

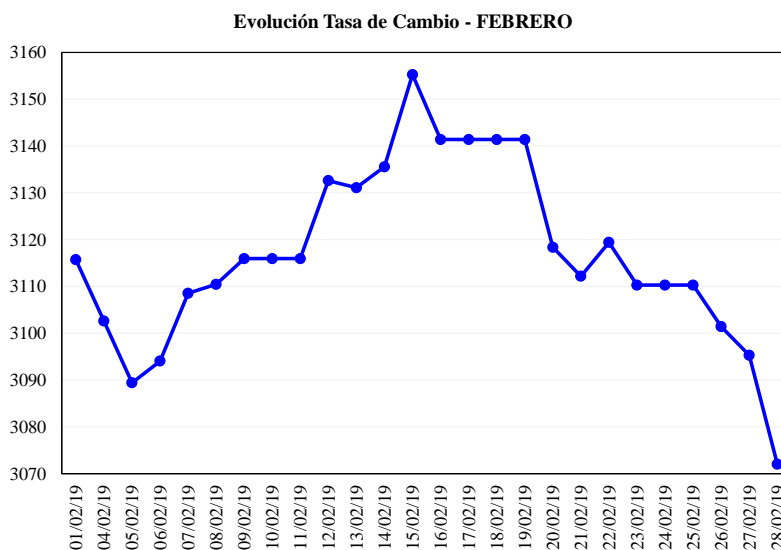
El objetivo de este documento es describir la evolución del mercado a futuro colombiano. En la primera parte se presenta la evolución de algunas variables macroeconómicas y la posición propia del sistema financiero. En la segunda parte se resume el comportamiento de las operaciones a futuro (forward, opciones y swaps) realizadas por los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) así como las operaciones de derivados de productos básicos realizadas por residentes distintos de IMC.¹

I. Aspectos Generales

1) Evolución Tasa de Cambio

La tasa representativa de mercado (TRM) disminuyó \$91.45 durante el mes de febrero al pasar de \$3163.46 a \$3072.01. Esto representa una depreciación mensual de 2.89%, mientras que para el mes de enero se observó una depreciación mensual de 3.41%.

Gráfico 1



Cuadro 1

DEVALUACIONES		
	ENERO	FEBRERO
MENSUAL	-3.41%	-2.89%
MES ANUALIZADA	-34.02%	-29.67%
AÑO CORRIDO	6.01%	-6.20%
AÑO COMPLETO	11.23%	7.57%

¹ Las cifras de derivados presentadas en este reporte se presentan de acuerdo con la información financiera recibida de los IMC y de las operaciones de derivados entre residentes y no residentes. Las cifras son provisionales y corresponden al mes de febrero de 2019 a menos que se indique otra fecha

El monto promedio diario negociado en el mercado interbancario fue US\$1111.0 millones (Gráfico 2). El día 5 de febrero se registró el mayor monto negociado (US\$1526.9 millones) y el día 11 de febrero la máxima dispersión de la tasa de cambio (\$32.4).

Gráfico 2

Mercado de Contado

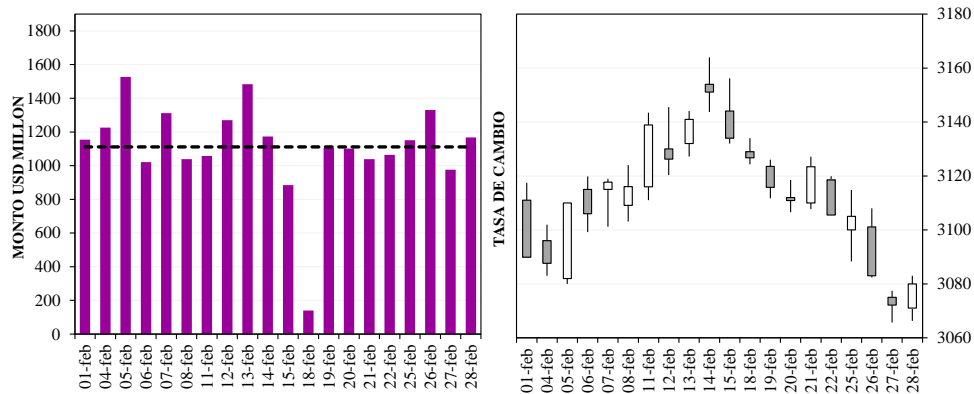
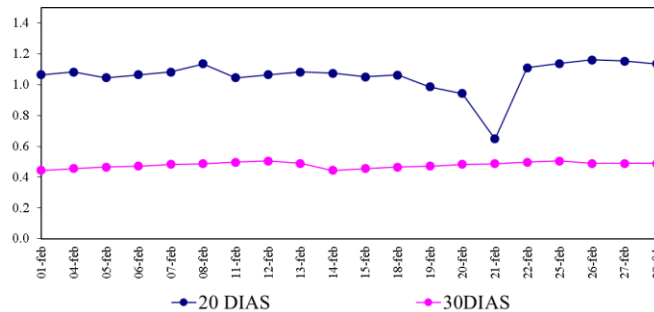


