

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Andrés Murcia Pabón
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas Moreno
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán Moreno
Jefe

Sara Ariza Murillo
Ittza Alejandra Barreto Ramírez
Nicolás Herrera Figueroa
Laura Viviana León Díaz
Julián Camilo Mateus Gamboa
Camilo Andrés Orozco Vanegas
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo
Nicolás Fernando Torres Gongora

Estudiantes en práctica profesional

Jairo Nicolas Cabrera Cifuentes
David Hernando Gonzalez Estupiñan
Martin Valencia Romero

Contenido

1	Introducción	5
2	Resumen ejecutivo	7
2.1	Entorno internacional	7
2.2	Percepción de riesgo a nivel local	7
2.3	Mercado cambiario	7
2.4	Política monetaria y mercado monetario local	8
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	8
2.6	Mercado accionario	8
3	Entorno internacional	10
4	Percepción de riesgo a nivel local	25
5	Mercado cambiario	30
5.1	Mercado cambiario global	30
5.2	Mercado cambiario colombiano	34
6	Mercado monetario y renta fija	37
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	38
6.2	Mercado monetario colombiano	41
6.3	Mercado de deuda pública	44
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	44
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	47
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región	55
7	Mercado de deuda privada	59
8	Mercado accionario	61

Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 2T22	10
2	Pronósticos del precio <i>spot</i> promedio anual WTI y Brent	11
3	Cambio en los precios de productos generadores de energía	12
4	Cambio en los precios de productos básicos	13
5	Inflación en economías desarrolladas	14
6	Desempleo en economías desarrolladas	14
7	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas	16
8	Vacunación por cada cien habitantes	16
9	Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes	17
10	Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes	17
11	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas	18
12	PMI manufacturero en economías desarrolladas	19
13	PMI de servicios en economías desarrolladas	19
14	Expectativas de crecimiento para 2022 y 2023	20
15	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa	21
16	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica	21
17	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)	22
18	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes	23
19	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes	24
20	Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes	25
21	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local	26
22	Indicadores de confianza	26
23	Expectativas de crecimiento (EOF)	27
24	Expectativas de inflación (EOF)	28
25	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	28
26	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	29
27	VIX y algunos índices de monedas	31
28	Tasas de cambio de Latinoamérica	32
29	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	33
30	Precio del petróleo frente al peso colombiano	35
31	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC	36
32	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)	37
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	38
34	Inflación IPC en los países de la región	40
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N	41
36	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario	42
37	Promedio mensual de saldos diarios 2019 - 2022	42
38	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local	43
39	Evolución de la tasa IBR O/N, IBR a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y 1 Año	44

40	Curva cero cupón de EE.UU.	45
41	Curva cero cupón de México.	46
42	Curva cero cupón de Perú.	46
43	Curva cero cupón de Chile.	47
44	Curva cero cupón de Brasil.	47
45	Proyección de vencimientos TES	49
46	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR	50
47	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia	51
48	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia	51
49	Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años . . .	52
50	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros	52
51	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación	53
52	Monto promedio negociado por plazos de TES	53
53	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	54
54	Volatilidad condicional tasas cero cupón de los TES en pesos	54
55	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia	55
56	Rendimientos deuda externa en USD Colombia	56
57	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil	56
58	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú	57
59	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México	57
60	TES locales vs Globales USD	58
61	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada	59
62	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada	59
63	Colocaciones por tasa de interés	60
64	Participación de las emisiones por plazo de colocación	60
65	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	61
66	Evolución de los índices accionarios de la región	62
67	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T22)	64
68	<i>MSCI COLCAP</i> y volumen transado diario	64
69	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	65
70	Volatilidad condicional índices accionarios	65
71	Capitalización bursátil ajustada/PIB*	66

Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	30
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	33
3	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	34
4	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a junio de 2022	38
5	Inflación año completo y meta de inflación 2022	40
6	Emisiones deuda privada 2T22	60

1 Introducción

El Banco de la República genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

En línea con lo anterior, este reporte busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

Durante el segundo trimestre de 2022 (2T22), continuaron las presiones inflacionarias, las cuales se vieron acentuadas por el aumento en los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos, y llevaron a unas expectativas de política monetaria más contractiva a nivel global. Además, los mercados financieros continuaron estando presionados por las medidas adoptadas por las autoridades chinas para contener la pandemia en ese país, por los temores de una posible recesión económica a nivel global y por varios factores idiosincráticos generadores de incertidumbre en varios países de la región. En este contexto, la curva de Tesoros americanos se aplanó ante mayores desvalorizaciones de los títulos de corto plazo, y el dólar estadounidense se fortaleció, soportado además por la mayor percepción de riesgo internacional. Durante este trimestre la Reserva Federal (FED) incrementó sus tasas de interés en 50 puntos básicos (pb) en abril y 75 pb en su reunión de junio. Por su parte el Banco Central Europeo (BCE), aunque no subió tasas durante este periodo, sí finalizó su programa de compras de activos y de emergencia frente a la pandemia.

En cuanto a los activos latinoamericanos, los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones en su mayoría, en línea con lo observado en Estados Unidos y ante una política monetaria menos expansiva por parte de los Bancos Centrales, así como por factores idiosincráticos que afectaron especialmente los títulos de largo plazo. Por su parte, las tasas de cambio de países emergentes y latinoamericanos se debilitaron ante el fortalecimiento del dólar, la alta volatilidad de los precios de las materias primas y algunos factores idiosincráticos.

A nivel local, durante este trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 250 pb de 5,0% a 7,5% ante el aumento de las presiones inflacionarias y las mejores cifras de crecimiento económico. Se observaron desvalorizaciones de la deuda pública en moneda local y externa, comportamiento que estuvo en línea con lo observado en varios países de la región. El peso colombiano estuvo afectado por el contexto internacional y por factores locales, donde agentes del mercado destacaron la incertidumbre en relación con los resultados electorales y la persistencia de presiones inflacionarias. Lo anterior se vio reflejado en aumentos del CDS y del EMBI de Colombia. No obstante, durante este periodo se publicaron cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado

durante la mayor parte del trimestre, las cuales estuvieron acompañadas de una recuperación de la confianza del consumidor y la continuidad de la confianza empresarial en niveles elevados lo cual ha incidido en una mejora de las perspectivas de crecimiento económico para este año.

En esta edición, el documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en el entorno económico internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se describe el mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local y finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios.

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

Durante el 2T22 los mercados financieros se vieron influenciados por la continuación de las presiones inflacionarias a nivel global, las cuales se vieron acentuadas por el aumento de los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Como respuesta a estas presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales continuó retirando el estímulo monetario adoptado durante la pandemia, aunque a un mayor ritmo del previsto a inicios del trimestre, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda, y a una fortaleza del dólar a nivel global. Adicionalmente, los mercados financieros continuarán estando presionados por las medidas adoptadas por las autoridades chinas para contener la pandemia en ese país, así como por eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en varios países de la región.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2T22, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, se publicaron cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado durante la mayor parte del trimestre, las cuales estuvieron acompañadas de una recuperación de la confianza del consumidor y una continuidad de la confianza empresarial en niveles elevados, y llevaron a una mejora de las perspectivas de crecimiento económico para este año. No obstante, la persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales han llevado al mercado a descontar una senda de política monetaria más contractiva que la proyectada a inicios del año, incidieron en unas perspectivas de menor crecimiento para 2023 y mayor inflación para este año y el próximo. Adicionalmente, la percepción de riesgo a nivel local también continuará afectada por la incertidumbre en torno a los programas de ajuste que proponga el Gobierno entrante con el fin de corregir los altos niveles de los déficits fiscal y de cuenta corriente.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 2T22 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y monedas de economías emergentes. El dólar estuvo favorecido por las expectativas y materialización de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed como respuesta a las presiones inflacionarias. Adicionalmente, la moneda estuvo soportada por un incremento en la percepción de riesgo internacional.

Las tasas de cambio en Latinoamérica se debilitaron ante el fortalecimiento del dólar, la volatilidad de los precios de las materias primas y factores idiosincráticos. A nivel local, el peso colombiano estuvo afectado por el contexto internacional y también por factores locales, dentro de los cuales algunos agentes del mercado destacaron la incertidumbre en relación con las políticas económicas que empleará el gobierno entrante y la persistencia de las presiones inflacionarias.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 2T22, los bancos centrales de la región continuaron con el aumento de sus tasas de política monetaria para hacer frente a las presiones inflacionarias a nivel mundial y ante mayores expectativas de aumentos de la TPM en EE.UU. y la Eurozona. El aumento de las tasas de intervención de los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú fue de 150 pb, 200 pb, 125 pb y 150 pb, y las tasas se ubicaron en 13,25%, 9,00%, 7,75% y 5,50%, respectivamente.

En este mismo periodo la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 250 pb (de 5,00% a 7,50%) ante el aumento de las presiones inflacionarias y las mejores cifras de crecimiento económico. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria, se ubicaron en línea con la tasa de referencia.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

Durante el 2T22 la curva de Tesoros americanos se aplanó ante las expectativas del mercado de una senda de política monetaria más contractiva ante el aumento continuo de la inflación. En este contexto, los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones en su mayoría, en línea con lo observado en EE.UU. y ante una política monetaria menos expansiva por parte de los Bancos Centrales, mientras que los aumentos de los títulos de largo plazo se vieron afectados por factores idiosincráticos.

En el caso de Colombia, las desvalorizaciones de la deuda pública local también pudieron estar asociadas al proceso electoral transcurrido durante el trimestre y al resultado de este. Así mismo, durante el trimestre la deuda externa de Colombia y la de los países de la región registró desvalorizaciones en línea con los Tesoros. Adicionalmente se observó un deterioro de la liquidez en el mercado de deuda pública local y una mayor volatilidad de este.

2.6 Mercado accionario

Durante el 2T22 los mercados accionarios a nivel global tuvieron un comportamiento negativo y presentaron las mayores desvalorizaciones trimestrales desde el surgimiento de la pandemia de Covid-19 (1T20). Dicho comportamiento estuvo en línea con el contexto internacional previamente mencionado. El mercado latinoamericano presentó el peor comportamiento con una desvalorización de 18%, seguido por los mercados de EE.UU, Europa, y Asia que cayeron 16,7%, 10,7%, y 6,8%, respectivamente.

Finalmente, la desvalorización del índice *MSCI Colcap* se dio principalmente en junio en un contexto de caída de los precios del petróleo e incertidumbre en torno a la segunda vuelta de elecciones presidenciales y a las políticas económicas que adoptara el nuevo gobierno. A nivel sectorial el comportamiento del índice estuvo explicado por la desvalorización de las acciones pertenecientes al sector financiero y de energía, dado que tienen una participación cercana al 64% del índice (*Cuadro 67*). En línea con lo anterior, en el trimestre las acciones que tuvieron el peor desempeño fueron Ecopetrol (-36,3%), Mineros

(-31,4%) y la acción preferencial de Grupo Sura (-26%).

3 Entorno internacional

Durante el 2T22 los mercados financieros se vieron influenciados por la continuación de las presiones inflacionarias a nivel global, las cuales se vieron acentuadas por el aumento de los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Como respuesta a estas presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales continuó retirando el estímulo monetario adoptado durante la pandemia, aunque a un mayor ritmo del previsto a inicios del trimestre, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda, y a una fortaleza del dólar a nivel global. Adicionalmente, los mercados financieros continuarán estando presionados por las medidas adoptadas por las autoridades chinas para contener la pandemia en ese país, así como por eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en varios países de la región (Gráfico 1).

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 2T22

Cambios entre el 31 de marzo de 2022 y el 30 de junio de 2022

	Tasa de política	Tasa moneda local		Tasa USD		Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI+	Commodity
		2 años	10 años	2 años	10 años					
Reino Unido	50	49	64			-7,3%	-4,6%			
Japón	0	-3	3			-11,5%	-5,1%			
Alemania	0	70	80			-5,3%	-11,5%	0,8		
EE.UU.	125	61	67	61	67	6,5%	-16,4%	8,2	28,6	
Colombia	250	191	163	166	200	-10,5%	-18,1%	103	97	6,4%
UVR		103	98							
Brasil	150	109	119	140	176	-10,9%	-17,9%	86	68	3,5%
México	125	101	73	58	139	-1,3%	-15,9%	75	52	5,5%
Chile	200	16	10	78	123	-16,8%	0,3%	43	38	-21,8%
Perú	150	100	112	136	165	-4,0%	-26,2%	45	55	-21,8%
Otros EM	13	76	44			-4,4%	-12,4%	110	93	-1,4%

Fuente: Bloomberg, Banrep.

Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma frente al dólar americano. En EE.UU, la tasa de cambio corresponde al DXY (un aumento corresponde a un fortalecimiento del dólar). Los indicadores de percepción de riesgo en EE.UU. corresponden al Vix y al Move, mientras que en Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, tasas de interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los commodities corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

Alta volatilidad de los precios de los *commodities*

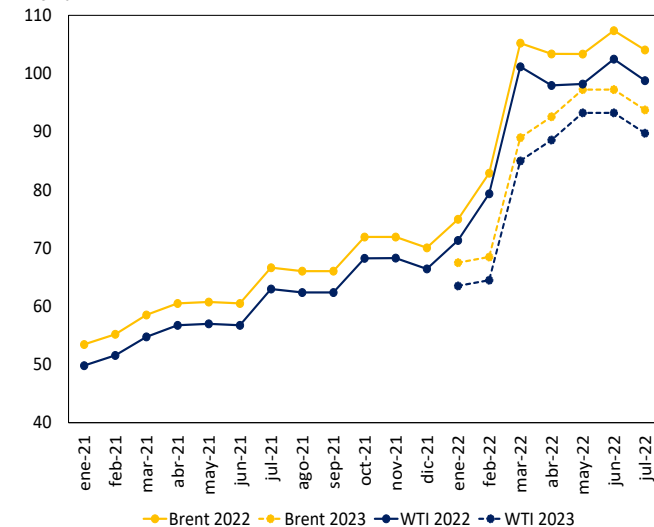
Durante el 2T22, los precios de los *commodities* estuvieron influenciados por las preocupaciones de una menor demanda agregada debido a temores de una posible recesión económica global, los cierres de varias regiones en China por el incremento de contagios de Covid-19 y la fortaleza del dólar con respecto a distintas monedas. Por otro lado, el efecto de las sanciones impuestas a Rusia como retaliación por la invasión a Ucrania generó incertidumbre sobre el nivel futuro de inventarios y producción de productos energéticos como el gas natural licuado (GNL) y el petróleo.

En cuanto al petróleo, los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 5,5% y 6,4%, respectivamente, con respecto al cierre del trimestre anterior y durante este periodo sus precios

promediaron los USD 108,6 dólares por barril (d/b) y USD 112 d/b, respectivamente. Los precios mantuvieron presiones al alza explicadas por una oferta ajustada a nivel mundial, a causa de la caída en la producción rusa luego de las sanciones impuestas por la Unión Europea y EE.UU, además de la baja eficacia por parte de los miembros de la OPEP+ para incrementar la producción diaria. Igualmente, el incremento de la demanda de bienes refinados por la llegada del verano en EE.UU. y Europa impidió que los precios cedieran a la baja. Sin embargo, el incremento de los precios se vio controlado por la caída de la demanda de China luego de los cierres implementados, los anuncios por parte del gobierno estadounidense y países aliados a la OPEP+ para la liberación continua de reservas estratégicas y las perspectivas de un menor crecimiento económico.

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo para los años 2022 y 2023, la AIE incrementó sus estimaciones de precios promedio para las referencias Brent y WTI durante el trimestre. Para el mes de abril de 2022, la agencia estimó precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 103,37 dólares por barril (d/b) y USD 92,57 d/b para 2022 y 2023, respectivamente, mientras que para la referencia WTI, pronosticó precios anuales promedio de USD 97,96 d/b y USD 88,57 d/b para estos mismos años. Posteriormente, en el mes de julio, estos pronósticos se incrementaron para ambas referencias, teniendo que para el Brent las estimaciones fueron de USD 104,05 d/b y USD 93,75 d/b para los años 2022 y 2023, respectivamente, y para la referencia WTI de USD 98,79 d/b y USD 89,75 d/b para estos mismos años. De acuerdo con la AIE, los factores que más podrían influenciar los precios del *commodity* en el corto plazo son los efectos del conflicto, un crecimiento económico menos robusto y el ritmo al que miembros de la OPEP+ incrementen el ritmo de producción, al igual que el incremento que se tenga en la extracción de crudo por parte de EE.UU. Lo anterior, en un contexto en el cual el consumo global ha superado constantemente al nivel de producción (*Gráfico 2*).

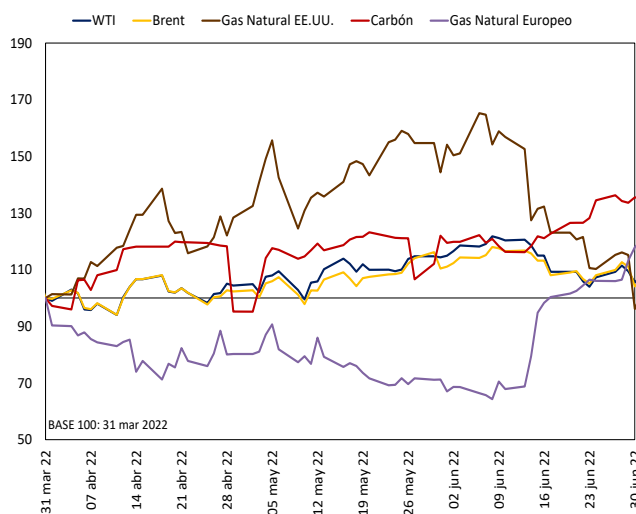
Gráfico 2: Pronósticos del precio *spot* promedio anual WTI y Brent



Fuente: Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE.
A partir del enero de 2022 la AIE incorporó pronósticos para 2023. Los últimos valores corresponden al STEO de julio de 2022.

Los precios de otras materias primas generadoras de energía mantuvieron una alta volatilidad durante el periodo de análisis como consecuencia de la guerra en Ucrania. Aunque el precio del gas natural europeo cayó 26% durante las primeras dos semanas de abril y permaneció en niveles similares a lo largo del trimestre a causa de la caída de la demanda en Europa y las importaciones de GNL de otras regiones como EE.UU. y África (como estrategia para eliminar la dependencia hacia Rusia por este *commodity*), los precios se incrementaron a partir de junio, luego de que la empresa Gazprom informara que las exportaciones de gas hacia Europa se verían limitadas por fallas técnicas en el gasoducto Nord Stream 1¹. Por su parte, el precio del gas natural estadounidense mantuvo presiones al alza durante la mayor parte del trimestre y alcanzó niveles máximos históricos², a causa del incremento de la demanda local y europea. Sin embargo, el precio disminuyó a partir de mediados de junio y terminó en niveles similares a los de inicio del trimestre, luego de que se anunciara que las exportaciones caerían hasta finales del 2022 a causa de un incendio que afectó una de las instalaciones de exportación en Texas. Finalmente, el precio del carbón térmico cerró el trimestre con una valorización del 35,5% dada la reducción del nivel de inventarios a nivel mundial y el incremento de la demanda tanto de Europa como de industrias de bienes refinados (*Gráfico 3*).

