



Informe Mensual Cambiario

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La cotización del dólar en los mercados mundiales continúa disparada. Los mayores riesgos de recesión global, así como un endurecimiento monetario en EEUU que seguirá siendo relativamente más fuerte frente al de otras economías avanzadas, hacen prever que el actual ciclo alcista del dólar se mantendrá globalmente por algún tiempo adicional.*
- *Los precios de las materias primas también han caído como consecuencia de los temores de recesión y un dólar fuerte, afectando por esta vía la percepción de riesgo de los mercados emergentes. Lo anterior ha venido acompañado de un continuo deterioro en la entrada de inversión de portafolio hacia estos mercados.*
- *En este entorno, las monedas de mercados emergentes se depreciaron frente al dólar. Este patrón ha sido particularmente fuerte en LATAM, donde la magnitud de la depreciación de sus monedas duplicó la de otros mercados emergentes, a pesar de los buenos fundamentos de sus economías.*
- *Los términos de intercambio en Colombia siguen mejorando, gracias a unos precios internacionales del petróleo que se mantienen relativamente altos. Al mismo tiempo, el déficit comercial del país ha comenzado a corregirse y el egreso neto corriente de dólares, derivado del exceso de gasto de la economía, sigue financiado en su amplia mayoría con flujos privados de capitales extranjeros.*
- *Bajo este contexto, la tasa de cambio se depreció hasta máximos históricos que se acercaron a los 4800 pesos. La volatilidad del precio del dólar en el mercado local ha sido extrema y las ventanas mensuales de volatilidad en junio-julio superan los 400 pesos. Pese a lo anterior, BanRep anunció que no hará intervención cambiaria y dejará flotar libremente la tasa de cambio.*

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	5
Aspectos técnicos	8
Expectativas corto plazo	9

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Camila Martinez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

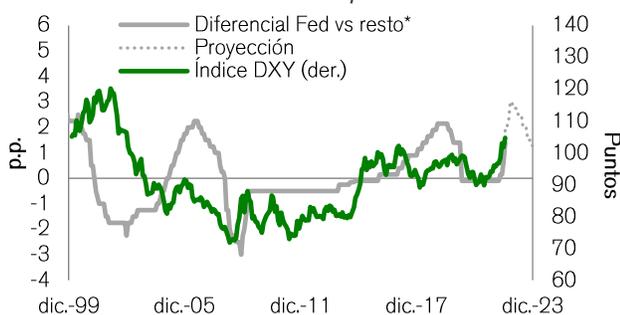


Contexto internacional

La fortaleza del dólar continuó durante el último mes y alcanzó recientemente máximos de 20 años frente a otras monedas fuertes del mundo. El endurecimiento monetario de la Fed, que está siendo más agresivo frente a lo previsto, y unos mayores niveles de aversión al riesgo asociados a los temores de una próxima recesión global, siguen sustentado buena parte de este comportamiento.

Sin embargo, existen fuerzas relativas en lo fundamental que también explican esta disparada del dólar, pero que han pasado desapercibidas dada la extrema volatilidad de los mercados. Esas fuerzas relativas están asociadas a la heterogeneidad del ciclo nominal y el ciclo real de las principales economías del mundo.

Gráfico 1. Relación histórica *spread* de tasas vs USD



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Mediana de tasas del ECB, BoJ y BoE. Diferencial proyectado función WIRP.

En el frente nominal, mientras que la Fed se encamina a un endurecimiento monetario agresivo en sus tasas de interés para combatir la inflación, otros faros monetarios como el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y el Banco Central de Japón (BoJ) se han rezagado significativamente frente a la fuerte dinámica de la inflación global. Esto ha creado un aumento significativo en el diferencial teórico de tasas de política monetaria entre EEUU y el resto del mundo avanzado.

Más aún, ante las expectativas que están implícitas actualmente en el mercado (ver “El carrusel de la renta fija y la estanflación” en [IMDP – Julio 11 de 2022](#)), se espera que este diferencial siga aumentando en el futuro cercano hasta máximos de 24 años (Gráfico 1). Como consecuencia, las estrategias de *carry-trade* en los mercados avanzados han favorecido la demanda de

dólares y es de esperar que se mantenga en la medida que la política monetaria en otros avanzados siga rezagada frente a la de EEUU. De hecho, además de este diferencial teórico, el *spread* entre las tasas de interés de los Tesoros y las de los bonos soberanos de mercados desarrollados también se mantiene en máximos desde abril de 2019, favoreciendo por esta vía la demanda especulativa de dólares (Gráfico 2).

