

INFORME DE RENTA FIJA

Cuentas del primer trimestre 2019

- El plan financiero 2019 señala que el monto de subastas de TES este año ascendería a 27 billones de pesos, valor inferior al proyectado en el MFMP de 2018. No obstante, la operación de canje realizada en marzo reduce las amortizaciones de deuda interna y genera menos presión de emisiones en el mercado primario.
- La flexibilización del ajuste permitido por la Regla Fiscal avalada por el Comité Consultivo, genera necesidades de financiamiento adicional por cerca de 3 billones de pesos en 2019.
- El contraste del menor pago de intereses en el 2019 por la operación de canje y la necesidad de financiar el mayor déficit permitido para este año, nos lleva a estimar que el Gobierno Nacional no modificaría por ahora el monto de subastas para el 2019. En efecto, tanto las tasas de interés como las primas de riesgo país están en niveles bajos que favorecen continuar con el programa de emisiones previsto para este año.
- El recaudo tributario aumentó de forma importante en 1T19, en medio de un entorno de menor ejecución del gasto, lo cual sugiere que no habría necesidades adicionales de endeudamiento para el Gobierno este año.
- Para lo que resta de abril y el mes de mayo esperamos correcciones alcistas en los rendimientos de los títulos tasa fija, dada la expectativa de leves presiones de inflación y el posible pronunciamiento de agencias calificadoras. Estimamos que la tasa del TES 2024 de referencia se ubique de nuevo en niveles cercanos al 6.0% para el cierre de abril.

RECOMPOSICIÓN DEL PLAN FINANCIERO (PÁG 2)

La disponibilidad final en pesos del Gobierno debería aumentar en línea con el año 2018, para anticiparse al flujo de vencimientos del 2020, en un entorno más volátil por un menor desempeño de la economía global y ante el cambio de ciclo de la política monetaria local.

A PASO LENTO PERO SEGURO (PÁG 4)

El crecimiento del recaudo tributario se aceleró en 1T19, sin embargo, el ritmo de ejecución presupuestal es similar al año 2018 –año de elecciones presidenciales– lo que conduce a un incremento en el saldo de recursos de la Dirección del Tesoro Nacional hasta máximos históricos y genera presiones sobre la liquidez del sistema.

EL MERCADO DE RENTA FIJA EN CIFRAS (PÁG 6)

OTROS TEMAS QUE LE PUEDEN INTERESAR DEL MERCADO DE DEUDA (PÁG 11).

El (los) analista(s) certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación. Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

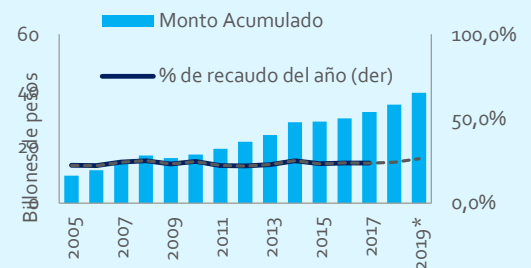
27 billones

SUBASTAS DE TES PROGRAMADAS PARA 2019

Usos	Plan Financiero 2019	Estimación cambios con canje y regla fiscal
Déficit	24.9	27.9
Amortizaciones Internas	19.2	13.2
Disponibilidad Final en pesos	17.9	21.1
Total usos	84.6	84.6

Fuente: Cálculos Corficolombiana

RECAUDO TRIBUTARIO ACUMULADO A MARZO DE CADA AÑO



Investigaciones Económicas
Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Ana Vera Nieto
Especialista Renta Fija
(+57-1) 3538787 ext 6138
ana.vera@corficolombiana.com

Julio César Romero
Economista Jefe
(+57-1) 3538787 ext 6105
julio.romero@corficolombiana.com

Jose Ignacio López
Director Ejecutivo de Investigaciones económicas
(+57-1) 3538787 ext 6165
jose.lopez@corficolombiana.com

Recomposición del Plan Financiero

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext.6138

ana.vera@corficolombiana.com

- No esperamos cambios en el monto de subastas de TES para 2019, pues la expectativa de mayor incertidumbre para el próximo año motivaría al Gobierno a aprovechar las condiciones favorables actuales para financiarse de manera prudente, dado el apetito por deuda soberana de Colombia en el mercado local e internacional. En este sentido, creemos que se daría una recomposición de los usos en el Plan Financiero, particularmente un ajuste de la disponibilidad final en pesos para anticiparse a los importantes vencimientos en 2020.