Gráfico 3²

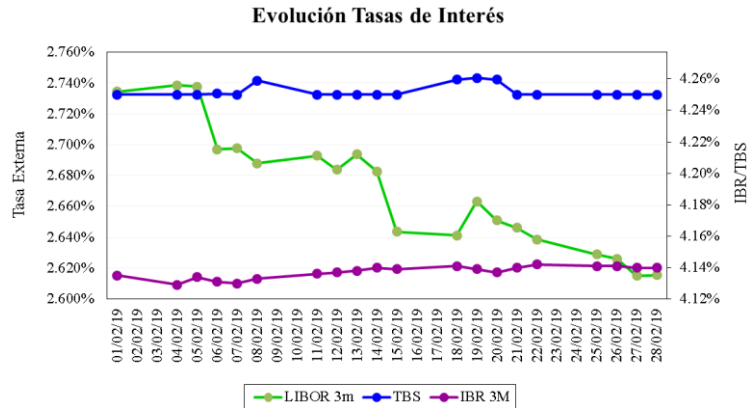


2) Evolución de la Tasa de Interés:

En el mes de febrero la IBR (3 meses) pasó de niveles de 4.14% E.A. a comienzos del mes, a 4.14% E.A. en la última semana (Gráfico 4). Por su parte, la tasa interbancaria activa a 1 día alcanzó un máximo de 4.26% E.A. el 19 de febrero y un mínimo de 4.25% E.A. el 1 de febrero. Durante el mes, el diferencial entre la tasa de interés interna y la tasa de interés externa a 90 días (IBR - Libor) osciló entre 1.33% y 1.46%. Su promedio, 1.40%, se ubicó 10 puntos básicos por encima del promedio del mes anterior (1.31%) y fue menor que el promedio ponderado por monto de la devaluación implícita anualizada de los contratos forward (1.52%).

² El indicador de volatilidad se calcula con la tasa de cambio de cierre. Este indicador, se obtiene al dividir la desviación estándar de la variación porcentual diaria para los últimos 20 y 30 días sobre la desviación estándar de la variación porcentual diaria para el año completo. Si el indicador es mayor a 1 la volatilidad del período es mayor a la volatilidad año completo. Si por el contrario es menor que uno, la volatilidad del período es menor a la del año completo. Cuando el indicador es igual a 1 la volatilidad del período es igual a la volatilidad año completo.

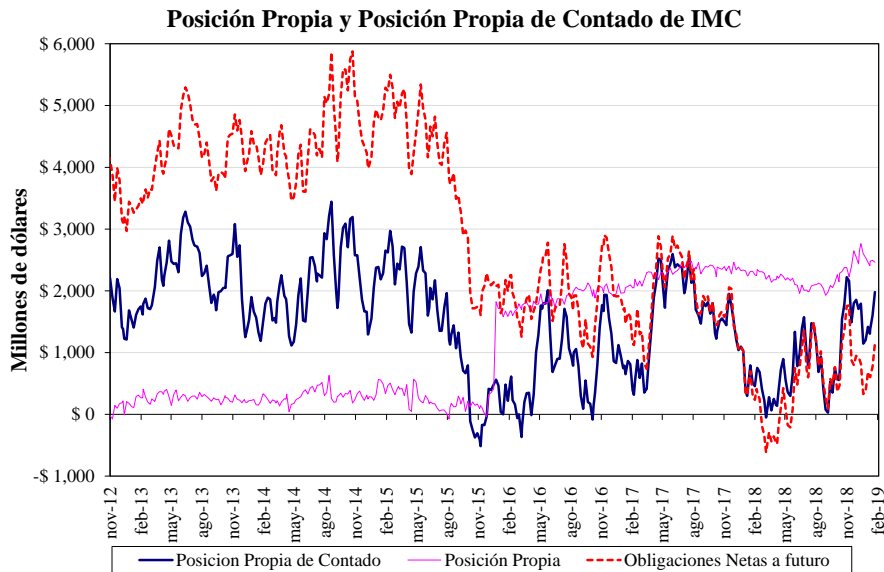
Gráfico 4



3) Posición Propia

En el mes de febrero, la posición propia total en moneda extranjera de los IMC disminuyó en US\$78.63 millones; pasando de US\$2541.42 millones en enero a US\$2462.8 millones a final de febrero. La posición propia de contado aumentó en US\$777.51 millones al pasar de US\$1201.53 millones a final de enero a US\$1979.04 millones a final de febrero. El siguiente gráfico muestra la evolución de la posición propia, la posición propia de contado y las obligaciones netas a futuro.

Gráfico 5³



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia - Formato 230

³ Las obligaciones netas a futuro son la diferencia entre el saldo de ventas a futuro y el saldo de compras a futuro de los intermediarios del mercado cambiario.

II. Mercado de Operaciones a Futuro.

1) Mercado de Operaciones Forward

a) Tamaño y Estructura del Mercado

El monto pactado en el mercado forward disminuyó 0.1% al pasar de US\$35640.4 millones en el mes de enero a US\$35587.6 millones en el mes de febrero. Por su parte, el número de operaciones aumentó de 15167 a 15331, el monto promedio diario aumentó de US\$1875.8 millones a US\$1995.3 millones, y el número de operaciones promedio aumentó de 798 a 806 operaciones por día⁴.