Gráfico 2. Demanda de USD vs diferencial de tasas

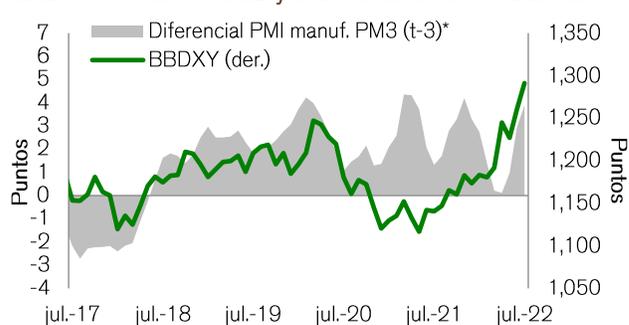


Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Rendimiento medio bonos EEUU vs Alemania, Reino Unido y Japón.

En el frente real, el ciclo de los negocios entre EEUU y otras economías avanzadas también justifica una valoración relativa más fuerte en dólar. En efecto, tomando el índice PMI manufacturero como variable *proxy* de la producción agregada, se encuentra que el diferencial entre el PMI de EEUU contra el PMI del resto de países avanzados está en su punto más alto desde finales de 2021 (Gráfico 3).

Gráfico 3. Relación USD y ciclo relativo economías fuertes



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

*PMI EEUU menos promedio PMI Eurozona, Reino Unido y Japón.

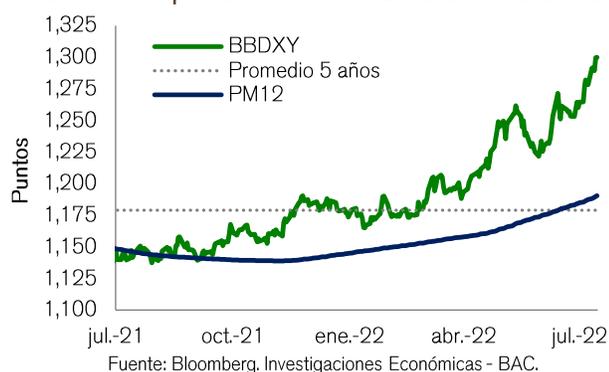
Como lo explicamos anteriormente, la probabilidad de recesión se ha incrementado, pero este es un fenómeno global debido a la estanflación en curso en todos los países avanzados y no necesariamente es exclusivo de



EEUU. Por ejemplo, la probabilidad de recesión en EEUU durante los próximos 12 meses, según la encuesta de Bloomberg hecha en junio a analistas del mercado, bordea niveles del 33%, mientras que la misma probabilidad de recesión para la economía de la Eurozona se calcula cerca al 50%.

Con la fuerte volatilidad de julio y la nueva información disponible, es claro que esta probabilidad de ocurrencia para ambas economías se ha incrementado significativamente, pero en cualquier caso seguirá siendo más alta para la Eurozona. De ser así, el diferencial que mide el ciclo real del producto podría seguir aumentando en favor de EEUU y generando presiones adicionales sobre el dólar.

Gráfico 4. Comportamiento del dólar durante el último año



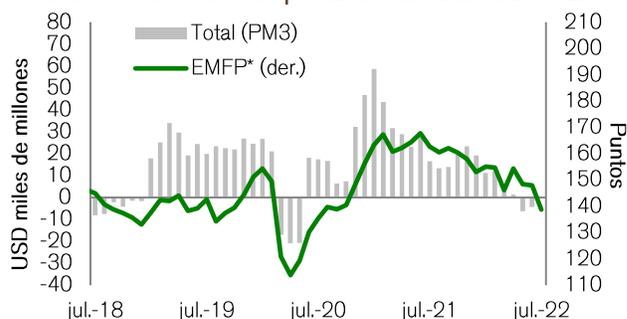
De esta forma, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara la moneda americana contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez¹, alcanzó en las primeras semanas de julio máximos históricos desde que se tiene registros de este índice. La desviación frente a su media móvil 12 meses (PM12) y al promedio de los últimos 5 años, asciende a niveles muy altos de 9.7% (Gráfico 4).

