

RMF

Reporte de Mercados Financieros

I trimestre de 2022





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Primer trimestre del 2022

Banco de la República

Abril de 2022

Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo Ortiz
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

Felipe Lozano Morales
Gabriela Morales Pineda

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	26
5	Mercado cambiario	30
5.1	Mercado cambiario global	30
5.2	Mercado cambiario colombiano	34
6	Mercado monetario y renta fija	39
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	40
6.2	Mercado monetario colombiano	42
6.3	Mercado de deuda pública	46
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	46
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	48
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región	54
7	Mercado de deuda privada	59
8	Mercado accionario	61

Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 1T22	10
2	Pronósticos del precio <i>spot</i> promedio anual WTI y Brent	12
3	Cambio en los precios de productos generadores de energía	12
4	Cambio en los precios de productos básicos	13
5	Vacunación por cada cien habitantes	14
6	Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes	15
7	Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes	15
8	Inflación en economías desarrolladas	16
9	Desempleo en economías desarrolladas	17
10	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas	18
11	Expectativas de crecimiento para 2022 y 2023	18
12	Evolución del crecimiento económico en economías avanzadas	19
13	Evolución del crecimiento económico en algunas economías emergentes	20
14	Evolución del crecimiento económico en Latinoamérica	20
15	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa	21
16	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica	22
17	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)	22
18	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes	24
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	27
23	Expectativas de crecimiento (EOF)	28
24	Expectativas de inflación (EOF)	28
25	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	29
26	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	29
27	VIX vs 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	37
31	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC	38
32	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)	39
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	40
34	Inflación IPC en los países de la región	42
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N	43
36	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario	44
37	Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021	44
38	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local	45
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	46

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

Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	30
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	34
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)	35
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	35
5	Intervención cambiaria del Banxico	36
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	36
7	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a marzo de 2022	41
8	Inflación año completo y meta de inflación 2022	42
9	Emisiones deuda privada 1T22	59

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.

El primer trimestre de 2022 se caracterizó por la continuación de las presiones inflacionarias a nivel global, las cuales se vieron acentuadas por el aumento de los precios de los *commodities* tras la invasión de Rusia a Ucrania. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales continuó retirando el estímulo monetario adoptado durante la pandemia lo cual llevó a un aumento de las tasas de interés, así como en las tasas de los títulos de deuda. Por otra parte, el aumento de los casos de COVID-19 en China y las medidas adoptadas por sus autoridades para contener la pandemia, junto con eventos idiosincráticos generaron una alta incertidumbre la cual se vio reflejada en una mayor aversión al riesgo a nivel internacional. Por su parte, el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y algunas de las monedas de emergentes mientras que los mercados accionarios presentaron en su mayoría un comportamiento negativo.

En cuanto a los activos latinoamericanos, estos se vieron favorecidos por los mejores términos de intercambio, producto del aumento de los precios de los *commodities*, así como por la lejanía geográfica y comercial del conflicto en Ucrania. La mayoría de las tasas de cambio de los países de la región se apreciaron. El peso colombiano no fue la excepción y se apreció, dinámica que estuvo respaldada además por los precios del petróleo y algunos factores idiosincráticos. En cuanto a los títulos de deuda pública a nivel local, estos se desvalorizaron en línea con lo observado en los títulos de los demás países de la región, reflejando el aplanamiento de la curva de Tesoros en EE. UU. No obstante, las desvalorizaciones en el tramo largo de las curvas estuvieron contendidas por las compras significativas que realizaron los inversionistas extranjeros durante el trimestre. Por otra parte, los CDS y los EMBI de Colombia presentaron reducciones, asociadas principalmente con los mejores términos de intercambio producto del aumento de los precios del petróleo y el carbón, y la lejanía de Latinoamérica del conflicto en Ucrania. A esto se sumaron las mejores perspectivas de crecimiento económico ante la continuidad de los índices de confianza empresarial en niveles elevados, la publicación de cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado durante la mayor parte del trimestre, y los resultados de las últimas encuestas presidenciales, las cuales muestran un empate técnico entre los dos candidatos principales. No obstante, la confianza del consumidor presentó un deterioro importante. Durante este trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 200 pb (de 3,00% a

5,00%) ante el aumento de las presiones inflacionarias. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria, se ubicaron en promedio por encima de la tasa de referencia.

