

INFORME SEMANAL

REFORMA TRIBUTARIA Y SECTOR DE HIDROCARBUROS

- La reforma tributaria que propuso el Gobierno hace dos semanas espera recaudar 7 billones de pesos en 2023 en impuestos por uso del subsuelo, equivalente a casi una cuarta parte de la meta total de recaudo.
- El proyecto de reforma tributaria plantea varias medidas que elevan la carga tributaria del sector minero-energético, siendo las más gravosas la prohibición de la deducibilidad de las regalías, el impuesto de 10% a las exportaciones extraordinarias y el aumento de la tarifa de impuesto a los dividendos para empresas extranjeras, de 10% a 20%.
- Con estos ajustes, estimamos que la carga fiscal para un proyecto de exploración y producción de hidrocarburos en Colombia aumentaría entre 10 y 15 puntos porcentuales (p.p.) y pondría en riesgo la viabilidad económica de varios proyectos.

MERCADO DE DEUDA (PAG.6)

- Curva de los tesoros americanos se desvalorizó ante unas minutas que dejan sobre la mesa el compromiso de atenuar la inflación y a la expectativa de lo que sucede en Jackson Hole.
- Con un contexto externo con desvalorizaciones y las buenas noticias en materia de crecimiento en Colombia, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó y la curva en UVR se empinó.

CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PAG.13)

- El tipo de cambio USDCOP avanzó durante la semana pasada y cerró en 4.377 pesos por dólar.
- En EEUU, los permisos de construcción y el número de viviendas iniciadas continuaron cayendo en julio a niveles de 1,67 y 1,44 millones respectivamente.
- En junio, las importaciones colombianas aumentaron 29,4% a/a al cerrar en USD 6.368 millones CIF.

MERCADOS ANDINOS Y CENTROAMERICANOS (PAG.18)

- En Perú, la producción nacional se expandió 3,44% a/a en junio y la tasa de desempleo se ubicó en 6,8% en julio. Por su parte, en Chile, el PIB creció 5,4% a/a en 2T22 y el déficit en cuenta corriente alcanzó el 8,5% del PIB.
- En Panamá, la inflación retrocedió 1,2% en julio, en medio de las medidas de control de precios adoptadas por el Gobierno en el marco de las jornadas de protestas.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG.25)

- La economía colombiana presentó un desempeño destacable durante el segundo trimestre del año (2T22), al registrar un crecimiento de 1,5% trimestral (ant: 1,4% revisado al alza desde 1,0%). El buen momento de la actividad productiva se dio gracias al buen dinamismo del consumo de los hogares y las exportaciones.
- En términos anuales, el crecimiento aumentó desde 8,6% a 12,6%, en línea con una baja base estadística y un crecimiento secuencial positivo. Desde la perspectiva de la oferta, el crecimiento fue impulsado por los sectores comercio (34%), industria (20%), administración pública y defensa (12%), y actividades artísticas y de entretenimiento (9%).

Reforma tributaria y sector de hidrocarburos

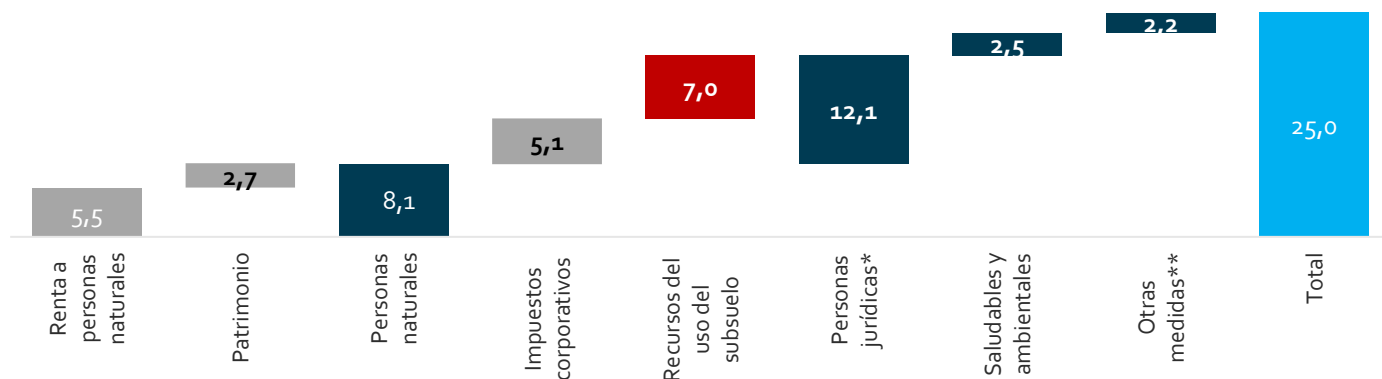
Julio Romero A.

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

- La reforma tributaria que propuso el Gobierno hace dos semanas espera recaudar 7 billones de pesos en 2023 en impuestos por uso del subsuelo, equivalente a casi una cuarta parte de la meta total de recaudo.
- El proyecto de reforma tributaria plantea varias medidas que elevan la carga tributaria del sector minero-energético, siendo las más gravosas la prohibición de la deducibilidad de las regalías, el impuesto de 10% a las exportaciones extraordinarias y el aumento de la tarifa de impuesto a los dividendos para empresas extranjeras, de 10% a 20%.
- Con estos ajustes, estimamos que la carga fiscal para un proyecto de exploración y producción de hidrocarburos en Colombia aumentaría entre 12 y 15 puntos porcentuales (p.p.) y pondría en riesgo la viabilidad económica de varios proyectos.
- De aprobarse estas propuestas, así como la prohibición de la firma de nuevos proyectos de exploración de petróleo y gas, se generaría un fuerte desincentivo para la inversión privada en el sector minero-energético que a mediano plazo podría llevar a la nacionalización de las actividades de exploración y producción de hidrocarburos en Colombia.
- A falta de conocer el Presupuesto General de la Nación del próximo año, no es claro cuánto del recaudo se usará para financiar un mayor gasto social y cuánto para avanzar en el ajuste exigido por la Regla Fiscal en 2023. Lo cierto es que buena parte de los recursos no serían estructurales, pues dependen de los altos precios internacionales de las materias primas. Sería paradójico y fiscalmente insostenible recargar a corto plazo el peso tributario en el sector minero-energético, mientras se acelera su marchitamiento a mediano plazo, sacrificando los aportes que genera al Estado.

Gráfico 1. Recaudo esperado del Proyecto de Reforma Tributaria por la Equidad y la Justicia Social (billones de pesos)



Fuente: Proyecto de Ley Reforma Tributaria por la Igualdad y la Justicia Social.

*Incluye la renta por los impuestos corporativos y los recursos por uso del subsuelo

**En otras medidas se incluye la eliminación de los días sin IVA, impuesto a las importaciones de origen, Zonas de Frontera, Zonas Francas, el tope del 3,0% de los beneficios tributarios y la modificación de rentas exentas de ganancias ocasionales.

› *Aumento de la carga tributaria al sector de hidrocarburos*

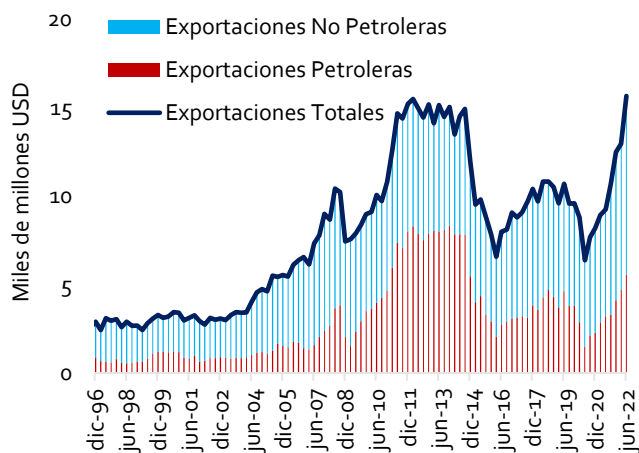
Hace dos semanas, el equipo del Ministerio de Hacienda liderado por José Antonio Ocampo presentó el Proyecto de Reforma Tributaria por la Equidad y la Justicia Social, con el cual **busca recaudar 25 billones de pesos en 2023, o 1,7% del PIB, de los cuales una cuarta parte los provendrían de impuestos por uso del subsuelo** (Gráfico 1).

En particular, la carga tributaria para el sector de hidrocarburos aumenta con estas cinco medidas: i) la prohibición de la deducibilidad de regalías como un costo; ii) el impuesto de 10% de las exportaciones extraordinarias (precio superior a 48 dólares por barril); iii) el aumento de la tarifa de impuesto a los dividendos para empresas extranjeras, de 10% a 20%; iv) la eliminación del régimen de depreciación acelerada (en 5 años) que tenía el sector; y v) la eliminación de las zonas francas para proyectos costa afuera.

La deducibilidad de las regalías es una práctica justificada en sectores extractivos. Una empresa dedicada a producir un recurso natural, como el petróleo, el gas, el oro o el carbón, debe entregar un porcentaje de su producción al Estado como contraprestación por la explotación del subsuelo. La regalía no es comercializada por la empresa para beneficio propio, y en este sentido no configura un ingreso ni puede considerarse para calcular la utilidad de la operación. **Al prohibir deducir la regalía de la base gravable para el impuesto de renta se está considerando que las regalías generaron un ingreso para la empresa, cuando no fue así.** Según nuestras estimaciones, esta medida equivale a aumentar en 4 puntos porcentuales (p.p.) la tasa de impuesto de renta de un proyecto petrolero en curso.

