

INFORME SEMANAL

FONDEO BANCARIO: EL CFEN Y SU EFECTO SOBRE LAS TASAS DE INTERÉS

- El incremento de 425 puntos básicos (pbs) en la tasa de interés de BanRep desde septiembre de 2021 está transmitiéndose con una intensidad mayor a la usual a las tasas de captación del sistema financiero. El diferencial entre las tasas a plazos mayores a un año y la tasa de BanRep se encuentra en máximos de los últimos nueve años.
- El aumento inusual del spread entre las tasas de captación y la tasa de BanRep está asociado a la necesidad de las entidades financieras de ajustar su fondeo a los requisitos que exige la Superfinanciera mediante el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN). En Colombia, esta regulación empezó a implementarse en 2020 y llegó a su cumplimiento pleno en 2022, respondiendo a medidas internacionales definidas en el marco de Basilea III.
- El CFEN establece que el activo de las entidades –especialmente aquel de mayor plazo y riesgo– debe fondearse en condiciones adecuadas de plazo, fuente e instrumento. Así, favorece el fondeo a largo plazo (más de 6 meses), de fuentes minoristas (penaliza el fondeo con entidades financieras) y a través de bonos de deuda (penaliza más los CDTs).

MERCADO DE DEUDA (PAG.5)

- Los bonos a 10 años en moneda local de países desarrollados se han desvalorizado en promedio 2,5 pbs frente al cierre del mes de abril. Sin embargo, el bono de EEUU muestra una valorización de 14,9 pbs, mostrando así el atractivo de activos libres de riesgo en este episodio de aversión al riesgo.
- En países emergentes, el rendimiento de los bonos a 10 años han aumentado 33,7 pbs, en comparación a abril de 2022. Donde, Turquía, Colombia y Rumania han sido los más afectados.
- En Colombia, la curva de TES tanto en tasa fija como en UVR se empinaron. La alta aversión al riesgo global y el riesgo electoral han sido elementos característicos de las últimas jornadas de negociación.

CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PAG.12)

- El tipo de cambio USDCOP retrocedió durante la semana pasada en línea con una leve disminución de la fortaleza del dólar a nivel global y ante el anuncio de una nueva OPA en la bolsa local.
- El presidente de la Fed afirmó que EEUU seguirá aumentando el nivel de tasas hasta que haya evidencia “clara y convincente” de que la inflación está cediendo.

MERCADOS ANDINOS Y CENTROAMERICANOS (PAG.16)

- En Perú, la actividad económica creció 3,79% a/a en marzo. Por su parte, en Chile el PIB de 1T22 creció 7,2% frente a 1T21 y la agencia Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia en A-, con perspectiva estable.
- La actividad económica de Panamá creció 12,63% a/a en marzo en la serie original, y 13,82% a/a en la serie tendencia ciclo.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG.28)

- La economía colombiana presentó un desempeño robusto durante el primer trimestre del año (1T22), al registrar un crecimiento de 1,0% trimestral (ant: 2,5% revisado a la baja desde 4,3%). El buen momento de la actividad productiva se dio en medio de un entorno de normalidad en la movilidad.
- En términos anuales, el crecimiento se desaceleró desde 10,8% a 8,5% (esp: 8,2%), en línea con una base estadística menos negativa. Desde la perspectiva de la oferta, el crecimiento fue impulsado por los sectores de comercio y alojamiento (que aportó el 37% del valor agregado), la industria manufacturera (17%) y actividades artísticas y de entretenimiento (14%).
- Nuevamente, el desempeño de la demanda interna se consolidó como el motor del crecimiento. Todos componentes a excepción de las exportaciones presentaron crecimientos anuales de doble dígito. Aunque la inversión tuvo un desempeño favorable, el 60% de su crecimiento provino de la acumulación de inventarios.

Fondeo bancario: el CFEN y su efecto sobre las tasas de interés

José Ignacio López

Director Ejecutivo

jose.lopez@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

felipe.espitia@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Investigaciones

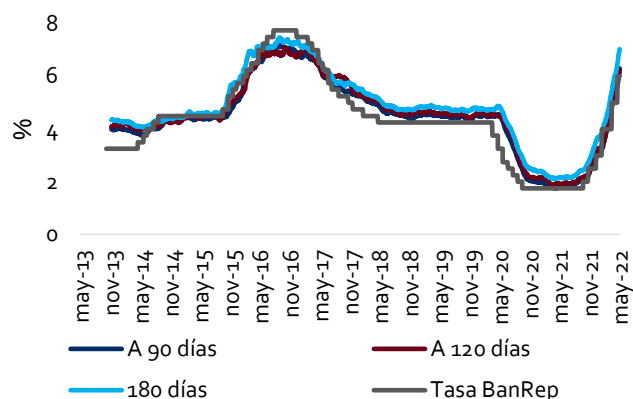
jose.mojica@corficolombiana.com

- El incremento de 425 puntos básicos (pbs) en la tasa de interés de BanRep desde septiembre de 2021 está transmitiéndose con una intensidad mayor a la usual a las tasas de captación del sistema financiero. El diferencial entre las tasas a plazos mayores a un año y la tasa de BanRep se encuentra en máximos de los últimos nueve años.
- El aumento inusual del *spread* entre las tasas de captación y la tasa de BanRep está asociado a la necesidad de las entidades financieras de ajustar su fondeo a los requisitos que exige la Superfinanciera mediante el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN). En Colombia, esta regulación empezó a implementarse en 2020 y llegó a su cumplimiento pleno en 2022, respondiendo a medidas internacionales definidas en el marco de Basilea III.
- El CFEN establece que el activo de las entidades —especialmente aquel de mayor plazo y riesgo— debe fondearse en condiciones adecuadas de plazo, fuente e instrumento. Así, favorece el fondeo a largo plazo (más de 6 meses), de fuentes minoristas (penaliza el fondeo con entidades financieras) y a través de bonos de deuda (penaliza más los CDTs).
- Actualmente, el CFEN penaliza los CDTs menores a 6 meses con un ponderador de 25%, pero desde 2023 será de 0%. Lo anterior obedece a que el regulador interpreta que este instrumento de fondeo es semejante a un *Time Deposit*, a pesar de las diferencias que existen entre ambos.
- En medio del ciclo actual de normalización monetaria, en el cual las tasas de interés están aumentando de forma acentuada e imponen riesgos de un “aterrizaje forzoso” de la economía, resulta oportuno que el regulador flexibilice el periodo de transición hacia este esquema que penaliza de tal manera los CDTs como fuente de fondeo.
- La obligación de cumplir el CFEN está llevando a que algunas entidades financieras realicen captaciones a tasas inusualmente altas para ajustar su fondeo. Hasta ahora, el aumento en las tasas pasivas del sistema no se ha reflejado proporcionalmente sobre las tasas de colocación, lo cual ha reducido el margen de intermediación en momentos en que la cartera de crédito del sistema viene acelerando su crecimiento de forma importante.
- Sin embargo, el incremento adicional en las tasas de interés asociado al CFEN —aproximadamente 300 pbs por encima del promedio histórico en plazos mayores a un año— terminará trasladándose sobre las tasas activas y podría desacelerar de forma significativa la cartera y la actividad económica en 2023. Estimamos que un aumento de 1 punto porcentual (p.p.) en las tasas de colocación implica una desaceleración del crecimiento nominal de hasta 1,4 p.p. en la cartera de consumo, de 2,8 p.p. en la hipotecaria y de 4,7 p.p. en la comercial.

› Normalización monetaria y tasas de captación

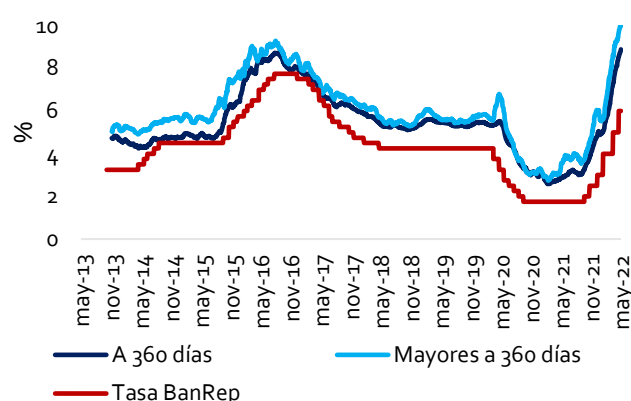
BanRep empezó en septiembre de 2021 el ciclo de normalización de política monetaria, llevando su tasa de referencia de 1,75% (mínimo histórico) a 6,0% en abril de este año, en un contexto de recuperación económica robusta y aumento acelerado de la inflación.

Gráfico 1. Tasas de captación de 90 – 120 – 180 días (promedio móvil 20 días) vs Tasa BanRep



Fuente: Superintendencia Financiera

Gráfico 2. Tasas de captación a 360 y más de 360 días (promedio móvil 20 días) vs Tasa BanRep

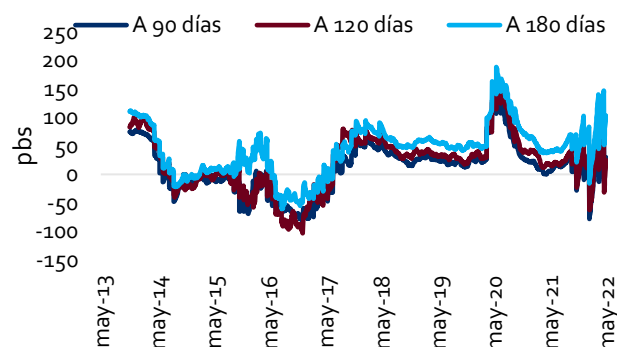


Fuente: Superintendencia Financiera

Los problemas en las cadenas globales de suministro ante los recientes confinamientos en China y el aumento de los precios de los *commodities* debido al conflicto entre Ucrania y Rusia van a mantener las presiones alcistas sobre los precios, de manera que anticipamos que BanRep tendrá que llevar su tasa de intervención a niveles de 8,0% o superiores en los próximos meses.

Bajo este contexto, las tasas de captación del sistema financiero se han ajustado al alza en los últimos meses, aunque de forma más que proporcional al ciclo de tasas de BanRep (Gráficos 1 y 2). En particular, el incremento ha sido entre 455 pbs para CDTs a 90 días y 745 pbs para CDTs a más de 360 días. Los *spreads* entre las tasas de captación y la tasa de BanRep indican que los CDTs de plazos más largos (360 días y más de 360 días) están en sus máximos en los últimos nueve años, mientras que los *spreads* de plazos menores a 360 días están dentro del rango de la última década (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 3. Spread tasas de captación de 90 – 120 – 180 días (promedio móvil 20 días) vs Tasa BanRep



Fuente: Superintendencia Financiera

Gráfico 4. Spread tasas de captación de 360 y más de 360 días (promedio móvil 20 días) vs Tasa BanRep



Fuente: Superintendencia Financiera

El análisis detallado lo presentamos en la Tabla 1: i) el *spread* actual y el promedio desde 2020 supera el *spread* histórico; y ii) en los plazos más largos (a 360 días y a más de 360 días), el *spread* actual presenta las mayores diferencias con respecto al promedio histórico. Lo anterior indica que existen factores adicionales al ciclo de subida de tasas de interés por parte del banco central en Colombia.