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 1T22 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* tras la invasión de Rusia a Ucrania. 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 año, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda, y a una fortaleza del dólar frente a sus pares en economías desarrolladas. Adicionalmente, los mercados financieros se vieron influenciados por el aumento de los casos de COVID-19 en China y por las medidas adoptadas por las autoridades para contener la pandemia, así como por eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en varios países de la región. No obstante, en términos generales, los activos latinoamericanos se vieron favorecidos por los mejores términos de intercambio, producto del aumento de los precios de los *commodities*, así como por la lejanía geográfica y comercial del conflicto en Ucrania.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T22, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, pese a la mayor aversión al riesgo a nivel internacional, los CDS y los EMBI presentaron reducciones, asociadas principalmente con los mejores términos de intercambio producto del aumento de los precios del petróleo y el carbón, y la lejanía de Latinoamérica del conflicto en Ucrania. A esto se sumaron las mejores perspectivas de crecimiento económico ante la continuidad de los índices de confianza empresarial en niveles elevados, la publicación de cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado durante la mayor parte del trimestre, y los resultados de las últimas encuestas presidenciales, las cuales muestran un empate técnico entre los dos candidatos principales. No obstante, la confianza del consumidor presentó un deterioro importante, posiblemente asociado con la persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales se encuentran en niveles históricamente altos y han llevado al mercado a descontar una senda de política monetaria más contractiva que la proyectada a inicios del año. Además, la percepción de riesgo a nivel local también continuará afectada por incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales que se llevarán a cabo durante el segundo trimestre, y asociado con lo anterior, al programa 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 1T22 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados (de acuerdo con el DXY el dólar se fortaleció 2,8%) y algunas de las monedas de emergentes. Hasta finales de febrero el dólar presentó un comportamiento volátil sin variaciones

significativas frente al cierre del año pasado, no obstante, tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania, el dólar se fortaleció y el índice DXY alcanzó su nivel más alto desde mayo de 2020, soportado además por mayores expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed.

La mayoría de las tasas de cambio en Latinoamérica se apreciaron a diferencia de lo observado en la mayoría de los países avanzados y algunos países emergentes, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, la lejanía geográfica y comercial de la región respecto a la zona del conflicto y factores locales. El peso colombiano se apreció en línea con el comportamiento de la mayoría de sus pares de la región, la dinámica de los precios del petróleo y algunos factores idiosincráticos como la presencia de flujos de oferta de divisas relacionados con las OPA de Grupo Sura y Nutresa y con pagos de impuestos de grandes contribuyentes y la oferta de dólares de los agentes extranjeros en el mercado de contado y a futuro.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 1T22, los bancos centrales de la región continuaron con el aumento de sus tasas de política monetaria para hacer frente a las presiones inflacionarias en medio de un escenario de mayor incertidumbre dado el conflicto entre Rusia y Ucrania. El aumento de las tasas de intervención de los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú fue de 250 pb, 300 pb, 100 pb y 150 pb, y las tasas se ubicaron en 11,75%, 7,00%, 6,50% y 4,00%, respectivamente.

En este mismo periodo la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 200 pb (de 3,00% a 5,00%) 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 promedio por encima de la tasa de referencia.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

En el 1T22 la deuda pública del país se desvalorizó en línea con lo observado en los títulos de los demás países de la región, reflejando el aplanamiento de la curva de Tesoros en EE. UU dado las mayores expectativas de un ciclo de alzas más agresivo de tasas en este país dado las presiones inflacionarias. A nivel local estas desvalorizaciones en el tramo largo de las curvas estuvieron contendidas por las compras significativas que realizaron los inversionistas extranjeros durante el trimestre. 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.