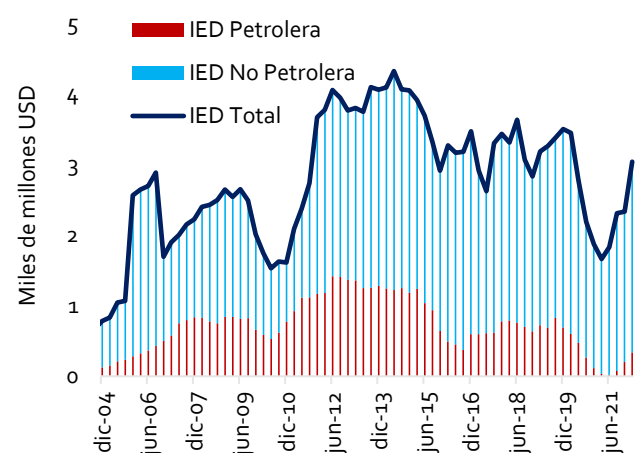
Por su parte, el impuesto a las exportaciones es una práctica poco común a nivel mundial. De hecho, **es un impuesto que recae sobre el ingreso y es indiferente de la utilidad que genera la empresa.** Para el caso del sector petrolero, la reforma propuesta impone el pago de un 10% sobre el valor exportado a precios superiores a 48 dólares por barril

Gráfico 2. Exportaciones totales y petroleras de Colombia



Fuente: DANE

Gráfico 3. Inversión Extranjera Directa en Colombia



Fuente: BanRep

(dpb). Un impuesto similar existió en Argentina en 2020, estableciendo que los hidrocarburos "deberán abonar una alícuota de derecho de exportación de acuerdo con el esquema que se establece en este artículo". La alícuota era de 8% en los casos en los que el precio internacional fuera mayor al valor de referencia de 60 dpb, y en caso de que el precio internacional fuera menor al valor base (45 dpb) la alícuota era de 0%. La experiencia argentina sugiere que las políticas económicas adoptadas allá no son un necesariamente un ejemplo de éxito que deba seguirse.

Por su parte, el impuesto a los dividendos de sociedades extranjeras aumenta de 10% a 20%, de manera que no se aplica la tabla general de tarifas de dividendos establecida para sociedades nacionales. **En conjunto, estimamos que la no deducibilidad de regalías, el impuesto a las exportaciones extraordinarias y el incremento de la tasa de impuesto a los dividendos aumentan la carga fiscal para un proyecto petrolero entre 10 p.p. y 15 p.p. a niveles superiores a 65%.** Este cálculo no considera la eliminación del régimen de depreciación acelerada (5 años para proyectos de hidrocarburos) y de las zonas francas para proyectos en costa afuera, medidas que constituyen un fuerte desincentivo para la inversión en el sector. En particular, los proyectos *offshore* han tenido descubrimientos interesantes de gas que pueden aumentar las reservas del país para extender la autosuficiencia por más tiempo. Con las condiciones de exportación que supone la reforma tributaria se está poniendo en riesgo la continuidad de estos proyectos.

De aprobarse estas propuestas, así como la prohibición de la firma de nuevos proyectos de exploración de petróleo y gas, a mediano plazo podría configurarse la nacionalización de las actividades de exploración y producción de hidrocarburos en Colombia. Además, podría anticipar la pérdida de la autosuficiencia de Colombia en petróleo y gas.

› *Sector de hidrocarburos y sostenibilidad fiscal*

Son justificadas las preocupaciones por el efecto de estas medidas tanto en el sector minero-energético como a nivel macroeconómico para Colombia. En el caso del sector de hidrocarburos, la propuesta desincentiva la inversión privada en exploración y producción, al punto que pondría en riesgo la viabilidad económica no solo de los nuevos proyectos, sino también de aquellos que ya están en curso. Vale la pena recordar que el sector de petróleo y gas representa más de una tercera parte del valor de las exportaciones colombianas (35% en el segundo trimestre de 2022) y más del 10% de la Inversión Extranjera Directa (IED) (Gráficos 2 y 3).

El aporte del sector a las cuentas fiscales superaría el 20% de los ingresos totales del Gobierno Nacional Central (GNC) en 2023, y ha sido fundamental en los últimos 20 años para financiar el aumento sostenido del gasto público. Además, es la fuente principal de recursos de las regiones, a través del Sistema General de Regalías (SGR), y un dinamizador de la economía nacional y regional a través de la demanda de bienes y servicios de otras actividades productivas.

Es evidente la necesidad de diversificar la economía colombiana para adaptarla gradualmente al nuevo contexto global de transición energética y cambio climático, pero esto debe considerar el rol clave del sector de hidrocarburos para la economía colombiana. Así, lo conveniente para el país sería una estrategia de incentivo a la inversión en actividades no extractivas, al tiempo que se mantiene el impulso de las actividades de exploración y producción en el sector de petróleo y gas, por su importancia macroeconómica. Son compatibles ambas actividades, no es cierto que haya que escoger entre sector petrolero o sector no petrolero.

Más allá de lo anterior, existen varios interrogantes sobre la sostenibilidad de la estrategia fiscal del nuevo gobierno. A falta de conocer el Presupuesto General de la Nación del próximo año, no es claro cuánto del recaudo que genere la reforma se destinará a financiar un mayor gasto social y cuánto a avanzar en el ajuste exigido por la Regla Fiscal en 2023. Lo cierto es que buena parte de esos recursos no serían estructurales, pues dependen de los altos precios internacionales. **Sería paradójico y fiscalmente insostenible recargar a corto plazo el peso tributario en este sector, mientras se acelera su marchitamiento a mediano plazo, sacrificando los aportes que genera al Estado.** Resultaría preocupante que se termine financiando un aumento estructural del gasto social con ingresos que no son permanentes, pues supondría un deterioro de las perspectivas fiscales de mediano plazo que seguramente se vería reflejado en un incremento de la prima de riesgo y nuevos recortes en la calificación soberana.

En conclusión, para mantener el monto esperado de recaudo con la reforma sería preferible aumentar la base de contribuyentes y evitar recargar el peso del recaudo sobre más impuestos al capital, pues esto va en detrimento de la inversión y del crecimiento económico de largo plazo.

La carga tributaria al sector extractivo parece excesiva y no genera ingresos estructurales, solo desincentivaría el Capex en el sector y podría acelerar la pérdida de autosuficiencia energética del país. Consideramos que de la mano del sector empresarial se pueden encontrar mecanismos alternativos de tributación que no desalienten la inversión, quizás a través de sobretasas temporales para ciertas actividades productivas. **No sobra recordar, además, que la Regla Fiscal exige que el ingreso petrolero extraordinario se ahorre, lo cual implica un límite al gasto esperado del Gobierno financiado con aportes del sector petrolero.**

Mercado de deuda

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones
Económicas

felipe.espitia@corficolombiana.com

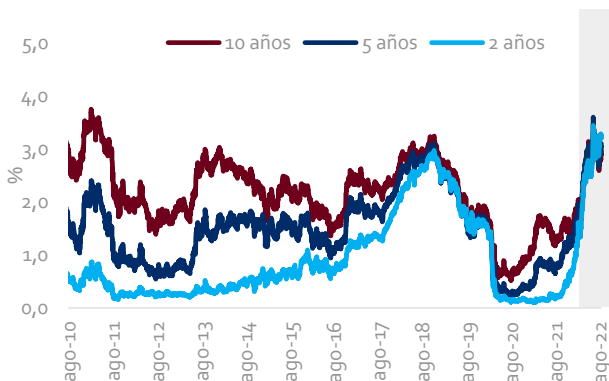
- Curva de los tesoros americanos se desvalorizó ante unas minutas que dejan sobre la mesa el compromiso de atenuar la inflación y a la expectativa de lo que sucede en Jackson Hole.
- Con un contexto externo con desvalorizaciones y las buenas noticias en materia de crecimiento en Colombia, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó y la curva en UVR se empinó.

› Mercado internacional: ante las dudas más subida de tasas

La semana anterior los tesoros americanos, y en especial, los tesoros a diez años volvieron a acercarse al nivel del 3%, que para el mercado ha significado a lo largo del año un nivel de importancia, debido a la expectativa que existe sobre un ajuste más fuerte de lo esperado en la política monetaria de la Fed.

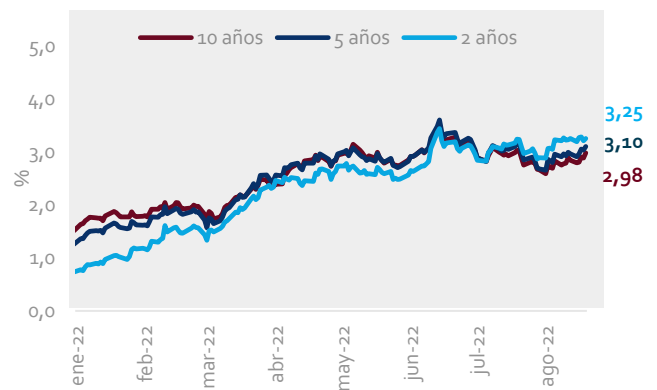
Es así como, las presiones de desvalorización volvieron a ser una característica al cierre de la semana al aumentar los tesoros a dos, cinco y diez años en 0,11, 13,81 y 13,82 puntos básicos (pbs) frente a una semana atrás, respectivamente. Este comportamiento es el reflejo de unas minutas de la última decisión de política monetaria de la Fed, donde los gobernadores están dispuestos a seguir luchando contra la inflación, y además, a la expectativa de esto pueda ser ratificado en el simposio de Jackson Hole de esta semana, que ha sido un espacio donde este ente monetario ha confirmado su postura de política monetaria.