Tabla 1. Spread tasas de captación vs Tasa BanRep, en pbs

	A 90 días	A 120 días	A 180 días	A 360 días	A más de 360 días
Hoy	30,2	25,3	103,2	289,2	419,1
Promedio en 2022	8,5	16,4	70,3	232,5	336,1
Promedio desde 2020 a hoy	33,3	44,6	74,5	157,0	211,1
Promedio histórico (2013-2022)	11,3	20,5	43,5	106,8	158,5

Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Corficolombiana

› Qué es el CFEN y su aplicación

Luego de la crisis financiera de 2008, y con la motivación de tener un sector financiero mucho más resiliente a choques de liquidez, el comité de Basilea creó los principios para la adecuada gestión y supervisión de liquidez (*Sound Principles*), los cuales permiten tener estándares internacionales para el manejo pertinente de la liquidez ante eventos como los ocurridos en la última crisis financiera. Una de esas normas creadas fue el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN), que busca ser una medida de control de liquidez en un horizonte de tiempo más amplio, en comparación al coeficiente de cobertura de liquidez que tiene como objetivo evaluar la liquidez en un periodo de tensión de treinta días. Este estándar internacional empezó su aplicación desde el 1º de enero de 2018 para todo banco activo internacional, y debe ser reportado trimestralmente.

En particular, el CFEN se computa como la razón entre el Fondeo Estable Disponible (FED) y el Fondeo Estable Requerido (FER). El numerador, el FED, determina las fuentes de fondeo adecuadas para la actividad bancaria, favoreciendo aquellas que son de largo plazo y que provienen de fondeo minorista, penalizando recursos provenientes de otras instituciones financieras, fondos de inversión colectiva o fondos públicos. Por otra parte, el denominador, el FER, determina el fondeo de los activos que requieren fuentes estables bajo el supuesto de que aquellos de mayor plazo o con mayor riesgo de liquidez necesitan una contraparte menos volátil e insegura.

En Colombia, desde 2020 la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), en línea con los cambios regulatorios a nivel internacional, instauró el CFEN para establecimientos de crédito, organismos cooperativos de grado superior e instituciones oficiales especiales (IOE), con el fin limitar la dependencia de fuentes de financiamiento inestables, y el cual debe ser reportado mensualmente. Esto dentro del plan de la SFC para acogerse a Basilea III y adaptar estándares internacionales y mejores prácticas en adecuación del capital y gestión del riesgo financiero. Es así como, la SFC inició su plan

de transición desde el año 2020 con diferentes niveles de cumplimiento (Tabla 2), y dividido en tres grupos específicos, los cuales dependen del tamaño de sus activos¹.

Tabla 2. Calendario de aplicación del CFEN en Colombia

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
31 Mar 2020	80%	60%	Transmisión informativa
31 Mar 2021	90%	70%	
31 Mar 2022	100%	80%	

Fuente: Superintendencia Financiera

Sin embargo, uno de los puntos más relevantes y controversiales es que, siguiendo la regulación internacional, los CDTs terminan siendo penalizados como fuente de fondeo frente a las emisiones de bonos a partir de marzo de 2023, donde su peso pasaría del 25% al 0%, en el entendimiento que los primeros son análogos a los depósitos a plazo (*Time Deposit*) en otras jurisdicciones. En contra de esta discusión nacional, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, 2014) mencionó que “el CFEN incluye principalmente definiciones y calibraciones acordadas internacionalmente. No obstante, ciertos elementos continúan sujetos a la discrecionalidad nacional para reflejar las peculiaridades de las distintas jurisdicciones”.

De esta forma, el cumplimiento regulatorio de este indicador de liquidez tiene un trasfondo jurídico que debe ser discutido a mayor profundidad entre el regulador y el sistema financiero. En la medida que los CDTs menores a un año ya no entrarían en el computo a partir de 2023², y no tienen las mismas generalidades que los depósitos a plazos en otras jurisdicciones, estarían generando presiones adicionales sobre las tasas de captación en plazos a 360 y a más de 360 días. En medio del ciclo actual de normalización monetaria, en el cual las tasas de interés están aumentando de forma acentuada e imponen riesgos de un “aterrizaje forzoso” de la economía, resultaría oportuno que el regulador flexibilice el periodo de transición hacia este esquema.

El incremento adicional en las tasas de interés asociado al CFEN –de aproximadamente 300 pbs en plazos de más de un año, respecto a su promedio histórico– terminará trasladándose sobre las tasas activas en los próximos meses y podría desacelerar de forma significativa la cartera y la actividad económica en 2023. A continuación, presentamos un análisis de los efectos del incremento de tasas de captación sobre las tasas de colocación de cartera y sobre el volumen de crédito del sistema financiero.

› *Tasas de interés y efectos sobre la cartera*

Como resultado de las presiones al alza en las tasas de interés pasivas del sistema bancario, es necesario identificar los efectos adversos que podría percibir el crecimiento de la cartera. En general, nuestros ejercicios no identifican un efecto directo de los

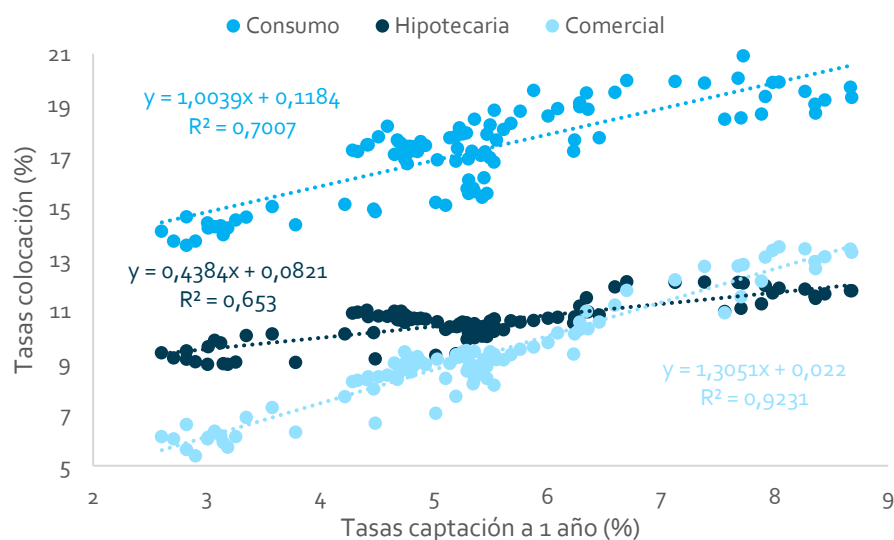
¹ Numerales 5.2.3.1, 5.2.3.2 y 5.2.3.3, del Capítulo VI de la Circular básica y contable. Disponible en línea: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/15466>

² Desde marzo de 2023, depósitos a plazo (CDTs) menores a seis meses de entidades financieras vigiladas pasará a tener un peso del 0%, cuando en 2022 tienen un peso del 25%. Anexo 4, sección 2.1.1 del capítulo VI de la Circular básica contable y financiera. Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/15466>

incrementos en las tasas de captación sobre el crédito³. Sin embargo, **históricamente las tasas activas y pasivas del sistema han tenido una estrecha relación, por lo que podría esperarse presiones alcistas sobre las tasas de colocación que desaceleren el crecimiento de la cartera**. En particular, entre el 2013 y el 2022 se evidencia que tasas de captación a un año más elevadas están asociadas a tasas de colocación más altas para la modalidad de consumo, hipotecaria y comercial (Gráfico 5).

Para el caso de la modalidad de consumo y comercial, la relación parece acercarse a 1, esto es, incrementos de 100 puntos básicos (pbs) en la tasa de captación a 1 año están asociados a un aumento de la misma cuantía en las tasas de colocación. En contraste, para las tasas de la cartera hipotecaria la relación es menor a 1, lo que sugiere una menor sensibilidad de esta modalidad.

Gráfico 5. Relación entre las tasas de captación y colocación del sistema bancario



Fuente: SuperFinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Así las cosas, de darse una presión alcista para las tasas de colocación de cartera, la demanda de crédito podría desacelerarse. En aras de cuantificar este impacto, se emplearon dos ejercicios que intentan aproximar la magnitud de una desaceleración en relación con el incremento en las tasas activas. En la primera aproximación, se estimaron regresiones simples con ventanas móviles de 36 meses que buscan explicar el crecimiento nominal anual de la cartera a partir de los movimientos en las tasas activas para la modalidad de consumo, hipotecaria y comercial. Adicionalmente, se rezagó la tasa de colocación desde 1 hasta 24 meses. Se utilizaron datos mensuales desde el 2005 hasta el 2022. Los resultados se muestran en el Cuadro 1.

³ En el modelo VAR planteado para el segundo ejercicio, las funciones de impulso respuesta de los choques en las tasas de captación a plazos de 1 mes, 3 meses, 6 meses, 1 año y más de 1 año no identificaron efectos estadísticamente significativos sobre el crecimiento nominal de las carteras de consumo, comercial e hipotecaria al 5% de significancia.

Cuadro 1. Resultados de las regresiones lineales simples entre el crecimiento nominal de la cartera en función de la tasa de colocación (R cuadrado y betas promedio según rezago para las ventanas móviles)