Tabla 1. Estimación Fuentes y Usos Plan Financiero 2019 - con operación canje marzo 2019 y ajuste regla fiscal

Fuentes	Plan Financiero 2019	Cambio estimado con canje y actualización Regla Fiscal	Usos	MFMP2018	Plan Financiero	Cambio estimado con canje y actualización Regla Fiscal
Fuentes	84.6	84.6	Usos	84.6	84.6	84.6
Desembolsos	53.2		Déficit	24.9	24.9	27.9
Externos	12.7		Intereses externos	7.4	8.0	
Bonos	6.3		Intereses internos	22.7	22.9	
Multilaterales	6.4		Gastos en dólares	1.7	1.4	
Internos	40.5		Amortizaciones	35.5	26.9	
TES (Subastas)	27	No esperamos cambios	Externas	10.4	7.7	
TES UVR de largo plazo			Internas	25.1	19.3	13.2
TES (entidades públicas)	5.6		Pago de obligaciones	3.9		
Pago de obligaciones	7.9		Deuda flotante	3.9	-	
Otros	0		FEPC		3.8	
Utilidades BanRep	2		Bonos Pensionales		3.8	
Ajustes por causación	1.98		Sentencias		0.3	
Operaciones de tesorería	-		Operaciones de tesorería	1.4	4.4	
Disponibilidad inicial	27		Disponibilidad final	14.3	20.5	
En dólares	10.4		En dólares	2.3	2.5	
En pesos	16.7		En pesos	12	18.0	21.1

Fuente: Ministerio de Hacienda

Operación de canje

Se vienen dando buen resultado de las subastas de TES UVR frente a una menor demanda en subastas de Tasa fija

El Gobierno Nacional logró realizar una operación de manejo de deuda en el mes de marzo, que logró aliviar pagos en el 2019 por un monto cercano a 6 billones de pesos (ver “Operación de Canje: Ajuste de caja no de perfil de deuda” en [Informe Especial – Marzo 20 de 2019](#)). El alivio para la caja del Gobierno se refleja en el uso de recursos concebidos vía el menor pago de amortizaciones internas, que pasarían a 13.2 billones, desde los 19.3 estipulados inicialmente en el Plan Financiero (Tabla 1). Una situación similar se presentó en octubre del año 2018, cuando se realizó una operación de canje con los títulos que vencían en octubre y noviembre 2018.

No obstante, el entorno actual es diferente al de 2018, principalmente porque se conocen los recursos adicionales de la Ley de Financiamiento que contribuirán a financiar el Presupuesto General de la Nación. Además, las subastas muestran un buen ritmo en las referencias en UVR (Gráfico 1) y el costo de financiamiento ha disminuido, a pesar de que las subastas en tasa fija no han tenido una demanda tan alta (Gráfico 2).

Ante un escenario retador para el Gobierno, **creemos que por ahora no es prudente cambiar el monto de subastas de 2019**, máxime cuando persiste la incertidumbre sobre el ajuste fiscal del Gobierno a partir de 2020, tras la flexibilización de las metas que aprobó recientemente el Comité Consultivo de la Regla Fiscal.

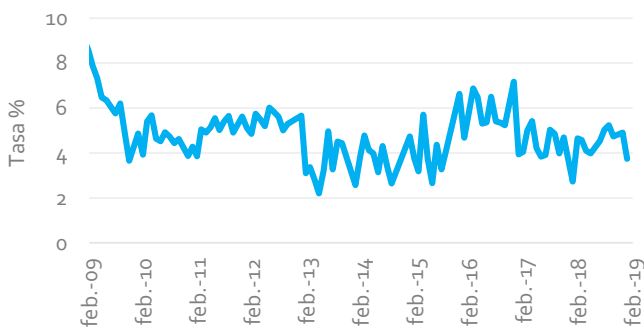
Cambio por flexibilización de regla fiscal

De acuerdo con el acta del Comité Consultivo de Regla Fiscal (CCRF) de marzo 29 de 2019, el costo asociado a la migración venezolana cercano a 5 billones de pesos, implica que descontando el ahorro asociado al ciclo petrolero, se dé un gasto adicional sobre las cuentas del Gobierno, que para 2019 conlleva un déficit mayor en 3 billones de pesos frente a lo establecido en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (ver “ Efecto Fiscal de la Migración Venezolana” en [Informe Semanal – Abril 1 2019](#)). Esto implica que el déficit a financiar este año asciende a 27.9 billones de pesos, frente a los 24.9 que establecía el Plan Financiero.