Gráfica 1a. Tesoros americanos (2010-2022)



Fuente: Refinitiv Eikon

Gráfica 1b. Tesoros americanos (ene-ago 2022)

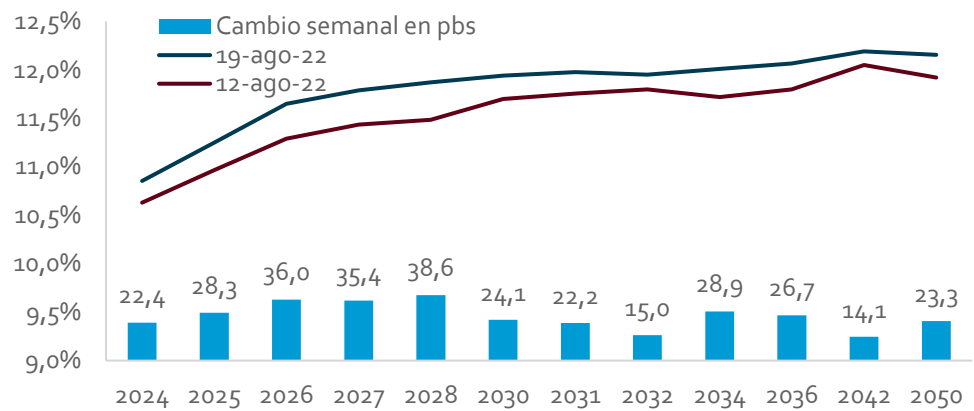


Fuente: Refinitiv Eikon

› **Mercado local: continúa la presión sobre los TES**

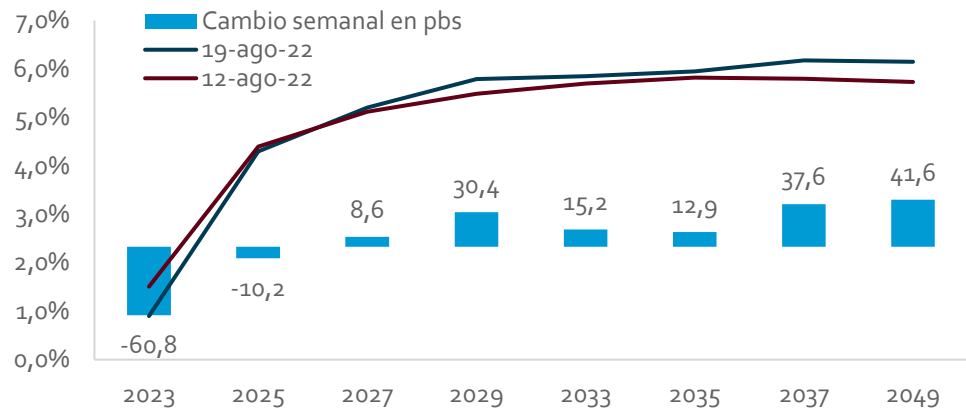
En la última semana pudimos percibir un desplazamiento completo hacia arriba en la curva de los TES en tasa fija (gráfico 2) y un empinamiento de la curva en UVR (gráfico 3). La primera de ellas, la desvalorización promedio fue de 26,3 pbs, siendo el TES de 2028 el más afectado aumentando 38,6 pbs. En cuanto a la curva en UVR, los TES de 2023 fueron los que más se valorizaron en la semana y cayeron 60,8 pbs, mientras que el bono de esta misma referencia de 2049 fue el más impactado al desvalorizarse 41,6 pbs.

Gráfica 2. Curva de TES en tasa fija



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 3. Curva de TES en UVR



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Este comportamiento en la curva de los TES es el reflejo de las presiones que existieron desde la deuda a nivel externo, más las noticias positivas que se recibieron en materia de crecimiento económico en Colombia. El aparato productivo de la Nación continúa estando en un momento vigoroso y le pone presión a la junta del BanRep para que su aumento en la tasa de interés sea de 100 pbs, tal y como nosotros lo esperamos para la reunión de septiembre.

Por último, queremos resaltar los comentarios que existieron en la semana sobre la posibilidad de continuar o no con las operaciones de canje por parte del Ministerio de Hacienda. Como lo mencionamos la semana anterior, estas operaciones han permitido que el monto nominal de los TES en UVR de 2023 haya bajado de COP 31,9 a 18 billones (ver “Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años ya mismo” en [Informe Semanal – agosto 16 de 2022](#)), lo cual permite mejorar el perfil de amortización de la deuda pública y la caja del Ministerio en momentos en que se están buscando nuevas fuentes de ingresos.

› *Expectativa*

Para esta semana nos centraremos en las declaraciones que pueda dar Jerome Powell, presidente de la Fed, en el simposio de Jackson Hole, sobre la posible hoja de ruta de la política monetaria de este banco central para lo que resta del año. Al ser un evento donde los banqueros centrales del mundo se reúnen anualmente, y exponen sus posturas sobre la coyuntura actual de la economía. En el pasado, este espacio ha permitido que la Fed le cuente algo más de lo que ya se sabe al mercado en momentos donde la posibilidad de un aumento de 75 pbs en la tasa de interés sigue estando sobre la mesa.

Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa			Precio	
				12-ago-22	19-ago-22	Variación	12-ago-22	19-ago-22
TES Tasa Fija								
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,84	10,63	10,85	↑	98,92	98,55
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	2,90	10,97	11,25	↑	87,46	86,85
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,31	11,29	11,65	↑	88,21	87,25
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,31	11,44	11,79	↑	78,46	77,39
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	4,77	11,48	11,87	↑	77,85	76,60
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,56	11,70	11,94	↑	79,98	78,97
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	6,19	11,76	11,98	↑	74,97	74,05
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,88	11,80	11,95	↑	72,79	72,14
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	7,12	11,72	12,01	↑	71,68	70,29
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	8,34	11,80	12,07	↑	62,91	61,67
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	8,42	12,05	12,19	↑	79,12	78,26
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,56	11,92	12,15	↑	62,39	61,18
TES UVR								
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	0,52	1,51	0,90	↓	101,70	101,96
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,61	4,40	4,30	↓	97,71	97,98
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,25	5,11	5,20	↑	92,72	92,42
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	8,88	5,70	5,85	↑	78,92	77,93
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,41	5,82	5,95	↑	90,57	89,52
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	10,72	5,80	6,18	↑	80,20	77,15
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	15,13	5,73	6,15	↑	73,13	68,83

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					12-ago-22	19-ago-22	12-ago-22	19-ago-22
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	0,56	113,91	4,63	4,92	99,12	98,92
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	1,45	179,00	5,11	5,29	98,40	98,01
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,20	269,90	5,79	6,02	95,82	95,68
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,24	293,40	5,76	6,08	92,25	91,58
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	5,58	345,10	6,06	6,46	92,11	90,15
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	8,03	359,50	6,20	6,59	78,34	77,27
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	9,02	463,08	7,46	7,56	98,50	98,80
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	10,55	489,00	7,59	7,83	85,46	84,15
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	12,04	447,70	7,09	7,44	68,34	66,87
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	11,99	478,65	7,41	7,67	73,13	71,86
COLGLB49	5,200%	15-may-49	12,40	477,20	7,39	7,68	75,00	73,02

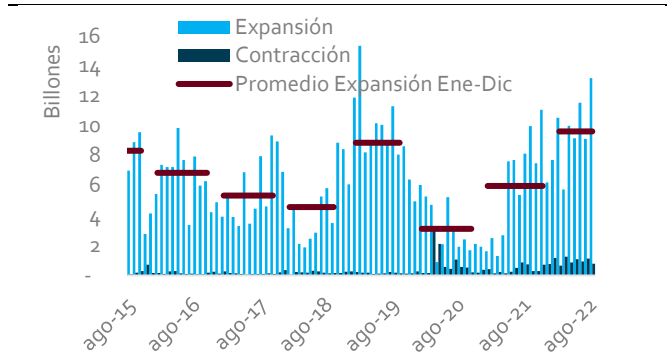
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

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

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
19-ago-21	1,75%	1,75%	2,16%	3,00%	3,21%	4,42%	5,16%
1-ene-20	4,26%	4,25%	4,15%	4,31%	4,35%	4,49%	4,76%
19-jul-22	7,49%	6,91%	11,04%	11,92%	11,60%	12,17%	11,17%
1-ene-21	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
12-ago-22	9,00%	8,24%	10,59%	11,22%	10,61%	10,42%	9,73%
19-ago-22	9,01%	8,55%	10,29%	11,75%	11,11%	10,97%	10,29%
Cambios (pbs)							
Semanal	2	30	-30	54	49	55	56
Mensual	153	164	-75	-16	-50	-120	-87
Año corrido	727	680	866	1012	939	902	789
Anual	726	679	813	876	790	655	513