Este contexto mundial de dólar fuerte sigue afectando los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes y en junio volvieron a ser negativos (ver “El carrusel de la renta fija y la estanflación” en [IMDP – Julio 11 de 2022](#)). Los índices que funcionan como variables proxy del comportamiento de estos flujos hacia

¹ El índice BBDXY compara el valor relativo del dólar contra una canasta de 10 divisas líderes en el mundo que se definen según su liquidez y posición comercial contra EEUU.

emergentes, como el índice EMFP de Bloomberg, sugieren salidas adicionales en julio que incluso podrían ser las más fuertes observadas en al menos 12 meses (Gráfico 5).

Gráfico 5. Inversión de portafolio hacia mercados EM

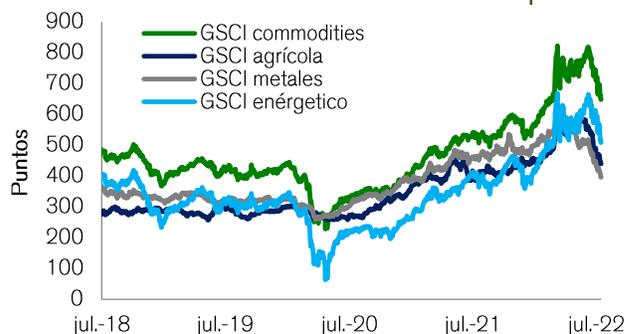


Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Índice que incorpora 4 clases de activos que determinan flujos hacia EM.

Los riesgos de recesión y un dólar fuerte también han afectado significativamente los precios de los commodities. En efecto, todos estos precios han caído significativamente en semanas recientes, con el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) mostrando una desvalorización de 8.6%.

Los precios del segmento de metales-industriales son los que más se han resentido por la coyuntura actual, y en lo corrido del año acumulan una desvalorización significativa del 20.5% (Gráfico 6).

Gráfico 6. Precios internacionales de materias primas



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los precios del petróleo rompieron el soporte de los 100 dólares por barril (dpb) y en el caso del WTI cayeron hasta



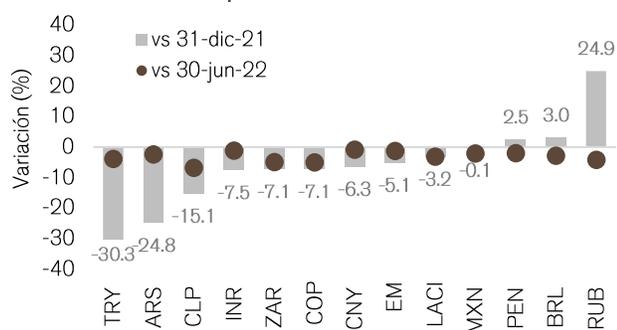
niveles de 95 dpb. En la referencia Brent, los mínimos alcanzados fueron de 99 dpb. Según las estimaciones de la EIA de EEUU², se espera que el promedio del Brent para 2022 y 2023 sea de 104 y 94 dpb, respectivamente.

Sin embargo, dicho pronóstico está sujeto a un ambiente de extrema incertidumbre. Más allá de las restricciones de oferta creadas por la guerra entre Rusia y Ucrania, una demanda débil asociada a la desaceleración económica, así como una mayor producción de EEUU y la OPEP, conduciría incrementos en los inventarios que eventualmente afectarían a la baja los precios.

iii) un aumento significativo del superávit comercial de ese país, algo que además del repunte de las exportaciones vía precios, responde a una importante caída de las importaciones (demanda interna débil y restricciones al comercio).

En LATAM, el fuerte movimiento del último mes ha generado que la caída año corrido del LACI ascienda a 3.2%. La depreciación acumulada más grande la registran el peso argentino y el peso chileno, mientras que el sol peruano y el real brasileño son las únicas monedas que acumulan leven apreciaciones frente al dólar en 2022 (Gráfico 7).

Gráfico 7. Desempeño de monedas de mercados EM



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

De esta forma, las monedas de mercados emergentes, según el índice agregado de MSCI (EM), registran una depreciación promedio de 1.2% frente al dólar cuando se compara con los niveles de cierre de junio. La dirección del índice de monedas de LATAM (LACI) fue el mismo, pero en una magnitud sustancialmente superior, pues registró una caída de 3.1% durante el mismo periodo.

En lo corrido de 2022, las monedas más afectadas han sido las de Europa y Asia emergente, lideradas por la caída de 30.3% de la lira turca. El rublo ruso recuperó todo el terreno perdido desde febrero tras la invasión de Rusia a Ucrania y a la fecha registra una apreciación de 24.9% frente al dólar (Gráfico 7).