Gráfico 3: Cambio en los precios de productos generadores de energía



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

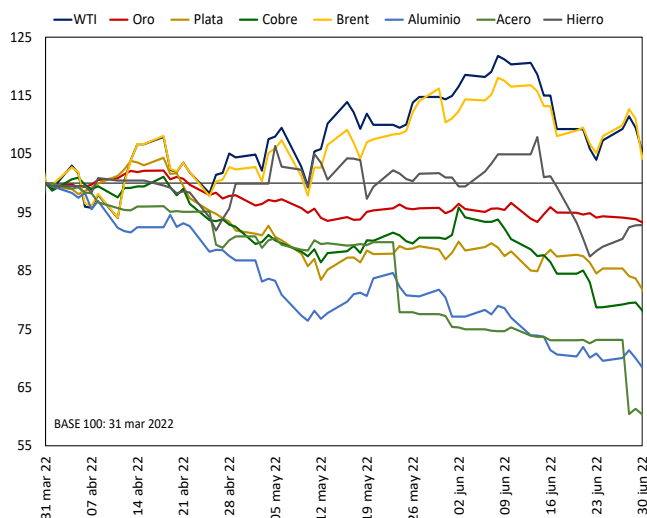
Por último, los precios de otros *commodities* como los metales preciosos e industriales presentaron desvalorizaciones. Dada la constante fortaleza del dólar y los incrementos de los retornos en los bonos del Tesoro, los precios del oro y la plata, considerados activos refugio, perdieron valor a lo largo del

¹Nord Stream 1 es un gasoducto operado por Nord Stream AG y cuyo accionista mayoritario es la empresa estatal rusa Gazpromque, que conecta a Rusia con Alemania a través del mar Báltico. A través de este, se transportan 55 mil millones de metros cúbicos de gas al año, los cuales van principalmente a Alemania. Es de alta importancia para Europa, ya que a través de este se importa cerca del 40% del gas natural de la región.

²El 6 de junio de 2022 con un valor de USD 9.320 dólares por millón de unidades térmicas británicas

trimestre³. De igual forma, la caída de la producción y demanda en China, además del incremento de los inventarios, explicaron la caída de los precios de algunos metales industriales⁴. Finalmente, los precios de los productos agrícolas presentaron leves variaciones comparados con los del trimestre anterior⁵ (Gráfico 4).

Gráfico 4: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Retiro del estímulo monetario

En el Gráfico 5 se evidencia que tanto la inflación total como la inflación núcleo⁶ continuó aumentando, en línea con la tendencia que se ha venido observando desde el 1T21, alejándose aún más de la meta de 2% establecida por los Bancos Centrales de EE.UU. (Fed), la eurozona (BCE) e Inglaterra (BoE), y en niveles no observados en décadas. Este comportamiento ha estado influenciado desde el año pasado por las disrupciones de las cadenas de suministro, la rápida recuperación de la demanda interna, producto de los importantes estímulos monetarios y fiscales, y los mayores precios de los *commodities*, los cuales se han acentuado dado el conflicto en Ucrania. Lo anterior llevó a un aumento de las expectativas de inflación, y por consiguiente de política monetaria menos expansiva, ante temores de que la inflación permanezca en niveles elevados por un periodo de tiempo superior al estimado previamente, de manera que su carácter no sería transitorio como se esperaba inicialmente.

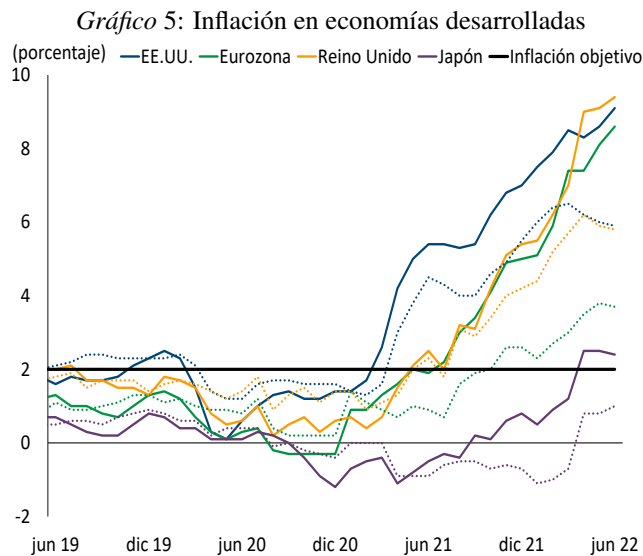
Por otro lado, las autoridades monetarias, especialmente en EE.UU, han hecho énfasis en que sus decisiones no dependerán solamente del comportamiento de la inflación sino que también deberán ver

³Cerrando así el trimestre con desvalorizaciones de 6,7% para el oro y 18,2% para la plata.

⁴Particularmente, los precios del cobre, aluminio, acero y hierro cerraron el trimestre con desvalorizaciones de 20,2%, 31,6%, 39,7% y 7,2%, respectivamente.

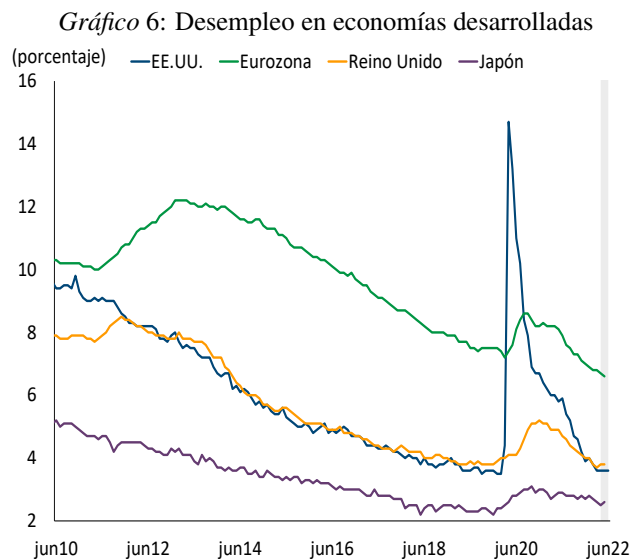
⁵En particular, el bien con la mayor variación en su precio fue el trigo, el cual se redujo en 13,6% luego de que se iniciaran conversaciones para reiniciar el comercio del grano a través del mar negro.

⁶Medida de inflación que excluye los artículos más volátiles como alimentos y energía.



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

progresos sustanciales en el frente laboral antes de retirar los estímulos vigentes. En este sentido, el *Gráfico 6* muestra que las tasas de desempleo en EE.UU, la eurozona y Reino Unido continuaron ubicándose en niveles similares o inferiores a los observados previo al comienzo de la pandemia del COVID-19. En este contexto, las presiones inflacionarias y el desempeño del mercado laboral justificaron que la mayoría de los bancos centrales en economías desarrolladas comenzaran a retirar el estímulo monetario a partir del 4T21, y lo aceleraran durante lo corrido del 2022, mientras que los bancos en economías emergentes empezaron en su mayoría a desmontar estos estímulos desde el 2T21.



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Los datos se encuentran a mayo, excepto en EE.UU. donde se encuentra a junio.

De acuerdo con lo anterior, durante el 4T21 la Fed comenzó a retirar el estímulo monetario implementando durante la pandemia al reducir el ritmo de su programa de compras de activos, el cual finalizó en marzo del presente año. Desde ese mes la Fed ha incrementado sus tasas de interés en tres ocasiones (25 pb en marzo, 50 pb en abril y 75 pb en junio). En particular, la reunión de junio sorprendió al mercado ya que el aumento de tasas fue superior al esperado una semana antes⁷ y se caracterizó por la revisión de las proyecciones de crecimiento, desempleo, inflación y tasa de política monetaria⁸. Por su parte, aunque durante el trimestre el BCE no subió tasas, sí finalizó sus programas de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) y de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) y actualmente se encuentra, al igual que la Fed, en la fase de reinversión de los títulos adquiridos bajos estos programas y que vayan venciendo. En cuanto al BoE, este continuó subiendo sus tipos de interés y lo hizo en dos ocasiones durante el trimestre (25 pb en cada una de sus reuniones de mayo y junio). Por el contrario, el BoJ mantuvo inalteradas tanto la tasa de política, así como la tasa objetivo del bono soberanos a diez años, pese a la tendencia de aumentos de tasas a nivel global, lo cual explica en buena medida la fuerte depreciación del yen japonés durante el trimestre. A futuro, los mercados financieros continúan descontando mayores tasas de política monetaria en estos países, aunque esta tendencia se revirtió parcialmente a finales del trimestre ante los temores de recesión económica global, lo que llevaría a estos países a recortar sus tasas nuevamente en el futuro cercano (*Gráfico 7*).

Evolución de la pandemia del COVID-19

De una muestra de economías avanzadas y emergentes, a cierre del 2T22, se destaca que: *i*) la mayoría de las economías analizadas ya han aplicado el esquema completo de vacunación contra el COVID-19 a más del 70% de su población; *ii*) los países de Latinoamérica, excepto México, presentan niveles de vacunación superiores a los observados en economías desarrolladas; y *iii*) en la mitad de estos países, las dosis de refuerzo como proporción de la población se ubican por encima del 50%, y en el caso de Chile, superan la totalidad de la población⁹ (*Gráfico 8*).

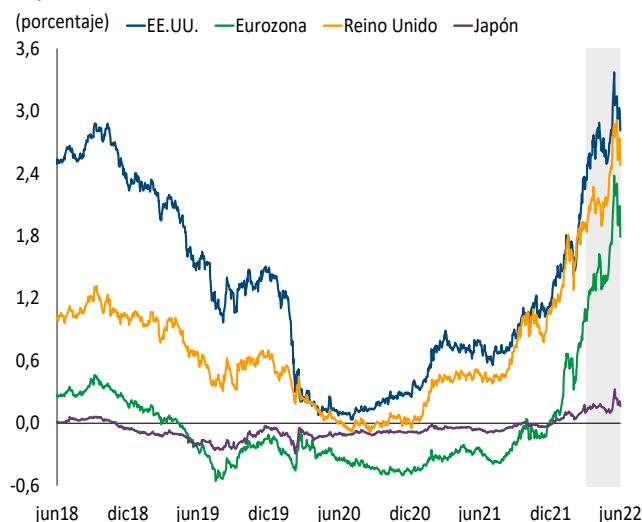
En el *Gráfico 9* se evidencia que pese a los avances del proceso de vacunación, las economías avanzadas y emergentes experimentaron una ola de infecciones por COVID-19 a finales de 2021 e inicios de 2022, de una magnitud no observada desde que comenzó la pandemia, lo cual puso de manifiesto el alto nivel de contagio de la variante Ómicron, la menor eficacia de algunas vacunas ante nuevas variantes del virus, y

⁷Desde su reunión del 3 y 4 de mayo, donde la Reserva Federal aumentó el rango objetivo de la tasa de los Fondos Federales en 50 pb, el mercado se encontraba descontando un aumento de igual magnitud en su reunión de junio. No obstante, entre el 10 y el 13 de junio el mercado incorporó completamente en sus expectativas un aumento de 75 pb, de manera que cuando la Reserva Federal adoptó dicha decisión dos días después, no fue sorpresivo para el mercado.

⁸La tasa de crecimiento esperada disminuyó para 2022, 2023 y 2024 a 1,7%, 1,7% y 1,9% y se mantuvo para el LP en 1,8% (desde 2,8%, 2,2% y 2,0% respectivamente). La tasa de desempleo esperada aumentó para 2022, 2023 y 2024 a 3,7%, 3,9% y 4,1% y se mantuvo para el LP en 4% (desde 3,5%, 3,5% y 3,6% respectivamente). La inflación PCE esperada aumentó para 2022 de 4,3% a 5,2% y disminuyó para 2023 y 2024 a 2,6% y 2,2%, respectivamente (desde 2,7% y 2,3%, respectivamente). Para el LP se mantuvo en 2%. La inflación PCE núcleo esperada para 2022 y 2023 aumentó de 4,1% a 4,3%, y de 2,6% a 2,7%, respectivamente, mientras que para 2024 se mantuvo en 2,3%. Por último, la tasa de los fondos federales esperada para 2022, 2023, 2024 y el LP aumentó de 1,9% a 3,4%, 2,8% a 3,8%, 2,8% a 3,4%, y de 2,4% a 2,5%, respectivamente.

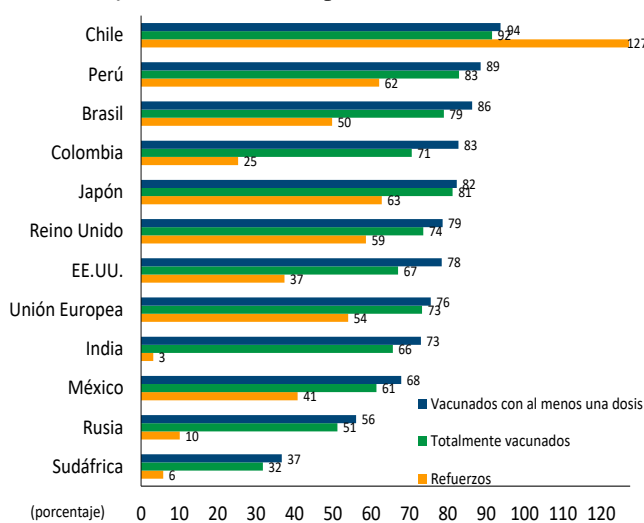
⁹Esto es posible porque en varios países se ha aplicado más de una dosis de refuerzo por persona, de manera que el número de dosis de refuerzo aplicadas puede superar al número de habitantes de dicho país.

Gráfico 7: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

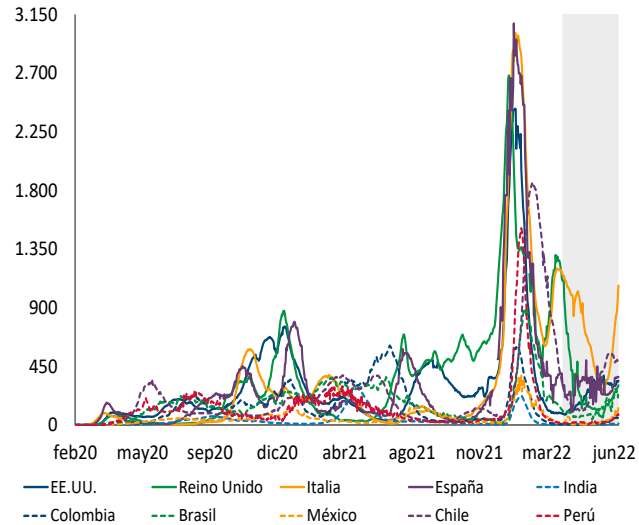
Gráfico 8: Vacunación por cada cien habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos al 30 de junio de 2022.

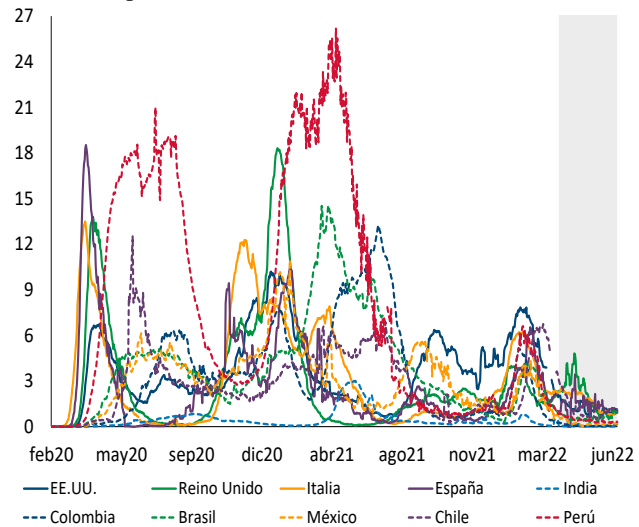
la posibilidad de que aparezcan nuevas cepas mientras la población global no alcance los mismos niveles de vacunación observados en las economías avanzadas. Desde entonces, el nivel de contagios ha variado de manera significativa entre países, aunque sin alcanzar en ninguno los niveles registrados en el 4T21, lo cual puede reflejar en parte el menor esfuerzo de varios de estos países por realizar pruebas diagnósticas durante lo corrido del año. Pese a lo anterior, ni durante la ola de contagios del 4T21 ni durante lo corrido del 2022 se ha observado el mismo nivel de mortalidad evidenciado durante las olas previas, lo cual confirma hasta el momento la eficacia de las vacunas, no tanto para prevenir contagios como para prevenir la letalidad asociada a estos (Gráfico 10).

Gráfico 9: Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



Fuente: Our World in Data.

Gráfico 10: Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



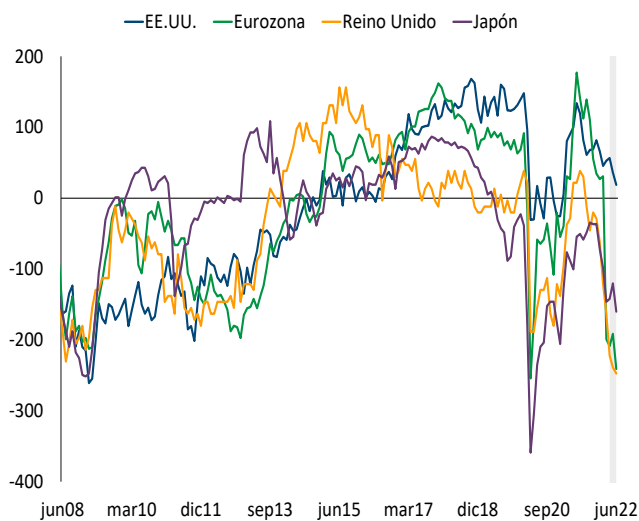
Fuente: Our World in Data.

Pese a los menores niveles de letalidad y contagio del COVID-19 durante 2022 (lo cual ha llevado a varios expertos a afirmar que la Organización Mundial de la Salud podría pasar de considerar el COVID-19 una pandemia a una endemia), durante el trimestre las autoridades chinas continuaron adoptando medidas restrictivas de la movilidad de los ciudadanos con el fin de limitar la velocidad de propagación del virus, en línea con la política de "cero COVID". En este sentido, la evolución de la pandemia continúa siendo un factor de riesgo a considerar a la hora de invertir y una fuente importante de incertidumbre en los pronósticos de crecimiento que se presentan en la siguiente sección.

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento económico

En cuanto a los indicadores de confianza y actividad económica en países desarrollados, el *Gráfico 11* muestra que durante el año ha habido un fuerte deterioro de la confianza del consumidor, la cual se ubica en el Reino Unido en niveles inferiores a lo observado en el pico de la pandemia de COVID-19, y en la eurozona en niveles similares a los observados en ese momento. Esta tendencia se ha presentado como consecuencia de la guerra en Ucrania, las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno chino (las cuales han tenido impactos sobre las cadenas de suministro y la demanda global), las mayores presiones inflacionarias y la postura *hawkish* adoptada por la mayoría de los bancos centrales para contenerlas. En esta misma línea, los PMI¹⁰ manufactureros (*Gráfico 12*) y de servicios (*Gráfico 13*) continuaron, en su mayoría, presentando la tendencia a la baja observada durante el año, aunque aún se ubican por encima del nivel de 50 (*Gráfico 13*).

Gráfico 11: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas

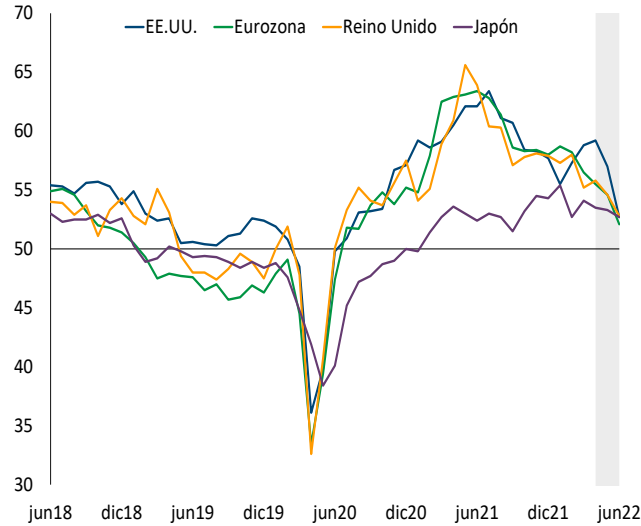


Fuente: Bloomberg, Datalicense.