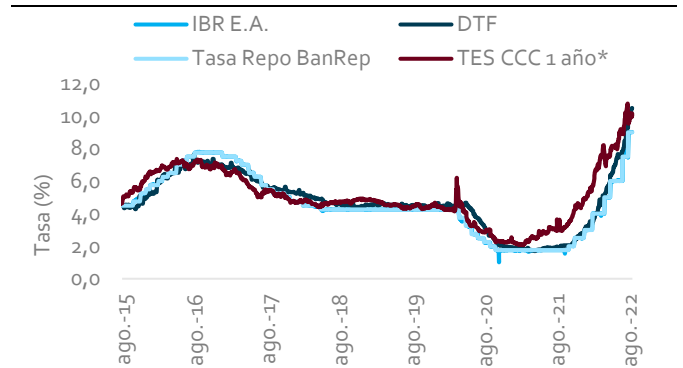
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



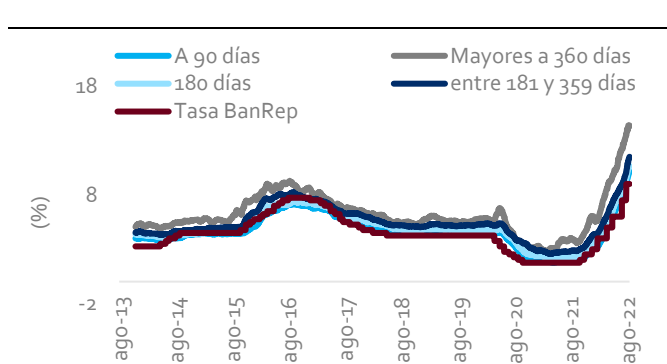
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



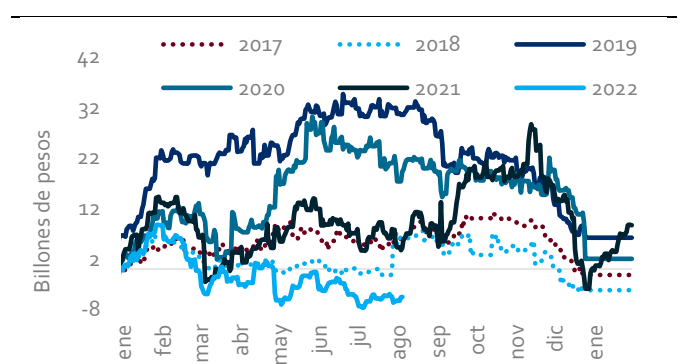
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



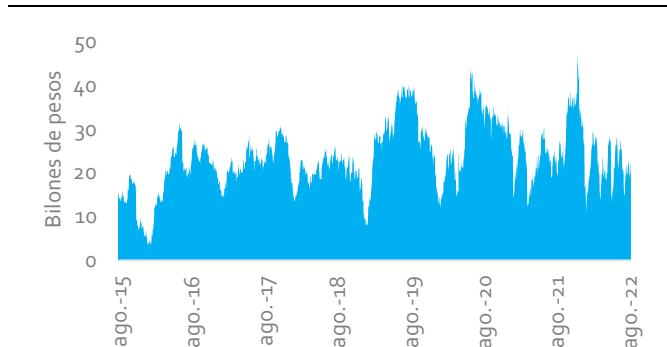
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

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



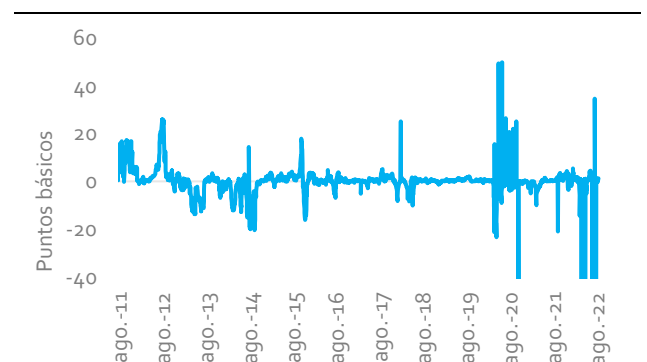
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep. 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	509,8	7,82%	489,3	7,89%	20,5	6,21%
hace un año	529,4	3,84%	509,7	4,16%	19,8	-3,83%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	610,5	16,20%	592,2	16,74%	18,3	0,94%
5-ago.-22	617,2	16,58%	598,6	17,44%	18,6	-5,74%

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	269,1	9,15%	154,4	6,53%	73,4	6,97%
hace un año	270,1	0,37%	165,1	6,92%	80,5	9,72%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	303,6	12,87%	200,6	22,81%	91,0	14,21%
5-ago.-22	306,8	13,57%	202,8	22,82%	92,0	14,27%

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	269,1	9,15%	249,1	9,31%	20,0	7,19%
hace un año	270,1	0,37%	251,0	0,77%	19,1	-4,64%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	303,6	12,87%	286,0	13,77%	17,5	0,03%
5-ago.-22	306,8	13,57%	289,0	15,11%	17,8	-6,70%

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 avanzó durante la semana pasada y cerró en 4.377 pesos por dólar.
- En EEUU, los permisos de construcción y el número de viviendas iniciadas continuaron cayendo en julio a niveles de 1,67 y 1,44 millones respectivamente.
- En julio, la inflación anual de la zona Euro rompió un máximo histórico por octavo mes consecutivo al cerrar en 8,9% a/a.
- En medio de un resurgimiento en los contagios por Covid-19, sequías en varias provincias de China dificultan la recuperación económica.
- En junio, las importaciones colombianas aumentaron 29,4% a/a al cerrar en USD 6.368 millones CIF.

Mercado inmobiliario estadounidense continúa desacelerándose: permisos de construcción e inicios de vivienda retrocedieron en julio

Las últimas cifras del mercado inmobiliario estadounidense indican que el sector continuó enfriándose en julio en un contexto en el que la alta inflación y unas condiciones de financiamiento menos holgadas han retraído el apetito por nuevos proyectos de construcción y la adquisición de vivienda.

En particular, el número de nuevos permisos de construcción emitidos por el gobierno cayó por cuarto mes consecutivo en julio y se ubicó en 1,67 millones (ant: 1,68 millones). Así mismo, el número de viviendas iniciadas durante el mes de julio fue de 1,44 millones, 153 mil viviendas menos que el mes anterior y 127 mil menos respecto a julio del año pasado. Por otra parte, el Índice del Mercado Inmobiliario emitido por la Asociación Nacional de Constructores de Vivienda (*NAHB* por sus siglas en inglés) cayó por octavo mes consecutivo. En efecto, el índice ha registrado una contracción mensual de 6

Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
14-ago-22	China	Tasa de Desempleo	Jul	5,4%	5,5%	5,5%
14-ago-22	China	Ventas Minoristas a/a	Jul	2,7%	5,0%	3,1%
16-ago-22	Reino Unido	Tasa de Desempleo	Jun	3,8%	3,8%	3,8%
17-ago-22	Reino Unido	IPC a/a	Jul	10,1%	9,8%	9,4%
17-ago-22	Eurozona	PIB a/a	2T (p)	3,9%	4,0%	4,0%
17-ago-22	Estados Unidos	Ventas Minoristas a/a	Jul	10,0%	-	8,5%
18-ago-22	Eurozona	IPC a/a	Jul	8,9%	8,9%	8,6%
18-ago-22	Estados Unidos	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo	8 Ago	250 mil	265 mil	252 mil
19-ago-22	Reino Unido	Ventas Minoristas a/a	Jul	-3,4%	-3,3%	-6,1%

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

unidades y una caída acumulada de 35 unidades desde diciembre del año pasado. De esta manera, el índice cerró en 49 puntos, ubicándose por debajo de las 50 unidades por primera vez desde mayo de 2020, umbral que determina una perspectiva negativa en la demanda de construcción de viviendas.

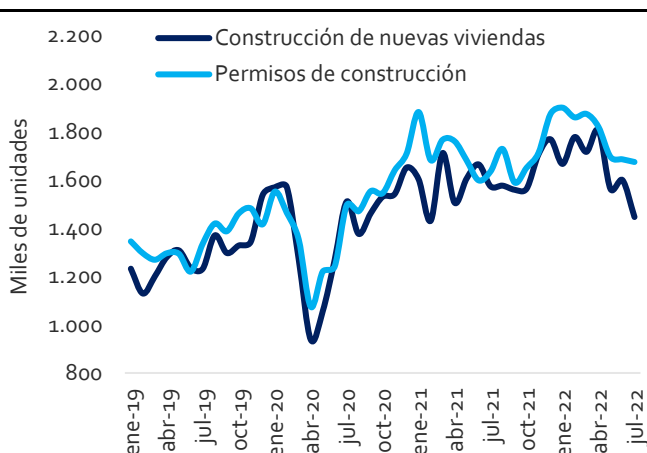
En EEUU, los permisos de construcción y el inicio de nuevas viviendas continuaron cayendo en julio.

Si bien los datos del mercado inmobiliario, junto a una inflación anual que cayó al 8,5% en julio, podrían ser factores determinantes para que la Fed ralentice su ritmo de subida de tasas en septiembre, las minutas de la última reunión de política monetaria y las recientes declaraciones de varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en distintos medios de comunicación, no descartan un aumento de 75 pbs el próximo mes, lo que va en contravía con las expectativas del mercado que apuntan a un incremento de 50 pbs. En particular, según las minutas de la última reunión de política monetaria, varios miembros de la junta no veían a finales de julio señales suficientes para determinar que las presiones inflacionarias habían comenzado a ceder. Un juicio que podría seguir teniendo validez en agosto si se tiene en cuenta que la inflación de alimentos y la inflación núcleo -la cual excluye alimentos y energía- continuaron registrando un avance mensual en julio del 1,1% m/m y 0,3% m/m respectivamente (ver “Contexto externo y mercado cambiario” en [Informe Semanal – Agosto 16 de 2022](#)).