Gráfico a. Cartera de consumo en función de su tasa rezagada

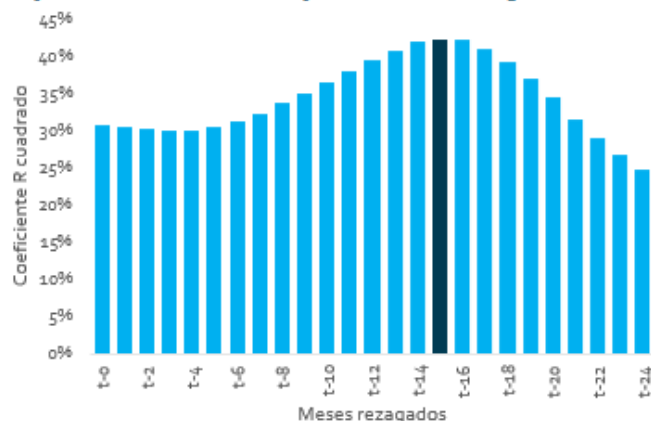


Gráfico b. Promedio betas regresión simple cartera de consumo

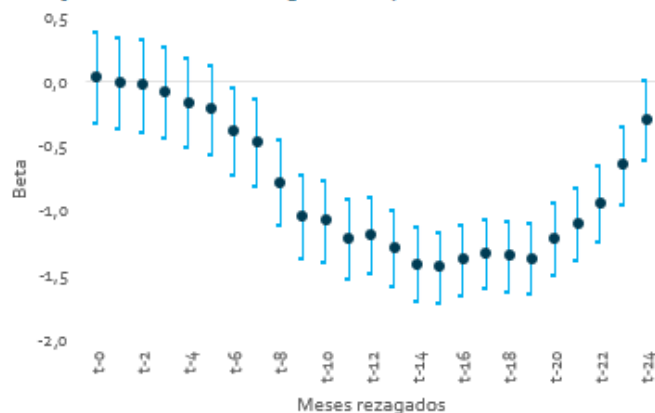


Gráfico c. Cartera hipotecaria en función de su tasa rezagada

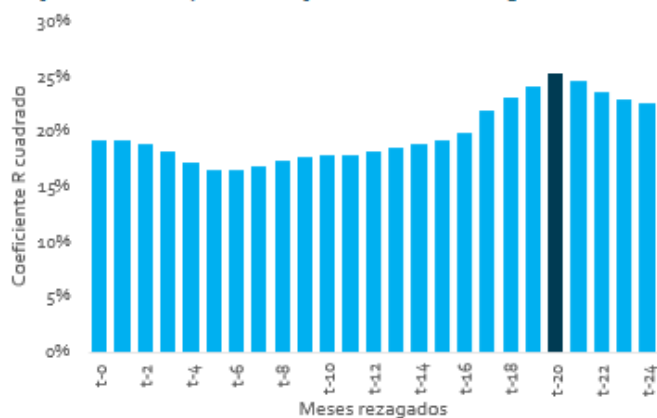


Gráfico d. Promedio betas regresión simple cartera hipotecaria

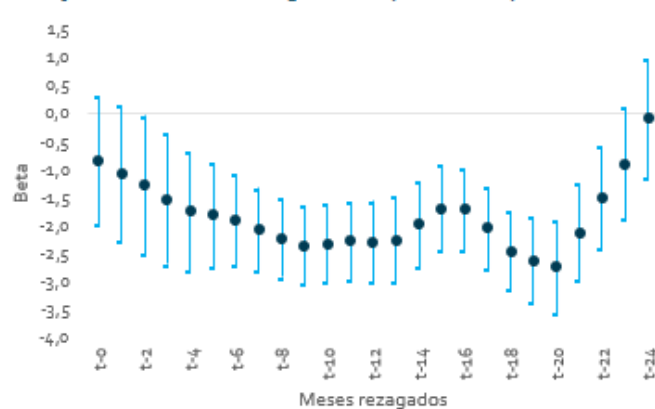


Gráfico e. Cartera comercial en función de su tasa rezagada

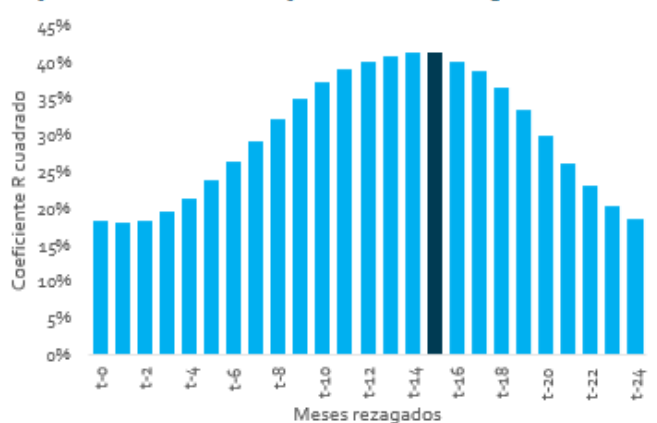
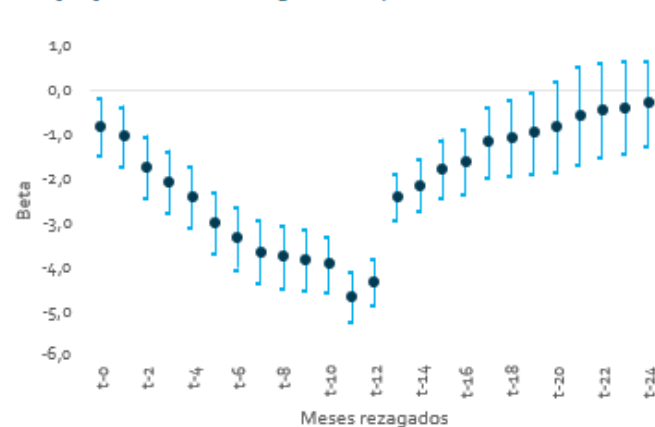


Gráfico f. Promedio betas regresión simple cartera comercial



Cálculos Corficolombiana.

En primer lugar, **para los tres casos se encuentra un efecto negativo de incrementos en las tasas de colocación sobre el crecimiento nominal del crédito**. Los gráficos de la derecha (b, d y f) señalan el efecto que identifican los coeficientes (*betas*) de las

regresiones para cada modalidad. Para el caso de la cartera de consumo, un incremento de 100 pbs desacelera el crecimiento nominal hasta en 1,4 puntos porcentuales (p.p.), mientras que para la hipotecaria el efecto llega a ser de 2,8 p.p. y para la comercial de 4,7 p.p.

Adicionalmente, el efecto tiene un rezago de más de un año. En los gráficos de la izquierda se exhibe el coeficiente R cuadrado promedio de las regresiones móviles discriminadas por rezago. Esto es, el porcentaje de la volatilidad del crecimiento nominal de la cartera que explica la variación en las tasas de colocación. Nótese que para las tres modalidades la tasa rezagada entre 15 y 20 meses logra el mayor poder explicativo (15 meses para consumo y comercial y 20 para hipotecaria). **Con estos rezagos, los efectos identificados son de una reducción de 1,4 p.p. para consumo, 2,8 p.p. para hipotecario y 1,8 p.p. para comercial, ante incrementos de 100 pbs en las tasas de colocación.**

Finalmente, **el efecto es transitorio y se diluye para el final del segundo año.** En los gráficos b, d y f se exhiben los intervalos de confianza para cada uno de los coeficientes calculados en las regresiones. Nótese que en la modalidad de consumo e hipotecaria el efecto deja de ser estadísticamente significativo en el rezago 24 (el intervalo de confianza incluye el cero). Para el caso de la modalidad comercial el efecto parece diluirse desde el mes 20.

Nuestro segundo ejercicio encontró resultados similares, aunque con efectos menos pronunciados. Para este punto estimamos un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) incluyendo información mensual desde el 2013 hasta el 2022. Para incorporar la interacción conjunta que tienen las tasas pasivas, activas y el crecimiento de la cartera, se incluyeron las tasas de captación a plazos de 1 mes, 3 meses, 6 meses, 1 año y más de 1 año, las tasas de colocación de créditos de consumo, hipotecario y comercial, así como el crecimiento nominal anual para las tres modalidades.

Este ejercicio no identificó efectos estadísticamente significativos de choques en las tasas de captación sobre los crecimientos de la cartera. No obstante, las tasas de captación sí inciden sobre las tasas de colocación con una magnitud muy cercana a uno y de forma contemporánea. En paralelo, **un choque que incremente las tasas de colocación tiene un impacto negativo sobre el crecimiento del crédito para las tres modalidades** (Cuadro 2).

En resumen, ambos ejercicios identifican una desaceleración en el crecimiento de la cartera como resultado de un avance en las tasas de colocación. Sin embargo, este impacto no es contemporáneo y se demora poco más de 1 año para la modalidad de consumo y comercial y más de 2 años para la cartera hipotecaria. Si bien esta última presenta el mayor rezago, la afectación es mayor, en comparación con las otras dos modalidades, para los dos ejercicios empleados. Finalmente, el efecto en todos los casos es transitorio y se diluye pasados 2 años, para el crédito de consumo y comercial, y 3 años y medio para el hipotecario.

Cuadro 2. Resultados de las funciones de impulso respuesta de un choque en las tasas de colocación sobre el crecimiento nominal de la cartera

Gráfico i. Respuesta en cartera de consumo

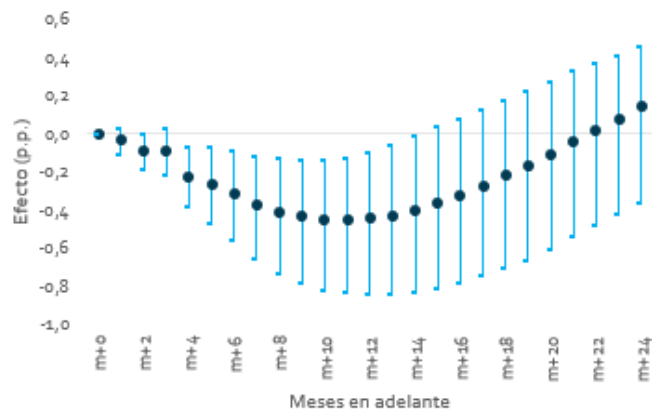


Gráfico ii. Respuesta en cartera hipotecaria

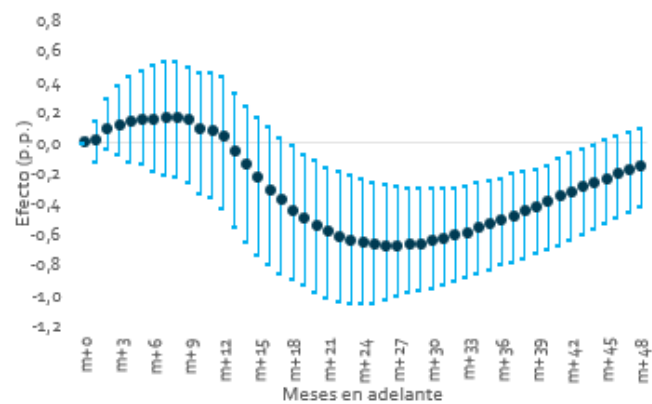
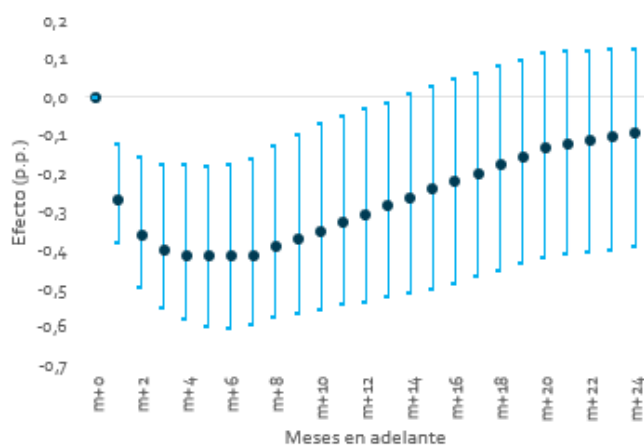


Gráfico iii. Respuesta en cartera comercial



Cálculos Corficolombiana.

Mercado de deuda

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

Económicas

felipe.espitia@corficolombiana.com

- Los bonos a 10 años en moneda local de países desarrollados se han desvalorizado en promedio 2,5 pbs frente al cierre del mes de abril. Sin embargo, el bono de EEUU muestra una valorización de 14,9 pbs, mostrando así el atractivo de activos libres de riesgo en este episodio de aversión al riesgo.
- En países emergentes, el rendimiento de los bonos a 10 años han aumentado 33,7 pbs, en comparación a abril de 2022. Donde, Turquía, Colombia y Rumania han sido los más afectados.
- En Colombia, la curva de TES tanto en tasa fija como en UVR se empinaron. La alta aversión al riesgo global y el riesgo electoral han sido elementos característicos de las últimas jornadas de negociación.