Cuadro 2

SECTOR	PACTADOS		VENCIDOS		NETO	
	Compras	Ventas	Compras	Ventas	Compras	Ventas
IMC	20857.87	20800.10	19734.81	20255.14	1123.06	544.97
Fondos de Pensiones y Cesantías	2134.98	2725.64	2994.81	4019.34	-859.83	-1293.70
Fiduciarias	27.19	261.43	31.58	275.46	-4.39	-14.02
TESORERÍA GENERAL DE LA NACIÓN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sector Real	2970.08	1744.23	2313.67	2052.97	656.41	-308.74
Offshore	6520.06	7485.94	6830.84	5914.46	-310.78	1571.48
Intragrupo*	3077.38	2570.23	2607.28	1995.63	470.11	574.60
Total	35587.56	35587.56	34512.99	34512.99	1074.57	1074.57

Cifras en millones de dólares

**Incluye casas matrices de intermediarios extranjeros y filiales*

Los intermediarios financieros aumentaron sus compras a futuro en 6.5% y sus ventas a futuro en un 10.0%, en tanto que, en conjunto el sector real, los fondos de pensiones y bancos extranjeros aumentaron sus compras pactadas en 6.2% y sus ventas en 1.2%.

En febrero los intermediarios financieros pactaron en neto ventas de divisas a futuro por un valor de US\$731.2 millones, frente a las compras netas efectuadas en el mes anterior (US\$7.0 millones). En particular, los bancos pactaron ventas netas de divisas a futuro por US\$577.4 millones y las corporaciones financieras pactaron ventas netas por US\$153.8 millones. Como resultado el resto de agentes pactó en neto compras de divisas a futuro por US\$731.2 millones⁵.

b) Plazos Negociados

A continuación se presenta la distribución de los contratos forward, según los plazos pactados (Cuadro 3):⁶

⁴ Promedios calculados teniendo en cuenta el número de días hábiles de cada mes. Los montos incluyen operaciones forward peso-dólar y el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

⁵ Es importante notar que no se tiene claro cuál es el roll-over de este flujo de vencimientos; por lo tanto, no se puede tener un cálculo exacto del monto de dólares entregado o recibido en operaciones a futuro.

⁶ Este monto incluye operaciones forward peso-dólar y el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar. En el anexo se muestran los plazos negociados desagregado para las operaciones forward peso-dólar y el flujo a futuro de las operaciones swap peso-dólar.

BANCO DE LA REPUBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE INVERSIONES INTERNACIONALES

Mercado a Futuro Peso Dólar Febrero de 2019

Cuadro 3

Montos en millones de USD	IMC				RESTO DE AGENTES*				TOTAL			
	Compras		Ventas		Compras		Ventas		Compras		Ventas	
Plazo	Monto	Part.	Monto	Part.	Monto	Part.	Monto	Part.	Monto	Part.	Monto	Part.
1 a 14	6573.3	31.5%	6582.0	31.6%	4715.0	32.0%	4706.3	31.8%	11288.3	31.7%	11288.3	31.7%
15 a 35	10505.4	50.4%	10354.5	49.8%	7400.9	50.2%	6204.1	42.0%	17906.3	50.3%	16558.6	46.5%
36 a 60	31.8	0.2%	913.3	4.4%	684.2	4.6%	1150.3	7.8%	716.0	2.0%	2063.6	5.8%
61 a 90	1915.8	9.2%	808.0	3.9%	571.5	3.9%	1679.3	11.4%	2487.3	7.0%	2487.3	7.0%
91 a 180	808.5	3.9%	905.1	4.4%	732.9	5.0%	636.3	4.3%	1541.4	4.3%	1541.4	4.3%
> 180	1023.2	4.9%	1237.1	5.9%	625.1	4.2%	411.2	2.8%	1648.3	4.6%	1648.3	4.6%
TOTAL	20857.9	100.0%	20800.1	100.0%	14729.69	100.0%	14787.5	100.0%	35587.56	100.0%	35587.56	100.0%

* Incluye: fondos de pensiones, fiduciarias, Tesorería General de la Nación, real, offshore, intragrupo

El plazo promedio ponderado por monto de las negociaciones realizadas en el mes de febrero fue de 42 días, 2 días más del registrado en enero (40 días). Las negociaciones con plazos inferiores a 36 días representan el 79.6% del monto total pactado.

La distribución del monto promedio transado por plazo para los meses de enero y febrero se presenta en el Cuadro 4, y la distribución del monto pactado en febrero según plazos en el Gráfico 6.

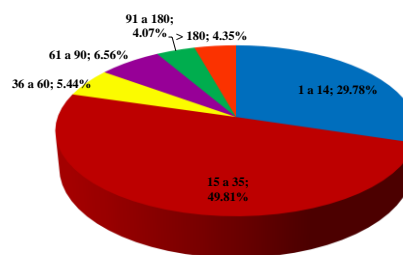
Cuadro 4
Monto Promedio por Operación
para cada plazo (días)

PLAZO	ENERO	FEBRERO
1 a 14	3.99	4.56
15 a 35	3.97	4.08
36 a 60	0.93	1.22
61 a 90	1.09	1.45
91 a 180	0.29	0.52
> 180	1.32	0.90

* Cifras en millones de dólares

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6
Participación de montos pactados por plazos
en febrero.



Fuente: Banco de la República.

c) Devaluación implícita anualizada

El promedio de devaluación implícita ponderado por monto durante el mes de febrero es de 1.52%, 2 puntos básicos por debajo del observado para el mes anterior (1.54%)⁷. En el Cuadro 5 se presentan tanto el promedio simple como el promedio ponderado por monto de la devaluación implícita anualizada de los contratos forward para cada uno de los rangos de negociación.