Buena parte de este resultado con el rublo obedece a: i) el vertiginoso incremento en las tasas de interés del Banco Central de Rusia; ii) unos términos de intercambio en esa economía que se han disparado como consecuencia de los altos precios del petróleo y del gas; y

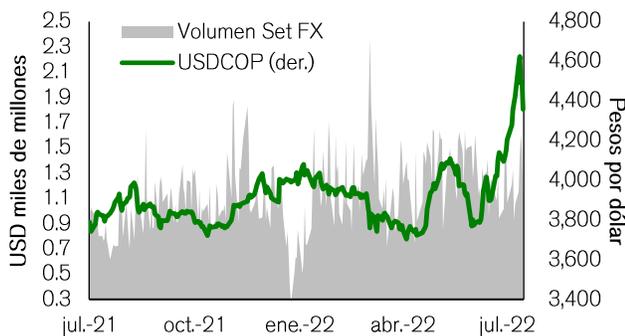
² Short Term Energy Outlook (STEO) – July 2022.



Mercado local

La tasa de cambio marcó en jornadas recientes máximos históricos, altamente influenciada por el contexto externo y caracterizada por una fuerte y atípica volatilidad. Frente a los niveles de 3923 pesos de junio, el promedio-mes en julio asciende a 4420 pesos, lo que equivale a una depreciación promedio-mes de 12.7%. El valor máximo a frecuencia diaria se registró el pasado 12 de julio y fue de 4625 pesos (Gráfico 8).

Gráfico 8. Evolución reciente del dólar en el mercado local



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El volumen diario de negociación en Set FX registró un promedio de USD 1,227 millones en junio, lo que representa un incremento de 22.3% frente al mismo mes de 2021. Los volúmenes en julio se sitúan alrededor de USD 1,232 millones diarios, lo que también es un incremento importante de 44% frente a los volúmenes de julio del año pasado.

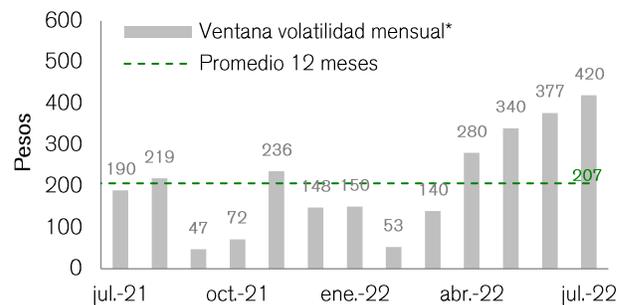
Por su parte, la ventana mensual de volatilidad en junio fue de 377 pesos y en julio alcanza los 420 pesos, la más alta desde marzo de 2020. Estas cifras superan ampliamente el promedio de 207 pesos de los últimos 12 meses (Gráfico 9), así como el promedio histórico de 5 años de 183 pesos, dando cuenta de la extrema volatilidad reciente del mercado.

Consistente con lo anterior, la volatilidad de 20 días anualizada de la tasa de cambio en el mercado aumentó significativamente hasta niveles de 33.7%, también alcanzando máximos no vistos desde marzo de 2020.

Bajo este contexto, la depreciación anual de la tasa de cambio ha alcanzado en julio ritmos promedio de 16.1%.

Si bien esta dinámica de la depreciación anual se sitúa por debajo del nivel crítico de 20% que tiende a generar presiones inflacionarias, no deja de ser una preocupación para las perspectivas macroeconómicas de corto plazo. En términos del año corrido, la depreciación anual del tipo de cambio bordea el 8.7%.

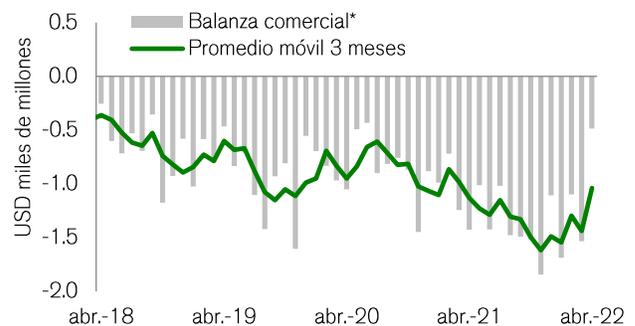
Gráfico 9. Ventanas mensuales de volatilidad USDCOP



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial en pesos entre cotización mínima y máxima del mes.