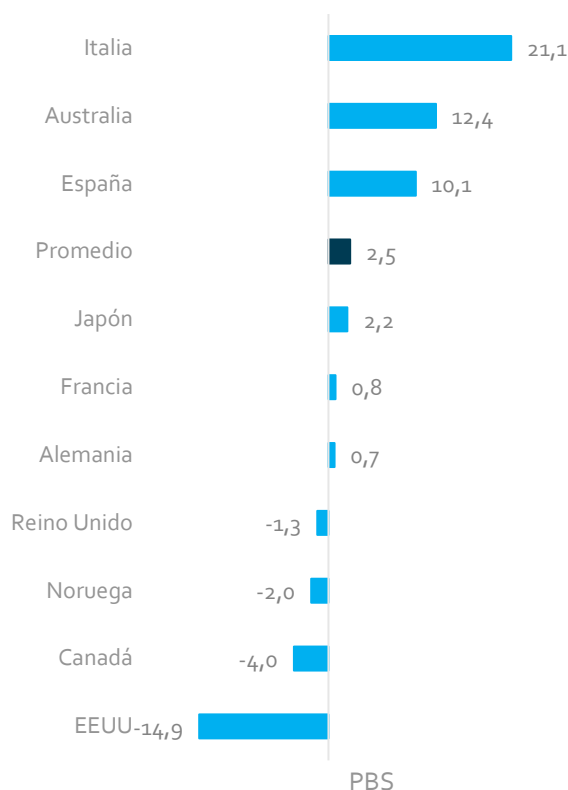
› Mercado internacional

El mercado de renta fija global continua pasando por un duro momento y día a día se han sumado choques adicionales. En lo que va corrido del mes de mayo, la posibilidad de una desaceleración global ha tomado más relevancia para los mercados y esto ha ido incorporándose en los precios de los diferentes activos.

En particular, el tener en cuenta el bono a 10 años en moneda local de países desarrollados y emergentes (gráfico 1 y 2), podemos percibir que esta percepción de una desaceleración económica ha llevado a que el bono de Estados Unidos se haya valorizado en lo corrido de este mes 14,9 puntos básicos (pbs) frente al cierre de abril, demostrando el apetito de los inversores por activos libres de riesgo. En promedio de este grupo de países el aumento en las tasas ha sido de tan solo 2,5 pbs.

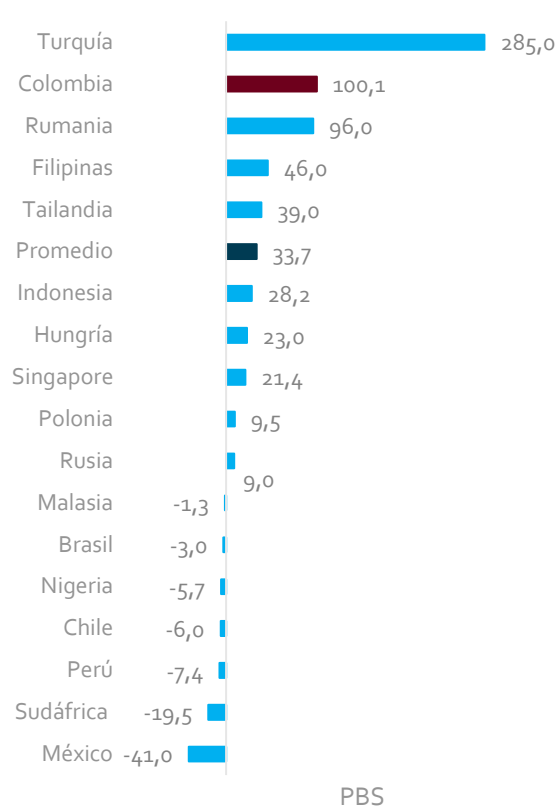
En contraste, en países emergentes las tasas de rendimientos de los bonos a 10 años, han aumentando 33,7 pbs al cierre de la tercera semana del mes de mayo. La posibilidad de un enfriamiento global ha llevado a que estos activos se vean afectados, debido al “*fly to quality*” que se presenta en momentos de aversión al riesgo como este. De tal manera, países como Turquía, Colombia y Rumania han sido de los más afectados.

Gráfica 1. Variación corrido mensual, bono a 10 años en pbs. Países desarrollados



Fuente: Refinitiv Eikon.

Gráfica 2. Variación corrido mensual, bono a 10 años en pbs. Países emergentes

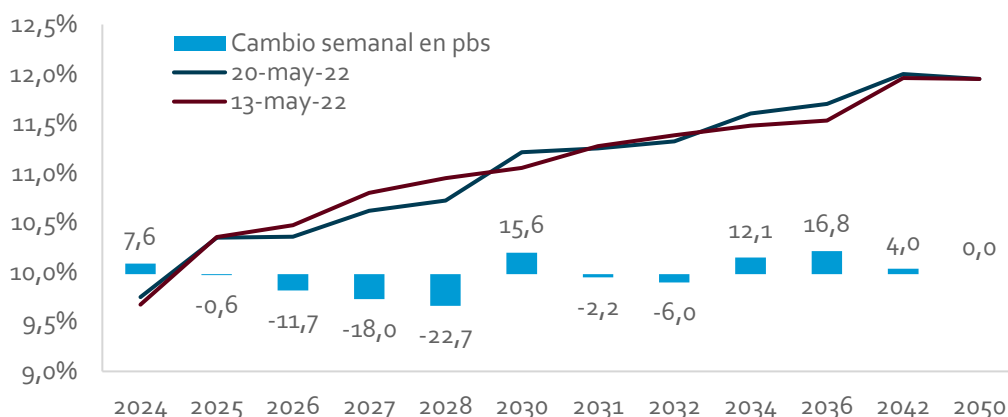


Fuente: Refinitiv Eikon.

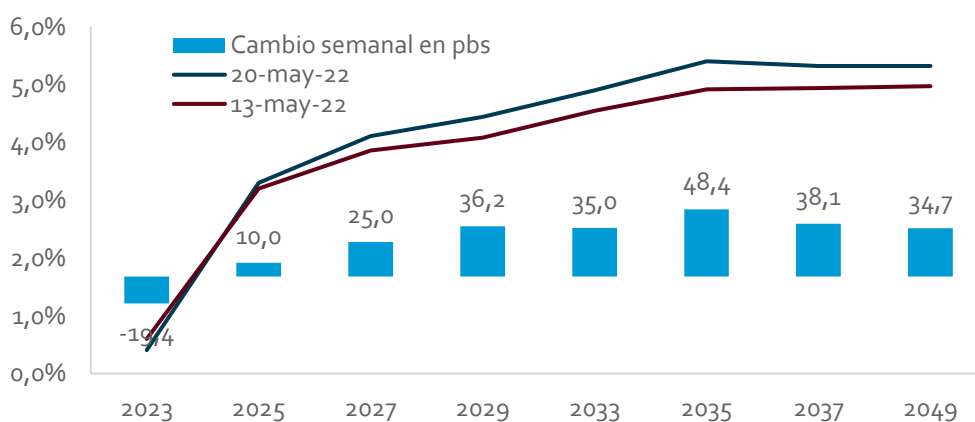
› Mercado local

La semana pasada la curva de TES en Colombia, tanto en tasa fija como en UVR se empinaron en comparación al cierre de una semana atrás (gráfico 3 y 4). Si bien el Ministerio realizó una redención anticipada de los TES UVR con vencimiento 2023, para continuar mejorando el perfil de amortizaciones en el corto plazo, un mercado global un poco menos tenso al cierre de la semana pasada permitió ver valorizaciones en la parte corta de ambas curvas.

Es así, como en promedio la curva de los TES en tasa fija se valorizó 0,43 pbs, donde en el balance de ganadores y perdedores, el TES de 2028 fue el más beneficiado al valorizarse 22,7 pbs, mientras que el TES de 2036 fue el que más se desvalorizó al aumentar 16,8 pbs. En cuanto a la curva en UVR, en promedio la semana cerró con una desvalorización de 26 pbs, en la cual el título de 2023 fue el más beneficiado gracias a la operación del Ministerio y el TES de 2035 el más afectado de la semana.

Gráfica 3. Curva de TES en tasa fija

Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 4. Curva de TES en UVR

Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

› Expectativa

Durante esta semana, el mercado seguiría viendo muy de cerca lo que suceda con los tesoros americanos y el sentimiento de aversión al riesgo del mercado global. Sin embargo, al ser la semana pre electoral en Colombia toma más relevancia la alta volatilidad que se ha visto en el mercado local, de cara a la incertidumbre que se ha generado recientemente con las últimas encuestas de intención de voto.

Cifras de deuda pública interna

				Tasa			Precio	
Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	13-may-22	20-may-22	Variación	13-may-22	20-may-22
TES Tasa Fija								
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,91	9,67	9,75	📈	100,55	100,40
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	3,15	10,36	10,35	📉	88,25	88,32
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,58	10,48	10,36	📉	90,05	90,45
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,59	10,80	10,62	📉	79,83	80,51
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	5,04	10,95	10,72	📉	79,12	79,99
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,86	11,05	11,21	📈	82,47	81,78
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	6,50	11,27	11,25	📉	76,76	76,88
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,59	11,38	11,32	📉	74,38	74,70
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	7,44	11,48	11,60	📈	72,60	72,00
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	7,90	11,53	11,70	📈	63,93	63,13
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	7,83	11,96	12,00	📈	79,68	79,44
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,93	11,95	11,95	👉	62,15	62,16
TES UVR								
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	0,76	0,60	0,41	📉	103,23	103,31
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,86	3,20	3,30	📈	100,84	100,55
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,51	3,86	4,11	📈	97,56	96,51
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	9,22	4,55	4,90	📈	86,93	84,29
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,76	4,92	5,40	📈	98,39	94,03
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	11,16	4,94	5,32	📈	87,71	84,20
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	15,38	4,97	5,32	📈	82,00	77,74

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					13-may-22	20-may-22	13-may-22	20-may-22
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	0,80	167,07	4,04	4,04	98,86	98,87
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	1,70	200,80	4,97	4,69	98,21	98,54
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,38	305,00	5,82	5,77	95,08	95,46
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,49	342,70	6,07	6,11	90,41	90,16
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	5,82	384,70	6,47	6,52	88,91	88,48
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	8,27	394,10	6,65	6,63	75,90	75,00
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	9,27	477,39	7,40	7,53	100,58	97,86
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	10,51	483,90	7,53	7,63	85,41	84,53
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	11,99	453,80	7,16	7,31	68,42	66,39
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	11,90	484,93	7,50	7,56	72,08	72,54
COLGLB49	5,200%	15-may-49	12,77	494,40	7,46	7,53	73,77	71,75

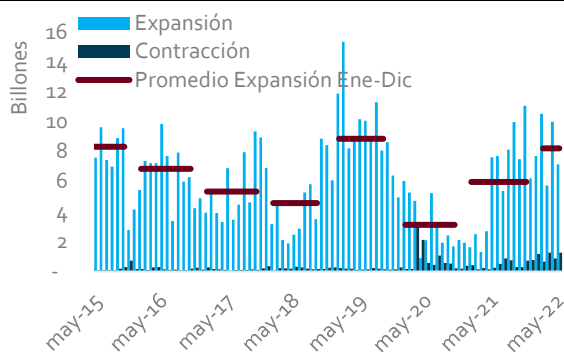
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

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

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
20-may-21	1,76%	1,75%	1,79%	2,60%	2,62%	3,54%	4,44%
1-ene-20	4,26%	4,25%	4,15%	4,31%	4,35%	4,49%	4,76%
19-abr-22	5,00%	4,54%	7,84%	10,95%	7,57%	9,76%	11,97%
1-ene-21	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
13-may-22	5,99%	5,49%	8,27%	9,78%	9,24%	10,11%	9,99%
20-may-22	6,00%	5,64%	8,12%	9,78%	9,24%	10,11%	9,99%
Cambios (pbs)							
Semanal	1	15	-15	0	0	0	0
Mensual	100	110	28	-118	167	35	-198
Año corrido	426	389	650	814	753	816	759
Anual	424	389	633	717	662	657	555