La necesidad de financiamiento adicional está cubierta por el ahorro de caja generado con el canje de deuda, por cerca de 6 billones de pesos. De esta forma, si se mantiene el balance entre fuentes y usos del Plan Financiero del 2019 y no se modifican las subastas programadas de TES, habría un excedente de caja al finalizar el año.

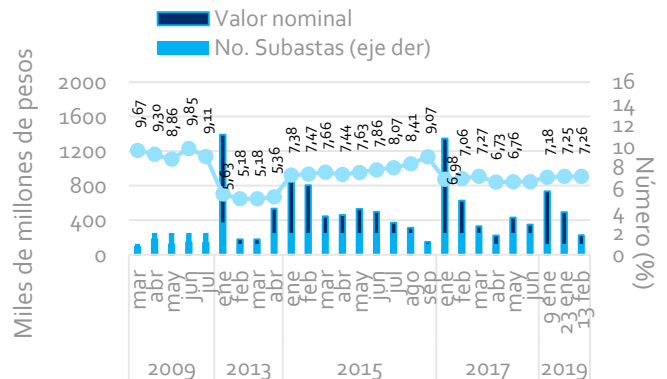
Bajo este contexto, creemos prudente que el excedente de caja se aproveche para provisionar recursos de cara a un 2020 retador (ver “Más allá del 2019” en [Informe Semanal – Abril 8 de 2019](#)), en el cual hay vencimientos locales y externos importantes y además se vence la línea de crédito flexible con el FMI que exige que el país tenga herramientas que evidencien sostenibilidad de la deuda ante vulnerabilidades externas.

Gráfico 1. Colocaciones de títulos TES B en UVR por subasta - Tasa promedio de corte



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 2. Colocaciones de títulos TES B en PESOS con vida media mayor a 15 años por subasta

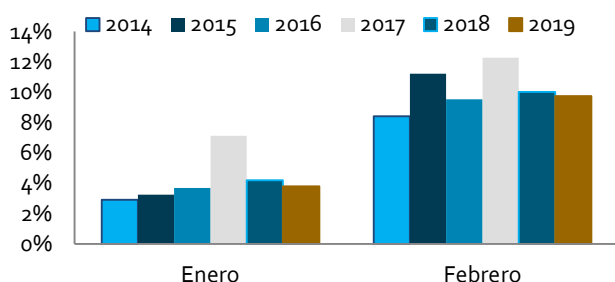


Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

A PASO LENTO PERO SEGURO

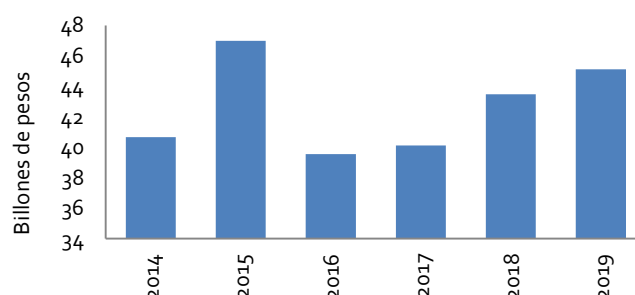
Los años con elecciones presidenciales y parlamentarias, como el 2018, se caracterizan por la menor ejecución presupuestal, dada la ley de garantías previa a la jornada electoral. Por lo general, el año siguiente aumenta la ejecución del presupuesto. Sin embargo, en 2019 el ritmo de ejecución presupuestal del Gobierno Central viene a un ritmo pausado, similar al 2018 (Gráfico 3), en línea con una programación de giros para pagos del presupuesto menor a otros años post-electorales (Gráfico 4).