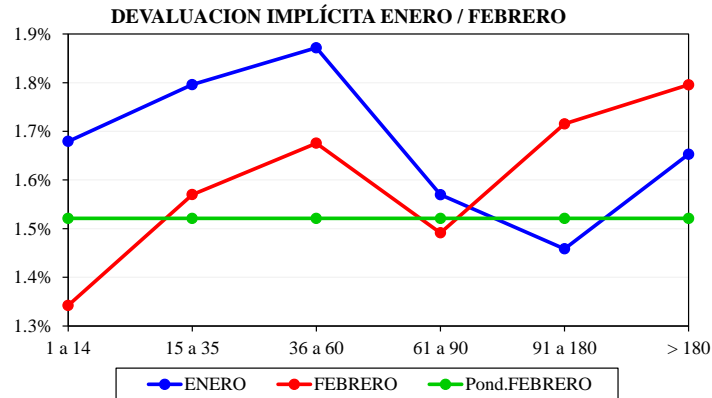
⁷ Para el cálculo de la devaluación implícita se excluyeron las operaciones entre los IMC y sus filiales y casas matrices.

Cuadro 5

Plazo (días)	Dev. Promedio simple	Dev. Promedio ponderado
1 a 14	1.93%	1.34%
15 a 35	1.89%	1.57%
36 a 60	2.13%	1.68%
61 a 90	2.05%	1.49%
91 a 180	2.13%	1.72%
> 180	1.81%	1.80%
TOTAL	1.98%	1.52%

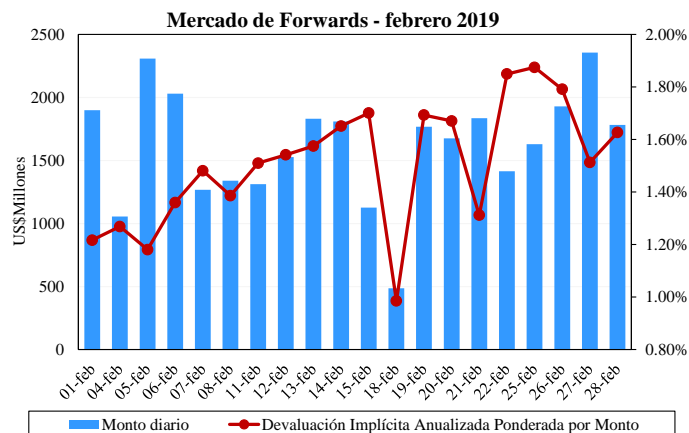
Como se puede observar en el Gráfico 7 la devaluación promedio ponderada por monto total para el mes de febrero (1.52%) es inferior a la devaluación promedio ponderada por monto para los plazos entre 15 a 60 días y para los mayores a 91 días.

Gráfico 7



En el Gráfico 8 se presenta la devaluación implícita anualizada de los forwards pactados y los montos negociados durante el mes.

Gráfico 8



BANCO DE LA REPUBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE INVERSIONES INTERNACIONALES

Mercado a Futuro Peso Dólar Febrero de 2019

d) Vencimientos

Durante el mes de febrero se vencieron US\$38427.1 millones de contratos forward. Bajo la modalidad contra entrega, el sector real presentó vencimientos de US\$565.3 millones en compras y US\$119.4 millones en ventas, por lo cual se estima el sector real recibió del sector interbancario US\$446.0 millones (Cuadro 6). El Cuadro 6 muestra los vencimientos de forward del mes, por sectores y por modalidad de cumplimiento.

Cuadro 6

Vencimientos de Forwards						
FEBRERO	Non Delivery Forwards		Delivery Forwards		Total	
Sectores	Compras	Ventas	Compras	Ventas	Compras	Ventas
IMC	19615.4	19689.8	119.4	565.3	19734.8	20255.1
Resto de agentes	14212.8	14138.5	565.3	119.4	14778.2	14257.9
Fondos de Pensiones	2994.7	4019.3	0.1	0.0	2994.8	4019.3
Resto	11218.1	10119.1	565.3	119.4	11783.4	10238.5
Total	33828.3	33828.3	684.7	684.7	34513.0	34513.0

Al 28 de febrero los contratos forward vigentes ascendían a US\$8548.7 millones. Durante los meses de marzo, julio y septiembre se registran vencimientos netos de ventas del sector financiero (Cuadro 7).

Cuadro 7

FLUJO DE VENCIMIENTO DE FORWARDS POR SECTOR																										
Sector	feb-19		mar-19		abr-19		may-19		jun-19		jul-19		ago-19		sep-19		oct-19		nov-19		dic-19		ene-20		≥ feb-20	
	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V
IMC	840	978	915	1087	1166	905	782	637	577	551	295	341	161	259	209	332	108	80	71	36	64	12	12	14	191	201
Resto	680	541	557	386	440	701	249	395	266	291	196	150	218	120	230	107	70	98	36	71	12	64	14	12	188	178
Total	1520	1520	1473	1473	1606	1606	1032	1032	842	842	491	491	379	379	440	440	178	178	107	107	76	76	26	26	379	379

* Cifras en millones de dolares

En el Cuadro No. 8 se presentan los vencimientos de forwards por modalidad de cumplimiento.