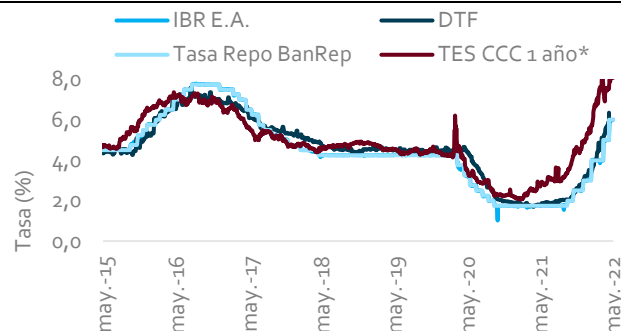
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



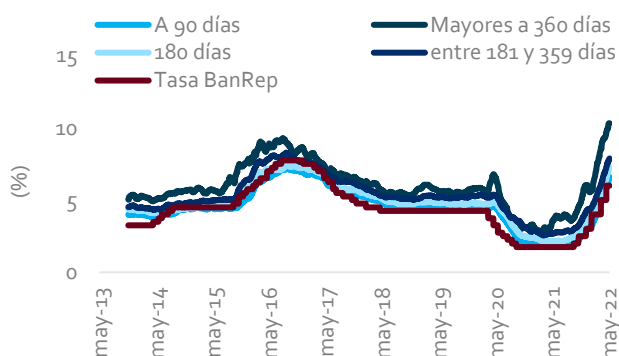
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



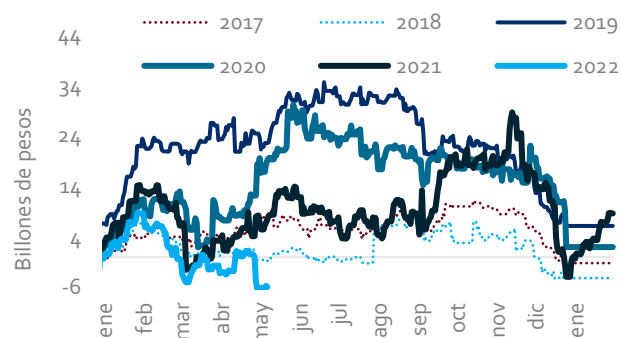
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



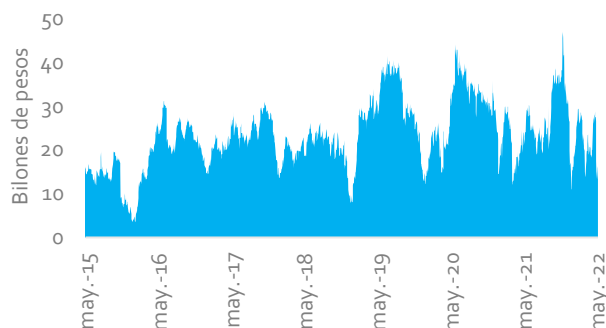
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep (año corrido)



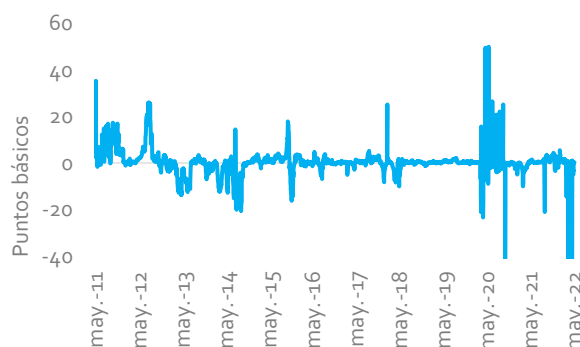
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	513,9	10,82%	490,6	10,31%	23,3	22,64%
hace un año	516,1	0,43%	498,9	1,69%	17,2	-26,17%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	581,3	13,54%	565,2	14,00%	16,1	-0,47%
6-may.-22	591,4	14,59%	574,4	15,12%	17,1	-0,64%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	271,2	10,92%	157,0	12,43%	72,7	8,42%
hace un año	263,3	-2,90%	161,3	2,76%	78,0	7,32%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	287,9	10,55%	190,4	18,39%	88,1	13,99%
6-may.-22	293,8	11,59%	193,6	20,04%	88,9	13,89%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	271,2	10,92%	248,5	9,91%	22,6	23,41%
hace un año	263,3	-2,90%	246,6	-0,76%	16,6	-26,47%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	287,9	10,55%	272,4	11,33%	15,5	-1,59%
6-may.-22	293,8	11,59%	277,5	12,50%	16,3	-1,99%

Fuente: Banco de la República

Contexto externo y mercado cambiario

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

diego.gomez@corficolombiana.com

- El tipo de cambio USDCOP retrocedió durante la semana pasada en línea con una leve disminución de la fortaleza del dólar a nivel global y ante el anuncio de una nueva OPA en la bolsa local.
- EEUU aprueba en el congreso un nuevo paquete de ayuda a Ucrania por USD 40 mil millones. Rusia detiene exportaciones de gas a Finlandia.
- El presidente de la Fed afirmó que EEUU seguirá aumentando el nivel de tasas hasta que haya evidencia “clara y convincente” de que la inflación está cediendo.
- Ante la presión de los confinamientos, China decidió estimular el sector de vivienda al reducir en 15 pbs el costo de los préstamos hipotecarios a 5 años.
- Importaciones continúan avanzando a buen ritmo y en marzo aumentaron 43,1% a/a.

Rusia detiene exportaciones de gas a Finlandia mientras Estados Unidos aprueba un nuevo paquete de ayuda a Ucrania en el Congreso

Durante la semana pasada, se aprobó en el congreso de EEUU un nuevo paquete de ayuda a Ucrania por USD 40 mil millones, lo que continúa dando un claro mensaje de la postura estadounidense sobre el conflicto, pese a no haber intervenido militarmente hasta la fecha. Además, Joe Biden, presidente de EEUU, anunció el envío de un nuevo paquete de armas al ejército ucraniano.

Por otra parte, la empresa de energía estatal finlandesa, Gasum, afirmó este sábado por medio de un comunicado que Rusia detuvo sus exportaciones de gas natural a dicho país. Si bien medios de comunicación estatales rusos afirman que el corte en el suministro se debe a una “falta de pago”, la decisión se toma justo días después de que Finlandia anunciara formalmente su intención de adherirse a la OTAN y, con ello, decidiera abandonar su neutralidad militar frente al conflicto en Ucrania.

Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
17-may-22	EEUU	Ventas Minoristas m/m	Abr	0,9%	0,9%	1,4%
17-may-22	EEUU	Ventas Minoristas a/a	Abr	8,2%		7,3%
17-may-22	EEUU	Producción Industrial m/m	Abr	1,1%	0,5%	0,9%
17-may-22	EEUU	Producción Industrial a/a	Abr	6,4%		5,5%
17-may-22	Zona Euro	PIB t/t	T1 (p)	0,3%	0,2%	0,2%
18-may-22	Reino Unido	IPC m/m	Abr	2,5%	2,6%	1,1%
18-may-22	Reino Unido	IPC a/a	Abr	9,0%	9,1%	7,0%

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

Jerome Powell refuerza su tono más hawkish y afirma que seguirá presionando hasta que la inflación disminuya

Jerome Powell confirmó que habrá aumentos en las tasas de interés hasta que haya evidencia "clara y convincente" de que la inflación está cediendo

Durante un evento organizado por el Wall Street Journal el martes pasado, el presidente de la Fed, Jerome Powell, reforzó su tono *hawkish* luego de afirmar que el aumento en las tasas de interés se mantendrá hasta que haya evidencia "clara y convincente" de que la inflación ha comenzado a ceder. Además, afirmó que habrá "algo de dolor" durante el proceso de endurecimiento de la política monetaria, pese a que el mercado laboral se mantiene fuerte.

Por otra parte, indicó que la magnitud de los próximos movimientos en la tasa de interés estará determinada por la evolución de la inflación de corto plazo. En este sentido, de no ceder en los próximos meses, Powell afirmó que deberán actuar de una manera más agresiva. El mercado reaccionó en línea con estas declaraciones que reconocen de una manera más clara la persistencia que está ejerciendo la inflación sobre la economía estadounidense. En efecto, los tesoros a 10 años cerraron el martes en 2,99%, desvalorizándose 10,9 pbs. respecto al cierre de la jornada anterior.

China continúa estimulando su economía ante los efectos adversos de los confinamientos

A finales de la semana pasada, el Banco Central de China decidió disminuir en 15 pbs la tasa de interés de los préstamos hipotecarios (LPR por sus siglas en inglés) a 5 años y ubicarla en el nivel de 4,45%. La magnitud de la disminución estuvo por encima de las expectativas del mercado (10 pbs) y se configuró así el segundo recorte durante este año en un contexto en el que el mercado inmobiliario pasa por un momento crítico, en línea con las limitaciones que ha sufrido la actividad económica ante los confinamientos en varias ciudades principales.

Gráfico 1. Evolución reciente importaciones colombianas

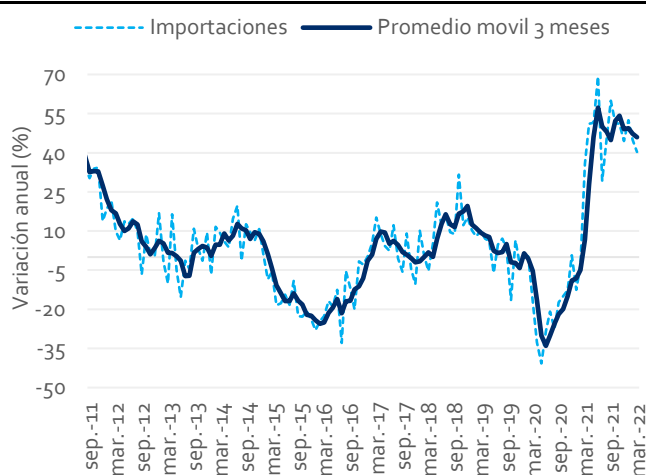
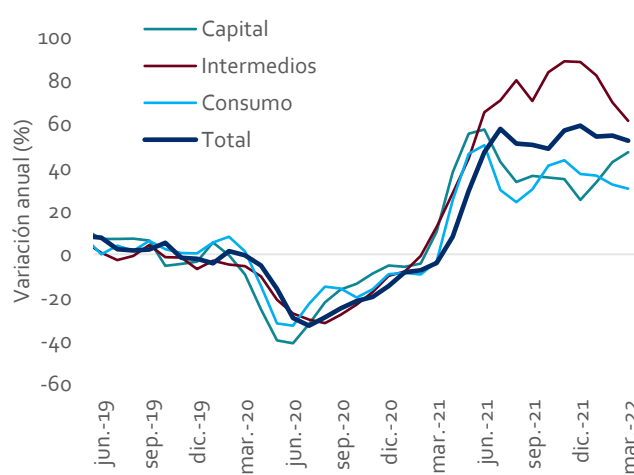


Gráfico 2. Importaciones por tipo de bien (Promedio 3M)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Por otra parte, continúa el levantamiento paulatino de los confinamientos en Shanghái a medida que los reportes de nuevos casos diarios siguen disminuyendo. En este sentido, a la apertura gradual de centros comerciales, tiendas de víveres y mercados mayoristas, se le suma la reactivación de cuatro líneas de metro a partir del domingo, 22 de mayo.