Gráfico 3. Ejecución presupuestal total del GNC. Pagos/Apropiaciones



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 4. Programación Giros año corrido a abril Ministerio de Hacienda ajustado por inflación

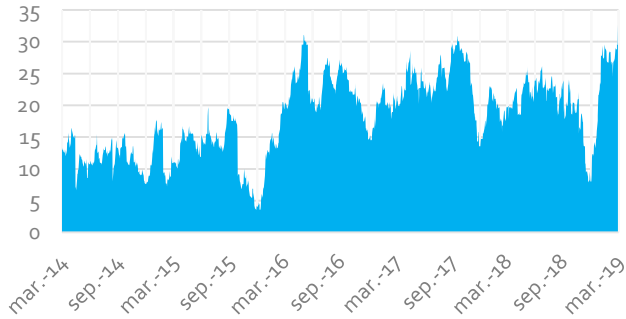


Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Este comportamiento contrasta con el saldo de disponibilidades del Tesoro Nacional en BanRep, el cual se ubica en niveles máximos históricos de 32 billones de pesos (Gráfico 5). Parte del incremento en este saldo obedece al mayor recaudo de la DIAN, que, según las cifras al mes de marzo, va en 38.3 billones de pesos, un 9% por encima del mismo periodo de 2018 y representando cerca de un 25% del recaudo esperado para 2019, según las cuentas del plan financiero, muy en línea con el recaudo acumulado en años anteriores donde no se había aprobado la ley de financiamiento y las metas del gobierno no eran tan ambiciosas, lo que sugiere que se pueda alcanzar la meta por mejor ejecución de la DIAN (Gráfico 6).

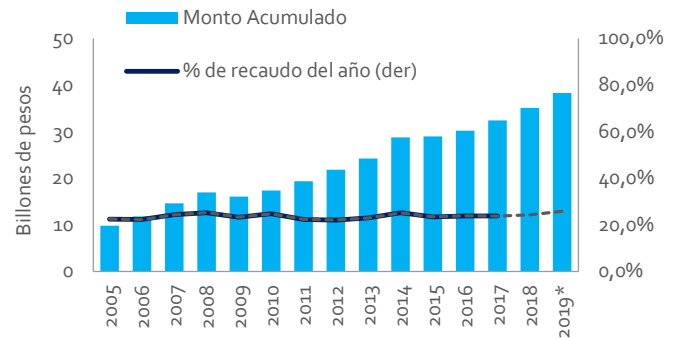
La dinámica de la ejecución, el recaudo tributario, y el saldo del Tesoro Nacional en BanRep nos permite inferir que el **Gobierno está siendo cauteloso con sus cuentas –lo cual nos parece positivo– y si bien se materializó la flexibilización del ajuste fiscal por el gasto asociado a la migración venezolana, pareciera que se espera que el crecimiento económico y los mayores precios del petróleo contribuyan a aliviar las cuentas fiscales.** Como hemos manifestado anteriormente, ante las dudas de donde saldrán los recursos faltantes para financiar el presupuesto (Ver "Plan financiero 2019: cada año trae su afán en [Informe renta fija – Febrero 2019](#)), creemos que con la publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2019 se podrá aclarar la estrategia de ajuste fiscal para años posteriores al 2019, un tema sobre el que las agencias calificadoras tienen centrada su atención, por lo pronto evidenciamos que el gobierno está yendo a paso lento mientras se aprueban temas cruciales del Plan Nacional de Desarrollo y logra cuadrar las cuentas .

Gráfico 5. Saldo Disponibilidades DTN en BanRep



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 6. Recaudo tributario acumulado a marzo de cada año



Fuente: DIAN, cálculos Corficolombiana

*Porcentaje estimado con base en total esperado en plan financiero 2019

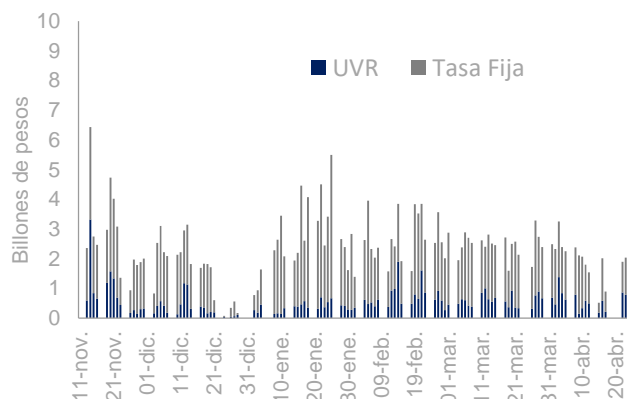
MERCADO DE RENTA FIJA EN CIFRAS

DEUDA PÚBLICA LOCAL

Títulos de Deuda Interna (TES)

