veces)
A	226	23	9,8
AA	316	146	2,2
AAA	12754	5140	2,5

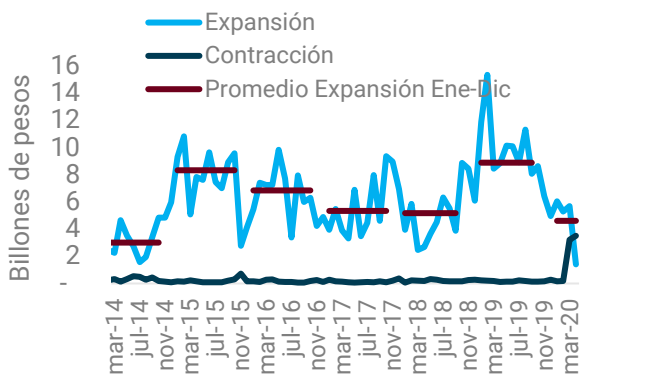
Fuente: BanRep

- Con la amplitud entre las tasas de captación y tasa de intervención, se evidencia una deficiencia en canal de crédito. Particularmente, la DTF (tasa a la que está un porcentaje importante de cartera comercial) no ha incorporado la reducción de tasas del BanRep y por el contrario dicho *spread* se ha incrementado a niveles del 2017 (Gráfico 11).

› *Medidas sugeridas para mejorar las condiciones de liquidez*

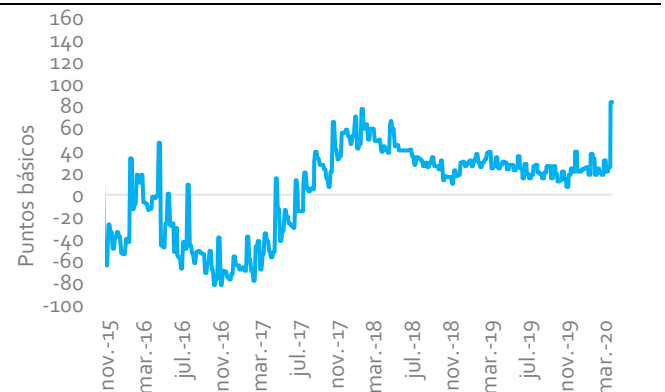
Consideramos que el banco central debe profundizar las medidas adoptadas hasta ahora para promover el mejoramiento de las condiciones de liquidez en el mercado de deuda y en el sistema de pagos, y además adoptar medidas adicionales, como las que han adoptado los bancos centrales de algunos países.

Gráfico 10. Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 11. Diferencias tasa de captación DTF y Repo



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

En primer lugar, la autoridad monetaria tiene espacio para seguir recortando su tasa de interés de referencia: i) la inflación y las expectativas de inflación se mantienen ancladas dentro del rango meta; y ii) la tasa de interés real *expost* (descontando la inflación observada) se ubica actualmente en -0,11%, por encima del promedio de -0,34% de países en donde el banco central utiliza la tasa de interés como principal herramienta de política monetaria (Gráfico 7). Esta medida incentivaría a las entidades financieras a trasladar el dinero que tienen hacia la economía en vez de depositarlo mediante operaciones de contracción con BanRep, como ha venido sucediendo en las últimas semanas. En este sentido, esperamos que el ciclo de recortes de la tasa repo nominal continúe en los próximos meses, de manera que disminuiría del 3,75% actual a niveles mínimos históricos de 3% o incluso inferiores.

Una segunda medida que puede adoptar BanRep consiste en profundizar el programa de compras permanentes de títulos de deuda tanto privada como pública. La primera fase de este mecanismo fue por un monto de 12 billones de pesos (10 billones en deuda privada y 2 billones en TES) contribuyó a aliviar parcialmente la presión sobre el mercado de deuda. Sin embargo, los TES de mediano y largo plazo siguen registrando bajos volúmenes de negociación, por lo cual sugerimos extender este programa por el tiempo que sea necesario, hasta que haya señales de normalización en las condiciones de liquidez de los títulos de deuda pública y privada. Un anuncio de compras de TES no inferior a 10 billones en abril y de ser necesario un monto similar en mayo, que incluya títulos de largo plazo, sería muy importante para ayudar a restaurar la confianza y la dinámica de precios en el mercado de deuda pública.