Importaciones continuaron creciendo en marzo y registraron una variación anual de 43,1%

A nivel local, el DANE reportó que las importaciones colombianas se ubicaron en 7.063 millones de dólares CIF para el mes de marzo, lo que supone un avance de 43,1% a/a (ant. 49,2% a/a) y deja las compras externas un 44% y 24% por encima del promedio de 2019 y 2021 respectivamente. Al discriminar por países, EEUU con 12,5 puntos porcentuales (p.p.), China (9,8 p.p.), y Brasil (3,0 p.p.) fueron los que más contribuyeron al crecimiento anual. Por tipo de bien, los que más contribuyeron al repunte fueron los bienes intermedios para la industria (16 p.p.) que, en lo corrido del año, ya se encuentran un 67% por encima del promedio de 2019 y un 21% por encima del promedio de 2021, los bienes de capital para la industria (6,7 p.p.) y el equipo de transporte (5,26 p.p.). En línea con esto, el déficit comercial durante el primer trimestre de 2022 se ubicó en 4.037 millones de dólares, mayor en un 46% respecto a 2021.

Tasa de cambio en Colombia: el dólar corrige parte de su reciente tendencia devaluacionista

El tipo de cambio cortó una racha de cuatro semanas consecutivas al alza y se devaluó un 3,4% durante la semana pasada.

El tipo de cambio USDCOP retrocedió durante la semana pasada en línea con una leve disminución de la fortaleza del dólar a nivel global y ante el anuncio de una nueva OPA en la bolsa local.

El peso se revaluó un 3,4% respecto al dólar durante la última semana y cerró en 3.972 pesos. Esto ocurre en línea con la leve corrección que tuvieron en general los mercados de divisas de la región, luego de que se cumpliera un mes con una tendencia devaluacionista muy pronunciada. Los alivios progresivos en los confinamientos en Shanghái y las medidas económicas con las que se ha comprometido el gobierno chino para reactivar la economía explican parte del alivio en las tensiones globales.

Además, el movimiento se da luego de que en la bolsa de valores colombiana se confirmara el anuncio de una nueva OPA por la acción ordinaria del Grupo Argos, lo que significaría un flujo puntual de aproximadamente USD 800 millones. Por otra parte, el retroceso del peso colombiano se da en un contexto en el cual los precios del crudo han permanecido estables por encima de los 110 dólares por barril. En efecto, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 112,5 dpb y el WTI en 113,2 dpb; lo que implicó en el agregado un movimiento respecto al cierre del viernes anterior de 0,9% y 2,5% respectivamente. El índice DXY, por su parte, retrocedió un 1,4% durante la semana y cerró la jornada del viernes en 103,1 unidades.

En particular, la semana pasada se negociaron USD 6.813 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.362 millones. El valor máximo

alcanzado durante la semana fue de \$4.109 por dólar y se registró el lunes. El valor mínimo por su parte fue de \$3.959 y se alcanzó en la sesión del viernes.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	3989,84	-2,22%	11,50%	0,22%
Dólar Interbancario	Colombia	3972,00	-3,37%	6,81%	-2,41%
USDBRL	Brasil	4,88	-3,32%	-8,13%	-14,14%
USDCLP	Chile	835,95	-2,83%	16,89%	-1,82%
USDPEN	Perú	3,73	-1,54%	-0,44%	-6,51%
USDMXN	México	19,85	-1,16%	-0,39%	-3,22%
USDJPY	Japón	127,85	-1,15%	17,05%	10,86%
EURUSD	Europa	1,06	1,52%	-13,26%	-6,52%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,25	2,02%	-11,53%	-7,32%
DXY - Dollar Index		103,15	-1,40%	14,86%	7,21%

Fuente: Refinitiv Eikon

Mercados Andinos y Centroamericanos

María Paula González

Analista de Investigaciones

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Gabriela Bautista Escobar

Analista de Investigaciones

gabriela.bautista@corficolombiana.com

- En Perú, la actividad económica creció 3,79% a/a en marzo. Por su parte, en Chile el PIB de 1T22 creció 7,2% frente a 1T21 y la agencia Fitch Ratings ratificó la calificación crediticia en A-, con perspectiva estable.
- La actividad económica de Panamá creció 12,63% a/a en marzo en la serie original, y 13,82% a/a en la serie tendencia ciclo.

› Mercados andinos

Perú: actividad económica creció 3,79% a/a en marzo

Actividad económica: de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística e Informática INEI, en marzo la producción nacional creció 3,79% frente al resultado un año atrás, cuando las autoridades nacionales anunciaron modificaciones al Estado de Emergencia y se relajaron ciertas medidas de confinamiento con una reapertura gradual de establecimientos comerciales.

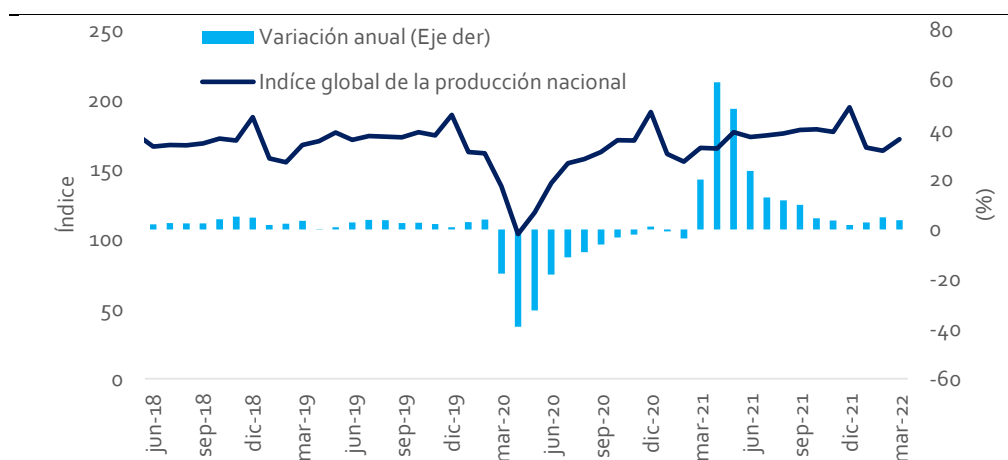
En particular, la producción nacional de marzo estuvo impulsada por la dinámica de los sectores de alojamiento y restaurantes (42,10% a/a), seguido por el transporte y almacenamiento (12,23% a/a), el comercio (8,09% a/a) y la manufactura (4,67% a/a).

En contraste, el sector de la pesca registró una caída del 25,10% a/a debido a la menor pesca marítima, afectada por un menor desembarque de especies para el consumo. De igual manera, el sector de servicios financieros y de servicios continuó registrando variaciones negativas (-6,35% a/a) por cuenta del menor incremento de los créditos otorgados por el sistema bancario y una contracción de los depósitos a la vista. Finalmente, la minería se contrajo 1,21% a/a ante la caída de la minería metálica que no logró contrarrestar la expansión de la producción de hidrocarburos.

Ahora bien, en comparación con los niveles de producción nacional un mes atrás, en marzo la actividad económica mostró signos de desaceleración al contraerse 1,31% m/m. Lo anterior se contrasta con el crecimiento de 1,44% m/m y de 0,03% m/m registrado en enero y febrero de este año. Así las cosas, en términos anuales durante el primer trimestre de 2022, la actividad económica habría crecido 3,84%, impulsada principalmente por la recuperación del sector de alojamiento y restaurantes.

Por otro lado, la tasa de cambio USDPEN se revaluó 1,26% y cerró la semana en 3,73 soles por dólar. Así, el sol peruano acumula en lo corrido de 2022 una revaluación de 6,45%. Entre tanto, durante la semana pasada la prima de riesgo aumentó 2,4% a niveles de 123,67 pbs.

Evolución mensual de la producción nacional



Fuente: INEI

Chile: PIB de 1T22 creció 7,2% frente al resultado un año atrás

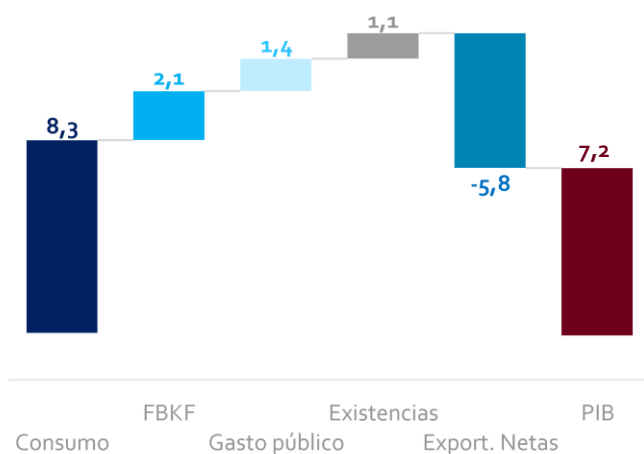
PIB trimestral: durante el primer trimestre de 2022 el PIB se expandió 7,2% frente al mismo periodo un año atrás, dando cuenta de un crecimiento menor al esperado a partir de las cifras preliminares del IMACEC que mostraron una expansión del 7,9% de la actividad económica en 1T22. No obstante, es importante mencionar que la actividad empieza a mostrar signos de desaceleración, ya que en su serie desestacionalizada el PIB se contrajo 0,8% frente a 4T21, impulsado a la baja por la inversión, que fue parcialmente compensada por el crecimiento del gasto público y la incidencia positiva de las exportaciones netas.

Ahora bien, desde la perspectiva de la demanda, el crecimiento de 7,2% se dio gracias al mayor consumo de los hogares (13,9%), el cual estuvo concentrado en bienes no durables y en servicios; y a la mayor inversión sustentada en la formación bruta de capital fijo (FBCF). En particular, la FBCF creció 8,8% y aportó 2,1 p.p al resultado, incidida tanto por la inversión en maquinaria y equipo (15,2%) y la inversión en construcción (4,9%). A su vez, el gasto público creció 9,1% y aportó 1,4 p.p al crecimiento de 1T22.

En contraste, el incremento de las importaciones (17,5%) y el detrimento de las exportaciones (-1,4%), explicado principalmente por el menor envío de cobre y fruta, a pesar de que el precio del cobre se encuentre en niveles históricamente altos. Entre tanto, las importaciones se concentraron en maquinaria y equipo.

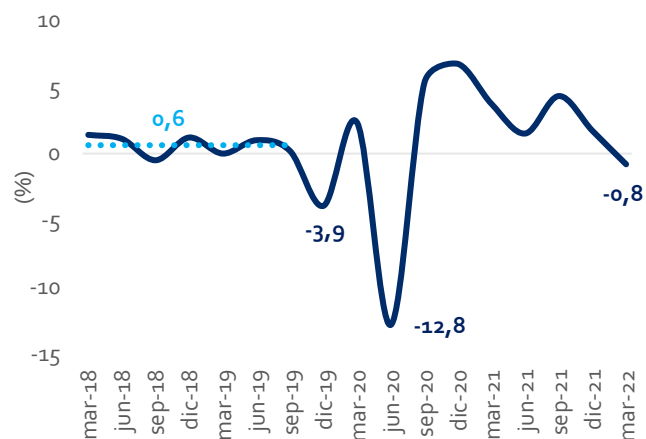
Desde la perspectiva de la oferta, la expansión del PIB estuvo explicada principalmente por los servicios personales (19,5%), de transporte (21,5%) y empresariales (13,0%); y el comercio que creció 7,4% impulsado por las ventas al por menor. En contraste, se destaca la caída de la actividad en el sector primario durante 1T22. En efecto, la actividad minera se contrajo 4,0% debido a una menor extracción de cobre. A su vez, la actividad pesquera y agropecuaria cayó 11,2% y 4,7% respectivamente.