2.6 Mercado accionario

En el 1T22, los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría un comportamiento negativo ante las preocupaciones inflacionarias, las cuales respaldan una postura menos expansiva por parte de los bancos centrales a nivel global, a lo que se le sumaron las tensiones geopolíticas entre

Rusia y Ucrania. El mercado bursátil europeo presentó el peor comportamiento con una desvalorización de 6,5%, seguido por los mercados de EE. UU y Asia, que cayeron 6,2%, 4,6%, respectivamente. En contraste, el mercado latinoamericano presentó una valorización de 12,7%.

Por su parte, el índice *MSCI Colcap* se vio favorecido por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero, energía y consumo básico, los cuales ponderan alrededor de un 69% del índice. En línea con lo anterior, durante el trimestre las acciones que tuvieron el mejor desempeño fueron Nutresa (59,9%), Ecopetrol (31,5%) y las acciones preferencial y ordinaria de Bancolombia (26% y 25%, respectivamente), impulsadas por el aumento de los precios del petróleo, los anuncios de ofertas públicas de adquisición (OPA) y la publicación de resultados corporativos positivos.

3 Entorno internacional

Durante el 1T22 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* tras la invasión de Rusia a Ucrania. 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 año, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda, y a una fortaleza del dólar frente a sus pares en economías desarrolladas. Adicionalmente, los mercados financieros se vieron influenciados por el aumento de los casos de COVID-19 en China y por las medidas adoptadas por las autoridades para contener la pandemia, así como por eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en varios países de la región. No obstante, en términos generales, los activos latinoamericanos se vieron favorecidos por los mejores términos de intercambio, producto del aumento de los precios de los *commodities*, así como por la lejanía geográfica y comercial del conflicto en Ucrania (Gráfico 1).

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 1T22

Cambios entre el 31 de diciembre de 2021 y el 31 de marzo 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	68	63			-2,9%	1,8%			
Japón	0	5	15			-5,8%	-3,4%			
Alemania	0	57	71			-2,7%	-9,2%	9,7		
EE.UU.	25	159	80	159	80	2,8%	-4,9%	3,3	29,8	
Colombia		207	151							
UVR	200	25	48	184	68	5,6%	14,5%	-14	-13	34,6%
Brasil	250	70	79	133	41	14,9%	14,5%	4	-30	21,8%
México	100	109	55	200	76	3,2%	6,1%	10	1	33,3%
Chile	300	149	42	105	68	7,7%	14,6%	-1	5	6,4%
Perú	150	107	50	115	72	8,0%	18,0%	2	-6	6,4%
Otros EM	149	117	96			0,6%	-7,3%	41	-18	27,0%

Fuente: Bloomberg, Datalicense, 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.

Mayores precios de los *commodities* tras la invasión de Rusia a Ucrania

Luego de la invasión de Rusia a Ucrania a finales de febrero, varios países occidentales anunciaron sanciones al país invasor, las cuales fueron más severas de lo que esperaba el mercado. Dentro de estas se destaca la exclusión de varios bancos rusos del sistema de pagos internacionales SWIFT, la prohibición a los ciudadanos de estos países occidentales de realizar inversiones en Rusia, y la suspensión de las importaciones de petróleo, gas natural y carbón ruso por parte de EE.UU, mientras que los países europeos planean suspender estas importaciones de forma gradual dada la mayor dependencia de su matriz energética a las materias primas provenientes de Rusia. Adicionalmente, varias compañías

multinacionales anunciaron su salida de Rusia. En este contexto, donde Rusia es uno de los principales productores de *commodities* energéticos a nivel global, mientras que Ucrania es uno de los mayores exportadores de *commodities* agrícolas, la mayoría de los *commodities* presentó un aumento importante de su precio durante el trimestre.