Pese a todo lo anterior, BanRep anunció recientemente que no intervendrá el mercado cambiario, señalando que la mejor manera de enfrentar esta coyuntura es dejar flotar libremente la tasa de cambio y que se ajuste a las condiciones internas-externas de oferta y demanda. Así, instrumentos para controlar la elevada dispersión de la tasa de cambio, como las opciones de volatilidad, quedan descartadas por ahora.

Gráfico 10. Balance comercial de bienes en valor FOB

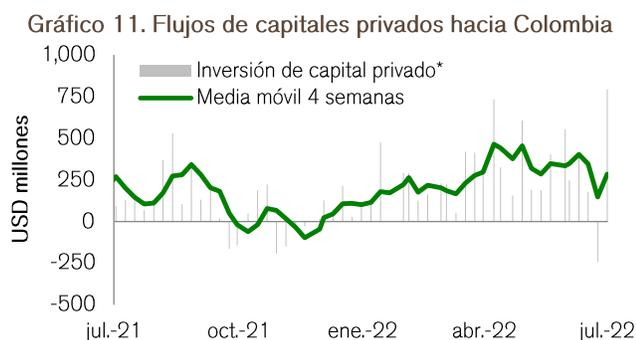


Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las cifras disponibles de balanza comercial siguen arrojando un abultado déficit comercial, en medio de un continuo flujo de egresos de dólares asociados a una gran fortaleza de la demanda interna. No obstante, gracias a unos mayores precios de las exportaciones tradicionales

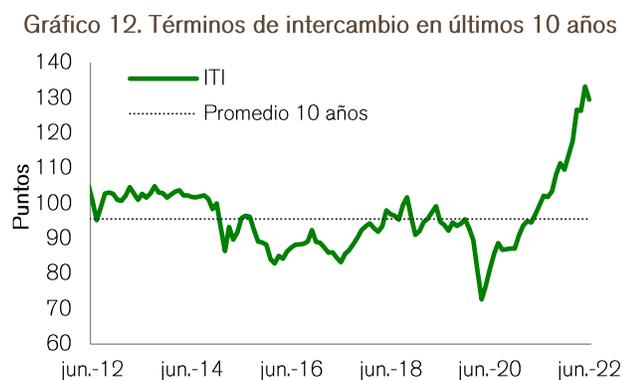


del país, dicho desbalance comercial ha comenzado a corregirse.



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Suma de inversión extranjera directa e inversión de portafolio.

En efecto, el déficit comercial de abril fue de USD 485 millones, el más bajo registrado desde junio de 2020 (Gráfico 10). Las cifras de exportaciones en valor FOB de abril registraron un ingreso de USD 5,422 millones, un máximo no visto desde octubre de 2012, y el flujo de mayo se ubicó en USD 4,553 millones que supera con creces el promedio mensual de USD 4,023 millones de los últimos 12 meses.



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

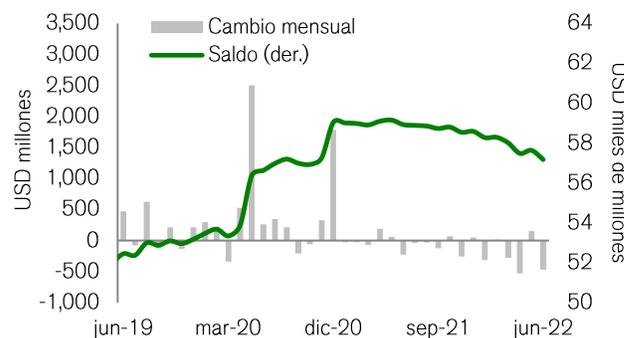
Los datos de la cuenta comercial de la balanza cambiaria siguen siendo consistentes con lo anterior y al corte de junio registran un superávit año corrido de USD 482 millones, superior a los USD 167 millones del mismo periodo de 2021. El superávit acumulado de la cuenta corriente asciende a USD 5,737 millones, en buena medida sustentado por los fuertes ingresos netos que se derivan del superávit de balanza de servicios y transferencias, el cual asciende a USD 5,255 millones.

Por su parte, los flujos de inversión extranjera privada en la cuenta de capitales de la balanza cambiaria se mantienen en números muy positivos, a pesar del adverso entorno internacional. En efecto, la entrada de inversión extranjera directa en junio fue de USD 879 millones, mientras que los flujos de inversión de portafolio registraron una entrada neta por USD 199 millones.