Contribución al crecimiento del PIB 1T22 anual por componentes de la demanda



Fuente: Banco Central de Chile

Crecimiento trimestral del PIB



Fuente: Refinitiv Eikon.

Calificación crediticia: la agencia Fitch Ratings ratificó la calificación en moneda extranjera a largo plazo de Chile en A-, con perspectiva estable. Lo anterior haciendo alusión a un balance macroeconómico positivo respaldado en un nivel deuda/PIB muy por debajo de sus pares, buenos indicadores de gobernanza y la credibilidad del Banco Central con un régimen de metas de inflación y un tipo de cambio flexible. Fortalezas que se contrastan con niveles de ingreso per-cápita que se esperan se mantengan bajos en comparación con sus pares regionales, alta dependencia de las materias primas y métricas de liquidez más débiles.

Adicionalmente, frente al proceso de reforma constitucional la calificadora resaltó que existen ciertos aspectos en el borrador de la nueva Constitución, que implican un mayor aumento del gasto público. Cabe mencionar que, el pasado 16 de mayo la Convención Constitucional encargada de la redacción del texto publicó el borrador final del documento, el cual deberá ser votado en septiembre bajo la figura del plebiscito. De acuerdo con la última encuesta publicada por CADEM, el 46% de los encuestados votaría en rechazo al texto presentado por la Convención, mientras que el 38% respalda su aprobación y el 16% no sabe o no responde.

Al respecto de la ratificación de la calificación crediticia, el Ministro de Hacienda, Mario Marcel, señaló que la confirmación de la calificación crediticia da cuenta del compromiso por la estabilidad macroeconómica y la disciplina fiscal del gobierno de Boric; al mismo tiempo en el que resalta la importancia de la consolidación fiscal prevista tras la pandemia.

Por otro lado, durante la semana pasada el peso chileno se revaluó 2,7% respecto al dólar, retrocediendo a los 835,9 pesos por dólar. Por su parte, la prima de riesgo aumentó 1,7% y se mantiene por encima de los 100 pbs en 105,9 pbs (CDS 5 años).

› Mercados centroamericanos

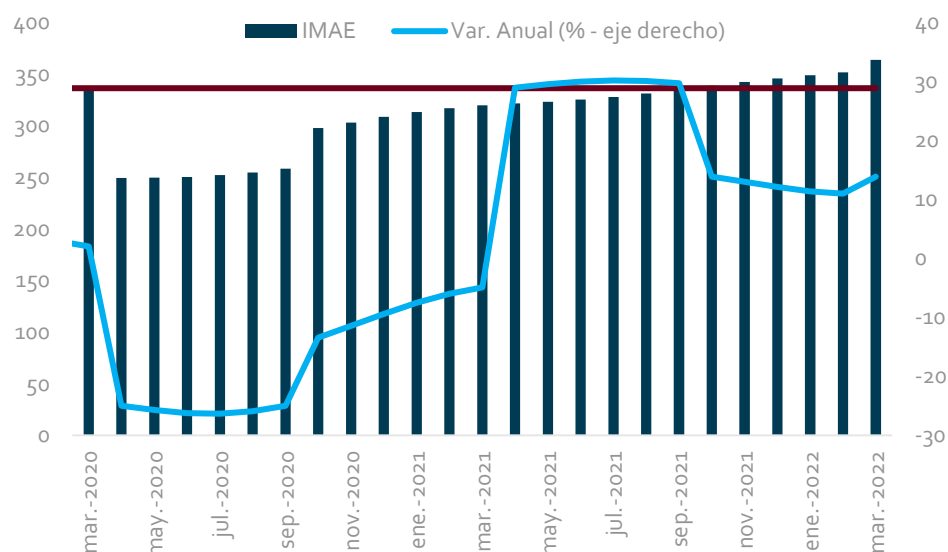
Panamá: actividad económica se mantiene al alza

- **Producción:** de acuerdo con las cifras recientes publicadas por el Instituto Nacional de Estadística y Censo, la actividad económica continuó creciendo en marzo al reflejar un aumento del IMAE de 12,63% a/a en la serie original, y 13,82% a/a en la serie tendencia ciclo (ant: 13,35% a/a y 10,94% a/a respectivamente).

Este resultado obedeció al crecimiento en doce de los catorce grupos de actividad, entre los cuales destacaron las Actividades comunitarias por cuenta de los ingresos provenientes de los juegos de azar y apuestas en los servicios de diversión y esparcimiento. Además, hubo un buen desempeño del Comercio, en medio del dinamismo de las reexportaciones de la Zona Libre de Colón; y de la Construcción, en línea con la inversión pública en proyectos de infraestructura y de viviendas sociales. En contraste, la actividad Pesquera y los servicios de Salud -particularmente el prestado por el sector privado- presentaron tasas negativas este período.

Con esto, la producción panameña creció 12,03% a/a en promedio en el 1T22, ubicándose 8,19% por encima de su nivel pre-pandemia.

Índice Mensual de Actividad Económica* de Panamá



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. *Serie tendencia ciclo

- **Indicadores:** Por otro lado, la tasa de cambio costarricense se devaluó 0,26% y cerró la semana en 669,82 colones por dólar, acumulando una devaluación de 4,94% en lo corrido del año. Adicionalmente, la prima de riesgo se valorizó 0,22% durante la semana pasada y cerró en 424,2 pbs, y en la renta fija local, el rendimiento del título a cinco años subió 23 pbs. Por su parte, el CDS a 5 años de Panamá se desvalorizó 2,20% respecto a la semana previa ubicándose en 134,67 pbs; mientras que el rendimiento del bono a cinco años bajó 28,3 pbs.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Semanal	Variación 12 meses	Año corrido
Tasa de cambio					
USDCLP	Chile	835,95	-2,78%	16,01%	-1,78%
USDPEN	Perú	3,73	-1,26%	-0,43%	-6,45%
USDCRC	Costa Rica	669,82	0,26%	8,66%	4,94%
Renta fija*					
Bono a 5 años	Chile	6,81%	-7,0	416,0	130,0
Bono a 5 años	Perú	6,96%	-10,1	424,5	225,6
Bono a 5 años	Costa Rica	6,01%	23,0	11,0	146,0
Bono a 5 años	Panamá	4,38%	-28,3	220,4	214,0
Renta variable					
S&P IPSA	Chile	4982,95	2,73%	22,13%	15,88%
S&P/BLV	Perú	20300,29	2,31%	-1,32%	-3,71%
IACR	Costa Rica	11895,13	0,00%	59,51%	0,00%
BVPSI	Panamá	395,86	0,00%	6,17%	2,42%
Prima de riesgo					
CDS 5 años	Chile	105,93	1,73%	50,06%	49,81%
CDS 5 años	Perú	123,67	2,42%	37,87%	63,74%
CDS 5 años	Costa Rica	424,2	-0,22%	0,67%	0,55%
CDS 5 años	Panamá	134,67	2,20%	81,28%	74,26%

Nota: La referencia de bonos a cinco años toma la tasa del bono genérico en moneda local calculada por Refinitiv Eikon

**Variaciones calculadas en pbs*

Fuente: Refinitiv Eikon y Corficolombiana

Actividad económica local

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Economía Local

laura.parra@corficolombiana.com

- La economía colombiana presentó un desempeño robusto durante el primer trimestre del año (1T22), al registrar un crecimiento de 1,0% trimestral (ant: 2,5% revisado a la baja desde 4,3%). El buen momento de la actividad productiva se dio en medio de un entorno de normalidad en la movilidad.
- En términos anuales, el crecimiento se desaceleró desde 10,8% a 8,5% (esp: 8,2%), en línea con una base estadística menos negativa. Desde la perspectiva de la oferta, el crecimiento fue impulsado por los sectores de comercio y alojamiento (que aportó el 37% del valor agregado), la industria manufacturera (17%) y actividades artísticas y de entretenimiento (14%).
- Nuevamente, el desempeño de la demanda interna se consolidó como el motor del crecimiento. Todos componentes a excepción de las exportaciones presentaron crecimientos anuales de doble dígito. Aunque la inversión tuvo un desempeño favorable, el 60% de su crecimiento provino de la acumulación de inventarios.

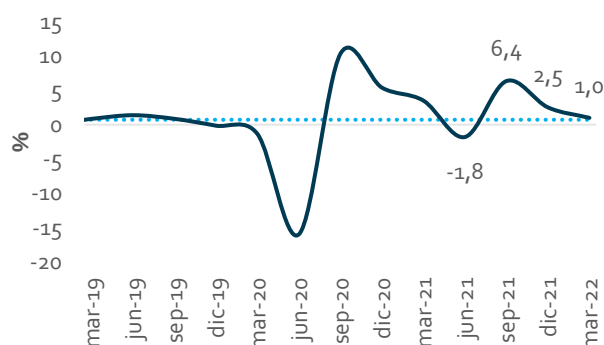
› El Producto Interno Bruto (PIB) aumentó 8,5% anual en 1T22

La economía colombiana creció 1,0% trimestral (t/t) en 1T22 (ant: 2,5% revisado a la baja desde 4,3%), registrando una tasa de expansión más alineada con la capacidad estructural del aparato productivo. Como referencia, la variación trimestral promedio en los dos años anteriores a la pandemia ascendía a 0,7%.

Por tercer trimestre consecutivo, la demanda interna se consolidó como el motor del crecimiento. El buen momento de este componente se evidenció en el crecimiento trimestral de las importaciones –cuya variación fue de dos dígitos–, el gasto público y, en menor medida, en el consumo de los hogares. En contraste, las exportaciones decrecieron 2,7% t/t.