En tercer lugar, y según mencionamos en la sección anterior, sugerimos que las operaciones de liquidez de corto plazo (mediante ventanillas de expansión y contracción) permitan que las entidades financieras entreguen como garantía títulos de deuda privada de plazos superiores a tres años y, además, titularizaciones. El uso de estas operaciones por parte de los agentes del mercado evidencia que la aversión al riesgo sigue siendo muy alta, al punto que están prefiriendo depositar los recursos en BanRep (operaciones de contracción). Además, la mayor parte de la deuda corporativa en poder de los agentes financieros tiene plazos mayores a tres años, de manera que permitir el uso de estos instrumentos para las operaciones de corto plazo con BanRep aliviará de forma importante la liquidez del mercado.

En cuarto lugar, BanRep podría reforzar las expectativas del mercado de que mantendrá laxas las condiciones de liquidez por el tiempo que sea necesario. Esta guía sobre el futuro de la política monetaria (*forward guidance*) ha sido un mecanismo implementado con éxito por la Reserva Federal en EEUU durante la última década y permite que los inversionistas tengan certeza de que las condiciones de liquidez seguirán amplias por más tiempo, lo cual se traduce en reducciones de las tasas de interés de largo plazo.

Por otra parte, es importante adaptar a la coyuntura las disposiciones que venía adoptando el regulador (Superfinanciera), especialmente en lo relacionado con el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN). Esta normatividad incentiva que las

entidades financieras se fondeen a plazos más largos, lo que encarece dichos recursos. En estos momentos y en línea con las directrices del Comité de Basilea para aliviar el impacto del COVID-19, se debería considerar suspender temporalmente el reporte de dicho indicador.

Se pueden considerar medidas como la reducción de encajes para liberar los recursos de establecimientos de crédito, tal y como sucede en China.

Destacamos la creación de la facilidad de crédito para autoridades monetarias extranjeras (FIMA) por parte de la Reserva Federal como un instrumento que podría ganar protagonismo próximamente. Estas operaciones permitirían al Banco de la República recibir dólares de manera rápida y eficiente. Las operaciones tomarían como colateral las tenencias de tesoros por parte de BanRep (a febrero representaban 58,3% de las reservas internacionales), y proveerían dólares con un vencimiento de 6 meses a una tasa 25 pbs por encima de la tasa sobre el exceso de reservas (actualmente en 0,1%). Adicionalmente es importante que la autoridad monetaria renueve la línea de crédito flexible con el FMI.

Facilidades de recursos condicionadas al aumento de colocaciones al sector real

Una alternativa interesante y novedosa que permitiría agilizar la transmisión de las medidas de flexibilización monetaria consiste en que BanRep otorgue una facilidad de crédito a entidades financieras condicionada a que aumenten los préstamos a bajo costo para personas y micro, pequeñas y medianas empresas. Un ejemplo de este mecanismo es la Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC) implementada por el Banco Central de Chile (BCCh) hace pocas semanas.

La FCIC estará vigente durante seis meses y otorgará créditos especiales a los bancos comerciales a plazos de hasta cuatro años. Inicialmente, los préstamos serán por un monto equivalente al 3% de la cartera comercial y de consumo que cada banco tenía al cierre de febrero de 2020 (cartera base). El monto de los préstamos aumentará proporcionalmente al incremento de las colocaciones de cada institución, con respecto a su cartera base y, además, dicho factor de ampliación será mayor para las colocaciones de menor tamaño. Por estos préstamos, los bancos pagarán la tasa de interés de referencia vigente.

El BCCh complementó el anterior mecanismo con una Línea de Crédito de Liquidez (LCL) que funciona de forma similar a la FCIC, pero tiene como límite el encaje promedio de cada entidad bancaria. La LCL estará disponible por 6 meses y permitirá acceder a préstamos a un plazo de hasta 2 años.

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

Nicolás Galvez

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@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.