Lo anterior representa una entrada neta de capitales privados por USD 1,078 millones, una tendencia que los datos preliminares de julio parecen confirmar y que apoyan una adecuada financiación a los desbalances externos del país (Gráfico 11).

Adicionalmente, los términos de intercambio de la economía colombiana se mantienen en máximos históricos (Gráfico 12), sustentados por unos precios de exportaciones que siguen superando ampliamente los de las importaciones. Este factor nominal seguirá favoreciendo el cierre del déficit comercial de bienes en el futuro cercano.

Gráfico 13. Acervo de reservas internacionales brutas



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, las cifras consolidadas de reservas internacionales que administra BanRep mostraron en junio una reducción de USD 464 millones, haciendo que el saldo disminuyera hasta USD 57,171 millones (Gráfico 13). En lo corrido de 2022, el acervo de reservas internacionales acumula una reducción de USD 1,415 millones.

Como duración en meses de las importaciones, el ratio de cobertura con reservas internacionales se redujo hasta 9 meses al corte de abril, un nuevo mínimo no registrado desde diciembre de 2014. Esta razón se sigue



distanciando del promedio histórico de 10.5 meses que se tiene para este indicador.

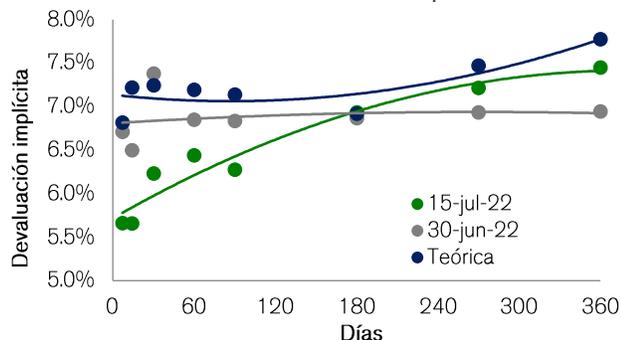
Gráfico 14. Flujo de compra-venta de dólares de la DTN



Fuente: MHCP - IRC. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencia entre compras y ventas mensuales de dólares.

Las monetizaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) volvieron a ser prácticamente nulas en junio, luego de un histórico año 2021 con ventas netas de dólares por un total de USD 13,324 millones. En efecto, las ventas netas de la DTN en el último mes fueron de apenas USD 6.5 millones (Gráfico 14), con lo cual el acumulado de monetizaciones de 2022 asciende a USD 36.2 millones.

Gráfico 15. Curva de devaluaciones implícitas vs teórica



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, la curva de devaluaciones implícitas registró un desplazamiento a la baja de 39 pbs, en promedio, desde finales del mes de junio (Gráfico 15). Asimismo, frente a la curva de devaluaciones teórica, el diferencial del nivel de la curva es negativo en 74 pbs.

Buena parte de este movimiento se explica por reducciones del orden de 101 pbs en las devaluaciones a plazos estrictamente inferiores a 30 días. Lo anterior es consistente con una expectativa de movimientos en las tasas de interés de BanRep en el muy corto plazo que ya

estaban ampliamente incorporadas por el mercado desde tiempo atrás, al mismo tiempo que las tasas esperadas de la Fed están descontando ahora un potencial incremento de 75-100 pbs en su próxima reunión.

Adicionalmente, los puntos forward para plazos superiores a 180 días se incrementaron significativamente desde finales del mes pasado, algo que es coherente con una mayor demanda de dólares a plazo y no necesariamente en el mercado spot.

Gráfico 16. Caja de los IMC vs devaluaciones implícitas



Fuente: Tradition y Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

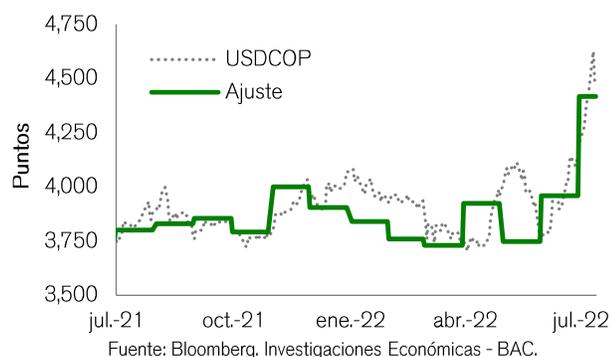
Bajo este contexto, la caja en dólares de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se redujo en junio hasta los mínimos observados en marzo, pero no están dando señales de problemas de liquidez en el mercado cambiario. En efecto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC en junio mostraron niveles de USD 2,503 millones, muy por debajo de los USD 3,113 millones de mayo (Gráfico 16).