Inflación sigue sin tocar techo en zona Euro: en julio avanzó 8,9% anual

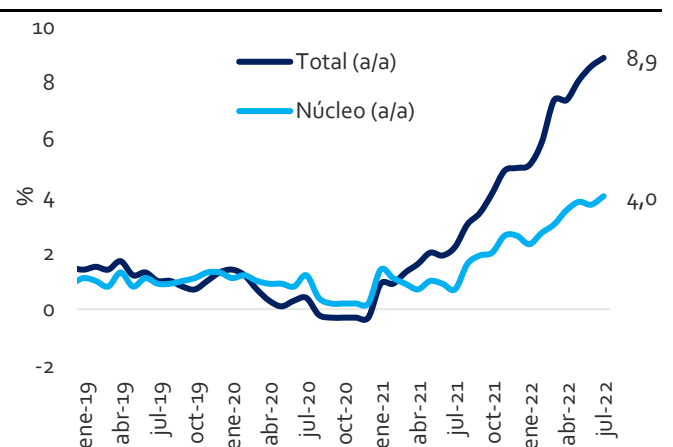
En julio, la inflación en zona Euro marcó un máximo histórico por octavo mes consecutivo al registrar una variación anual del 8,9%, 0,3 puntos porcentuales superior a la cifra del mes anterior. Al discriminar por componentes, la energía (4,02 p.p.) y los alimentos, alcohol y tabaco (+2,08 p.p.) fueron los que más contribuyeron al resultado anual en un contexto en el que los precios de la energía continúan particularmente altos tras la serie de recortes en el suministro de gas por parte de Rusia y la ola de calor que actualmente atraviesa el continente europeo. En efecto, el precio del gas natural en su referencia europea TTF, alcanzó máximos históricos a cierre de la semana pasada al

Gráfico 1. Permisos y construcción nuevas viviendas – EEUU



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2. Inflación anual – Zona Euro



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

superar el nivel de los 240 euros/megavatio hora (MWh). En términos mensuales, el IPC registró una variación del 0,1% m/m en julio tras el 0,8% del mes anterior.

Estos resultados imprimen presiones adicionales al Banco Central Europeo para que continúe con un proceso de normalización monetaria agresivo en la reunión de septiembre, con al menos un incremento igual al evidenciado en julio de 50 pbs -el primer incremento en las tasas de política en once años-.

Sequías en varias provincias de China añaden presiones adicionales a la reactivación económica

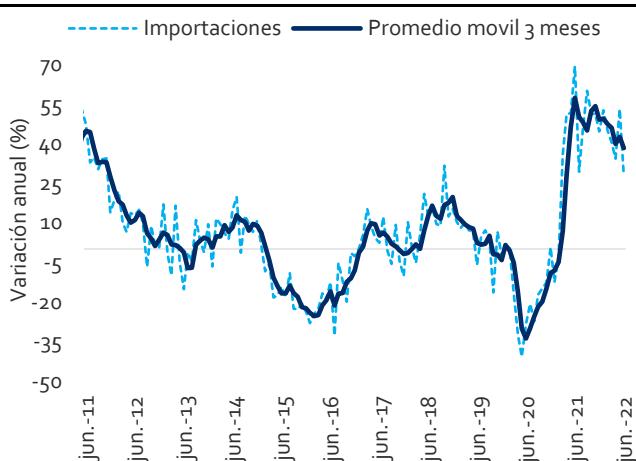
La semana pasada, las autoridades gubernamentales chinas decretaron alerta amarilla tras la actual ola de calor que azota al país asiático. En efecto, varios ríos del país, entre ellos el Yangtsé -el más grande de China-, han disminuido su caudal habitual a casi la mitad, lo que ha entorpecido el transporte de mercancías y ha puesto en riesgo el suministro de electricidad de hogares e industrias. La difícil situación climática se combina con un repunte en los casos de Covid-19, los cuales se encuentran en máximos de tres meses, dificultando la recuperación económica del país tras la serie de confinamientos implementados contra el virus durante el primer trimestre del año.

Al respecto, el primer ministro Li Keqiang, solicitó a los funcionarios locales encontrar un equilibrio entre las medidas sanitarias ante el surgimiento de nuevos contagios y la necesidad imperiosa de dinamizar la actividad económica. Para ello, propuso impulsar el consumo y ampliar el gasto fiscal a través de la emisión de bonos.

Importaciones mermaron su ritmo de crecimiento al registrar una variación anual de 29,4% en junio

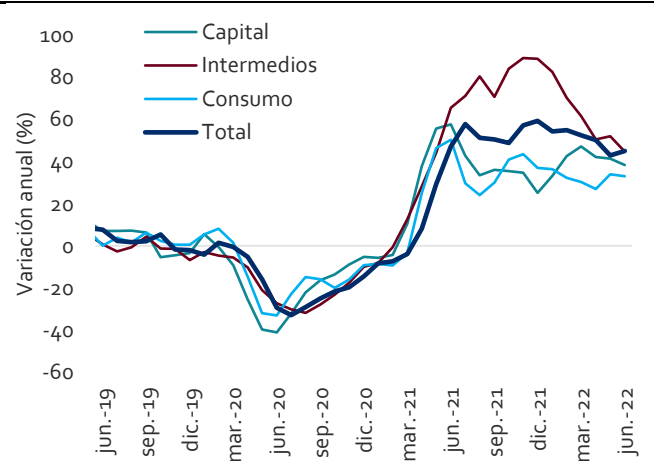
A nivel local, el DANE reportó que las importaciones colombianas se ubicaron en 6.368 millones de dólares CIF para el mes de junio, lo que supone un avance de 29,4% a/a (ant. 55,6% a/a) y deja las compras externas un 46% y 26% por encima del promedio de 2019

Gráfico 3. Evolución reciente importaciones colombianas



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4. Importaciones por tipo de bien (Promedio 3M)



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

y 2021 respectivamente. Al discriminar por países, EEUU con 9,4 puntos porcentuales (p.p.), China (6,6 p.p.), y México (1,8 p.p.) fueron los que más contribuyeron al crecimiento anual. Por producto, los bienes intermedios y de capital para la industria fueron los que más contribuyeron a la variación total con 9,1 p.p. y 5,9 p.p. respectivamente. Con las cifras de junio, el déficit comercial del segundo trimestre del año cerró en 2.402 millones de dólares, inferior en un 44% respecto al trimestre anterior y 38% respecto al segundo trimestre de 2021.

Tasa de cambio en Colombia: USDCOP se debilita ante la perspectiva de un menor crecimiento económico global

En línea con el contexto externo explicado previamente, el tipo de cambio USDCOP avanzó durante la semana pasada y cerró en 4.377 pesos por dólar.

En efecto, la divisa se devaluó un 5,2% respecto al cierre del viernes anterior, lo que supone un avance semanal de 215 pesos. El USDCOP se debilitó en línea con la publicación de las cifras del mercado laboral estadounidense y el compromiso evidenciado por varios miembros de la Fed de continuar aumentando la tasa de política en una magnitud considerable en septiembre. Por otra parte, los rebotes por Covid-19 y la ola de calor en China, ratifican la perspectiva de una demanda global más débil durante el segundo semestre del año. De esta manera, la aversión al riesgo por parte de los inversionistas se ha traducido en un mayor apetito por activos refugio como el dólar, generando presiones devaluacionistas sobre las monedas de la región, entre ellas el USDCOP.

Así mismo, el retroceso en la moneda se da mientras que los precios del crudo se mantienen por debajo de los 100 dpb. En efecto, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 96,7 dpb y el WTI en 90,7 dpb. El índice DXY, por su parte, se ubicó en 108,0 unidades al cierre de la semana.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 4.163 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.040 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de \$4.447 por dólar y se registró el jueves. El valor mínimo por su parte fue de \$4.155 y se alcanzó en la sesión del martes.

El tipo de cambio cerró la semana en \$4.377. Lo que supone un avance de 215 pesos frente al viernes anterior.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4400,25	2,10%	18,37%	10,53%
Dólar Interbancario	Colombia	4377,00	5,17%	13,09%	7,54%
USDBRL	Brasil	5,17	1,90%	-3,92%	-9,02%
USDCLP	Chile	944,05	7,90%	19,85%	10,88%
USDPEN	Perú	3,85	-0,34%	-6,01%	-3,42%
USDMXN	México	20,15	1,62%	0,51%	-1,76%
USDJPY	Japón	136,93	2,58%	24,75%	18,73%
EURUSD	Europa	1,00	-2,18%	-14,33%	-11,17%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,18	-2,50%	-14,03%	-12,22%
DXY - Dollar Index		108,17	2,40%	15,60%	12,43%

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 producción nacional se expandió 3,44% a/a en junio y la tasa de desempleo se ubicó en 6,8% en julio. Por su parte, en Chile, el PIB creció 5,4% a/a en 2T22 y el déficit en cuenta corriente alcanzó el 8,5% del PIB.
- En Panamá, la inflación retrocedió 1,2% en julio, en medio de las medidas de control de precios adoptadas por el Gobierno en el marco de las jornadas de protestas.