En cuanto al petróleo, al 31 de marzo los precios de las referencias WTI y Brent aumentaron 33% y 35%, respectivamente, y alcanzaron máximos desde 2008. El incremento de los precios estuvo impulsado, principalmente, por preocupaciones respecto a la escasez de suministros como consecuencia de la escalada del conflicto entre Ucrania y Rusia, y por una mayor demanda a inicios del trimestre a pesar de la rápida propagación de la variante Ómicron. Adicionalmente, finalizando el trimestre la volatilidad de los precios aumentó como respuesta a la incertidumbre sobre los posibles consensos que se podían tener en las conversaciones entre los negociadores rusos y ucranianos, y las restricciones a la movilidad y medidas de confinamientos tomadas por China ante el importante aumento de casos de Covid-19. En este contexto, como medida para dar tranquilidad a los mercados y mermar la presión al alza de los precios del petróleo, el gobierno estadounidense y los países miembros de la Agencia Internacional de Energía (AIE) acordaron liberar parte de sus reservas de petróleo¹.

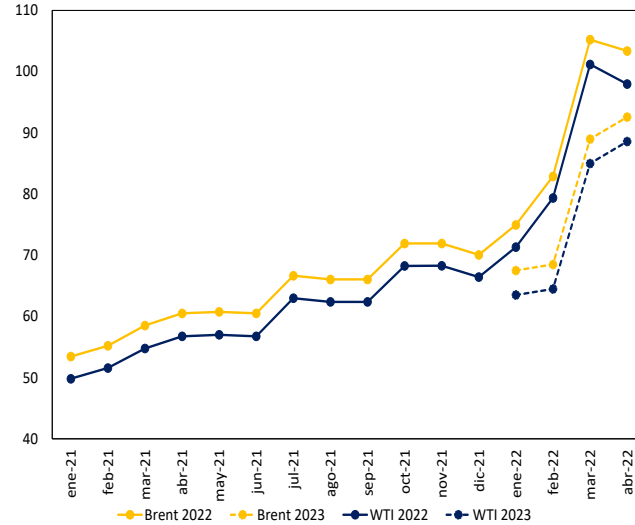
En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo para los años 2022 y 2023, la AIE ha incrementado sus estimaciones de precios promedio para las referencias Brent y WTI durante el trimestre. Para el mes de enero, la agencia estimó precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 74,95 dólares por barril (d/b) y USD 67,50 d/b para los años 2022 y 2023, respectivamente, mientras que para la referencia WTI, pronosticó precios anuales promedio de USD 71,32 d/b y USD 63,50 d/b para estos mismos años. Posteriormente, en el mes de marzo estos se incrementaron para ambas referencias, teniendo que para el Brent las estimaciones fueran de USD 105,22 d/b y USD 88,98 d/b para los años 2022 y 2023, respectivamente, y para la referencia WTI de USD 101,17 d/b y USD 84,98 d/b para estos mismos años. De acuerdo con la AIE, desde hace más de un año el consumo global de petróleo ha superado a la producción, lo que ha llevado a la reducción del nivel de inventarios mundial y al incremento significativo de los precios. Sin embargo, esta agencia espera que la producción mundial de petróleo supere al consumo global durante 2022 y 2023, y dé como resultado un mayor nivel de inventarios y una presión a la baja en los precios (*Gráfico 2*).

El precio de otras materias primas generadoras de energía también aumentó significativamente. Los precios del carbón térmico y el gas natural europeo se incrementaron 133% y 86%, respectivamente, en medio de las preocupaciones por reducciones en el nivel de oferta de estos *commodities* dadas las posibles interrupciones en la producción rusa y las medidas coercitivas contra este país. Al respecto, líderes de la Unión Europea (UE) desarrollaron conversaciones con aliados estratégicos en busca de eliminar gradualmente la dependencia de esta región a las importaciones de gas, petróleo y carbón rusos², con la

¹Los países miembros de la AIE decidieron liberar cerca de 62 millones de barriles de petróleo de sus reservas de emergencia, para ayudar con el déficit de suministro causado por la invasión rusa en Ucrania. Así mismo, en EE.UU. la administración Biden ordenó la liberación de hasta 180 millones de barriles de sus reservas estratégicas durante los próximos 6 meses.