Aspectos técnicos

Midiendo la correlación estadística de la tasa de cambio con sus principales determinantes externos de corto plazo (sin petróleo), se encuentra que el mayor grado de asociación lineal lo tuvo en el último mes con el peso chileno en una magnitud de 56%, muy superior frente al 7% del mes previo.

Gráfico 17. Desviación del USDCOP frente a su valor justo



La correlación en valor absoluto con los precios del petróleo, que históricamente han sido uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, se redujo hasta 21% en lo corrido de julio, desde los niveles de 28% de junio.

Frente al índice MSCI de monedas de mercados emergentes (EM), la correlación subió hasta un 44%. A su vez, con el índice de monedas de LATAM (LACI), la correlación estadística se ubica actualmente cerca de un 41%, indicando un grado de riesgo-contagio no despreciable con otras monedas de la región. Las medidas de correlación cruzada entre monedas LATAM también sugieren valores relativamente altos de riesgo-contagio (Gráfico 18).

Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 4,417 pesos en el corto plazo (Gráfico 18). Frente a los niveles que se cotiza actualmente el dólar en el mercado spot, esta estimación se encuentra cerca de 100 pesos por encima de dichos valores.

Basados en el criterio de bondad de ajuste, en los últimos 3 meses los principales determinantes de la tasa de cambio han sido el peso chileno, el índice LACI y el EMF

(variable proxy de flujos de capital hacia países emergentes). No obstante, basándose en el criterio de elasticidad, la mayor sensibilidad se exhibe contra el índice DXY, el sol peruano y el peso mexicano (ver gráficos en la parte inferior de este informe).

Gráfico 18. Magnitud de riesgo-contagio en LATAM



Por su parte, nuestros mejores modelos estructurales (tomando como criterio el menor error de pronóstico en cada uno de ellos) estiman una tasa de cambio cercana a los 3,750 pesos, es decir, unos 550 pesos por debajo de los niveles actuales.

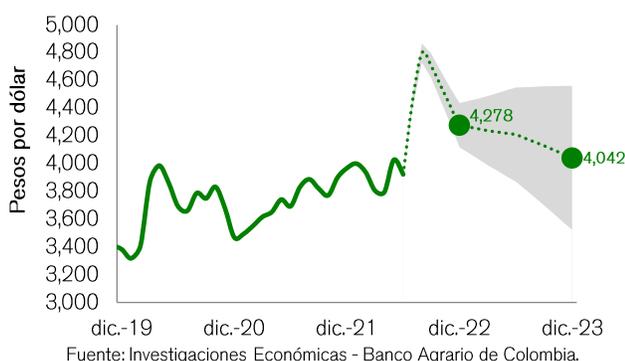


Expectativas de corto plazo

A juzgar por los buenos fundamentos de la economía colombiana y las adecuadas condiciones de liquidez del mercado cambiario, no creemos que niveles del orden de 4500 pesos o más sean sostenibles en el corto plazo.

Sin embargo, teniendo en cuenta los fuertes vientos en contra provenientes del frente externo, así como la extrema y atípica volatilidad de la tasa de cambio (con ventanas mensuales de 400 pesos), un nuevo choque especulativo como el reciente podría hacer que el dólar vuelva a dispararse incluso hacia máximos históricos de 4700 - 4800 pesos.

Gráfico 19. Trayectoria estimada del USDCOP para 2022

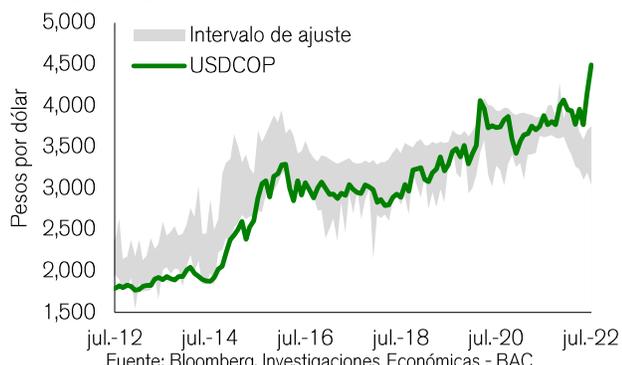


Por todo lo anterior, hemos revisado significativamente al alza nuestras proyecciones de tasa de cambio. Para 2022, dada la volatilidad actual, ahora esperamos un promedio-año de 4225 pesos, muy por encima de la previsión de 3950 pesos anterior. Esperamos que el cierre de año se sitúe alrededor de 4275 pesos (Gráfico 19).