› *Mercados andinos*

Perú: producción nacional creció 3,44% a/a en junio

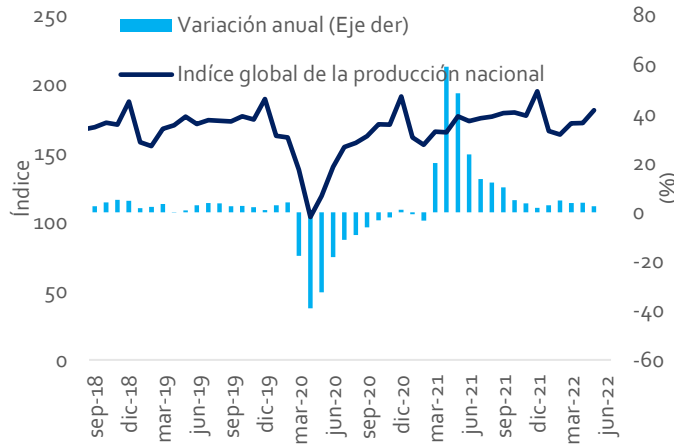
- **Actividad económica:** de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística e Informática INEI, en junio la producción nacional creció por encima de lo esperado al registrar un incremento de 3,44% frente a un año atrás (ant: 2,47% a/a, esp: 2,80% a/a). Sin embargo, es importante resaltar que este resultado tiene como base de comparación junio de 2021, un mes que tuvo un importante rebote de la producción tras el confinamiento total instaurado en junio de 2020, debido al Estado de Emergencia Nacional decretado en el país.

En particular, la producción nacional de junio estuvo impulsada por la dinámica de los sectores de alojamiento y restaurantes (25,10% a/a), seguido por el sector de la pesca (15,07% a/a), el transporte y almacenamiento (10,86% a/a), otros servicios (5,95% a/a) y la manufactura (4,76% a/a).

En contraste, el sector financiero y de seguros (-7,83% a/a), el de telecomunicaciones (-2,84% a/a) y el sector agropecuario (-1,64% a/a), le restaron puntos al crecimiento. En primer lugar, el sector financiero y de seguros reflejó la caída de los créditos corporativos y de vivienda otorgados, así como un menor flujo de depósitos en las cuentas de ahorro. En segundo lugar, el sector de telecomunicaciones experimentó una baja interanual en junio debido a una menor prestación de servicios de telefonía móvil. Finalmente, el sector agropecuario vio interrumpido su crecimiento (12 meses consecutivos) debido a una menor superficie sembrada y cosechada, ante las condiciones climáticas adversas y el incremento de los costos de los insumos, principalmente de los fertilizantes.

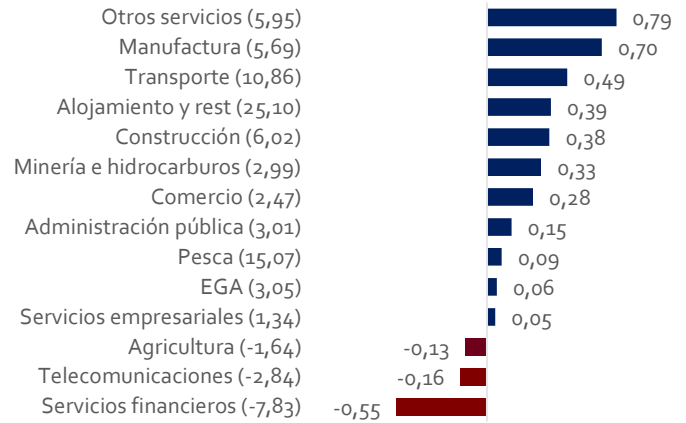
Ahora bien, en comparación con los niveles de producción nacional un mes atrás, en junio la actividad económica creció 0,70% m/m (ant: 1,39% m/m), impulsada por el incremento observado en algunos sectores primarios como el minero (4,91% m/m) y la pesca (3,54% m/m). Cabe destacar que, en junio la recuperación de la minería estuvo relacionada con la resolución parcial del conflicto en la Minera las Bambas, después de 50 días de paro.

Evolución de la producción mensual de Perú



Fuente: INEI

Contribución a la variación anual de la producción nacional de Perú*



Fuente: INEI

*Variaciones entre paréntesis

- **Empleo:** de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística e Informática INEI, la tasa de desempleo de Lima Metropolitana se ubicó en 6,83% en el trimestre móvil may-22 a jul-22, lo que significó un aumento de 0,5 p.p con respecto al trimestre móvil anterior, cuando la tasa de desempleo se situaba en 6,78%.

Por su parte, la población ocupada alcanzó las 5 millones 64 mil personas en julio, lo que se tradujo en un incremento del 8,6% frente al mismo trimestre un año atrás, mientras que en comparación con el periodo pre-pandemia (2019), la población ocupada aumentó un 3,2%. Ahora bien, la población con un empleo adecuado continuó registrando aumentos, en julio creció 19,0% a/a (+460.800 personas), pero disminuyó en 8,6% con respecto a los niveles de 2019. Mientras tanto, la población subempleada; es decir, las personas que trabajan menos de 35 horas semanales o aquellas que trabajan 35 horas o más sin recibir la remuneración que permita cubrir el valor de la canasta básica, disminuyó 2,8% a/a (-61.900 personas).

Por otro lado, la tasa de cambio USDPEN se revaluó 0,34% y cerró la semana en 3,85 soles por dólar. Así, el sol peruano acumula en lo corrido de 2022 una revaluación de 3,36%. Entre tanto, durante la semana pasada la prima de riesgo aumentó 14,0% a niveles de 117,9 pbs.

Chile: Caída marginal del PIB en 2T22

- **Cuentas nacionales:** el PIB mostró mayores signos de desaceleración durante el segundo trimestre de 2022 al expandirse 5,4% frente al mismo periodo un año atrás, después de un crecimiento de 7,4% a/a en 1T22 (esp: 5,7% a/a). Con este resultado, el PIB marcó un crecimiento menor al esperado a partir de las cifras preliminares del

IMACEC que mostraron una expansión del 5,7% de la actividad económica en 2T22. En esta línea, en su serie desestacionalizada el PIB registró una leve caída del 0,01% t/t (ant: -0,56% t/t). No obstante, el PIB se encuentra un 10,7% por encima de los niveles pre-pandemia (3T19), manteniendo las presiones sobre una brecha del producto positiva.

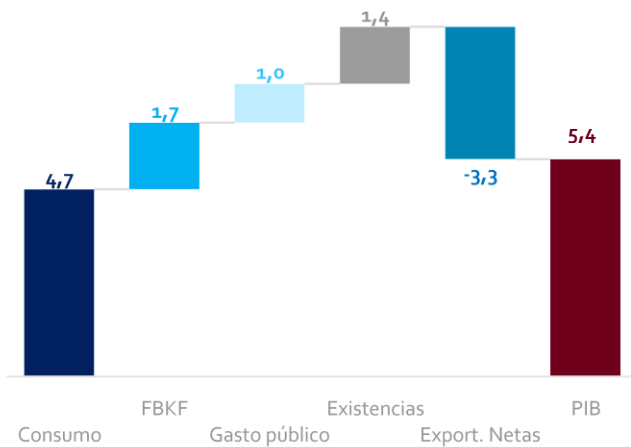
Desde la perspectiva de la demanda, el crecimiento de 5,4% se dio gracias al incremento del consumo de los hogares (7,7%), el cual estuvo concentrado en bienes no durables y en servicios, mientras que el consumo de bienes durables se contrajo en 2T22. Por su parte, la mayor inversión sustentada en la formación bruta de capital fijo (FBCF) creció 7,3% a/a y aportó 1,7 p.p al resultado, en gran parte por una mayor inversión en maquinaria y equipo. A su vez, el gasto público creció 6,8% a/a y aportó 1,0 p.p al crecimiento.

En contraste, el incremento del 10,9% a/a de las importaciones y la caída de 0,3% a/a de las exportaciones le restó 3,3 p.p al crecimiento. En primer lugar, las exportaciones cayeron principalmente por el menor envío de productos minerales, concentrados en el cobre. En segundo lugar, el consumo aun resiliente se reflejó en un incremento de las importaciones sobre todo de bienes. Si bien, el crecimiento anual de las importaciones se redujo frente a lo observado en trimestres anteriores.

Desde la perspectiva de la oferta, la expansión del PIB estuvo explicada principalmente por el sector terciario, que compensó parcialmente los resultados de la actividad minera, agropecuaria y de la industria manufacturera. En particular, las actividades que tuvieron una mayor incidencia sobre el resultado fueron los servicios personales (14,7% a/a), seguido del transporte (27,9% a/a) y los servicios empresariales (8,7% a/a).

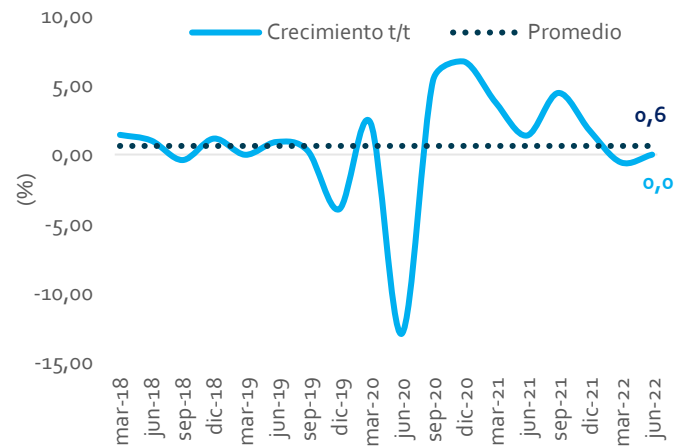
En contraste, la actividad minera se contrajo 4,5% a/a debido a una menor extracción de cobre entre otras cosas por falta de disponibilidad de agua y algunos problemas operacionales. A su vez, la actividad agropecuaria cayó 5,4% y la actividad industrial se redujo 0,4% a/a.