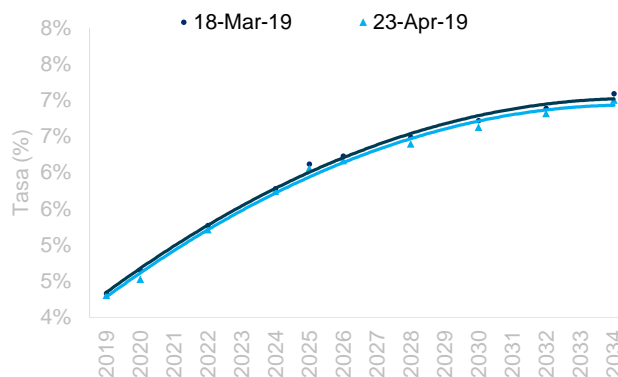
- En el último mes, el mercado de deuda pública incorporó el resultado de la inflación del mes de marzo (ver "Aumento regulado" en [Informe de Inflación – Abril 16 de 2019](#)) y se dieron valorizaciones significativas en los títulos UVR, mientras que la mayoría de referencias en tasa fija corrigieron parte de las ganancias del mes de marzo. Las tasas de los TES en pesos de referencias entre 2024 y 2030 en promedio subieron 6 pbs, mientras que los TES UVR disminuyeron 8 pbs frente al 22 de marzo del 2019.

Monto diario de negociación por tipo de título



Fuente: Banco de la República, BVC

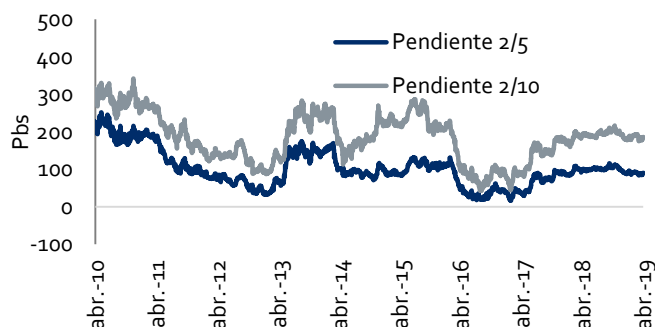
Curva de rendimientos TES tasa fija



Fuente: Bloomberg

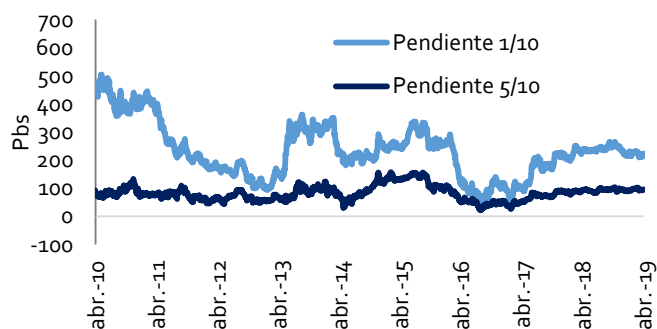
- La pendiente entre 1 y 10 años de la curva de rendimientos, en medio del comportamiento mixto observado a lo largo del último mes, aumentó y se ubicó en 223 pbs (216.35 pbs en marzo), así mismo la pendiente entre 5 y 10 años de la curva de rendimientos se ubicó en 95.65 pbs al cierre del informe (91.64 pbs en marzo).

Evolución histórica de la pendiente de la curva de TES Cero Cupón



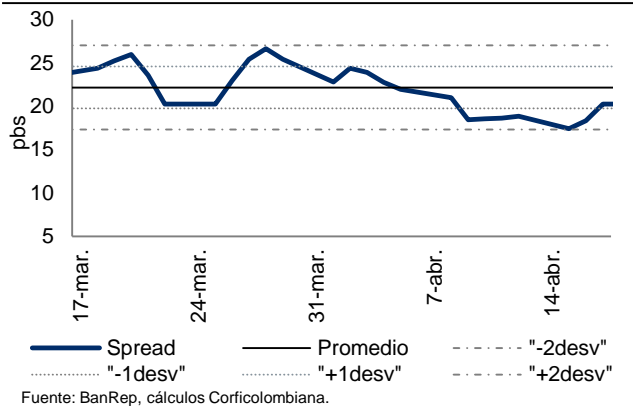
Fuente: Infovalmer.