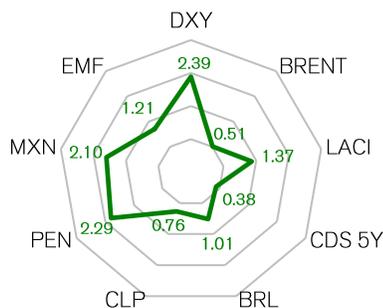
Las perspectivas para 2023 dan lugar a un espacio de apreciación de la tasa de cambio, pero no a niveles de 3775 pesos como lo anticipábamos de manera preliminar. De esta forma, para el próximo año proyectamos un promedio de 4175 pesos.



Rango de ajuste histórico de la tasa de cambio nominal



Elasticidades USDCOP con determinantes corto plazo*



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.
*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales

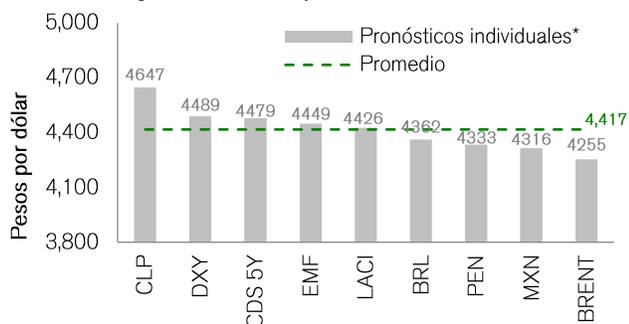


Medidas individuales de bondad del ajuste*



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.
*Regresiones simples con ventanas muestrales de 120 días.

Niveles justos de corto plazo de la tasa de cambio



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.
*Ajustes de regresión simple con ventanas muestrales de 120 días.

Desviación del USDCOP frente a su ajuste de corto plazo





Matriz de correlaciones de la tasa de cambio con sus principales determinantes de corto plazo (ventana móvil de 20 días)*

	COP	BRENT	CDS 5Y	BBDXY	LACI	MXN	BRL	CLP	PEN	EM FX	EM VOL	COLCAP
COP	1.00	-0.21	-0.22	0.33	-0.41	0.25	0.24	0.29	0.56	-0.44	0.04	-0.08
BRENT	-0.21	1.00	-0.21	-0.49	0.42	-0.36	-0.53	-0.47	-0.29	0.71	-0.47	0.25
CDS 5Y	-0.22	-0.21	1.00	0.22	-0.30	0.32	0.29	0.24	-0.15	-0.34	0.26	-0.42
BBDXY	0.33	-0.49	0.22	1.00	-0.64	0.55	0.43	0.44	0.27	-0.57	0.50	-0.22
LACI	-0.41	0.42	-0.30	-0.64	1.00	-0.61	-0.68	-0.50	-0.51	0.51	-0.25	0.08
MXN	0.25	-0.36	0.32	0.55	-0.61	1.00	0.52	0.41	0.23	-0.55	0.64	0.18
BRL	0.24	-0.53	0.29	0.43	-0.68	0.52	1.00	0.40	0.43	-0.48	0.35	0.07
CLP	0.29	-0.47	0.24	0.44	-0.50	0.41	0.40	1.00	0.09	-0.51	0.58	-0.13
PEN	0.56	-0.29	-0.15	0.27	-0.51	0.23	0.43	0.09	1.00	-0.49	-0.12	0.18
EM FX	-0.44	0.71	-0.34	-0.57	0.51	-0.55	-0.48	-0.51	-0.49	1.00	-0.56	0.12
EM VOL	0.04	-0.47	0.26	0.50	-0.25	0.64	0.35	0.58	-0.12	-0.56	1.00	-0.06
COLCAP	-0.08	0.25	-0.42	-0.22	0.08	0.18	0.07	-0.13	0.18	0.12	-0.06	1.00

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Los coeficientes de correlación se calculan sobre las variaciones diarias de las series. Fecha de corte: 14 de julio de 2022.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