En este contexto, las expectativas de crecimiento provistas por los analistas económicos presentaron un deterioro para la mayoría de las economías a nivel global (*Gráfico 14*). Al comparar estas expectativas, frente a las observadas en marzo, se destaca: *i*) la proyección de una mayor contracción de la economía rusa durante 2022, la cual continuaría durante 2023 (frente a la recuperación parcial estimada un trimestre antes); *ii*) la expectativa de que la economía china crezca 4,1% este año, por debajo del 5% proyectado previamente y del objetivo de 5,5% anunciado por sus autoridades; y *iii*) el aumento de las perspectivas de crecimiento para Colombia en 2022, consecuencia de los mejores términos de intercambio y la mejor

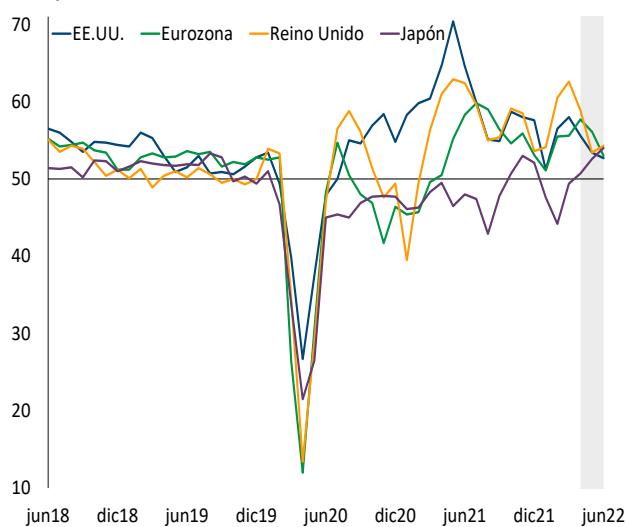
¹⁰El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes anterior.

Gráfico 12: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Gráfico 13: PMI de servicios en economías desarrolladas



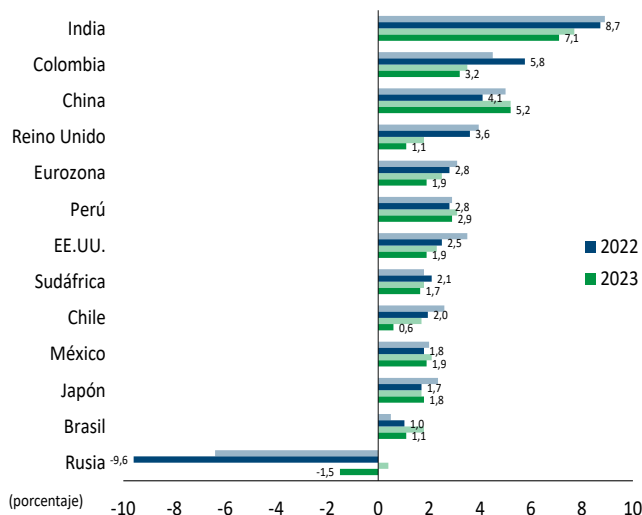
Fuente: Bloomberg, Datalicence.

dinámica de la demanda interna durante el año en curso, lo que contrasta con lo observado en las demás economías analizadas.

Eventos generadores de incertidumbre

En este contexto de mayores presiones inflacionarias, retiro del estímulo monetario a nivel global, tensiones entre Occidente y Rusia en torno a la invasión de este último país a Ucrania, y medidas restrictivas por parte de China para restringir la pandemia, los indicadores de percepción de riesgo

Gráfico 14: Expectativas de crecimiento para 2022 y 2023



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Las barras más claras corresponden a las proyecciones de marzo, y las más oscuras a las proyecciones de junio de 2022.

como el *Vix*¹¹ y el *Vstoxx*¹² aumentaron y presentaron una alta volatilidad. Por último, el *Move*¹³ también aumentó, hasta niveles no observados desde marzo de 2020 (cuando comenzó la pandemia del COVID-19), y presentó una alta volatilidad, en línea con la volatilidad observada en las tasas de los Tesoros de EE.UU. en medio del cambio de las expectativas de política monetaria e inflación durante el trimestre (Gráfico 15).

Durante el trimestre los CDS a 5 años de los países de la región aumentaron en promedio 70 pb en un contexto de mayor percepción de riesgo a nivel global, mientras que el CDS promedio de una muestra de países emergentes aumentó en 110 pb¹⁴. En Colombia, el CDS se incrementó en 103 pb, influenciado también por algunas fuentes de incertidumbre local (Gráfico 16, ver *Percepción de riesgo a nivel local*). De manera similar, el EMBI+¹⁵ aumentó en promedio 53 pb en los países de la región, 93 pb en una muestra de países emergentes y 97 pb en el caso de Colombia (Gráfico 17).

Las primas de riesgo de los países de la región también se vieron afectadas por eventos idiosincráticos. En Chile, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) la discusión en el Congreso de

¹¹El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

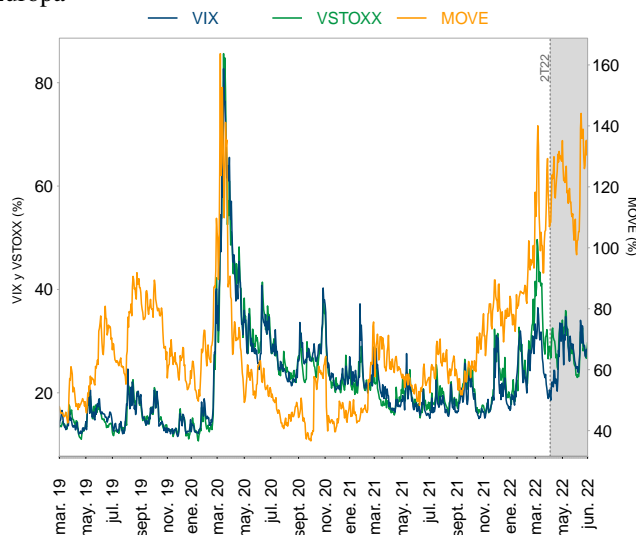
¹²El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

¹³El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los Tesoros.

¹⁴De acuerdo con el índice CDX EM de Markit, el cual está compuesto por dieciocho emisores soberanos en Latinoamérica, EMEA y Asia.

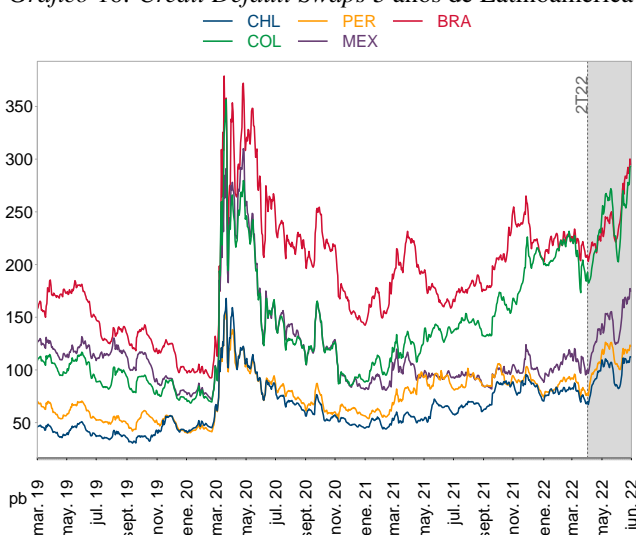
¹⁵El EMBI+ (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los títulos de renta fija en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Tesoros de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de crédito del país emisor.

Gráfico 15: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Gráfico 16: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



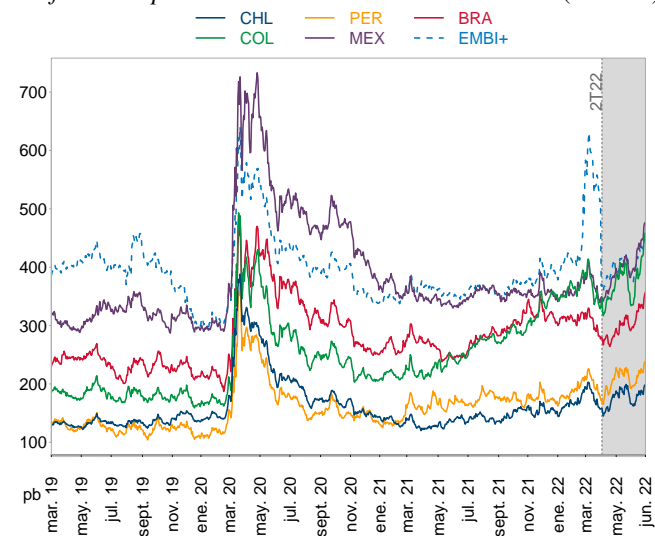
Fuente: Bloomberg, Datalicence.

un nuevo retiro de ahorros de los fondos de pensiones, el cual finalmente fue rechazado por la Cámara Baja del Congreso a mediados de abril; *ii*) el proceso de reforma de la Constitución¹⁶; y *iii*) el paro de los trabajadores de la Corporación Nacional del Cobre (Codelco), debido al cierre de la fundición Ventanas por diversos hechos de contaminación ambiental¹⁷.

¹⁶Al respecto, Fitch Ratings, anunció que el borrador de la nueva Constitución elude algunas de las propuestas más radicales y no proporciona claridad sobre cómo las nuevas medidas afectarán el entorno empresarial y las funciones del Gobierno.

¹⁷Este paro se levantó el 24 de junio.

Gráfico 17: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

En el caso de Brasil, hubo incertidumbre política ante la cercanía de las elecciones presidenciales, e incertidumbre económica y fiscal tras la discusión del proyecto de ley que permitirá al Gobierno Bolsonaro aumentar el gasto antes de las elecciones de octubre¹⁸ y una nueva propuesta relacionada con asumir las pérdidas en que incurran los estados por una reducción de los impuestos a los combustibles.

Por último, en Perú se destaca: *i*) el anuncio del Gobierno de incrementar el salario mínimo, lo cual aumentó las preocupaciones en torno a las presiones inflacionarias; *ii*) los temores de que la reducción del impuesto al consumo de combustible pueda deteriorar las cuentas fiscales; *iii*) la ola de protestas por el aumento generalizado de los precios; y *iv*) la iniciativa del presidente, Pedro Castillo, de realizar un referendo para escribir una nueva Constitución (la cual fue archivada por el Congreso), la apertura de una investigación en su contra por presuntos actos de corrupción y las preocupaciones sobre la gobernabilidad del mandatario.

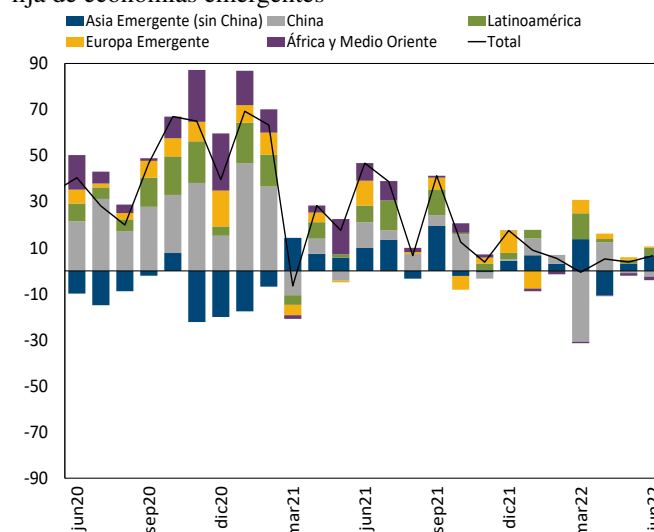
En este contexto, al analizar los flujos de capital de portafolio hacia los mercados emergentes y hacia la región, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), en el segundo trimestre del año se presentaron salidas netas por USD 19,8 mm, las cuales se explicaron por salidas del mercado accionario por USD 35,4 mm y entradas al mercado de deuda de USD 15,6 mm (Gráfico 18 y 19). Estos flujos corresponden a las mayores salidas netas trimestrales observadas desde el 1T20. En general, de acuerdo con el IIF, en lo corrido del año los flujos de capital de portafolio hacia las economías emergentes (salvo a América Latina) se han venido debilitando como consecuencia de una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas ante el creciente riesgo de recesión mundial, la incertidumbre en relación con los acontecimientos geopolíticos,

¹⁸El proyecto busca: *i*) aumentar en más de un 50% los pagos mensuales del programa de transferencia de efectivo conocido como Auxilio Brasil y eliminar la lista de espera para los nuevos beneficiarios, *ii*) crear una nueva ayuda que pagará BRL 1.000 al mes a los camioneros, y *iii*) aumentar los vales de gas de cocina.

el endurecimiento de las condiciones monetarias y el aumento de la inflación.

De los flujos observados en el trimestre, China, Latinoamérica y Europa Emergente presentaron entradas netas de capital de portafolio. China presentó las mayores entradas (USD 13 mm), después de presentar unas salidas importantes en marzo (USD 37,4 mm), las cuales estuvieron impulsadas temporalmente por los cierres en el país a causa del aumento de casos de Covid-19 y una mayor percepción de riesgo de invertir en países con tensiones en sus relaciones con Occidente. Por su parte, Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas trimestrales por un total de USD 4,2 mm, que se explican por USD 6,3 mm de entradas al mercado de renta fija y USD 2,1 mm de salidas del mercado de renta variable.

Gráfico 18: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

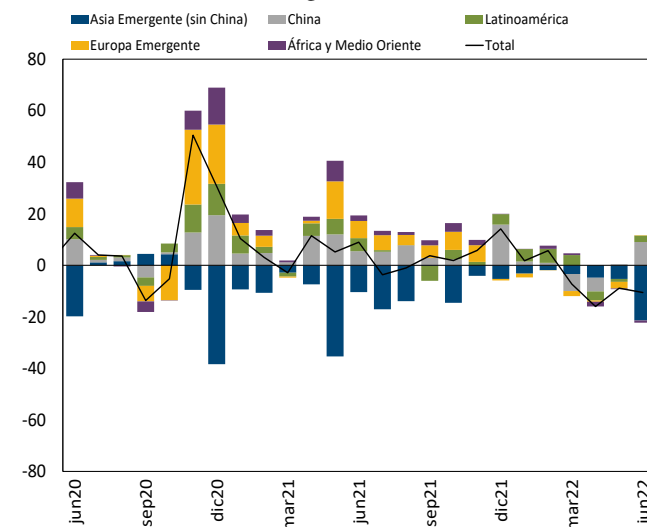
Con la información del IIF desagregada por países¹⁹, para los países de la región se presentaron los siguientes flujos de inversión de portafolio durante abril y mayo: *i)* Brasil: entradas netas de USD 2,7 mm al mercado accionario²⁰; *ii)* México: salidas del mercado de bonos y mercado accionario por USD 0,8 mm y USD 0,02 mm, respectivamente²¹. En el caso de Chile, únicamente se tiene información para abril: salidas por USD 0,7 mm del mercado de deuda y entradas de USD 0,2 mm al mercado accionario.

¹⁹Estas cifras corresponden a las compras netas de acciones y bonos de mercados emergentes por parte de no residentes y es una aproximación de los flujos de portafolio medidos en la balanza de pagos. No obstante, de acuerdo con el IIF, las cifras mensuales a nivel de país deben interpretarse con cuidado, ya que podrían no coincidir totalmente con las cifras oficiales reportadas en las balanzas de pagos trimestrales.

²⁰En Brasil para junio se tiene información de entradas al mercado de renta variable de USD 0,3 mm y no hay información del trimestre disponible para el mercado de renta fija. Con esta información preliminar, durante el 2T22 este país presentó entradas totales por USD 2,4 mm al mercado accionario.

²¹En México para junio se tiene información de salidas por USD 0,6 mm del mercado de renta fija y no hay información disponible para el mercado de renta variable. Con esta información preliminar, durante el 2T22 este país presentó salidas totales por USD 1,4 mm de los mercados de deuda y accionario.

Gráfico 19: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



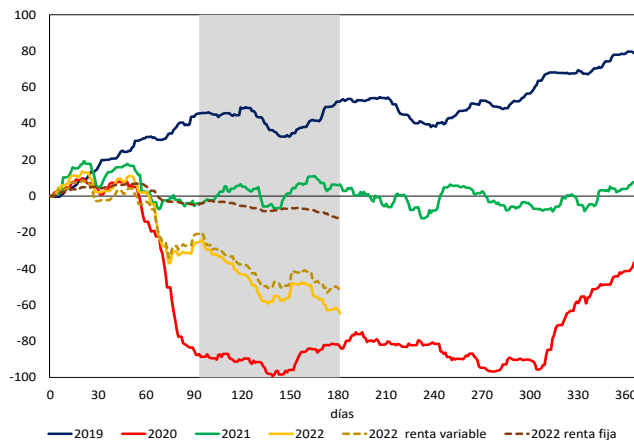
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Con información de la balanza cambiaria del Banco de la República, en Colombia en el trimestre se presentaron entradas de inversión extranjera de portafolio de USD 0,91 mm.

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF²² se observa que en el 2T22 los flujos totalizaron salidas por USD 39,3 mm aproximadamente, explicado principalmente por salidas del mercado de renta variable (USD 31,3 mm). Así, durante lo corrido del año se han acumulado salidas por un total de USD 64,8 mm, mayores a las observadas durante el mismo periodo en 2021 (Gráfico 20).

²²Los flujos diarios del IIF cubren un grupo de países más pequeño que los flujos mensuales. Para estos últimos se tienen en cuenta variables adicionales para estimar los flujos, incluidos los datos de emisiones, una medida de la aversión al riesgo de los inversionistas y una medida de las expectativas del mercado en relación con la política futura de la Fed.

Gráfico 20: Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.
Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes durante los últimos 4 años.

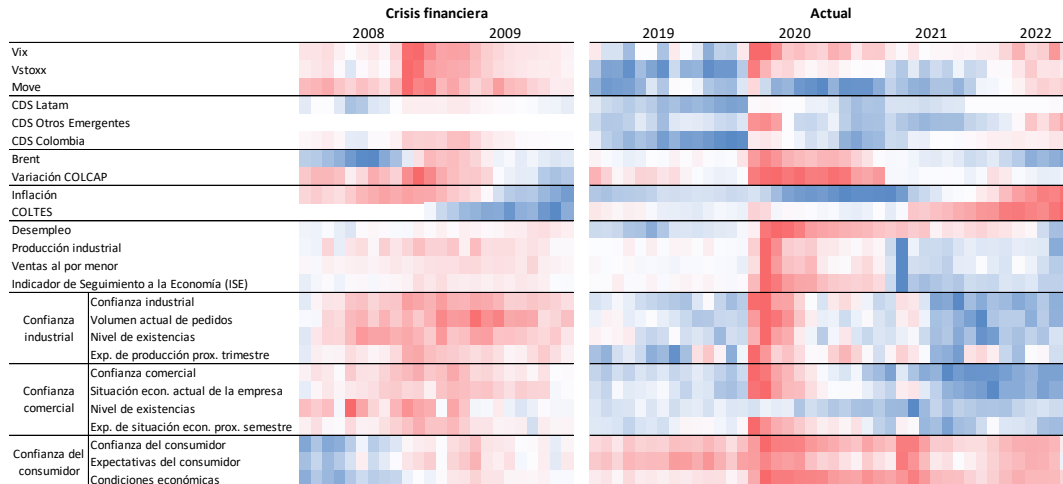
4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2T22, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, se publicaron cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado durante la mayor parte del trimestre, las cuales estuvieron acompañadas de una recuperación de la confianza del consumidor y una continuidad de la confianza empresarial en niveles elevados (*Gráfico 21*), y llevaron a una mejora de las perspectivas de crecimiento económico para este año. No obstante, la persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales han llevado al mercado a descontar una senda de política monetaria más contractiva que la proyectada a inicios del año (ver *Mercado monetario colombiano*), incidieron en unas perspectivas de menor crecimiento para 2023 y mayor inflación para este año y el próximo. Adicionalmente, la percepción de riesgo a nivel local también continuará afectada por la incertidumbre en torno a los programas de ajuste que proponga el Gobierno entrante con el fin de corregir los altos niveles de los déficits fiscal y de cuenta corriente.