Evolución histórica de la pendiente de la curva de TES Cero Cupón

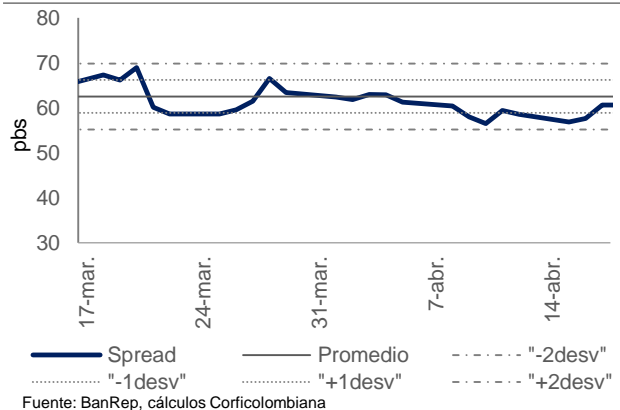


Fuente: Infovalmer.

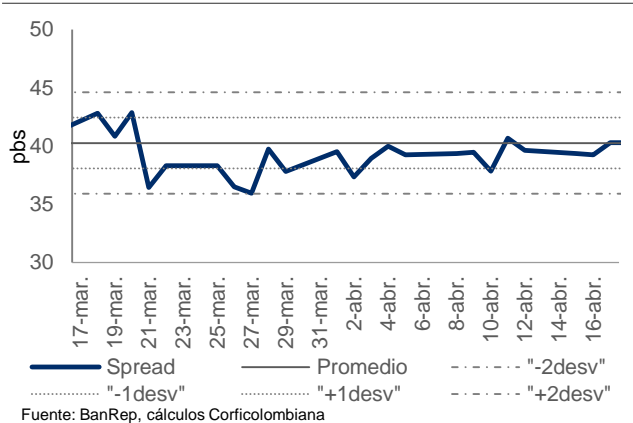
Spread Abr-28 y Ago-26 (Promedio 3 meses)



Spread Abr-28 y Jul-24 (Promedio 3 meses)



Spread Ago-26 y Jul-24 (Promedio 3 meses)



Cifras de deuda pública interna

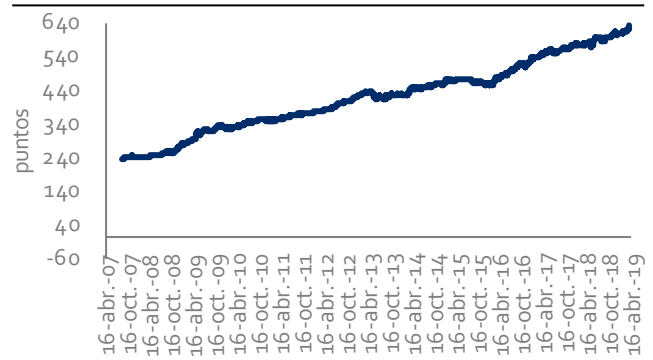
Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa		Precio	
				22-Mar-19	22-Apr-19	22-Mar-19	22-Apr-19
TES Tasa Fija							
TFIT06110919	7.00%	11-Sep-19	0.45	4.29%	4.31%	101.19	100.98
TFIT15240720	11.00%	24-Jul-20	1.19	4.63%	4.53%	108.04	107.67
TFIT10040522	7.00%	4-May-22	2.62	5.27%	5.21%	104.84	104.89
TFIT16240724	10.00%	24-Jul-24	4.02	5.71%	5.75%	119.24	118.79
TFIT08261125	6.25%	26-Nov-25	5.25	6.00%	6.06%	101.30	100.99
TFIT15260826	7.50%	26-Aug-26	5.47	6.11%	6.17%	108.08	107.62
TFIT16280428	6.00%	28-Apr-28	6.47	6.32%	6.39%	97.82	97.41
TFIT16180930	7.75%	18-Sep-30	7.42	6.56%	6.63%	109.34	108.71
TFIT16300632	7.00%	30-Jun-32	8.14	6.73%	6.80%	102.24	101.67
TFIT16181034	7.25%	18-Oct-34	8.95	7.09%	6.89%	101.42	103.31
TES UVR							
TUVT06170419	3.50%	17-Apr-19	0.26	-2.33%	-2.32%	100.54	100.45
TUVT10100321	3.50%	10-Mar-21	1.90	1.90%	1.84%	103.06	103.04
TUVT17230223	4.75%	23-Feb-23	3.58	2.51%	2.32%	108.29	108.82
TUVT11070525	3.50%	7-May-25	5.32	2.78%	2.64%	104.00	104.72
TUVT11170327	3.30%	17-Mar-27	6.94	3.07%	2.97%	101.61	102.29
TUVT20250333	3.00%	25-Mar-33	6.60	3.59%	3.47%	93.64	94.85
TUVT20040435	4.75%	4-Apr-35	11.02	3.62%	3.64%	113.58	113.29
TUVT25022537	4.00%	25-Feb-37	12.80	3.71%	3.69%	100.46	100.77
TUVT17160649	3.50%	16-Jun-49	17.70	3.80%	3.69%	99.12	101.11

Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Índice de Deuda Pública (IDP)

23-abr.-19	628.996
22-abr.-19	629.081
Hace una semana	627.870
Hace un mes	618.545
Hace un año	579.277
Variaciones	
(%) diaria	-0.01%
(%) semanal	0.18%
(%) mensual	1.69%
(%) anual	8.58%
Duración Portafolio	4.70

Índice de Deuda Pública Corficolombiana (IDP)



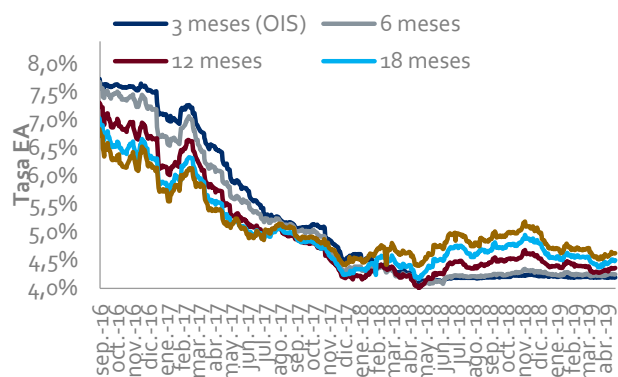
Cambio de canasta IDP (Vigente entre el 15 de abril de 2019 y el 15 de mayo de 2019)

Referencia	Participación	Cupón	Duración
nov.-25	20%	6.25%	5.20
jul.-24	20%	10.00%	3.96
may.-22	15%	7.00%	2.56
feb.-23	13%	4.75%	3.53
ago.-26	13%	7.50%	5.41
abr.-28	11%	6.00%	6.41
jun.-32	8%	7.00%	8.08
Duración modificada total al 15-mar.-19			4.71

TASAS DE INTERÉS

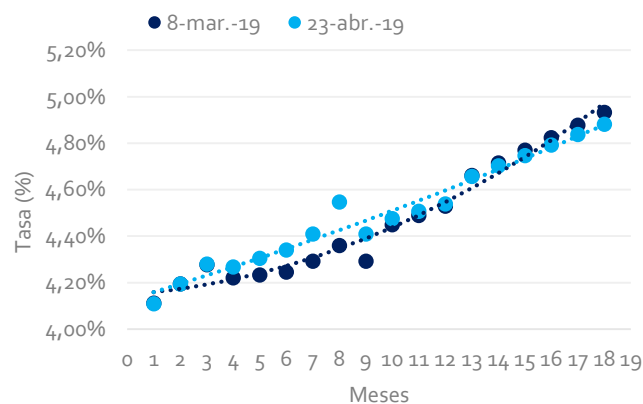
- Durante el último mes se observó una leve tendencia al alza en las tasas del swap de IBR. Las expectativas inferidas a partir de los Swaps de IBR muestran una tasa de referencia de cerca de 4.25% por lo que resta del 2019. En la próxima reunión de BanRep el próximo 26 de abril no se esperan cambios en la tasa de intervención (ver "Se extiende el ciclo monetario" en [Informe Semanal – Abril 22 de 2019](#))

Swaps de IBR - Parte fija



Fuente: Bloomberg (TDCO), cálculos Corficolombiana

Curva de tasas implícitas de los Swaps IBR



Fuente: Bloomberg (TDCO), cálculos Corficolombiana

Tasa IBR overnight implícita en los swaps (Tasas E.A.)