Cuadro 8

FLUJO DE VENCIMIENTO DE FORWARDS POR MODALIDAD DE CUMPLIMIENTO											
Tipo	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19
NDF	163	201	194	74	44	31	49	12	22	9	15
DF	1356	1271	1412	958	798	460	330	428	156	98	61
Total	1520	1473	1606	1032	842	491	379	440	178	107	76

* Cifras en millones de dolares

e) Saldos

A continuación se presentan los saldos de forwards de compras y venta del sector financiero con sus diferentes contrapartes, clasificadas como fondos de pensiones, agentes offshore, casas matrices y filiales, y el resto de agentes.

Gráfico 9

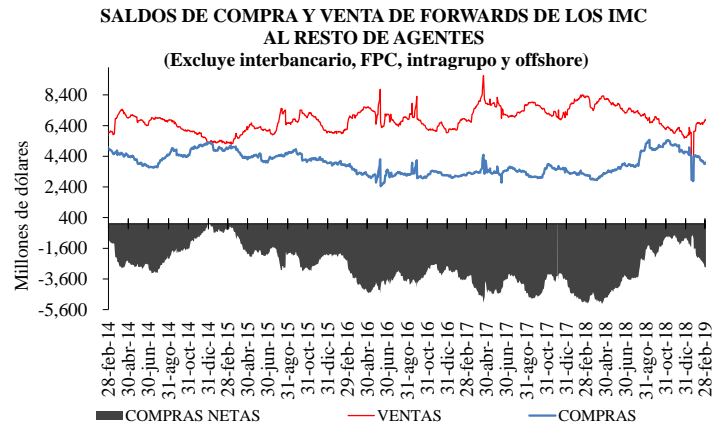


Gráfico 10

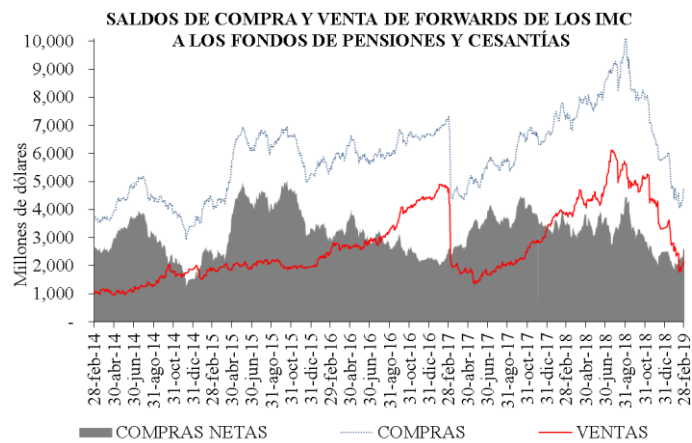
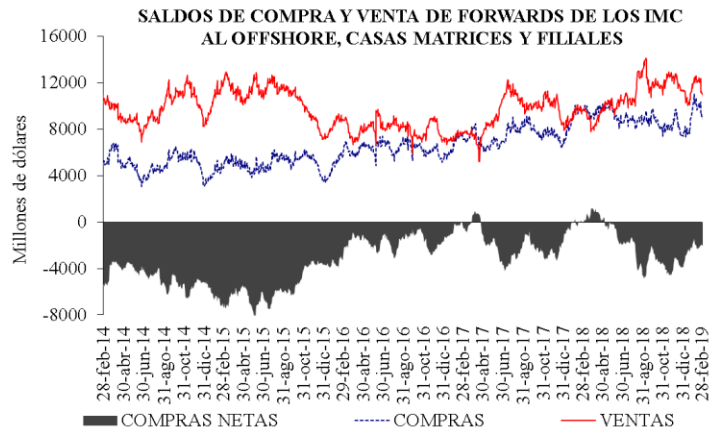