Contribución al crecimiento anual del PIB de Chile



Fuente: Banco Central de Chile

Crecimiento trimestral del PIB de Chile*



Fuente: Banco Central de Chile. Cálculos: Corficolombiana.

*Línea punteada muestra el promedio de 2018 y 2019, como punto de referencia pre-pandemia.

- Cuentas externas:** durante el segundo trimestre de 2022 la cuenta corriente de Chile registró un déficit de 6.564 millones de dólares, lo cual equivale a un déficit acumulado en un año del 8,5% del PIB. El resultado de la cuenta corriente fue consecuencia del desbalance en la balanza comercial de servicios (-3.839 millones de dólares) y de los egresos derivados por el pago a la inversión extranjera directa, en medio altos precios del cobre.

En contraste, la balanza comercial de bienes registró un superávit de 490 millones de dólares, sustentando en un margen positivo de los precios internacionales de las materias primas. En tanto que, las transferencias netas registraron un superávit de 851 millones de dólares, gracias al mayor ingreso por concepto de la carga tributaria adicional sobre la inversión directa.

Es importante mencionar que, tras conocerse el resultado del déficit de cuenta corriente —un factor de vulnerabilidad de la economía chilena—, el peso chileno retrocedió 3,5% frente al dólar, pasando la barrera de los 900 pesos por dólar y cerrando la semana en 944,05 pesos por dólar. Con esto, el peso chileno acumula una depreciación de 10,9% en lo corrido del año y una apreciación de 10,0% frente al nivel máximo alcanzado antes del anuncio de intervención cambiaria. Entre tanto, la prima de riesgo aumentó 8,6% y se ubicó en 131,7 pbs (CDS 5 años).

› Mercados centroamericanos

Panamá: la inflación se revierte ante las medidas adoptadas por el Gobierno

- **Inflación:** el IPC bajó 1,2% m/m (ant: +1,1% m/m), siendo su primera baja intermensual desde diciembre del 2021, y la mayor desde inicios de la pandemia (abril del 2020). Este comportamiento respondió a la caída en un único rubro: el Transporte (-1,5 p.p.); mientras que tan solo dos subieron en este mes.

Este resultado se obtuvo tras las múltiples medidas de control de precios adoptadas por el Gobierno en el marco de la Mesa Única de Diálogo por Panamá, establecida ante el período de protestas de junio que estuvieron motivadas por el incremento en el nivel de precios y la brecha social. En materia, fijó precios máximos para la gasolina, bajándola de 5,17 dólares por galón a 3,95 dólares, siendo justamente los combustibles para automóviles los productos que más cayeron dentro de la canasta de bienes y servicios que componen el IPC (-19,8%).

En términos anuales, el crecimiento de la inflación obtuvo cierto alivio al ubicarse en 3,51% (ant: 5,20% a/a) aunque estuvo por encima del promedio del último lustro previo a la pandemia (0,43% a/a). En efecto, continúa impulsado al alza por el componente de Transporte (+1,73 p.p.) que se mantiene elevado por cuenta de los mismos precios de los combustibles, dado que en julio del 2021 se encontraban alrededor de los 0,92 dólares por litro y este año se ubicaban en 1,15 dólares por litro. Ahora bien, junto con los Alimentos y bebidas no alcohólicas (+1,07 p.p.) el aumento en los precios de estos rubros explicó el 80% de la variación anual en el nivel de precios.

IPC de Panamá por divisiones de consumo

	Variaciones (%)		Contribución (p.p.)	
	mensual	anual	mensual	anual
IPC Total	-1,2	3,5	-1,2	3,5
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1,0	4,8	0,2	1,1
Bebidas alcohólicas y tabaco	1,1	1,2	0,0	0,0
Vestuario	0,0	-0,2	0,0	0,0
Vivienda y servicios	1,4	2,6	0,1	0,2
Artículos para la vivienda	-0,1	1,5	0,0	0,1
Salud	0,0	0,9	0,0	0,0
Transporte	-8,2	9,4	-1,5	1,7
Comunicación	0,0	0,0	0,0	0,0
Recreación y cultura	0,0	-0,5	0,0	0,0
Educación	0,0	2,5	0,0	0,1
Restaurantes y hoteles	0,2	4,4	0,0	0,4
Bienes y servicios diversos	0,2	0,9	0,0	0,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo

- **Indicadores:** la tasa de cambio costarricense mantuvo un comportamiento positivo durante la semana y cerró la jornada del viernes en 650,38 colones por dólar, acumulando una devaluación de 1,90% en lo corrido del año. Adicionalmente, la prima de riesgo disminuyó 0,07% durante la semana pasada y cerró en 424,45 pbs, mientras que el rendimiento del título a cinco años subió 85 pbs.

Por su parte, el CDS a 5 años de Panamá aumentó 15,40% respecto a la semana anterior, ubicándose en 133,74 pbs; mientras que el rendimiento del bono a cinco años bajó 7,8 pbs.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
Tasa de cambio					
USDCLP	Chile	944,05	7,90%	20,12%	10,92%
USDPEN	Perú	3,85	-0,34%	-6,24%	-3,36%
USDCRC	Costa Rica	650,38	-2,39%	5,44%	1,90%
Renta fija (pbs)					
Bono a 5 años	Chile	6,95%	10,0	297,0	144,0
Bono a 5 años	Perú	6,91%	-3,5	248,0	220,0
Bono a 5 años	Costa Rica	6,63%	85,0	203,0	208,0
Bono a 5 años	Panamá	4,27%	7,8	235,7	202,8
Renta variable					
S&P IPSA	Chile	5292,84	-1,89%	21,74%	23,09%
S&P/BLV	Perú	19668,62	-3,16%	26,63%	-6,71%
IACR	Costa Rica	11894,30	0,00%	9,86%	0,00%
BVPSI	Panamá	392,29	0,48%	1,58%	1,50%
Prima de riesgo					
CDS 5 años	Chile	131,73	8,58%	91,91%	86,30%
CDS 5 años	Perú	117,92	14,04%	28,08%	56,12%
CDS 5 años	Costa Rica	424,45	-0,07%	0,75%	0,61%
CDS 5 años	Panamá	133,74	15,40%	75,37%	73,06%

Nota: La referencia de bonos a cinco años toma la tasa del bono genérico en moneda local calculada por Refinitiv Eikon
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 destacable durante el segundo trimestre del año (2T22), al registrar un crecimiento de 1,5% trimestral (ant: 1,4% revisado al alza desde 1,0%). El buen momento de la actividad productiva se dio gracias al buen dinamismo del consumo de los hogares y las exportaciones.
- En términos anuales, el crecimiento aumentó desde 8,6% a 12,6%, en línea con una baja base estadística y un crecimiento secuencial positivo. Desde la perspectiva de la oferta, el crecimiento fue impulsado por los sectores comercio (34%), industria (20%), administración pública y defensa (12%), y actividades artísticas y de entretenimiento (9%).

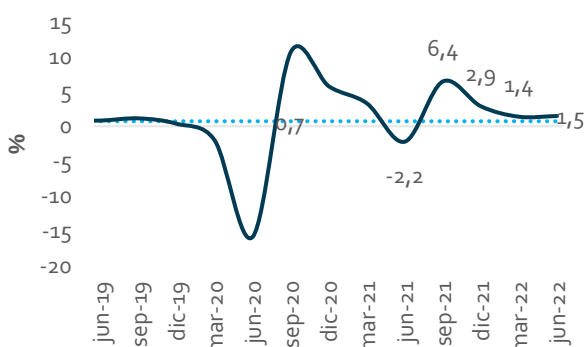
› El Producto Interno Bruto (PIB) aumentó 12,6% anual en 2T22

La economía colombiana creció 1,5% trimestral (t/t) (ant: 1,4% revisado al alza desde 1,0%) de forma que, por segundo trimestre consecutivo, el PIB creció a una tasa secuencial que duplica la variación trimestral promedio de los dos años anteriores a la pandemia. Lo anterior refleja un impulso destacable del aparato productivo.

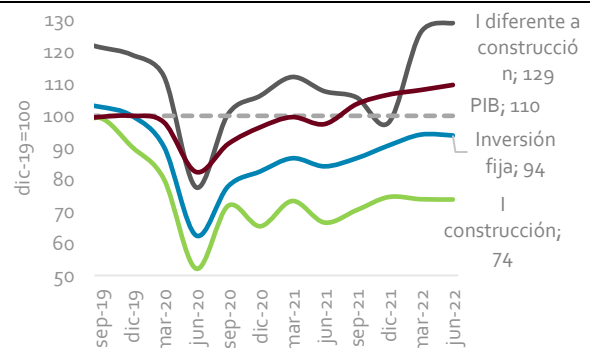
Las exportaciones y el consumo de los hogares presentaron las variaciones trimestrales más elevadas, contribuyendo 4,2 p.p. a la variación. En efecto, el retorno de las actividades de entretenimiento, las promociones por el día sin IVA y la temporada vacacional impulsaron el gasto de los hogares. Por su parte, los términos de intercambio favorables explicaron el buen comportamiento de las exportaciones, concentradas en el segmento tradicional.