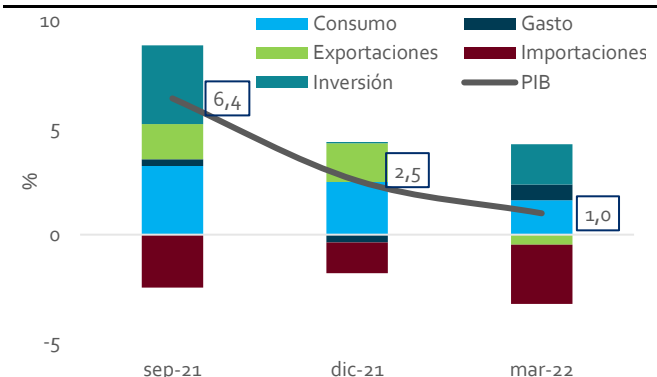
Aunque el crecimiento de 7,1% t/t de la inversión es una buena noticia, cerca del 60% provino de la acumulación de inventarios. En efecto, la inversión fija aumentó 3,3% t/t,

Crecimiento trimestral del PIB



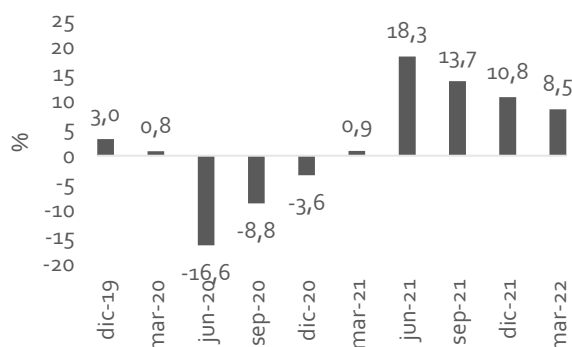
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Contribución al crecimiento por componentes de demanda



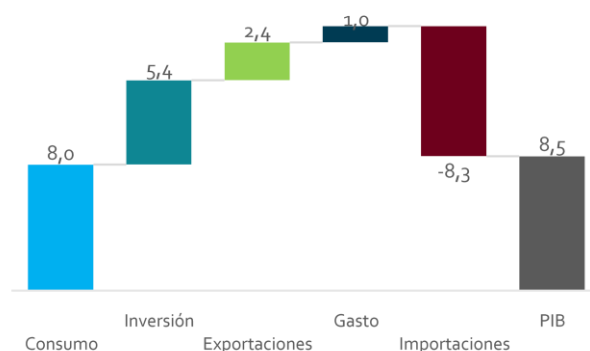
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Series desestacionalizadas

Crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Serie original

Contribución al crecimiento por componentes de demanda



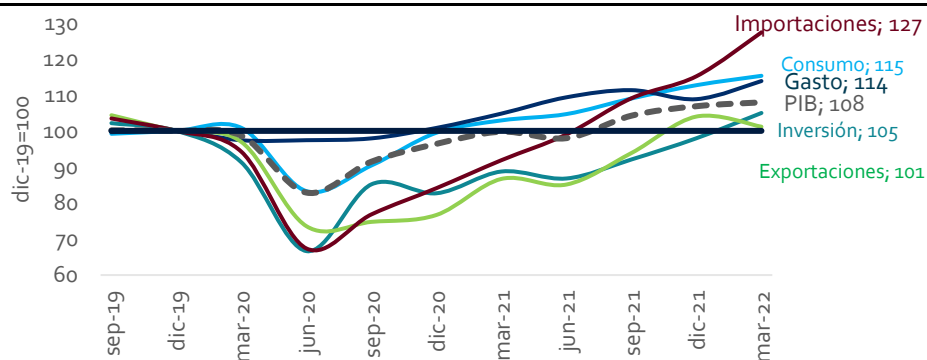
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Series desestacionalizadas

en línea con un desempeño robusto de maquinaria y equipo (23% t/t), atenuado por un menor dinamismo en la inversión relacionada con construcción (0,6% t/t). Así las cosas, aunque la inversión total se ubica 5,0% por encima de su nivel pre-pandemia, la formación bruta de capital aún se encuentra 6,3% rezagada frente a su nivel pre-pandemia.

De esta forma, las exportaciones y la inversión total ya superan sus referentes pre-pandemia, pero se mantienen rezagadas frente a los demás componentes de la demanda. En contraste, el nivel y crecimiento de las importaciones y del gasto público reflejan los retos en materia de sostenibilidad del crecimiento.

En términos anuales, el crecimiento disminuyó de 10,8% a 8,5% (esp: 8,2%). El consumo explicó la mayor parte de la variación anual (8,0 p.p. de 8,5 p.p.), sin embargo, ya se evidencian señales de recomposición al interior de este rubro, a favor de los servicios y en contra de los bienes.

Componentes de la demanda del PIB en niveles (Índice 4T19=100)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

A nivel sectorial, la composición del crecimiento anual refleja la fortaleza del consumo de los hogares junto con el dinamismo del gasto público. Los sectores con mayores aportes al crecimiento fueron comercio, industria y actividades artísticas y de

entretenimiento. En contraste, las actividades agropecuarias y de servicios financieros se contrajeron 2,5% y 3,2% frente al año pasado, en el marco de desacumulación de los inventarios de arroz y el último pago por la indemnización por Hidroituango.

Crecimiento del PIB desde la perspectiva de la oferta

Sector	Variación trimestral	Variación anual	Contribución al Valor Agregado	Variación frente a 4T19
Agropecuario	-3,3	-2,5	-0,2	1,4
Minas y canteras	-1,0	1,0	0,1	-15,3
Industrias manufactureras	1,4	11,1	1,4	12,2
SS públicos	0,6	4,9	0,2	4,7
Construcción	0,4	5,2	0,3	-18,9
Comercio, transporte, alojamiento y restaurantes	0,7	15,3	3,0	12,9
Información y comunicaciones	3,9	20,6	0,6	20,6
Actividades financieras	-6,5	-3,2	-0,2	-0,1
Actividades inmobiliarias	0,8	2,1	0,2	5,2
Actividades profesionales	1,2	9,7	0,7	8,7
Administración pública y defensa, salud, educación	0,9	6,2	1,0	10,8
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	11,9	35,7	1,2	38,6
Valor agregado bruto	1,1	8,3	8,3	7,5
Impuestos	1,1	11,3		12,3
Producto interno bruto	1,0	8,5		7,9

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Variación anual (%) Series originales.

Cifras al cierre de la semana

Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2021	Un año atrás
DTF E.A. (16 may- 20 may)	6,86%	6,52%	34,0	5,71%	3,08%	1,75%
DTF T.A. (16 may-20 may)	6,58%	6,27%	31,4	5,51%	3,15%	1,73%
IBR E.A. overnight	6,00%	5,99%	1,4	5,00%	2,99%	1,76%
IBR E.A. a un mes	6,00%	6,00%	-0,1	5,62%	3,05%	1,76%
TES - Julio 2024	9,75%	9,67%	7,6	8,81%	6,83%	4,50%
Tesoros 10 años	2,79%	2,93%	-13,8	2,94%	1,51%	1,63%
Global Brasil 2025	3,74%	3,80%	-5,3	3,52%	1,69%	1,85%
LIBOR 3 meses	1,44%	1,37%	7,3	1,14%	0,21%	0,14%

Fuente: BanRep, Superfinanciera

Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	570,43	-0,28%	-3,96%	-6,60%	-10,28%
COLCAP	1459,25	-3,50%	-9,00%	3,42%	15,30%
COLEQTY	1007,23	-3,00%	-8,62%	1,59%	13,78%
Cambiario – TRM	3989,84	-2,94%	6,13%	-0,84%	6,73%
Acciones EEUU - Dow Jones	31261,90	-2,90%	-10,45%	-14,11%	-8,28%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters, BVC, Corficolombiana

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	PMI manufacturero PMI	May (p)		59,20
24-may-22	PMI de servicios PMI	May (p)		55,60
24-may-22	PMI compuesto de Markit	May (p)		56,00
24-may-22	Ventas de viviendas nuevas	Abr	0,758 M	0,763 M
24-may-22	Ventas de viviendas nuevas m/m	Abr		-8,6%
25-may-22	Pedidos de bienes duraderos	Abr	0,5%	1,1%
26-may-22	PIB t/t	T1	-1,4%	-1,4%
26-may-22	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo	16 May, w/e		218000,00
27-may-22	Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal m/m	Abr		0,9%
27-may-22	Índice de precios PCE a/a	Abr		6,6%
27-may-22	Confianza del consumidor de la Universidad de Michigan	May	59,10	59,10

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Fuente: Thomson Reuters

Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	Ventas Minoristas a/a	Mar		63,7%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	PMI manufacturero	May (p)	55,00	55,50
24-may-22	PMI de servicios	May (p)	58,20	57,70
24-may-22	PMI compuesto de Markit	May (p)		55,80

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	PMI compuesto de markit	May (p)		58,20
24-may-22	PMI manufacturero	May (p)		55,80
24-may-22	PMI de servicios	May (p)		58,90

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Francia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	Encuesta de negocios de Francia	May		108,00
24-may-22	PMI manufacturero	May (p)		55,70
24-may-22	PMI de servicios	May (p)		58,90
24-may-22	PMI compuesto de markit	May (p)		57,60
25-may-22	Confianza del Consumidor	May		88,00

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

México

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
25-may-22	PIB a/a	T1		1,6%
25-may-22	PIB t/t	T1		0,9%
25-may-22	Actividad económica a/a	Mar		2,5%
26-may-22	Ventas Minoristas a/a	Mar		6,4%
26-may-22	Ventas Minoristas m/m	Mar		0,8%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Brasil

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
24-may-22	IPC a mediados de mes m/m	May	1,9%	1,7%
24-may-22	IPC a mediados de mes a/a	May		12,0%
25-may-22	Cuenta corriente (USD)	Mar		-2,414 MM
25-may-22	Inversión extranjera directa	Mar		11,843 MM

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Alemania

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
23-may-22	Índice Ifo de confianza empresarial en Alemania	May	91,40	91,80
23-may-22	Situación actual de Alemania	May	95,80	97,20
23-may-22	Ifo Expectations New	May	83,50	86,70
24-may-22	PMI manufacturero	May (p)	54,00	54,60
24-may-22	PMI de Servicios	May (p)	57,70	57,60
24-may-22	PMI compuesto de Markit	May (p)	54,10	54,30
25-may-22	PIB a/a	T1	4,0%	4,0%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
23-may-22	JibunBK Mfg PMI	May		53,50%
26-may-22	IPC a/a	May		2,50%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Proyecciones económicas

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
Actividad Económica						
Crecimiento real						
PIB (%)	1,4	2,5	3,3	-7,0	10,6	5,6
Consumo Privado (%)	2,1	3,0	4,5	-5,8	13,8	4,1
Consumo Público (%)	3,8	7,0	4,3	3,7	12,1	5,4
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	1,9	1,5	4,3	-20,6	8,5	5,4
Exportaciones (%)	2,5	0,9	2,6	-18,3	40,0	12,7
Importaciones (%)	1,2	5,8	8,1	-17,3	52,7	9,7
Contribuciones (puntos porcentuales)						
Consumo Privado (p.p.)	1,4	2,1	2,7	-4,1	4,8	2,3
Consumo Público (p.p.)	0,6	1,1	0,8	0,6	1,3	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,4	0,3	0,7	-4,6	2,4	1,0
Exportaciones (p.p.)	0,4	0,1	-1,2	1,5	1,4	0,6
Importaciones (p.p.)	-0,3	-1,2	3,3	-6,8	2,9	0,6
Precios						
Inflación, fin de año (%)	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	8,4
Inflación, promedio anual (%)	4,3	3,2	3,5	2,5	3,5	8,3
Tasas de Interés						
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	8,25
DTF E.A., fin de año (%)	5,21	4,54	4,48	1,96	2,70	7,0
Finanzas Públicas						
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-7,1	-6,2
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-0,7	-0,3	0,7	-4,9	-3,7	-2,6
Deuda bruta GNC (% PIB)*	47,0	49,8	50,2	64,7	63,8	62,7
Sector Externo						
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	2.984	3.250	3.277	3.433	3.981	3.989
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	2.951	2.956	3.281	3.693	3.744	3.964
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-3,3	-3,9	-4,3	-3,3	-5,7	-4,6
Inversión extranjera directa (% PIB)	3,2	3,5	4,5	3,4	3,4	4,1

Fuente: BanRep, DANE, MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana. *Corresponde a deuda financiera del GNC.

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

Maria 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

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext.

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbegozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbegozo@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

DVERTENCIA

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.