Gráfico 11



BANCO DE LA REPUBLICA
SUBGERENCIA MONETARIA Y DE INVERSIONES INTERNACIONALES

Mercado a Futuro Peso Dólar Febrero de 2019

Cuadro 9

SALDOS DE OPERACIONES FORWARD												
millones de USD	SALDOS DE COMPRA DEL SF CON:				SALDOS DE VENTA DEL SF CON:				SALDOS NETOS DE COMPRA DEL			SALDO COMPRAS NETAS SF
	Fondos Pensiones	Intragrupoy Offshore	Interbancario	Resto	Fondos Pensiones	Intragrupoy Offshore	Interbancario	Resto	Fondos Pensiones	Intragrupoy Offshore	Resto	
31-ene-19	\$ 4,572	\$ 9,591	\$ 9,008	\$ 4,386	\$ 2,564	\$ 11,547	\$ 9,008	\$ 6,290	\$ 2,008	-\$ 1,956	-\$ 1,903	-\$ 1,851
01-feb-19	\$ 4,779	\$ 10,115	\$ 9,119	\$ 4,403	\$ 2,669	\$ 11,934	\$ 9,119	\$ 6,472	\$ 2,110	-\$ 1,818	-\$ 2,069	-\$ 1,777
04-feb-19	\$ 4,645	\$ 10,405	\$ 9,106	\$ 4,392	\$ 2,578	\$ 11,999	\$ 9,106	\$ 6,570	\$ 2,067	-\$ 1,595	-\$ 2,178	-\$ 1,706
05-feb-19	\$ 4,348	\$ 11,018	\$ 9,363	\$ 4,344	\$ 2,349	\$ 12,445	\$ 9,363	\$ 6,558	\$ 1,999	-\$ 1,427	-\$ 2,214	-\$ 1,642
06-feb-19	\$ 4,449	\$ 10,867	\$ 9,456	\$ 4,352	\$ 2,384	\$ 12,444	\$ 9,456	\$ 6,597	\$ 2,065	-\$ 1,577	-\$ 2,246	-\$ 1,758
07-feb-19	\$ 4,439	\$ 10,167	\$ 9,522	\$ 4,348	\$ 2,385	\$ 12,010	\$ 9,522	\$ 6,550	\$ 2,053	-\$ 1,843	-\$ 2,202	-\$ 1,992
08-feb-19	\$ 4,472	\$ 10,576	\$ 9,658	\$ 4,411	\$ 2,426	\$ 12,514	\$ 9,658	\$ 6,559	\$ 2,046	-\$ 1,938	-\$ 2,148	-\$ 2,040
11-feb-19	\$ 4,513	\$ 10,612	\$ 9,919	\$ 4,352	\$ 2,456	\$ 12,604	\$ 9,919	\$ 6,592	\$ 2,057	-\$ 1,992	-\$ 2,240	-\$ 2,174
12-feb-19	\$ 4,627	\$ 10,184	\$ 10,088	\$ 4,326	\$ 2,408	\$ 12,254	\$ 10,088	\$ 6,570	\$ 2,219	-\$ 2,070	-\$ 2,244	-\$ 2,095
13-feb-19	\$ 4,183	\$ 9,907	\$ 10,042	\$ 4,243	\$ 1,815	\$ 12,201	\$ 10,042	\$ 6,515	\$ 2,369	-\$ 2,294	-\$ 2,272	-\$ 2,197
14-feb-19	\$ 4,049	\$ 9,688	\$ 9,754	\$ 4,171	\$ 1,777	\$ 12,026	\$ 9,754	\$ 6,472	\$ 2,272	-\$ 2,338	-\$ 2,301	-\$ 2,367
15-feb-19	\$ 4,060	\$ 9,862	\$ 9,930	\$ 4,113	\$ 1,823	\$ 12,103	\$ 9,930	\$ 6,499	\$ 2,237	-\$ 2,241	-\$ 2,386	-\$ 2,389
18-feb-19	\$ 4,160	\$ 9,877	\$ 10,059	\$ 4,134	\$ 1,923	\$ 12,150	\$ 10,059	\$ 6,534	\$ 2,237	-\$ 2,273	-\$ 2,400	-\$ 2,436
19-feb-19	\$ 4,226	\$ 10,072	\$ 10,186	\$ 4,132	\$ 1,946	\$ 12,302	\$ 10,186	\$ 6,596	\$ 2,280	-\$ 2,231	-\$ 2,464	-\$ 2,414
20-feb-19	\$ 4,147	\$ 10,214	\$ 10,198	\$ 4,063	\$ 1,795	\$ 12,443	\$ 10,198	\$ 6,583	\$ 2,352	-\$ 2,229	-\$ 2,521	-\$ 2,398
21-feb-19	\$ 4,237	\$ 9,864	\$ 10,017	\$ 4,025	\$ 1,951	\$ 12,012	\$ 10,017	\$ 6,477	\$ 2,286	-\$ 2,149	-\$ 2,452	-\$ 2,315
22-feb-19	\$ 4,256	\$ 10,086	\$ 10,435	\$ 4,075	\$ 1,982	\$ 12,186	\$ 10,435	\$ 6,602	\$ 2,274	-\$ 2,101	-\$ 2,527	-\$ 2,354
25-feb-19	\$ 4,329	\$ 10,342	\$ 10,488	\$ 3,971	\$ 2,005	\$ 12,350	\$ 10,488	\$ 6,613	\$ 2,323	-\$ 2,008	-\$ 2,641	-\$ 2,326
26-feb-19	\$ 4,455	\$ 9,289	\$ 9,645	\$ 3,897	\$ 1,989	\$ 11,190	\$ 9,645	\$ 6,640	\$ 2,466	-\$ 1,901	-\$ 2,743	-\$ 2,179
27-feb-19	\$ 4,742	\$ 9,304	\$ 9,608	\$ 3,894	\$ 2,079	\$ 11,267	\$ 9,608	\$ 6,753	\$ 2,662	-\$ 1,963	-\$ 2,859	-\$ 2,161
28-feb-19	\$ 4,730	\$ 9,158	\$ 9,642	\$ 3,910	\$ 2,148	\$ 11,132	\$ 9,642	\$ 6,722	\$ 2,582	-\$ 1,975	-\$ 2,811	-\$ 2,204

2) Forwards otras monedas

El siguiente cuadro contiene los montos negociados en el mes de operaciones forward de monedas diferentes al dólar americano. La información se presenta discriminando por pares de monedas y por contraparte.

Cuadro 10

Montos negociados en Febrero de 2019

moneda 1	moneda 2	OFFSHORE		RESTO		TOTAL	
		Compras	Ventas	Compras	Ventas	Compras	Ventas
EUR	COP	36.00	3.37	10.31	0.40	46.32	3.76
USD	EUR	349.17	383.29	432.11	380.64	781.28	763.93
USD	AUD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
USD	JPY	71.44	51.45	46.15	70.00	117.59	121.45
USD	GBP	0.00	6.60	25.12	24.82	25.12	31.42
USD	CLP	1.00	1.00	0.00	0.00	1.00	1.00
USD	BRL	21.92	22.25	0.00	2.67	21.92	24.92
USD	CAD	9.52	24.89	42.66	42.63	52.17	67.52
USD	CHF	0.16	2.12	0.00	0.04	0.16	2.16
USD	MXN	117.65	163.46	90.14	46.18	207.79	209.64
USD	SEK	0.01	1.00	0.00	0.01	0.01	1.01
GBP	COP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

*Montos en millones de Moneda 1

3) Opciones peso-dólar

El siguiente cuadro contiene los montos negociados en el mes por los IMC de opciones peso-dólar europeas. En el Gráfico 12, se muestran los montos mensuales negociados desde 2016.