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
23-Apr-18	4.46%	4.32%	3.88%	3.91%	3.98%	4.06%	4.73%
1-Jan-18	4.69%	4.48%	4.74%	4.02%	4.10%	4.08%	4.68%
23-Mar-19	4.25%	4.12%	4.27%	4.27%	4.27%	4.42%	4.64%
1-Jan-19	4.24%	4.11%	4.32%	4.29%	4.40%	4.67%	4.96%
23-Apr-19	4.25%	4.11%	4.28%	4.34%	4.41%	4.54%	4.88%

Cambios (pbs)

Semanal	1	0	-4	5	0	-14	-8
Mensual	0	-1	1	7	14	12	24
Año corrido	1	0	-4	5	0	-14	-8
Anual	-21	-21	40	43	43	48	15

Fuente: Bloomberg (Tradition), cálculos Corficolombiana

DEUDA PÚBLICA EXTERNA

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					22-Mar-19	22-Apr-19	22-Mar-19	22-Apr-19
COLGLB20	11.75%	25-Feb-20	0.84	-21.57	2.73%	2.40%	108.23	108.55
COLGLB21	4.38%	12-Jul-21	2.14	56.89	3.09%	3.03%	102.85	102.97
COLGLB23	2.63%	15-Mar-23	3.71	82.03	3.25%	3.23%	120.99	121.08
COLGLB24	8.13%	21-May-24	4.21	118.78	3.63%	3.61%	97.69	97.76
COLGLB26	4.50%	28-Jan-26	5.65	117.63	3.66%	3.67%	105.08	105.00
COLGLB37	7.38%	18-Sep-37	11.06	220.96	4.94%	4.90%	129.37	129.89
COLGLB41	6.13%	18-Jan-41	12.58	214.02	4.90%	4.86%	116.26	116.95
COLGLB44	5.63%	26-Feb-44	13.88	208.26	4.85%	4.82%	111.08	111.67
COLGLB45	5.00%	15-Jun-45	14.52	201.32	4.78%	4.75%	103.23	103.75
COLGLB20	11.75%	25-Feb-20	0.84	-21.57	2.73%	2.40%	108.23	108.55

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Otros temas que le pueden interesar del mercado de deuda:

Informe de renta fija (ver "Riesgo - retorno de bonos de Colombia en la OCDE" en [Informe de Renta Fija – Marzo de 2019](#))

Informe inflación del mes de Marzo 2019 (ver "Aumento regulado" en [Informe de Inflación – Abril 16 de 2019](#))

Informe de renta fija (ver "Plan Financiero 2019: cada año trae su afán" en [Informe de Renta Fija – Febrero de 2019](#))

Informe de renta fija (ver "Riesgo país" en [Informe de Renta Fija – Diciembre 21 de 2018](#))

Informe de renta fija (ver "Bailar bajo la lluvia" en [Informe de Renta Fija – Noviembre de 2018](#))

Informe inflación del mes de Octubre 2018 (ver "Alza anticipada" en [Informe de Inflación – Agosto 17 de 2018](#))

Informe de renta fija (ver "Temedores de extranjeros" en [Informe de Renta Fija – Agosto de 2018](#))

Expectativa inflación del mes de Agosto 2018 (ver "Alza interrumpida" en [Informe de Inflación – Agosto 17 de 2018](#))

Desempeño de la pendientes de la curva de rendimientos (ver “Pendientes de la Pendiente” en [Informe de Renta Fija – Mayo 22 de 2018](#))

Respecto a Plan Financiero del Gobierno Nacional y monto de emisiones (ver “Amanecer Tardío”, en [Informe Semanal – Junio 18 de 2018](#))

Temores acerca del grado de empinamiento en la curva de bonos del Tesoro de EEUU (ver “Riesgo Latente” en [Informe Semanal – Julio 16 de 2018](#))

Respecto modificación del programa de creadores de mercado (ver “Corrección no convencional”, en [Informe Semanal – Julio 23 de 2018](#))

Dato de inflación el mes de julio, el cual se ubicó en -0.13% m/m, el dato más bajo en un mes de julio desde hace 15 años (ver “Actividad Económica”, en [Informe Semanal – Agosto 6 de 2018](#))

Acerca del comportamiento en el mercado de deuda corporativa (ver “A la espera de elecciones” en [Informe de Renta Fija – Mayo 22 de 2018](#))

Informe de perspectivas económicas para 2018 (ver “Mercado de Deuda: El piso es el límite” en [Informe Anual – Diciembre 6 de 2017](#))

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

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

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista de divisas y commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Maria Camila Zambrano Rodríguez

Asistente de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@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

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

andres.beltran@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@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 TALEMISORES.

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.