En el *Gráfico 22* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo²³. En este se observa una mejora sustancial de la confianza del consumidor desde mayo, la cual retornó a terreno positivo en junio (no observado desde marzo de 2019) y se explica principalmente por unas expectativas más optimistas por parte de los consumidores, y en menor medida por una percepción menos desfavorable de las condiciones económicas. Por su parte, la confianza industrial y comercial ha disminuído durante los últimos meses, aunque se mantiene en niveles

²³Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

Gráfico 21: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local

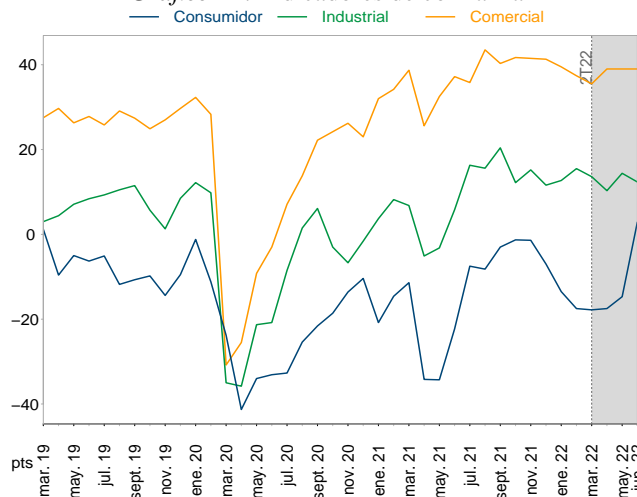


Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. Cálculos: Banrep.

Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

históricamente elevados²⁴. La reducción de la confianza industrial obedece a un menor nivel de pedidos, mientras que el deterioro de la confianza comercial se explica por unas expectativas menos optimistas de la situación económica para el próximo semestre y por un mayor nivel de existencias.

Gráfico 22: Indicadores de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

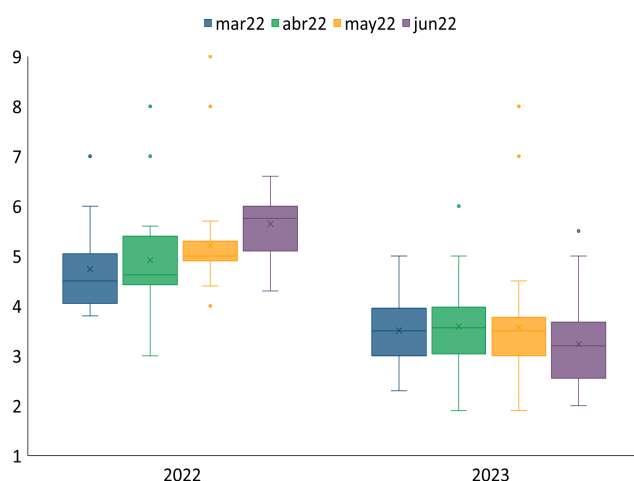
Durante el trimestre también se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) de febrero, marzo y abril, que evidenciaron una continuación de la recuperación económica tras el choque de la pandemia. Tanto el

²⁴La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde enero de 1980.

crecimiento anual de la producción manufacturera (obs: 10,7%; esp: 12,5%) y de las ventas al por menor (obs: 4,9%; esp: 8,0%) se ubicaron por debajo de lo esperado por el mercado en febrero, pero por encima en marzo (producción manufacturera obs. 12,3% vs esp. 8,2%, ventas al por menor obs. 12,0% vs esp. 4,5%) y abril (producción manufacturera obs. 13,5% vs esp. 10,3%, ventas al por menor obs. 23,3% vs esp. 19,1%). Por último, el ISE sorprendió al mercado durante febrero (obs: 8,1% a/a; esp: 7,2%), marzo (obs: 7,6% a/a; esp: 7,2%) y abril (obs: 12,0%; esp: 9,6%).

En la Encuesta de Opinión Financiera²⁵ se observó que entre marzo y junio, las expectativas de crecimiento de la economía colombiana aumentaron para 2022 de 4,5% a 5,8%, pero disminuyeron para 2023 de 3,5% a 3,2% (Gráfico 23). Respecto a las expectativas de inflación, estas también aumentaron durante el trimestre al pasar de 6,4% a 8,5% para 2022, y de 4,0% a 5,0% para 2023 (Gráfico 24).

Gráfico 23: Expectativas de crecimiento (EOF)



Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM.

La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

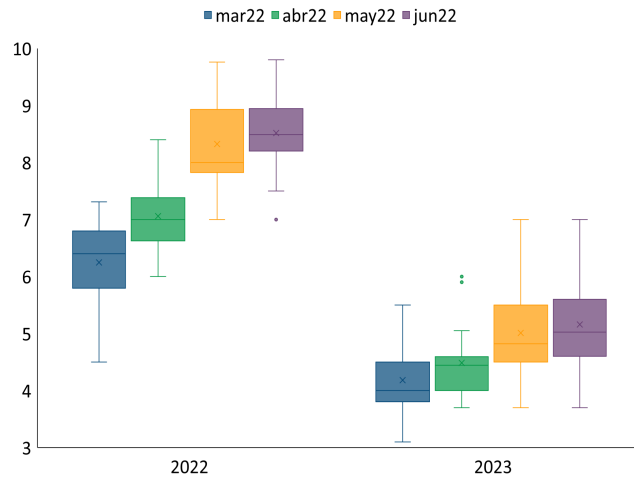
Por último, durante el trimestre los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos²⁶. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 2T22, frente al promedio del 1T22, también se observó un aumento para todos los plazos. En general, el incremento del promedio de los *spreads* se explica por aumentos de las tasas de la cartera preferencial superiores a las de los TES²⁷ (Gráfico 25 y Gráfico 26).

²⁵Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

²⁶En particular, para plazos inferiores a 1 año: 87 pb, entre 1 y 3 años: 143 pb, entre 3 y 5 años: 133 pb y 5 años o más: 231 pb.

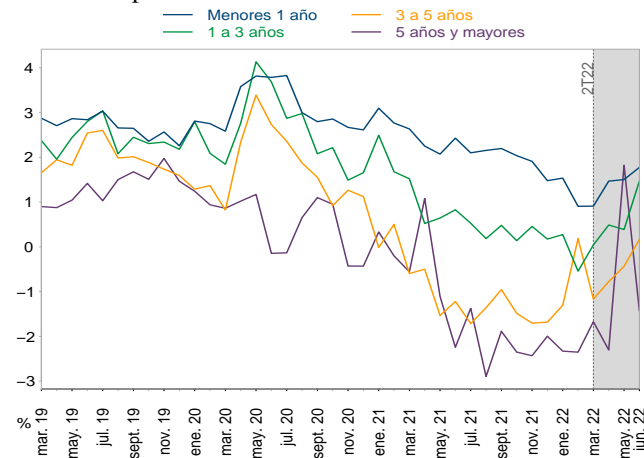
²⁷En particular, para plazos inferiores a 1 año: 47 pb, entre 1 y 3 años: 86 pb, entre 3 y 5 años: 41 pb y 5 años o más: 13 pb.

Gráfico 24: Expectativas de inflación (EOF)



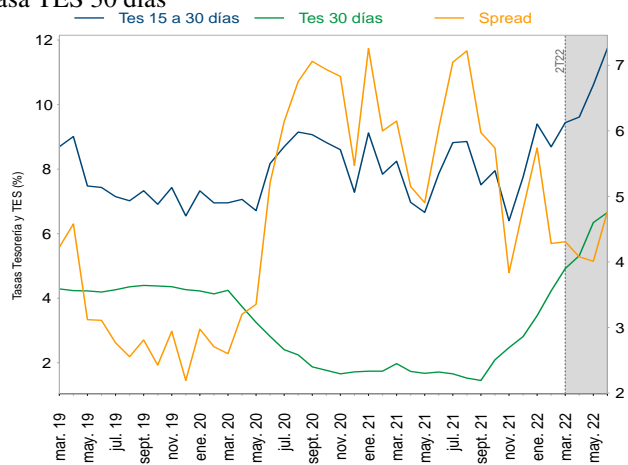
Fuente: Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** DOAM.
 La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 25: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banrep.

Gráfico 26: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banrep.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 1T22, durante el 2T22 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados (de acuerdo con el DXY²⁸, el dólar se fortaleció 9,4% y alcanzó su nivel más alto en 20 años) y monedas de economías emergentes. El dólar estuvo favorecido por las expectativas y materialización de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed como respuesta a las presiones inflacionarias. Adicionalmente, la moneda estuvo soportada por un incremento en la percepción de riesgo internacional como consecuencia de los factores mencionados anteriormente (ver *Entorno internacional*) (Cuadro 1 y Gráfico 27).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	1T 2022	2T 2022	País	1T 2022	2T 2022
Monedas Principales			Asia		
eurozona	2,7%	5,6%	Corea del Sur	1,9%	7,2%
Gran Bretaña	3,0%	7,9%	India	2,0%	4,2%
Australia	-2,9%	8,4%	Hong Kong	0,5%	0,2%
Nueva Zelanda	-1,7%	11,3%	China	-0,3%	5,7%
Canadá	-1,0%	2,9%	Malasia	0,9%	4,9%
Suecia	3,8%	8,8%	Tailandia	0,2%	6,1%
Suiza	1,0%	3,5%	Indonesia	0,7%	3,8%
Japón	5,8%	11,5%	1/ADXY	0,7%	4,6%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	-5,6%	10,5%	Islandia	-1,2%	3,1%
Brasil	-14,9%	10,9%	Rusia	8,1%	-33,3%
México	-3,2%	1,3%	Polonia	4,1%	6,7%
Argentina	8,0%	12,8%	Turquía	10,3%	13,8%
Perú	-8,0%	3,9%	Israel	2,8%	9,5%
Chile	-7,7%	16,8%	Sudáfrica	-8,3%	11,4%
1/LACI	-7,5%	8,2%			

Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Nota: Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación.

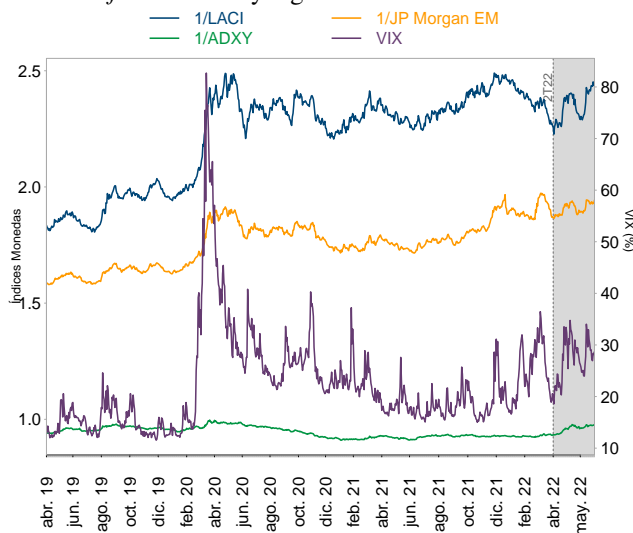
Los índices ADXY y LACI se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un valor positivo de 1/índice indica una depreciación de su canasta de monedas.

Las monedas de países emergentes se debilitaron, con excepción del rublo ruso (el cual se apreció 33,3%²⁹), ante el fortalecimiento del dólar, la volatilidad de los precios de las materias primas y factores idiosincráticos. En la región las monedas presentaron un comportamiento volátil y durante el trimestre

²⁸Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

²⁹El rublo ruso se fortaleció 33,3% frente al dólar, soportado por las medidas de control de capital, especialmente la venta

Gráfico 27: VIX y algunos índices de monedas



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Nota: Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

se depreciaron: el peso chileno (16,8%), el real brasileño (10,9%), el peso colombiano (10,5%³⁰), el sol peruano (3,9%) y el peso mexicano (1,3%) (Gráfico 28).

A continuación, se presentan los principales factores idiosincráticos que afectaron las monedas de la región.

El peso chileno registró la mayor depreciación entre las monedas de la región (16,8%), en un contexto de incertidumbre política y económica (ver *Entorno internacional*). De esta manera, la moneda alcanzó máximos históricos³¹, afectada también por el descenso del precio del cobre (20,2%, correlación de -0,87 durante el trimestre), su principal producto de exportación.

En cuanto al real brasileño, el comportamiento de la moneda estuvo explicado por: *i*) la incertidumbre inicial en torno a si el Banco Central de Brasil (BCB) extendería más allá de mayo su ciclo alcista de tasas, en medio del incremento de las estimaciones de inflación para este año (encuesta Focus del BCB³²); *ii*) las preocupaciones en el frente fiscal; y *iii*) el comportamiento desfavorable del precio del hierro.

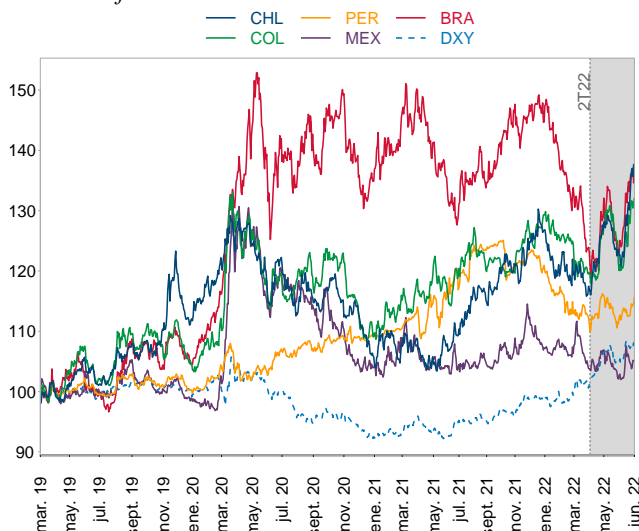
obligatoria de divisas por parte de los exportadores y por la especulación de que el Gobierno ha seguido usando sus reservas nacionales en dólares para hacer frente al pago de sus obligaciones de deuda y así evitar el default.

³⁰Esta variación se calcula teniendo en cuenta la tasa promedio de SET-FX. Si se tiene en cuenta la tasa de cierre en dicho sistema, el peso colombiano presenta una depreciación de 10%.

³¹924,84 pesos por dólar el 29 de junio.

³²Según la encuesta semanal Focus, realizada por el Banco Central de Brasil a economistas, las expectativas de inflación para el cierre de 2022 se ubicaron en 6,97%, 7,89% y 8,73% en la semana del 1 de abril, el 29 de abril, el 27 de mayo, respectivamente.

Gráfico 28: Tasas de cambio de Latinoamérica



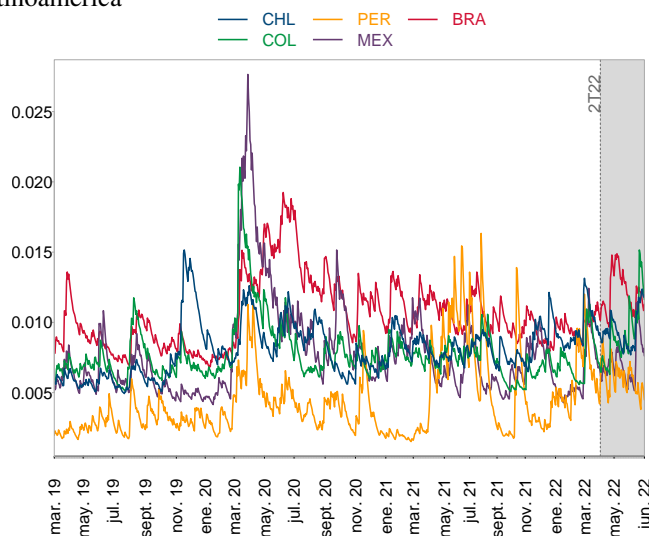
Fuente: Bloomberg, Datalicence. Base 100: 2 de enero de 2019.

El debilitamiento del sol peruano se dio principalmente como consecuencia de la persistente inestabilidad política y agitación social y la disminución del precio del cobre. Finalmente, el peso mexicano presentó un mejor desempeño frente a sus pares de la región. Inicialmente, la moneda estuvo afectada por los comentarios de la Gobernadora del Banco Central de México (Banxico) a finales de abril, relacionados con los desafíos que implica un incremento más rápido de las tasas por parte de la Fed. Sin embargo, a finales del trimestre, la depreciación estuvo contenida tras la publicación de las minutas de la reunión de mayo del Banxico, que reflejaron que la entidad quiere enfrentar con “mayor contundencia” el problema de la elevada inflación y tras los resultados de las ventas al por menor y del PIB del 1T22 en niveles superiores a los esperados.

Con respecto al promedio registrado en el 1T22, en el 2T22 la volatilidad condicional promedio aumentó para la mayoría de las monedas de los países de la región analizadas, a excepción del peso chileno y el sol peruano. Durante el trimestre, el real brasileño presentó en promedio la mayor volatilidad, seguido por el peso colombiano, el peso chileno, el peso mexicano y el sol peruano. Se destaca que finalizando el trimestre, el peso colombiano alcanzó su mayor volatilidad diaria desde finales de marzo del 2020 (Gráfico 29).

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los Bancos Centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el BCB tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 571 m y a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 935 m y recogió liquidez a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 500 m (Cuadro 2).

Gráfico 29: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: DOAM

Cuadro 2: Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)*</i>	<i>FX-Repos y CCS (B)*</i>	<i>Repos con títulos denominados en dólares (C)**</i>	<i>Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria****</i> (A+D)
2021	-11.982	4.900	0	-21.748	-33.730
1T22	0	1.000	0	-18.540	-18.540
Abr	-571	500	0	1.084	513
May	0	0	0	-2.829	-2.829
Jun	0	0	0	810	810
2T22	-571	500	0	-935	-1.506

Fuente: Página web del BCB. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos.

Las operaciones de contado toman en cuenta la fecha de liquidación de las divisas (t+2 con respecto al día de la subasta).

* Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tiene un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.

**Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.

***Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

**** No se tienen en cuenta los CCS de la columna B en el cálculo de la posición cambiaria debido a que no es posible desagregar el monto de estos instrumentos.

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 641 m y tuvo una posición compradora de dólares a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto de USD 169 m y a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 259 m (Cuadro 3).

Cuadro 3: Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*</i>	<i>CDR's (C)</i>	<i>CDL's (D)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)</i>
2021	-11.526	-7.312	1.244	0	-17.594
1T22	-371	518	82	0	229
Abr	-392	256	207	0	71
May	-37	-158	52	0	-143
Jun	-212	71	0	0	-141
2T22	-641	169	259	0	-213

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). No afecta el nivel de reservas internacionales.

**Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*)³³. Finalmente, el Banco de la República y el BCCh no realizaron operaciones de intervención en el mercado cambiario (*Cuadro ??, Cuadro ??*).

5.2 Mercado cambiario colombiano

En cuanto al mercado cambiario local, el peso colombiano se depreció 10,5%³⁴ durante el 2T22 en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de emergentes, ante el contexto externo desfavorable para activos riesgosos. También se sumaron factores locales, de acuerdo con agentes del mercado, como la incertidumbre en relación con las políticas económicas que empleará el gobierno entrante y la persistencia de las presiones inflacionarias. No obstante, se destaca que, en mayo la depreciación de la moneda estuvo contenida por el incremento del precio del petróleo y la oferta neta de dólares por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado *spot* y *forward* durante ese mes (*Gráfico 30*).