En contraste, la desacumulación de inventarios y las importaciones restaron 2,7 p.p. al crecimiento trimestral. Vale la pena mencionar que, en niveles, el único componente de la demanda que se mantiene por debajo de su nivel pre-pandemia es la inversión fija (brecha de 6,2% respecto al nivel 4T19), que refleja una debilidad persistente de inversión relacionada con la construcción (26% por debajo del nivel pre-pandemia).

Crecimiento trimestral del PIB



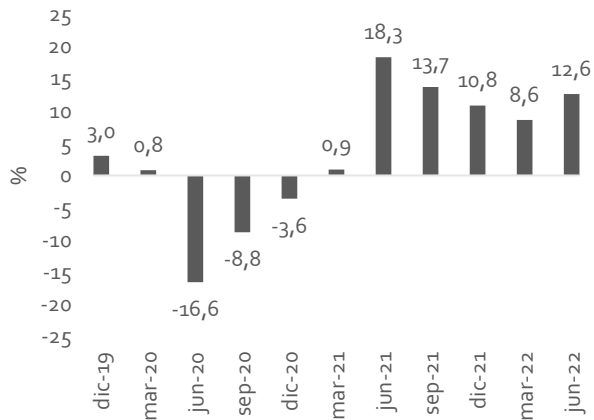
PIB e inversión fija en niveles



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Series desestacionalizadas

Crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Serie original

Contribución al crecimiento anual

La contribución de la inversión fue impulsada por i) la acumulación de inventarios y ii) el desempeño de la inversión diferente a construcción

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Series desestacionalizadas

En términos anuales, el crecimiento aumentó desde 8,6% a 12,6%, en línea con la fortaleza de la variación secuencial y una baja base estadística por el Paro Nacional. En términos de contribuciones, el aporte del consumo fue seguido por las exportaciones, los inventarios y la inversión fija, patrón que se replica en la cifra de crecimiento año corrido.

En efecto, durante el primer semestre, el crecimiento alcanzó el 10,6%. Durante este periodo, se han consolidado presiones de demanda significativas, evidentes en el crecimiento de 13,8% anual de la demanda interna frente a la variación de 12,3% del valor agregado. Lo anterior apunta a una brecha del producto positiva más acentuada y presiones inflacionarias persistentes. Con este resultado, incorporamos un sesgo al alza sobre nuestro pronóstico de crecimiento para este año, actualmente en 6,5%.

A nivel sectorial, la composición del crecimiento anual refleja la fortaleza del consumo de los hogares, pues las contribuciones más importantes provinieron de los sectores de comercio (34%), industria (20%), administración pública y defensa (12%), y actividades artísticas y de entretenimiento (9%).

PIB por el lado de la oferta

Sector	Variación trimestral	Variación anual	Contribución al VA	Variación frente a 4T19
Agropecuario	1,9	1,0	0,1	3,7
Minas y canteras	-0,1	0,0	0,0	-15,6
Industrias manufactureras	2,2	20,3	2,5	14,9
SS públicos	1,8	7,2	0,3	6,7
Construcción	2,1	9,4	0,5	-16,8
Comercio, transporte, alojamiento y restaurantes	1,5	23,3	4,3	15,7
Información y comunicaciones	1,8	17,2	0,5	22,8
Actividades financieras	14,1	11,4	0,6	15,2
Actividades inmobiliarias	0,1	1,9	0,2	5,0
Actividades profesionales	1,3	12,3	0,9	11,0
Administración pública y defensa, salud, educación	3,1	9,0	1,6	15,1
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	5,2	36,5	1,2	47,0
Valor agregado bruto	1,7	12,6	12,6	9,5
Impuestos	2,8	13,3		15,5
Producto interno bruto	1,5	12,6		9,7

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. (22 ago- 26 ago)	10,48%	10,22%	26,0	8,75%	3,08%	1,96%
DTF T.A. (22 ago- 26 ago)	9,84%	9,61%	23,0	8,30%	3,15%	1,94%
IBR E.A. overnight	9,01%	9,00%	1,6	7,49%	2,99%	1,75%
IBR E.A. a un mes	9,00%	9,00%	0,2	8,43%	3,05%	1,77%
TES - Julio 2024	10,85%	10,63%	22,4	11,60%	6,83%	4,98%
Tesoros 10 años	2,98%	2,84%	13,8	3,03%	1,51%	1,24%
Global Brasil 2025	4,30%	4,03%	27,7	4,52%	1,69%	1,68%
LIBOR 3 meses	2,98%	2,81%	17,8	2,73%	0,21%	0,13%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters Eikon

Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	560,85	-0,70%	2,96%	-8,17%	-12,09%
COLCAP	1307,78	-1,73%	0,37%	-7,31%	-1,37%
COLEQTY	889,44	-1,66%	-1,31%	-10,29%	-3,98%
Cambiarío – TRM	4400,25	5,13%	-0,22%	9,36%	13,56%
Acciones EEUU - Dow Jones	33706,74	-0,16%	5,91%	-7,39%	-3,40%

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

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
23-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	52,0	52,2
23-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	52,6	47,3
23-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	-	47,7
23-ago-22	Ventas de viviendas nuevas	Jul	584 mil	590 mil
24-ago-22	Pedidos de bienes duraderos (m/m)	Jul	0,6%	2,0%
24-ago-22	Pedidos de bienes duraderos subyacente (m/m)	Jul	0,2%	0,4%
24-ago-22	Venta de viviendas pendientes (m/m)	Jul	-	-8,6%
24-ago-22	Inventarios de petróleo crudo de la AIE	15 Ago, w/e	-	-7,056 mil
25-ago-22	PIB	T2	-0,9%	-0,9%
25-ago-22	Peticiones de subsidio por desempleo	15 Ago, w/e	-	250 mil
26-ago-22	Gasto personal (m/m)	Jul	0,3%	1,1%
26-ago-22	Confianza del consumidor de la Universidad de Michigan	Ago	55,1	55,1

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
23-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	49,0	49,8
23-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	50,5	51,2
23-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	49,5	49,9
23-ago-22	Confianza del consumidor	Ago (p)	-28,0	-27,0

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
23-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	-	52,1
23-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	-	52,1
23-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	-	52,6

Fuente: Thomson Reuters

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

Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-ago-22	Balanza Comercial	Jul	321 M	-115 M
23-ago-22	Actividad económica (a/a)	Jun	-	7,4%
24-ago-22	Ventas minoristas (a/a)	Jun	-	62,4%

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-ago-22	PIB (a/a)	T2	1,7%	2,1%
25-ago-22	PIB (t/t)	T2	1,0%	1,0%
25-ago-22	Actividad económica (a/a)	Jun	1,7%	2,1%
25-ago-22	Actividad económica (m/m)	Jun	-	-0,2%
26-ago-22	Balanza Comercial	Jul	-1,565 MM	-3.957 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-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	48,3	49,3
23-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	49,0	49,7
23-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	47,6	48,1
25-ago-22	PIB (t/t)	T2	-	-
25-ago-22	PIB (a/a)	T2	1,5%	1,5%
25-ago-22	Índice Ifo de confianza empresarial	Ago	86,6	88,6

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
23-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	50,8	49,5
23-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	52,7	53,2
23-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	-	51,7
26-ago-22	Confianza del consumidor	Ago	80,0	80,0

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
22-ago-22	PMI manufacturero	Ago (p)	-	52,1
22-ago-22	PMI compuesto	Ago (p)	-	50,2
22-ago-22	PMI de servicios	Ago (p)	-	50,3

Fuente: Thomson Reuters

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

Proyecciones económicas

	2019	2020	2021	2022p	2023p
Actividad Económica					
Crecimiento real					
PIB (%)	3,3	-7,0	10,6	6,5	2,0
Consumo Privado (%)	4,1	-5,0	14,8	9,0	
Consumo Público (%)	5,3	-0,6	10,3	4,4	
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	2,2	-23,3	11,2	10,8	
Exportaciones (%)	3,1	-22,7	14,8	22,1	
Importaciones (%)	7,3	-20,5	28,7	22,7	
Contribuciones (puntos porcentuales)					
Consumo Privado (p.p.)	2,7	-3,4	10,4	6,4	
Consumo Público (p.p.)	0,8	-0,1	1,8	0,7	
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,5	-4,9	2,1	2,0	
Exportaciones (p.p.)	0,5	-3,6	2,0	1,5	
Importaciones (p.p.)	1,5	-4,4	5,9	4,4	
Precios					
Inflación, fin de año (%)	3,8	1,6	5,6	9,8	6,0
Inflación, promedio anual (%)	3,5	2,5	3,5	9,2	6,8
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	1,75	3,00	10,0	
DTF E.A., fin de año (%)	4,48	1,96	2,70	9,30	
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-6,2	
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0,7	-4,9	-3,7	-2,6	
Deuda bruta GNC (% PIB)*	50,2	64,7	63,8	62,7	
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.297	3.433	3.981	4.268	3.980
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.282	3.731	3.744	4.111	4.100
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,6	-3,3	-5,7	-5,0	-4,4
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,3	2,7	3,0	5,8	5,0

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. 70231

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. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

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

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbeagozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbeagozo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

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.