Cuadro 11

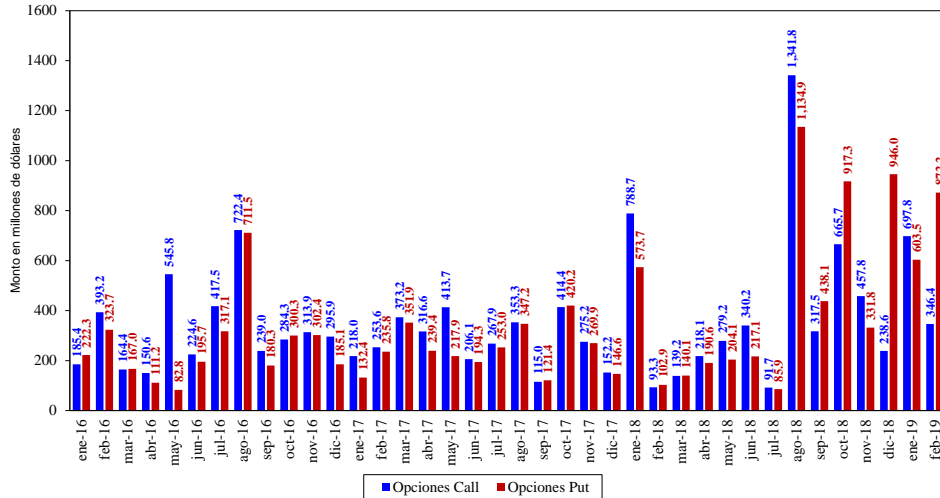
Montos negociados en Febrero de 2019

	Call		Put	
	Compra	Venta	Compra	Venta
IMC	188.14	193.25	771.16	136.09
Sector Real	158.25	153.14	101.09	736.16
Total	346.39	346.39	872.25	872.25

*Montos en millones de dólares

Gráfico 12

Montos Nominales Negociados de Opciones Peso- Dólar



4) Fx Swaps Peso-Dólar y Fx Swaps de Tasa de Interés Peso-Dólar

Los siguientes cuadros contienen los montos nominales negociados por los IMC de fx swaps peso-dólar y fx swaps de tasa de interés peso-dólar para este mes. Por su parte, el Gráfico 13 muestra los montos mensuales negociados desde 2016.

Cuadro 12
Montos negociados en febrero de 2019
Fx Swaps Peso- Dólar

	C	V
IMC	74.2	203.6
Offshore	73.5	42.0
Resto	125.1	27.2
Total	272.8	272.8

*Millones de dólares

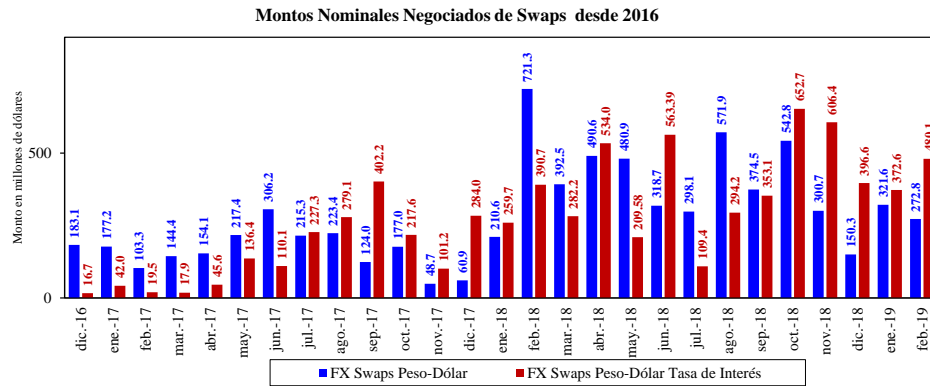
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 13
Montos negociados en febrero de 2019
Fx Swaps de Tasa de Interés Peso Dólar

	C	V
IMC	250.5	278.6
Offshore	212.5	199.5
Resto	17.1	2.0
Agricultura, ganadería y caza	0.1	0.0
Industria manufacturera	1.1	0.0
Construcción	0.5	0.0
Comercio	14.2	0.0
Turismo, hoteles y restaurantes	0.2	0.0
Planes de seguros, pensiones y cesantías	0.0	2.0
Actividades empresariales	0.8	0.0
Persona natural	0.4	0.0
Total	480.1	480.1