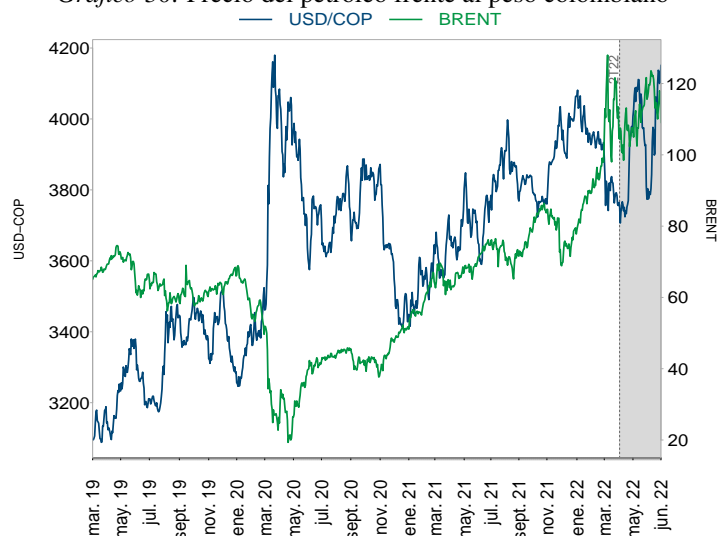
Al analizar las operaciones negociadas en el mercado cambiario local durante el 2T22, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar³⁵ (USD 1.777 m) aumentó frente al observado durante el 1T22 (USD 1.627 m), mientras que el negociado en el mercado *forward* peso-dólar disminuyó

³³Cuando inició el programa en 2017, el Banxico anunció que renovarían la totalidad de los vencimientos de estas operaciones hasta que la Comisión de Cambios lo considere pertinente. Desde este momento el Banxico ha adjudicado un total de USD 7.491 m en las subastas de inicio de coberturas cambiarias.

³⁴Esta variación se calcula teniendo en cuenta la tasa promedio de SET-FX. Si se tiene en cuenta la tasa de cierre en dicho sistema, el peso colombiano presenta una depreciación de 10%.

³⁵Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

Gráfico 30: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg, Datalicence y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

levemente (2T22 : USD 3.100 m; 1T22: 3.171 m). Las negociaciones en el mercado spot entre IMC se ubicaron en promedio en USD 1.306 millones y han sido el más altas desde que se tiene información (primer trimestre de 1996), mientras que las negociaciones entre los IMC y sus clientes se ubicaron en promedio en USD 471 m y han sido las más altas desde el cuarto trimestre de 2014.

Por su parte, en el mercado *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio mensual negociado en estos contratos en el 2T22 (USD 5.774 m) disminuyó levemente con respecto al trimestre anterior (USD 5.868), mientras que aumentó frente al mismo periodo un año atrás (2T21: USD 4.376 m)³⁶.

En este mismo periodo, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) (USD de USD 34 mm) se mantuvieron en niveles similares a los observados en el 1T22 (USD 33,8 mm) y aumentaron un 29% con respecto a lo observado en el mismo periodo de 2021 (2T21: USD 26,4 mm). En relación con el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados, se negociaron en total 129.134 futuros de TRM³⁷ (124.024 contratos en el 1T22), por un monto total de USD 6.457 m. Respecto a los mini futuros de TRM³⁸, se negociaron un total de 16.960 contratos (10.631 contratos en el 1T22), por un monto total de USD 84,8 m y se negociaron 768 contratos de opciones de TRM (634 contratos en el 1T22) (Gráfico 31).

Adicionalmente, durante el 2T22 el saldo de compra de los agentes extranjeros en el mercado *forward*³⁹

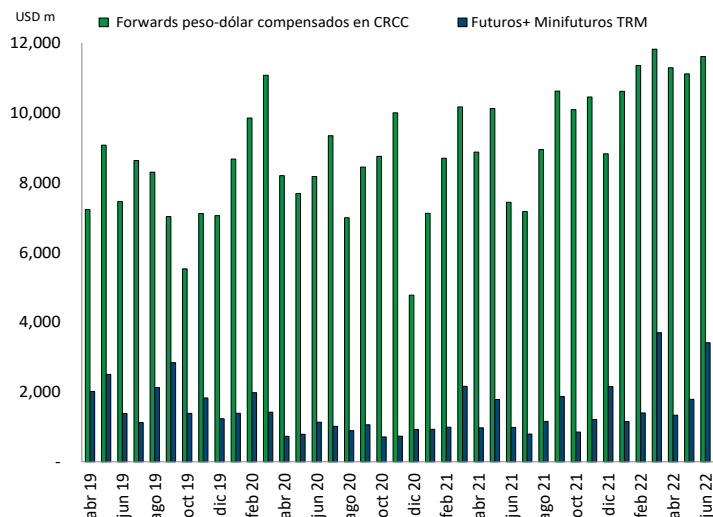
³⁶Fuente: Bloomberg, Datalicence con los datos difundidos por la *Depositary Trust & Clearing Corporation*.

³⁷Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

³⁸Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

³⁹El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre extranjeros con IMC y con Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC).

Gráfico 31: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

peso-dólar aumentó, debido principalmente a las operaciones de estos agentes con los IMC. Por su parte, el saldo de venta de los fondos de pensiones y cesantías⁴⁰ aumentó levemente durante el periodo y alcanzó un nuevo máximo histórico⁴¹.

Por otra parte, en el trimestre la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teórica⁴² tuvo un comportamiento volátil y en promedio se ubicó en abril en 0,50%, en mayo en 0,92% y en junio en 0,48% (Gráfico 32).

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴³, en el

⁴⁰El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

⁴¹El 17 de junio de 2022 el saldo de venta de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado *forward* peso-dólar alcanzó un nivel de USD 20.790 m.

⁴²Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días. El *spread* corresponde a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* y la devaluación teórica. La devaluación teórica se calcula utilizando las tasas Libor (i^*) e IBR (i) a un mes efectiva anual

$$\left[\frac{1+i}{1+i^*} \right] - 1 \tag{1}$$

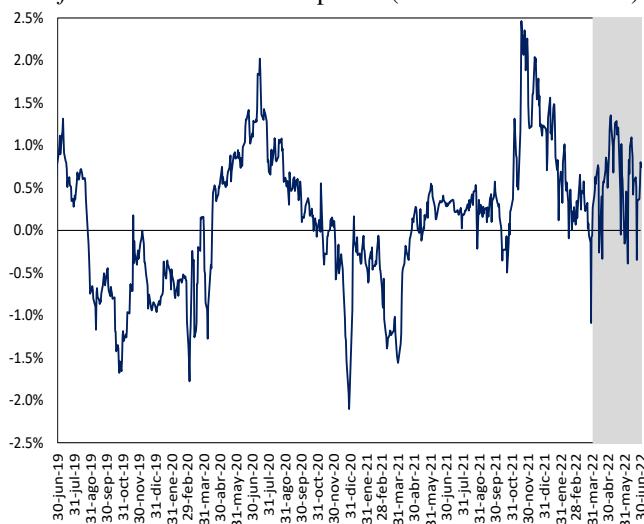
El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

$$\left[\frac{\text{tasa pactada}}{\text{tasa contado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1 \tag{2}$$

de las operaciones *forward* peso-dólar a un mes reportadas por los intermediarios del mercado cambiario a los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas y recibidas por el Banco de la República.

⁴³La balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

Gráfico 32: Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)



Fuente: Bloomberg, Datalicense y Banrep, cálculos DOAM.
 *Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

2T22 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 3.549 m, de los cuales USD 3.006 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 543 m a ingresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 4.389 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 4.418 m y por otras operaciones especiales por USD 3.303 m y reintegros netos de capital oficial por USD 2.045 m.

En la cuenta de capital privado (-USD 4.418 m) en el trimestre se presentaron ingresos de divisas por: *i*) inversión extranjera directa neta por USD 3.430 m⁴⁴, *ii*) por inversión extranjera de portafolio neta por USD 484 m⁴⁵ y *iii*) por préstamo neto por USD 903 m, mientras que se observaron salidas netas de divisas por operaciones especiales del sector privado por USD 9.235 m⁴⁶.

Frente a los flujos presentados en el 1T22, se destacan las mayores entradas por inversión extranjera directa en Colombia (1T22: USD 2.258 m, 2T22: USD 3.631 m) y por reintegros netos del capital oficial (1T22: USD 901 m, 2T22: USD 2.045 m).

6 Mercado monetario y renta fija

⁴⁴Entradas por inversión extranjera directa en Colombia (USD 3.631 m) y salidas por inversión directa de colombianos en el exterior (USD 201 m).

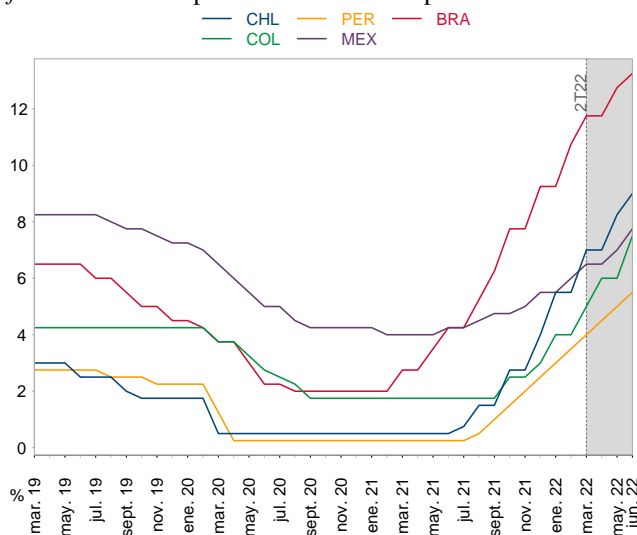
⁴⁵Entradas por inversión extranjera de portafolio en Colombia (USD 911 m) y salidas por inversión de portafolio de colombianos en el exterior (USD 427 m).

⁴⁶Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2T22, los bancos centrales de la región continuaron aumentando sus tasas de política monetaria para hacer frente a las presiones inflacionarias. En lo corrido del trimestre, el BCB aumentó en 150 pb su TPM debido al aumento de la inflación, la continua crisis de los precios de los combustibles, señalando que el ciclo de ajustes de tasa de política monetaria continuará con el fin de llevar a la inflación al rango objetivo. El BCCh sorprendió al mercado al aumentar su TPM en 125 pb en el mes de mayo (esp: 100 pb). Así mismo, realizó un aumento de 75 pb acorde con lo esperado por el mercado durante la reunión de junio en un panorama en el que la economía retrocede a una velocidad menor de lo esperado, indicando que serán necesarios ajustes adicionales, sin embargo, de menor magnitud. Por su parte el BCP aumentó su TPM en 150 pb, ubicándola en su nivel más alto desde marzo 2009, respondiendo a las presiones inflacionarias. Finalmente, el Banxico realizó aumentos más moderados de su TPM en 125 pb, advirtiendo que tiene la intención de continuar realizando aumentos con la misma contundencia de ser necesario (Gráfico 33 y Cuadro 4).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Cuadro 4: Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a junio de 2022

País	Variación 2T22*	TPM Jun-22**
COL	250	7,5%
BRL	150	13,25%
MEX	125	7,75%
PER	150	5,50%
CHL	200	9,00%

Fuente: Bloomberg, Datalicence.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de marzo de 2022 y el 30 de junio de 2022.

** Nivel al cierre de junio de 2022.

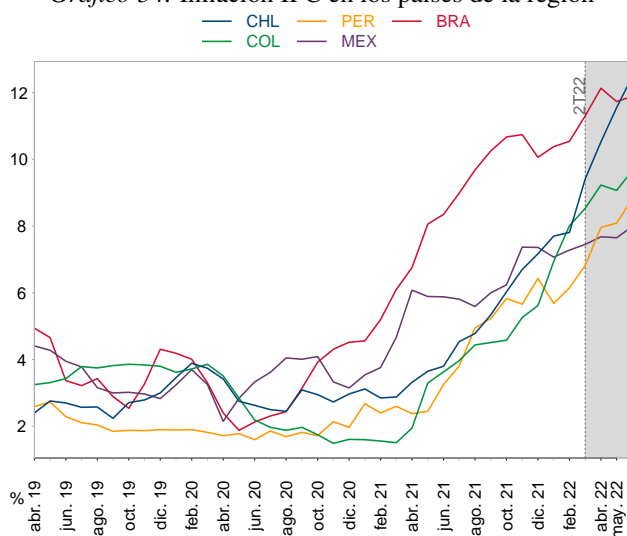
A nivel local, la Junta Directiva del Banrep (JDBR) aumentó la tasa de política en 100 pb (esp: 100 pb) en la reunión de abril en línea con las expectativas del mercado. De igual manera durante la reunión de junio la JDBR aumentó la TPM en 150 pb de igual manera acorde con las expectativas del mercado (esp: 150 pb), como parte de las medidas que habría de implementar con el fin de controlar la inflación. Durante esta reunión, la JDBR votó de forma unánime por un aumento de 150 pb. De acuerdo con el comunicado del Banrep, esta decisión tomo en consideración que:

- La tasa de inflación anual continuó alta debido a mayores presiones externas y a un comportamiento de la demanda más dinámico de lo previsto. La inflación total se ubicó en 9,23% en abril y 9,07% en mayo, y la inflación sin alimentos ni regulados sorprendió al alza, llegando a 5,26% en abril y a 5,87% en mayo. Las expectativas de inflación del mercado aumentaron y, según la encuesta de junio a los analistas económicos, para finales de 2022 se ubicaron en una mediana de 8,6% y 7,1% para la inflación total y sin alimentos respectivamente. En el horizonte de política se sitúan significativamente por encima de la meta de 3%.
- Las cifras de crecimiento del primer trimestre de 2022 fueron superiores a lo previsto, al presentar una variación anual del 8,2%, frente al 7,2% esperado por el equipo técnico. Este dinamismo responde al fortalecimiento de la demanda interna, impulsada por el consumo de los hogares, que para ese período se expandió 12,0% anual. La cartera de consumo registró a mediados de junio un crecimiento anual de 22,1%. El indicador de seguimiento a la economía (ISE) mostró en abril una variación anual de 11,8%, superior al 8,6% esperado. Sobre esta base, el equipo técnico revisó al alza su pronóstico de crecimiento para 2022 de 5,0% a 6,3%.
- La sostenida recuperación del PIB continúa favoreciendo el dinamismo del mercado laboral. A mayo, la población ocupada registró un crecimiento anual del 11,0% en el total nacional y de 10,5% en las 13 principales ciudades, lo cual se reflejó en reducciones anuales importantes de la tasa de desempleo, que a nivel nacional ya se sitúa por debajo de su nivel de prepandemia según la serie desestacionalizada (10,6% en mayo de 2022 vs 11,1% en febrero de 2020). El aumento de la ocupación y la reducción del desempleo, junto con el incremento observado de los índices de vacantes, que muestran una recuperación importante de la demanda de nuevos puestos de trabajo, apuntan hacia un mercado laboral más apretado.
- En un entorno de dinamismo de la demanda interna, y a pesar de la mejora en los términos de intercambio, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó en el primer trimestre del año un déficit de 6.4% como proporción del PIB trimestral, superior al déficit de 4,1% del PIB para el mismo período del año anterior. Este exceso de demanda se da en un contexto en el que el financiamiento externo se hace más costoso debido al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales.

Frente al comportamiento de la inflación, esta ha seguido en aumento en todos los países de la región, ubicándose en niveles superiores al rango meta de los bancos centrales en un entorno global con mayores disrupciones en las cadenas de suministro mundial dado la prolongación del conflicto en Europa y

las peores condiciones financieras globales. En el caso de Colombia la inflación aumentó del 8,53% registrado en marzo de 2022 al 9,67% observado en junio de 2022, el dato más alto en 22 años, este comportamiento estuvo asociado al aumento de los precios de los alimentos, de la energía y para el mes junio principalmente por los servicios públicos. De igual manera sucede para Chile, México, Brasil y Perú. En el caso México la inflación anual alcanzó el nivel más alto en 21 años ubicándose en 7,99%, en Perú cerró en 8,81% el mayor dato en 25 años ante el aumento de los precios de los combustibles y alimentos dado que en los últimos meses el país se ha visto afectado por protestas y huelgas esporádicas. En cuanto a Chile la inflación cerró a junio en 12,5% en un contexto de fuertes depreciaciones del peso, por último, en Brasil la inflación ha presentado un comportamiento mixto aumentando durante abril (a 12,13%) y junio (11,89%); y disminuyendo en mayo (11,73%), sin embargo, manteniéndose muy por encima del rango de tolerancia (*Gráfico 34 y Cuadro 5*).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Cuadro 5: Inflación año completo y meta de inflación 2022

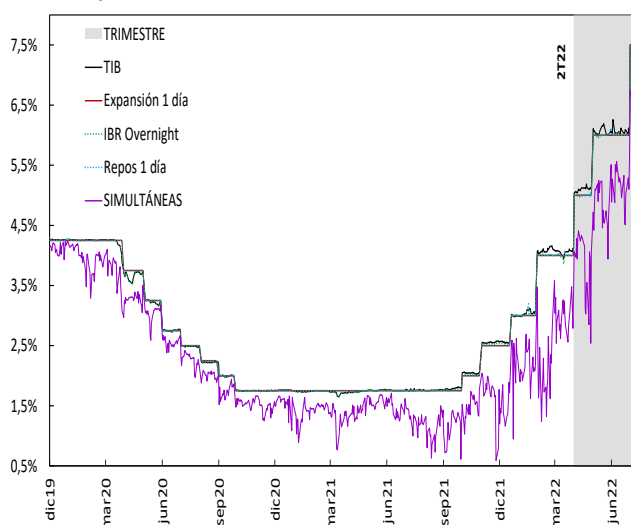
País	Mar 2022	Jun 2022	Rango meta 2022*
COL	8,53%	9,67%	2,00 % - 4,00%
BRA	11,30%	11,89%	2,25% - 5,25%
CHL	9,41%	12,5%	2,00% - 4,00%
MEX	7,45%	7,99%	2,00% - 4,00%
PER	6,82%	8,81%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg, Datalicence y bancos centrales de la región.
* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 2T22 el promedio de la tasa IBR overnight y la tasa interbancaria se ubicaron en línea con la tasa de referencia, lo cual indicó que no hubo problemas de liquidez (*Gráfico 35*). La tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de algunos agentes de cubrir operaciones en corto.

Gráfico 35: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



Fuente: Banrep.

En el 2T22 la posición del Banrep con el sistema financiero ha sido acreedora⁴⁷. En este periodo, el promedio diario de la posición neta del Banrep se ubicó en COP 14.302 mm cifra superior al promedio diario observado durante el 1T22 (COP 12.970 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 21 de junio de 2022, momento en el cual se registró un nivel de COP 23.034 mm. Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 4.215 mm (*Gráfico 36*).

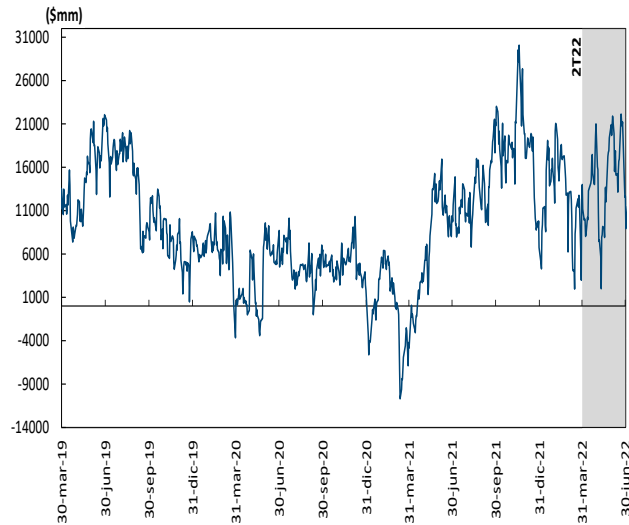
Durante el trimestre el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banrep se ubicó en COP 22.263 mm cifra superior al promedio observado durante el 1T22 (COP 21.621 mm) (*Gráfico 37*), lo cual se explica porque los ingresos asociados a traslados del recaudo tributario y las subastas de TES fueron mayores a los pagos de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública que hizo el gobierno durante el trimestre.

Al analizar las operaciones COP – OIS⁴⁸ negociadas en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el

⁴⁷Generalmente el Banrep es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en ocasiones se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al Banco en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión.

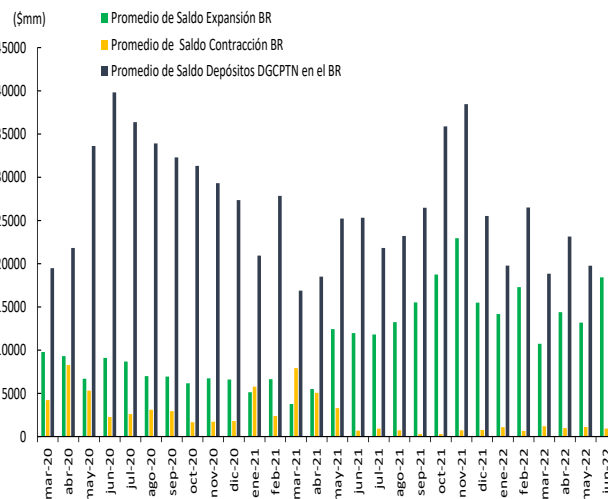
⁴⁸El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap

Gráfico 36: Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario



Fuente: Banrep.

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2019 - 2022



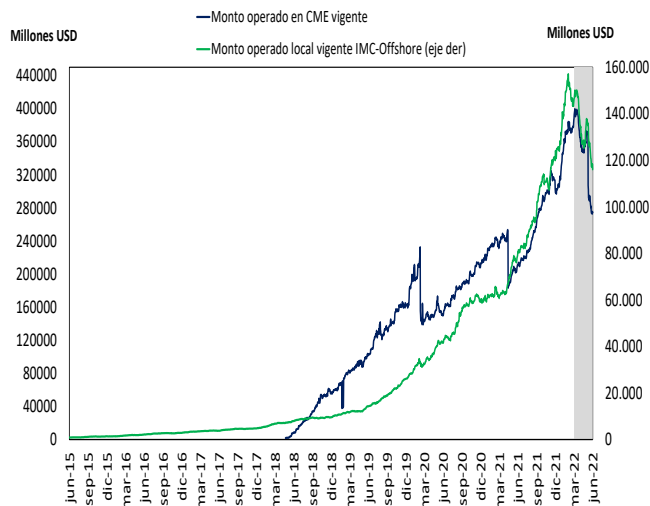
Fuente: Banrep.

Nota: Información al 30 de junio de 2022. El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el BanRep incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 2.876 m, cifra inferior al volumen promedio diario transado durante el 1T22 (USD 3.298 m).

de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight compuesta). La máxima duración de este contrato es de 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

Gráfico 38: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



Fuente: CME, reportes enviados por los IMC al Banrep.

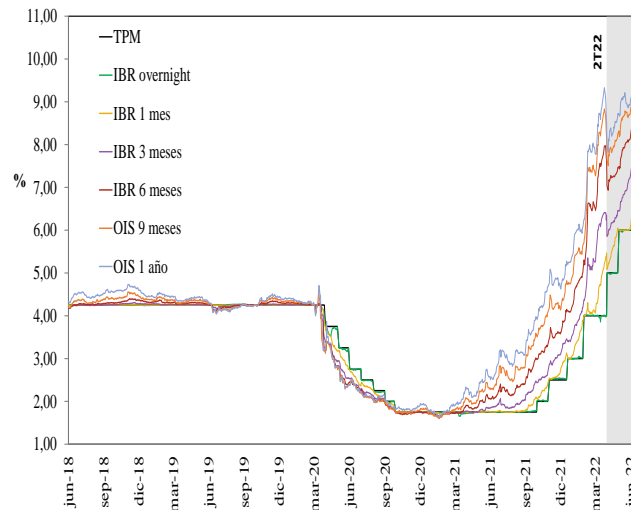
A partir del 1 de enero de 2021 se incorpora la información reportada por los Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas al Banrep, esta información se actualizó con las operaciones vigentes desde el 19 de junio de 2020. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos. Para calcular el monto operado local vigente se tienen en cuenta las operaciones de swaps que intercambien flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior. Adicionalmente, estos flujos se convierten a dólares con la tasa promedio de SET-FX del día de negociación.

Algunas operaciones incluidas en la información de monto operado local vigente IMC-Offshore (línea verde) pueden estar incluidas también en la información del monto operado en CME vigente (línea azul), debido a limitaciones en la identificación de las operaciones.

El monto operado vigente en este tipo de operaciones aumentó durante los primeros días del trimestre y alcanzó un nuevo máximo histórico el 4 de abril (USD 399.619 m), después, se observa una reducción la cual está explicada por la menor demanda de inversionistas extranjeros ante la mayor incertidumbre económica a nivel mundial. Así, el monto operado vigente de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior se ubicó el 30 de junio los USD 116.143 m (Gráfico 38).

En el Gráfico 39 se muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR overnight (O/N), el IBR de los plazos a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS de los plazos de 9 meses y un año. Durante el 2T22, antes del aumento de 150 pb de la TPM en la reunión de junio, las tasas IBR O/N y a plazo de 1, 3 y 6 meses tuvieron variaciones de 199 pb, 203 pb, 198 pb y 159 pb, respectivamente. A su vez, las tasas OIS de 9 meses y un año variaron 162 pb y 158 pb, en su orden. De esta manera, al 30 de junio de 2022 las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y un año se ubicaron en 6,00%, 7,50%, 8,33%, 9,24%, 9,79% y 10,09%, respectivamente. Lo anterior reflejó expectativas de una postura más hawkish por parte del Banrep, lo cual estuvo asociado a las mayores presiones inflacionarias y las mejores perspectivas de crecimiento económico en Colombia, y a expectativas de una política monetaria más restrictiva en EE. UU. y la Eurozona.

Gráfico 39: Evolución de la tasa IBR O/N, IBR a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y 1 Año



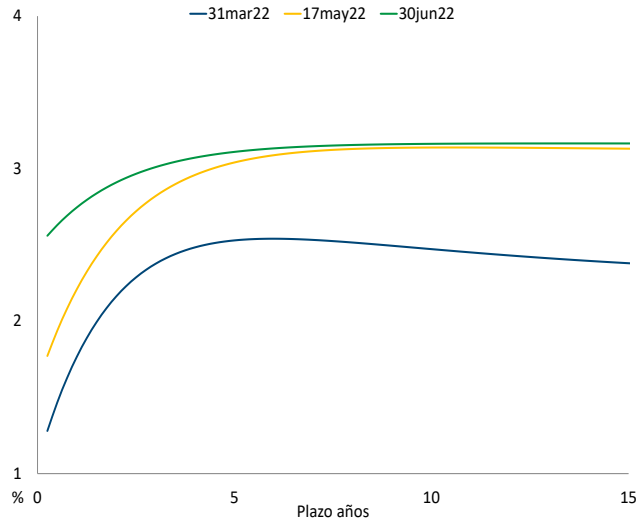
Fuente: Banrep y Bloomberg, Datalicence.

6.3 Mercado de deuda pública

6.3.1 Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

Durante el 2T22, la curva de Tesoros de EE. UU ha continuado aplanándose y volvió a invertirse por segunda vez durante el año ante mayores aumentos de las tasas en el tramo corto frente a los demás tramos. Las desvalorizaciones del tramo corto se explicaron por las expectativas del mercado de una senda de política monetaria más contractiva por parte de la Reserve Federal (FED, por sus siglas en inglés) con el fin de hacer frente a la inflación. Por su parte, las desvalorizaciones del tramo largo pudieron estar contenidas ante las expectativas de que la economía estadounidense pueda entrar en recesión, lo que impediría a la FED llevar a cabo el proceso de normalización de la política monetaria (Gráfico 40).

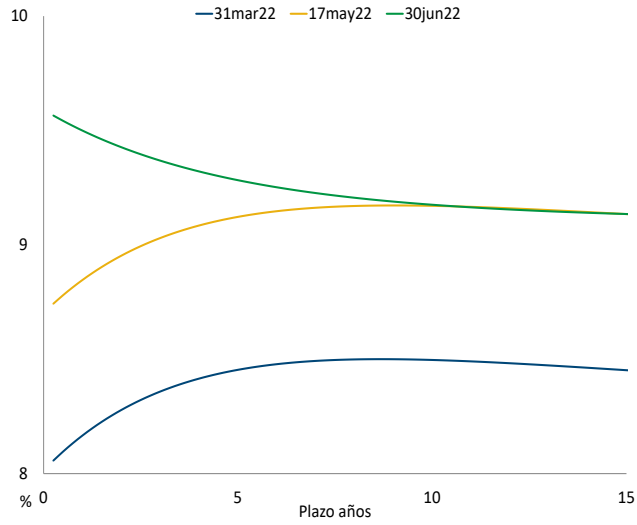
Gráfico 40: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

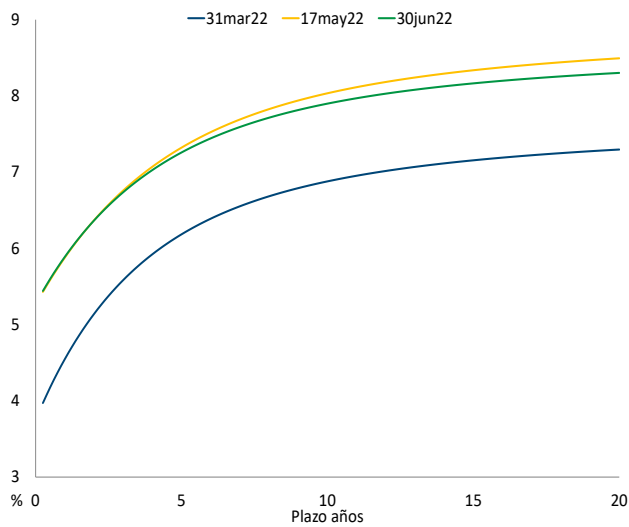
En este contexto, durante el 2T22, las tasas de interés de los títulos de deuda pública de la región aumentaron en línea con lo observado en EE. UU. como consecuencia de factores locales y presiones inflacionarias a nivel global. Las variaciones del tramo corto estuvieron explicadas ante las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva en cada uno de los países de la región a excepción del caso de Chile. Adicionalmente, las desvalorizaciones en el caso de los títulos peruanos también pudieron estar asociadas a la incertidumbre política dada la gobernabilidad del presidente Castillo y las continuas protestas sociales. Por su parte, en Brasil ante la incertidumbre político-económica ante la cercanía de las elecciones presidenciales, las tensiones entre el Gobierno y el Congreso. Finalmente, en el caso de Chile, las valorizaciones del tramo corto y medio pudieron estar explicadas ante las expectativas de que el Banco Central termine pronto su ciclo de política monetaria contractiva.

Gráfico 41: Curva cero cupón de México.



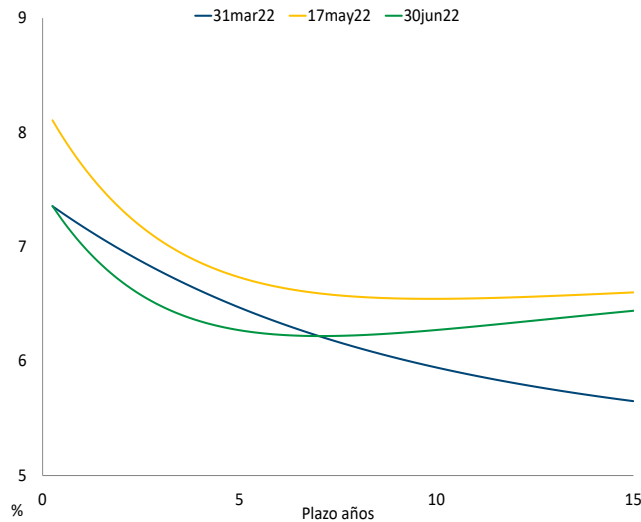
Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

Gráfico 42: Curva cero cupón de Perú.



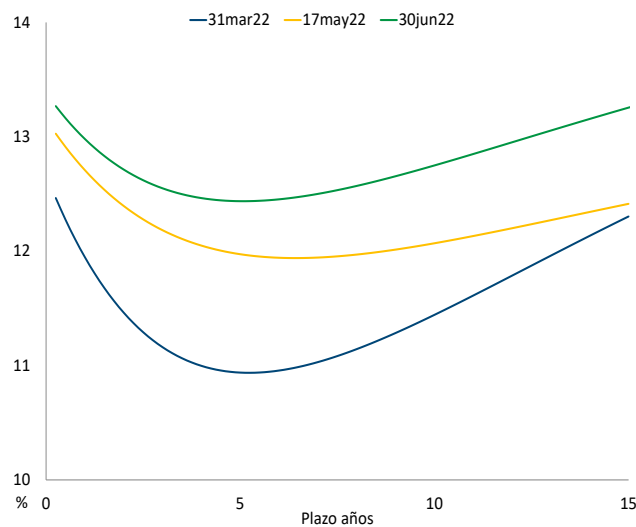
Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

Gráfico 43: Curva cero cupón de Chile.



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

Gráfico 44: Curva cero cupón de Brasil.



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

6.3.2 Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de marzo de 2022 y el 30 de junio de 2022 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 415,2 billones a COP 422,7 billones. A continuación, se describen algunos de los principales eventos del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

- El 5 de abril el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció el primer canje de

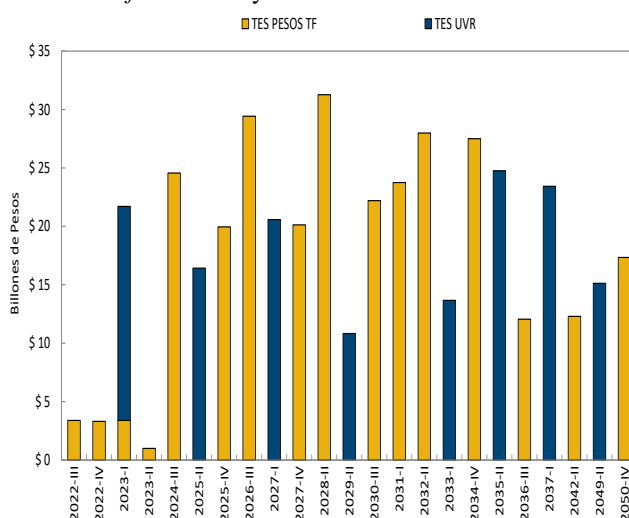
deuda pública local de 2022. El canje fue interno e intercambió COP 2,38 (b) de títulos TES pesos y UVR de su portafolio con vencimientos en 2022 y 2023 por TES UVR con vencimiento en 2035 (COP 515 mm) y 2037 (COP 369 mm), y TES pesos con vencimiento en 2042 (COP 1.498 mm), extendiendo así la vida media del portafolio de 8,86 a 8,97 años.

- El 5 de mayo el MHCP anunció el segundo canje de deuda pública local de 2022. La operación fue interna y consistió en intercambiar COP 2,6 (b) de TES UVR de su portafolio con vencimiento en 2023 por TES UVR con vencimiento en 2035 (COP 775 mm) y 2037 (COP 527 mm), y TES pesos con vencimiento en 2042 (COP 1.315 mm), extendiendo así la vida media del portafolio de 8,97 a 9,08 años.
- El 11 de mayo el MHCP lanzó una operación de manejo de deuda pública interna con creadores de mercado. Al día siguiente el MHCP anunció la finalización de la operación de canje de deuda donde intercambio COP 2,6 b de TES UVR de su portafolio con vencimientos en 2023 por TES UVR con vencimiento en 2025 (COP 1,691 mm) y 2037 (COP 635 mm), y TES pesos con vencimiento en 2042 (COP 246 mm).
- El 16 de mayo el DANE dio a conocer el dato del PIB para el 1T22, al cual aumentó 1,0% respecto al trimestre anterior, este resultado fue superior a lo esperado por el mercado (0,5%, de acuerdo con la encuesta de Bloomberg). En términos anuales, tuvo un crecimiento de 8,5% (esp: 7,7%).
- El 17 de mayo el MHCP realizó una operación de redención anticipada de TES UVR con vencimiento en 2023 por un monto de COP 1 b, de acuerdo con el Ministerio la operación de prepago mejora el perfil de vencimientos de la deuda pública interna.
- El 29 de mayo se llevó a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales dando a Gustavo Petro y Rodolfo Hernández como los candidatos más votados con un 40,32% y 28,15%, respectivamente, lo que los llevó a disputarse la presidencia en segunda vuelta.
- El 7 de junio el MHCP anunció el cuarto canje de deuda pública local de 2022. La operación fue interna y consistió en intercambiar COP 3.379 mm de TES UVR de su portafolio con vencimiento en 2023 por TES UVR con vencimiento en 2025 (COP 1.747 mm), 2029 (COP 6 mm), 2035 (COP 1.139 b) y 2037 (COP 6 mm), y TES pesos con vencimiento en 2026 (COP 481 mm), extendiendo así la vida media del portafolio de 9,22 a 9,27 años.
- Por otra parte, el 14 de junio el MHCP presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo. En este, el Gobierno dio a conocer algunos indicadores de deuda y déficit del Gobierno, y algunas proyecciones para 2022 y 2023. Entre ellas la actualización de la meta de déficit fiscal para 2022, pasando de 6,2% a 5,6% del PIB. Para 2023 se estableció como meta un déficit de 3,6 % del PIB. Así mismo, anunció el aumento gradual desde junio en los precios de los combustibles, dado el déficit de más de COP 14 billones que acumula el fondo de estabilización de precios.
- El 17 de junio, el MHCP anunció la segunda operación de redención anticipada de TES UVR con vencimiento en 2023 por un monto de COP 1,1 b mejorando así el perfil de vencimientos de la deuda pública interna.

- Finalmente, el 19 de junio se llevó a cabo la segunda vuelta de las elecciones presidenciales que dieron como ganador a Gustavo Petro.

En el 2T22 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 12,2 b y pago de cupones de TES por COP 3,7 b. Con datos al 30 de junio de 2022, se proyectan vencimientos de TES para 2022 por COP 6,7 b, correspondientes al 2,4% del saldo en circulación. En el *Gráfico 54* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 45: Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banrep.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 197 pb, 182 pb y 164 pb para los plazos a 2, 5 y 15 años, respectivamente (*Gráficos 44 y 45*). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 82 pb, 115 pb y 92 pb para los mismos plazos (*Gráfico 48*).

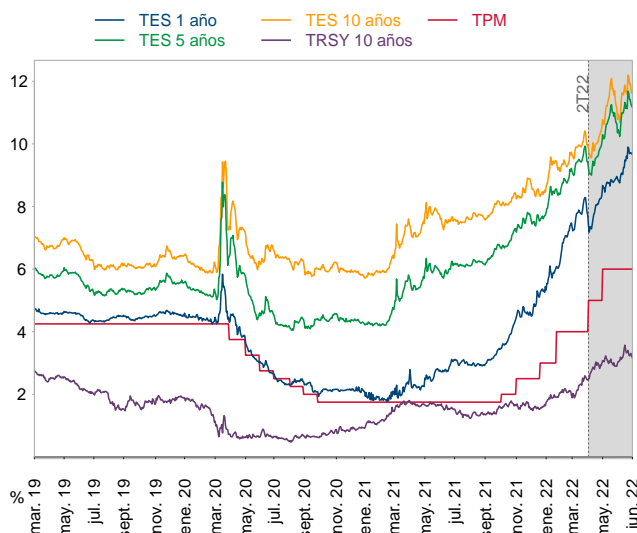
Las desvalorizaciones de la deuda pública local durante el trimestre estuvieron en línea con lo observado en los títulos de los demás países de la región y con el comportamiento de los Tesoros en EE.UU. Adicional a lo anterior, las variaciones del tramo corto pudieron estar asociadas a *i*) expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva, *ii*) presiones inflacionarias ante el aumento generalizado de los precios y *iii*) aumento de las expectativas de inflación por parte de agentes del mercado. Por su parte, las desvalorizaciones de los tramos largos pudieron estar asociadas a: *i*) la incertidumbre electoral vivida durante el trimestre, *ii*) los resultados de las elecciones y *iii*) las políticas que pueda tomar el Gobierno electo, sin embargo, estas pudieron estar contenidas por las compras importantes que realizaron los inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES en pesos por COP 3,223 mm.