*Millones de dólares

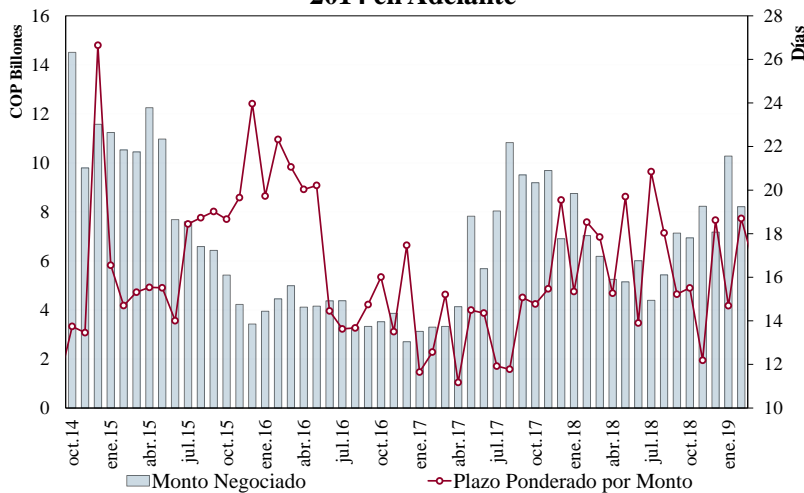
Fuente: Banco de la República.



5. Swaps NDF sobre TES con Agentes Offshore

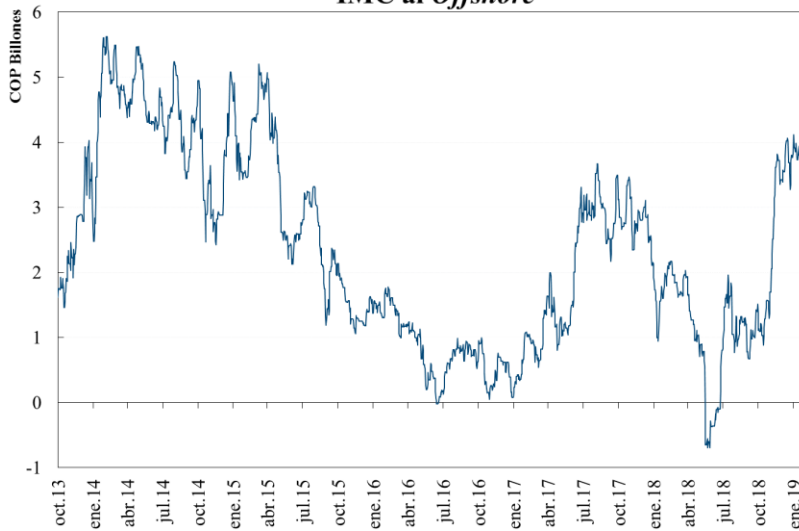
El Gráfico 14 contiene los montos nominales mensuales negociados por los IMC con los agentes offshore en operaciones *forward* NDF sobre TES y el plazo promedio de dichas operaciones. Para febrero de 2019 el monto negociado fue de COP8.2 billones (b), por debajo de lo observado el mes anterior (COP10.2 b). El plazo ponderado por monto fue de 19 días, 4 días más que el mes anterior (15 días). El saldo de la posición compradora neta de los IMC con agentes offshore al 28 de febrero fue de COP3.3 b, presentando una disminución de COP0.8 b frente al saldo de cierre del mes anterior (COP4.1 b).

Gráfico 14
Monto negociado y plazo promedio
Forward NDF sobre TES
2014 en Adelante



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15
Saldo neto de ventas NDF de TES por parte de los
IMC al Offshore



III. Mercado de Operaciones a Futuro de los Residentes

1) Operaciones sobre Precios de Productos Básicos

El Gráfico 16 contiene los montos nominales mensuales negociados por los residentes con los agentes offshore en operaciones sobre precios de productos básicos y el Gráfico 17 el plazo promedio de dichas operaciones. Para febrero de 2019 el monto negociado fue de US\$6,3 millones en swaps y US\$18,9 millones en opciones, mientras que no se presentaron negociaciones de operaciones forward.

Gráfico 16

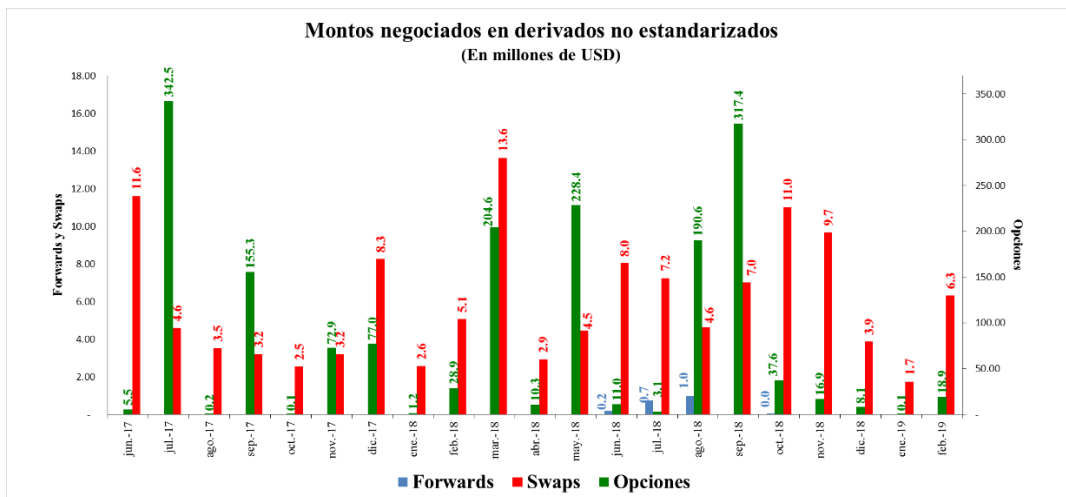


Gráfico 17
Plazo Promedio