Por otro lado, los títulos denominados en UVR también se desvalorizaron en un contexto desfavorable de los títulos de renta fija a nivel global, aunque en menor magnitud frente a los TES en pesos. Los

títulos del tramo largo se desvalorizaron en mayor medida, de acuerdo con agentes del mercado pudo estar explicado ante la fuerte oferta de títulos en este tramo por parte del gobierno producto de los canjes realizados durante el trimestre.

En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-Even Inflation*) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR tuvieron variaciones de 87 pb, 60 pb y 65 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 30 de junio de 2022 el BEI se ubicó en 7,18%, 6,65% y 6,55% para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente (*Gráfico 49*). Lo anterior reflejó las menores desvalorizaciones de los títulos de deuda pública denominados en UVR frente a las de los TES en pesos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de junio de 2022 contra las tasas promedio de marzo de 2022, se observan variaciones del BEI de 42 pb, 13 pb y 30 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 46: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

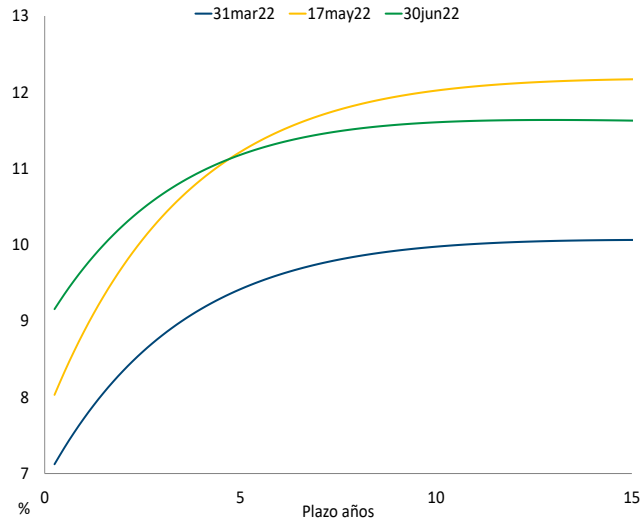
Durante el 2T22 se observó un comportamiento comprador por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado, de tal manera que registraron compras netas de TES pesos por COP 3.223 mm⁴⁹ y compras netas de TES UVR por COP 2.452 mm⁵⁰. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes aumentaron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*⁵¹ en TES pesos

⁴⁹En abril estos inversionistas realizaron ventas de COP 921 mm, mientras que en mayo y junio realizaron compras por COP 2.463 mm y COP 1.681 mm, respectivamente.

⁵⁰En abril, mayo y junio de 2022 realizaron compras por COP 770 mm, COP 1.206 mm y COP 476 mm, respectivamente.

⁵¹Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *forward* con liquidación *Non Delivery (NDF)*, la liquidación se realiza por compensación, es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado. En caso de que el primero sea más grande, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el nominal o viceversa. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo.

Gráfico 47: Curva *spot* en pesos, Colombia

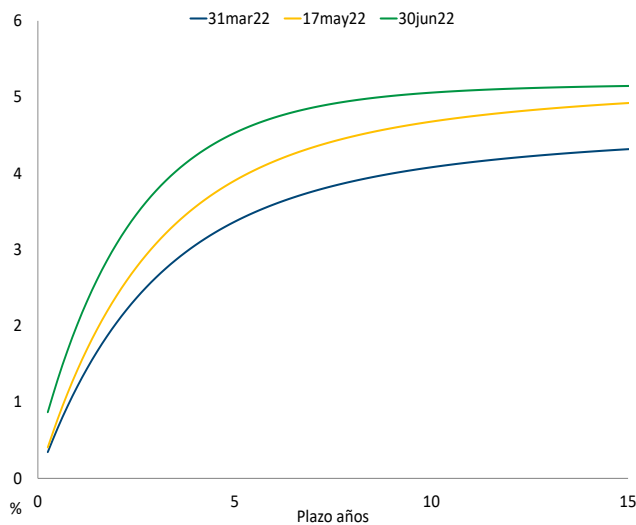


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

en COP 1.402 mm y COP 1.572 mm en TES UVR.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 2T22 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,5% a 36,8%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 4,0% a 5,7% (Gráficos 50 y 51). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 24,8% a 24,9%.

Gráfico 48: Curva *spot* en UVR, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

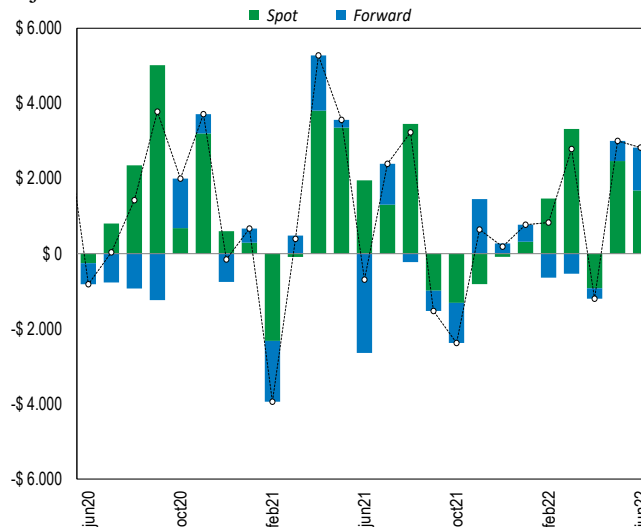
Durante el 2T22 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado

Gráfico 49: Expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública a 1, 5 y 10 años



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 50: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros

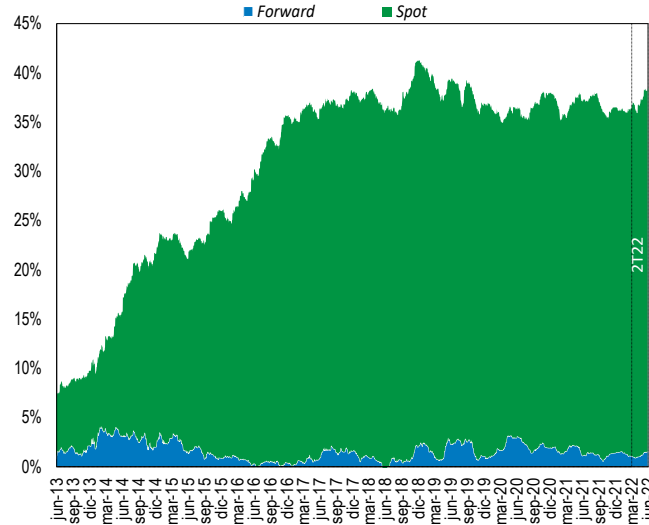


Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. COP mm.

durante el 1T22. El promedio diario de negociación fue COP 3,2 b⁵², inferior a lo observado en el trimestre anterior (COP 3,5 b) y por encima de la cifra del mismo período del año 2021 (COP 2,8 b)

⁵²Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco de la República) y Master Trader (Mercado Electrónico Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

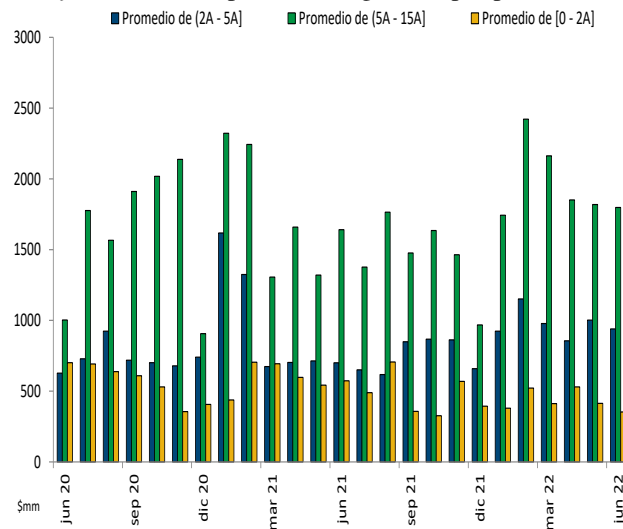
Gráfico 51: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

(Gráficos 52 y 53). Los títulos más transados fueron los denominados en UVR que vencen en febrero del 2023, cuya participación pasó de 10% a 11% entre el 1T22 y el 2T22, seguidos de los denominados en pesos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 15% a 10%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 52).

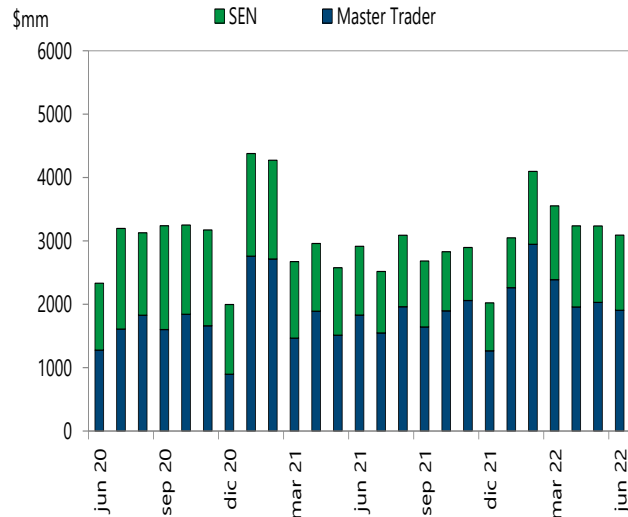
Gráfico 52: Monto promedio negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES aumentó al pasar de 32.230 contratos en el 1T22 a 41.275 contratos en el 1T22 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP 10.319 mm.

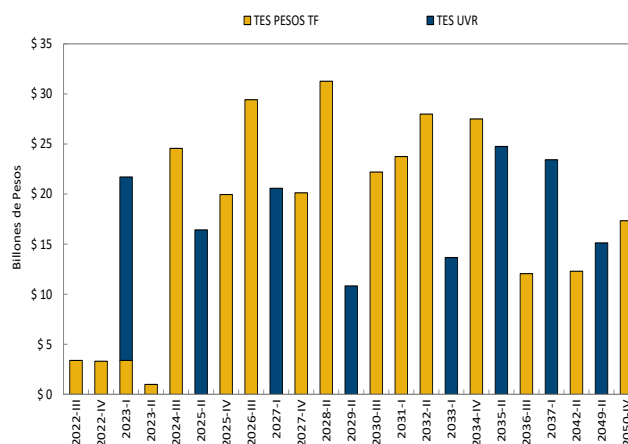
Gráfico 53: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Billones de pesos.

Durante el 2T22, la volatilidad condicional⁵³ de las tasas cero cupón de los TES en pesos a 1, 5 y 10 años aumentó con respecto al 1T22. Este aumento se explicó por la mayor incertidumbre en torno a la política monetaria causada por las mayores presiones inflacionarias, el proceso electoral en Colombia y la menor liquidez (Gráfico ??).

Gráfico 54: Volatilidad condicional tasas cero cupón de los TES en pesos



Fuente: Banrep. Cálculos: Banrep.

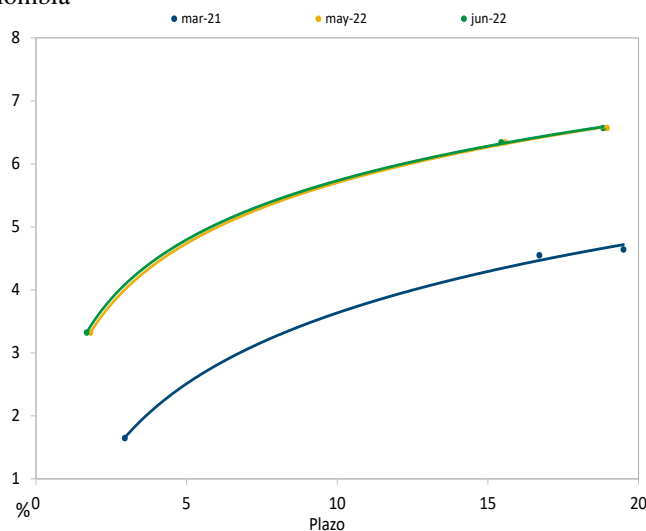
⁵³Medida a través de modelos $GARCH(1,1)$.

6.4 Deuda pública externa de Colombia y los países de la región

En línea con el comportamiento de la deuda pública interna de la mayoría de los países de la región, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares registraron desvalorizaciones durante el 2T22 en línea con el comportamiento de Tesoros en EE. UU.(Gráficos 55, 56, 57, 58 y 59).

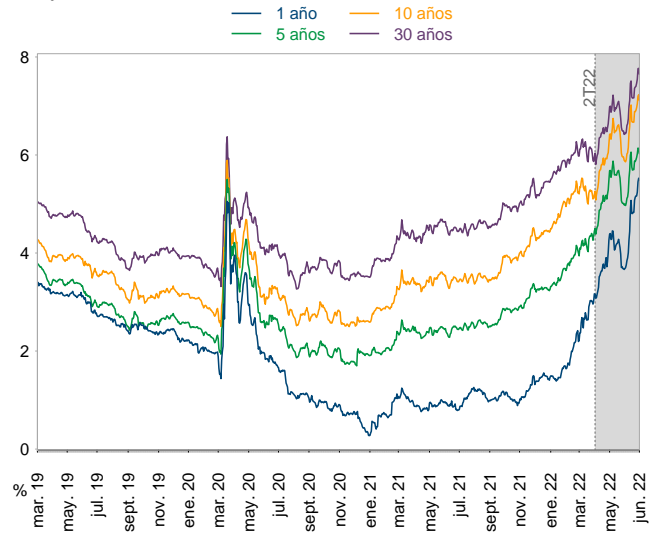
Para el caso de Colombia, en el Gráfico 60 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que en el 2T22 estos *spreads* presentaron variaciones de -57 pb, -1 pb y -41 pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respecto a los cierres del 1T22. El comportamiento de los *spreads* refleja desvalorizaciones más pronunciadas de los títulos externos frente a los títulos locales.

Gráfico 55: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



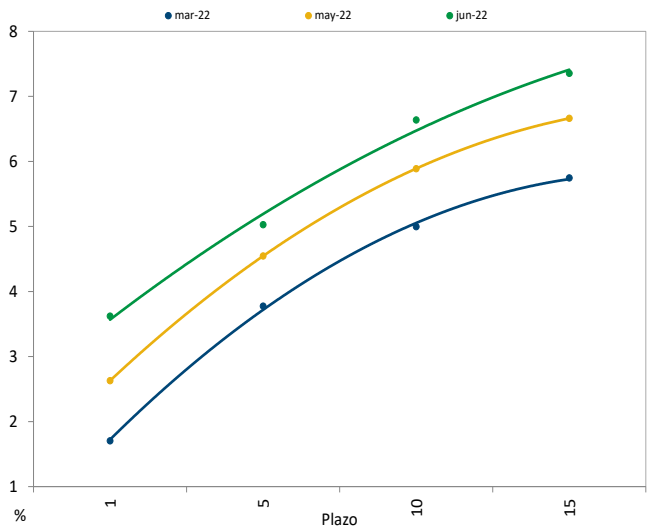
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 56: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



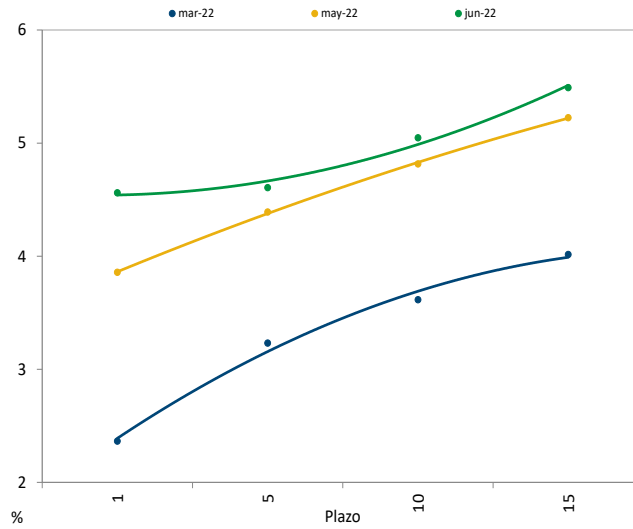
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 57: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



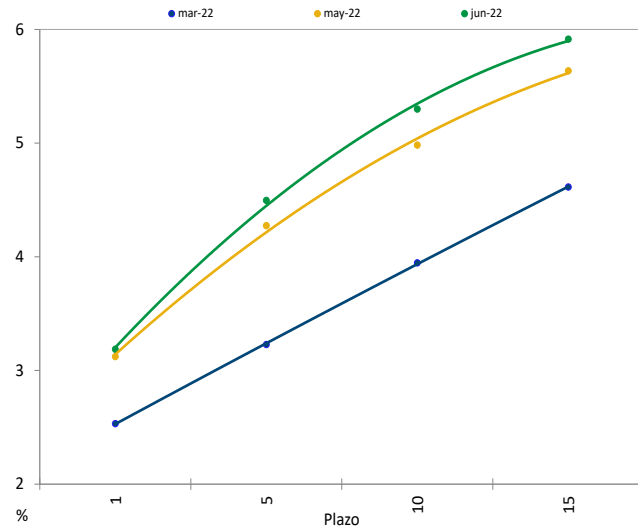
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 58: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 59: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 60: TES locales vs Globales USD



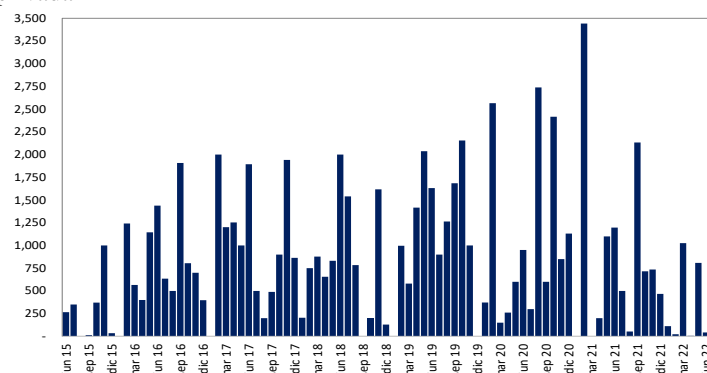
Fuente: Bloomberg, Datalicence y Banrep.

7 Mercado de deuda privada

Durante el 2T22 las colocaciones en el mercado de deuda privada continuaron disminuyendo y fueron las menores observadas desde el tercer trimestre de 2015 con un total adjudicado de COP 0,9 b (1T22: COP 1,2 b) (*Gráfico 61*). Las menores colocaciones pudieron estar influenciadas por el aumento de tasas de interés a nivel global, en un escenario de retiro de estímulo monetario, dadas las presiones inflacionarias y por la incertidumbre alrededor del proceso de elecciones presidenciales en el país. En el trimestre las colocaciones estuvieron concentradas en un emisor (Bancoldex), que realizó el 58% de las emisiones del trimestre (COP 0,5 b) (*Cuadro 6*).

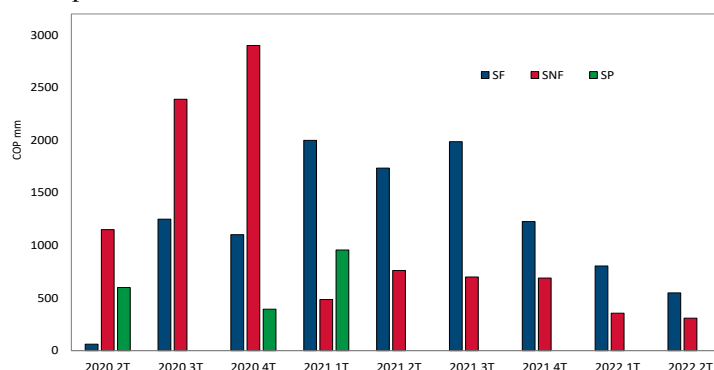
Las colocaciones del trimestre fueron realizadas principalmente por empresas del sector financiero (64%), seguidas por el sector no financiero (36%), mientras que el sector público no realizó colocaciones en el periodo. Este comportamiento está en línea con el observado en trimestres anteriores (*Gráfico 62*).

Gráfico 61: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 62: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, se observó que durante el trimestre las empresas estuvieron emitiendo principalmente

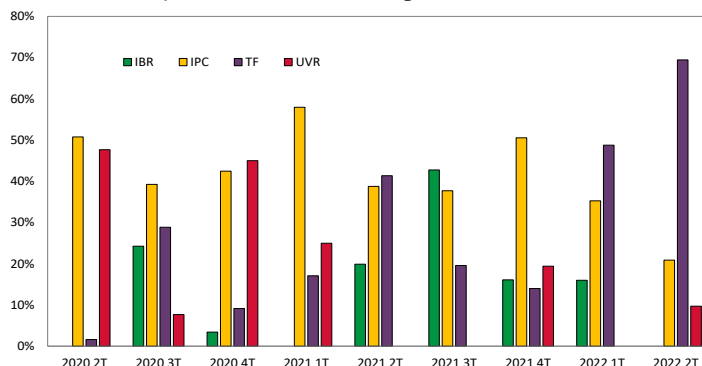
Cuadro 6: Emisiones deuda privada 2T22

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
BancolDEX S.A.	500	(0 a 5]	TF
Grupo Energía Bogotá S.A.	262	>10	IPC, UVR
INVERFAM S.A.S	47	(2 a 5]	TF
Credivalores-Crediservicios S.A.	43	(2 a 5]	TF
Avista Colombia S.A.	6	(2 a 5]	TF

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, *miles de millones de pesos,

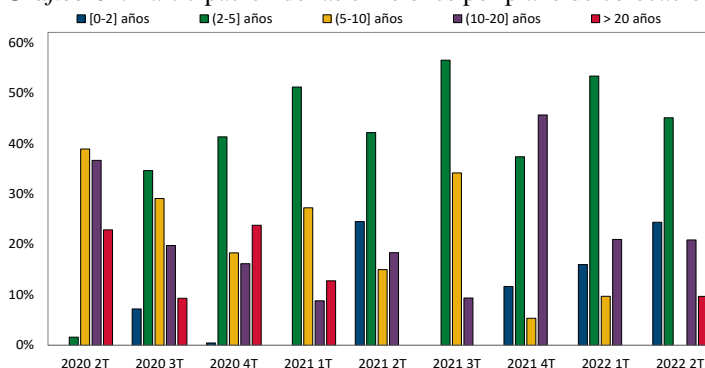
**años

Gráfico 63: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 64: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

a Tasa Fija (69%) y en menor medida a IPC (21%) y UVR (10%), siguiendo el comportamiento de trimestres anteriores (Gráfico 63).

Adicionalmente, el plazo promedio ponderado de las colocaciones del periodo aumentó con respecto al 1T22, ubicándose en 7,1 años (1T22: 5,9 años). Las emisiones se realizaron en su mayoría a un plazo de

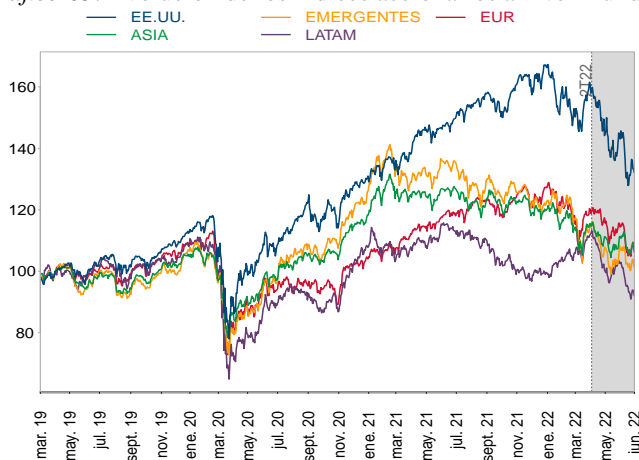
2 a 5 años (45%), seguidas por el plazo de 0 a 2 años (24%), 10 a 20 años (21%) y más de 20 años (10%) (Gráfico 64).

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) se ubicó en 1,7, recuperándose con respecto al trimestre anterior (1T22: 1,3). La demanda total por colocaciones fue de COP 1,5 b. En adición a lo anterior, la emisión con el *bid to cover* más alto fue la de Grupo de Energía de Bogotá (2,2 veces).

8 Mercado accionario

Durante el 2T22 los mercados accionarios a nivel global tuvieron un comportamiento negativo y presentaron las mayores desvalorizaciones trimestrales desde el surgimiento de la pandemia de Covid-19 (1T20). Dicho comportamiento estuvo explicado por las persistentes preocupaciones inflacionarias y las expectativas de una política monetaria más ajustada por parte de los bancos centrales, además de las perspectivas de un crecimiento global más bajo y una menor demanda china por los cierres de ciudades y regiones. El mercado latinoamericano presentó el peor comportamiento con una desvalorización de 18%, seguido por los mercados de EE.UU, Europa, y Asia que cayeron 16,7%, 10,7%, y 6,8%, respectivamente (Gráfico 65)⁵⁴.

Gráfico 65: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Base 100: 2 de enero de 2019

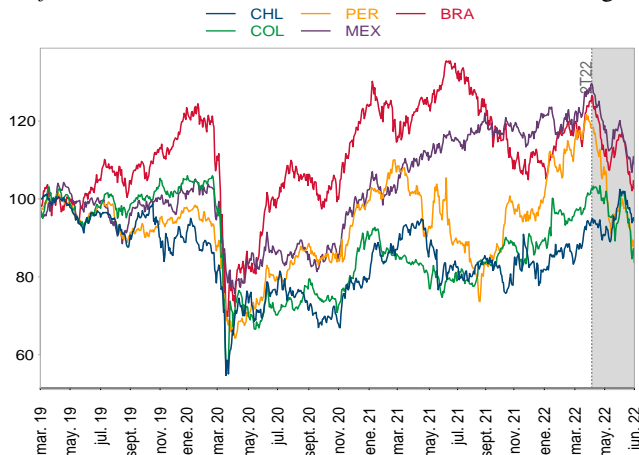
⁵⁴Al 30 de junio de 2022, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* que registraron variaciones de -16,4%, -11,3% y -22,4%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 30 de junio de 2022, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

En particular, durante las primeras semanas de abril los índices estadounidenses presentaron alzas debido al buen desempeño de las acciones de materiales, al igual que las acciones de atención a la salud, servicios públicos y energía. Este comportamiento se vio corregido rápidamente ante las perspectivas de un incremento más acelerado de tasas por parte de la FED, lo cual influenció fuertemente los resultados de las empresas del sector tecnológico. Posteriormente, este se complementó con la señal de recesión del mercado de bonos, luego de que el spread entre los rendimientos del tesoro a 2 y 10 años se revirtiera, además de los distintos problemas en las cadenas de suministros que afectaron las acciones de empresas tecnológicas de chips como Nvidia y Micron. Posteriormente, los índices se vieron afectados negativamente por la continuidad de la inflación a nivel local y global, y el incremento de los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidenses. Así, los índices accionarios estadounidenses S&P 500 y Nasdaq cerraron el trimestre con desvalorizaciones de 16% y 22%, respectivamente (*Gráfico 65*).

Por su parte, el índice accionario Europeo Stoxx 600, presentó una desvalorización de 11% durante el trimestre. Este índice permaneció en terreno positivo durante las primeras tres semanas de abril, ante las expectativas del final de la guerra, luego de que se conocieran conversaciones entre negociadores rusos y ucranianos, además de las ganancias que obtuvieron acciones pertenecientes al sector mineroenergético. Sin embargo, este comportamiento se revirtió durante la última semana de abril, donde los datos de ventas minoristas pesimistas del Reino Unido, y la pérdida de las ganancias de las empresas mineroenergéticas conllevaron a caídas del índice. Este comportamiento negativo fue la tendencia durante el resto del trimestre, en línea con los determinantes macroeconómicos que afectaron a los demás mercados accionarios y financieros (*Gráfico 65*).

Por su parte, el desempeño negativo de Latinoamérica se dio en línea con el comportamiento de los mercados a nivel global y algunos factores idiosincráticos que se destacan a continuación. El índice con la mayor caída fue el *S&P/BVL* de Perú (-26,2%), seguido por el *MSCI COLCAP* de Colombia (-18,1%), el *Ibovespa* de Brasil (-17,9%), el *S&P/BMV IPC* de México (-15,9%), mientras que el índice *S&P/CLX IPSA* de Chile se valorizó un 0,3% (*Gráfico 66*).

Gráfico 66: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Base 100: 2 de enero de 2019

El índice *S&P BVL* de Perú presentó el peor comportamiento de la región impactado principalmente por la caída del precio del cobre que afectó a las acciones de empresas pertenecientes al sector materiales, que ponderan más del 40% del índice. Así mismo, el índice se vio afectado por la persistente inestabilidad política y la desvalorización de las acciones pertenecientes al sector financiero (*Gráfico 67*).

De manera similar, el comportamiento negativo de los índices *Ibovespa* de Brasil y *S&P BMV IPC* de México estuvo explicado por las desvalorizaciones de las acciones pertenecientes al sector financiero y de materiales, que tienen una alta ponderación en los índices (cerca del 50% en el caso de Brasil y el 40% en el caso de México). Adicionalmente, el *Ibovespa* estuvo influenciado por preocupaciones en el frente fiscal y la caída del precio del hierro (*Gráfico 67*).

Por su parte, el mejor desempeño del índice *S&P/CLX IPSA* de Chile estuvo influenciado principalmente por la valorización de la acción *SQM*, luego de que publicara resultados corporativos positivos del 1T22 y registrara una utilidad record, que estuvo soportada por el aumento de los precios del litio. Adicionalmente, se observaron valorizaciones en las acciones pertenecientes al sector de energía (*Gráfico 67*).

Finalmente, la desvalorización del índice *MSCI Colcap* se dio principalmente en junio⁵⁵ en un contexto de caída de los precios del petróleo e incertidumbre en torno a la segunda vuelta de elecciones presidenciales y a las políticas económicas que adoptara el nuevo gobierno. A nivel sectorial el comportamiento del índice estuvo explicado por la desvalorización de las acciones pertenecientes al sector financiero y de energía, dado que tienen una participación cercana al 64% del índice (*Cuadro 67*). En línea con lo anterior, en el trimestre las acciones que tuvieron el peor desempeño fueron *Ecopetrol* (-36,3%), *Mineros* (-31,4%) y la acción preferencial de *Grupo Sura* (-26%).

Adicionalmente, el monto promedio diario negociado en el trimestre (COP 133,4 mm) disminuyó frente al dato observado el 1T22 (COP 141,8 mm), pese a que el 31 de mayo se negociara un monto récord de COP 1,38 billones, cuando el mercado reaccionó positivamente a los resultados de la primera vuelta de las elecciones presidenciales y se presentó rebalanceo del índice *MSCI COLCAP* (*Gráfico 68*).

Por otra parte, el 25 de abril terminó la tercera Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre *Grupo Sura*. En total se recibieron aceptaciones por 13,96 millones de acciones, que se liquidaron a un precio de USD 9,88 por acción (COP 39.369,53). Dado lo anterior, el *Grupo Gilinski (JGDB Holding)* se ratifica como el principal accionista de la compañía con una participación de más del 34%. En contraste, la tercera OPA por *Nutresa*, que terminó el 16 de mayo fue declarada desierta debido a que no se recibió la cantidad mínima de acciones ofrecida por *NUGIL S.A.S.* y este no realizó la liberación de la cantidad mínima de acciones para la OPA.

El 6 de mayo terminó el periodo habilitado para recibir aceptaciones de la OPA de *BAC Holding International (BHI)*. De esta OPA y de acuerdo con información de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) se recibieron aceptaciones por 4.684 millones de acciones, lo que representa el 10,84% de las

⁵⁵En el mes el índice presentó una desvalorización de 17,5%

acciones en circulación y el 72,26% del máximo a comprar.

El 19 de mayo la BVC informó que la Superintendencia Financiera de Colombia ordenó la suspensión de la negociación de las acciones ordinarias de Grupo Argos a partir del 20 de mayo, debido a que fue radicada en esa Superintendencia la solicitud de autorización de OPA. El oferente pretendía adquirir entre el 26% y el 32,5% de los títulos en circulación del emisor a USD 4,08 por acción. Esta operación se llevó a cabo entre el 21 de junio y el 6 de julio y fue declarada desierta debido a que no se recibió la cantidad mínima de acciones ofrecida por NUGIL S.A.S. durante el plazo de la oferta y el oferente no realizó la liberación de la cantidad mínima de acciones para la OPA.

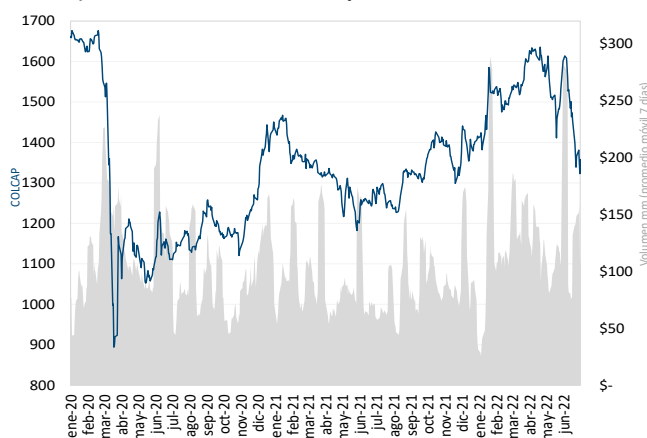
Gráfico 67: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T22)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-25.9	-14.6	-16.6		-6.1
Consumo discrecional	-39.5	-18.9	-6.2		-23.4
Consumo básico	-22.2	-6.2	-7.4	-21.1	-13.5
Energía	-14.9		4.2		-24.1
Financiero	-21.4	-21.5	-4.5	-18.2	-11.4
Salud	-25.2	-7.9			
Industrial	-25.6	-13.2	-4.7	-22.1	
Tecnología de la información	-25.0		-12.4		
Materiales	-25.7	-21.1	-4.1	-34.1	-18.9
Industria inmobiliaria	-13.1	-1.7	-11.8	0.0	
Servicios públicos	-4.5		-13.1	-15.0	-15.2

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la casificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector, los valores están en porcentaje.

Gráfico 68: MSCI COLCAP y volumen transado diario

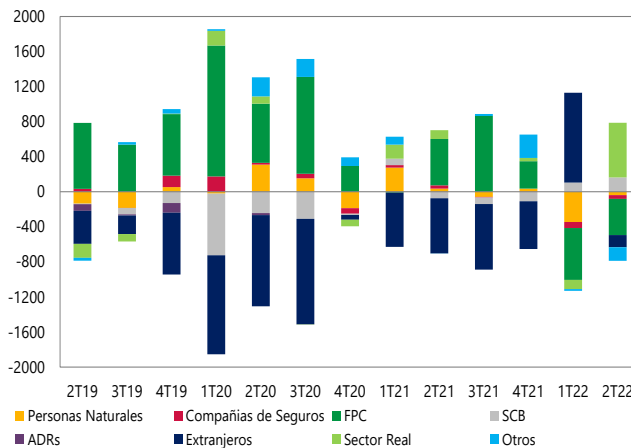


Fuente: Bloomberg, Datalicense.

En adición a lo anterior, al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los agentes del sector real fueron los mayores compradores netos (COP 624 mm), revirtiendo la posición que presentaron el trimestre anterior y alcanzando flujos

de compra no observados desde que se tiene información (4T10). Por su parte, los mayores vendedores netos en el trimestre fueron los fondos de pensiones (COP 412 mm), los extranjeros (COP 140 mm) y otros agentes (COP 155 mm), contrarrestando las compras del sector real (Gráfico 69).

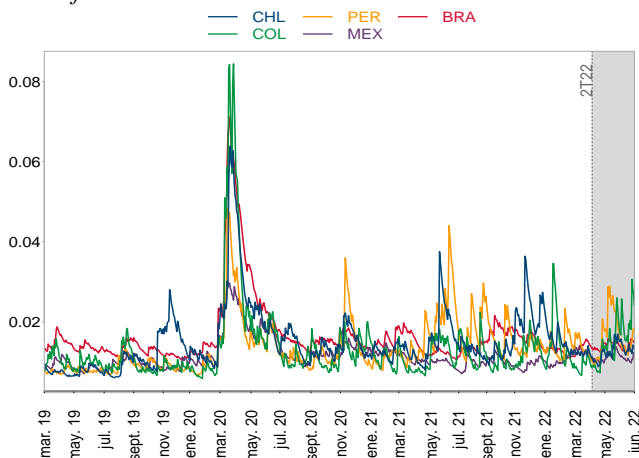
Gráfico 69: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en COP mm. No incluye los flujos provenientes de Ofertas Públicas de adquisición

Por otra parte, la volatilidad condicional⁵⁶ promedio de la mayoría de los índices bursátiles de la región analizados aumentó durante el 2T22, con respecto al 1T22. En el trimestre, la cifra promedio más alta fue la de Perú (*S&P/BVL*: 1,6%), seguido por Colombia (*MSCI COLCAP*: 1,5%), Brasil (*IBOVESPA*: 1,4%), Chile (*S&P/CLX IPSA*: 1,2%) y México (*S&P/BMV IPC*: 1,1%). Para el caso de Colombia, es la volatilidad promedio trimestral más alta observada desde el segundo trimestre de 2020 (Gráfico 70).

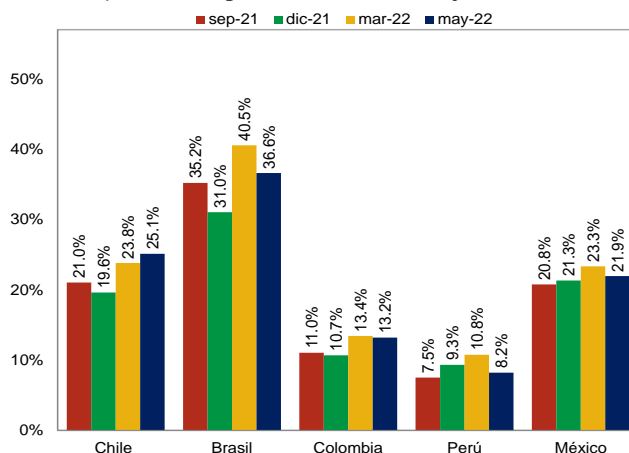
Gráfico 70: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

⁵⁶Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

Gráfico 71: Capitalización bursátil ajustada/PIB*



Fuente: Bloomberg, Datalicence, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia. **Cálculos:** Banrep

Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2021.

Si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁵⁷ como porcentaje del PIB⁵⁸ se observa que, el indicador disminuyó en el trimestre (con información al 31 de mayo) para México, Brasil, Colombia y Perú, mientras que aumentó para Chile. En mayo el dato más alto fue el de Brasil (36,6%), seguido por Chile (25,1%), México (21,9%), Colombia (13,2%) y Perú (8,2%) (*Gráfico 71*).

Finalmente, en el mercado de futuros se negociaron 6.085 contratos de Mini Futuro MSCI COLCAP⁵⁹ durante el 2T22 (en el 1T22 se habían negociado 12.648 contratos).

⁵⁷ Ajustada por flotante disponible.

⁵⁸ Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* para el año 2021 y que publicó el Fondo Monetario Internacional en de abril de 2022.

⁵⁹ El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del MSCI COLCAP.