²Rusia suministra a Europa alrededor del 70% de las importaciones de carbón térmico y cerca del 40% de las importaciones de gas natural.

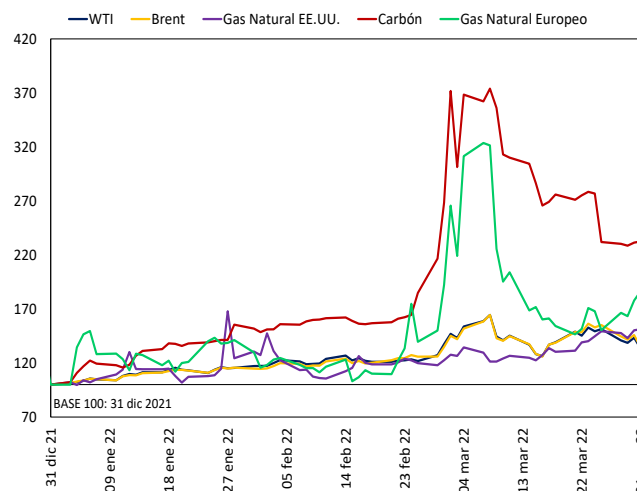
Gráfico 2: Pronósticos del precio *spot* promedio anual WTI y Brent



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 abril de 2022.

expectativa de tener una mayor independencia energética al finalizar la década³ (Gráfico 3).

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



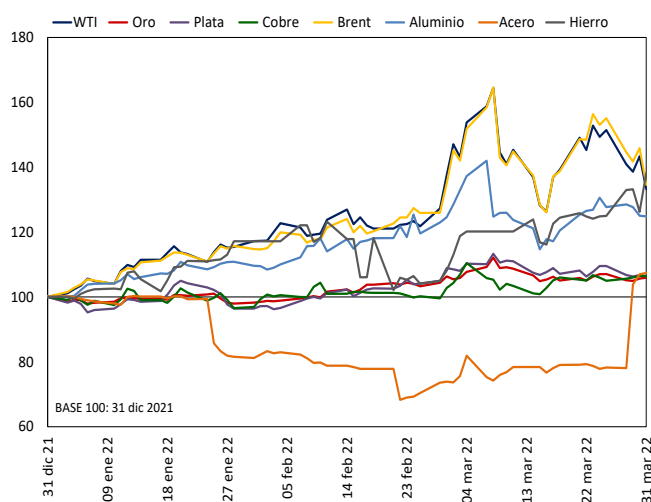
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Por último, durante el trimestre se valorizaron los productos agrícolas, metales preciosos y productos

³Así, la UE ha llegado a acuerdos con EE.UU. y Argelia para impulsar el suministro de gas natural licuado al bloque económico.

industriales a causa del conflicto. Los precios del oro y la plata, considerados activos refugio, se incrementaron en medio de la preocupación de los inversionistas por el posible aumento de la inflación y la ralentización del crecimiento económico como consecuencia de la guerra. Los mayores precios de algunos productos agrícolas como el trigo y el maíz estuvieron soportados por menores perspectivas de oferta dada la importancia que tiene Rusia en la producción mundial, además del incremento del precio de insumos necesarios como fertilizantes y energía fósil. Así mismo, los precios de los metales industriales se incrementaron debido a que Rusia, uno de los mayores productores de níquel, paladio, aluminio y cobre, ha visto sus exportaciones desaceleradas a causa de las sanciones impuestas, las cuales han dificultado los pagos y el acceso a transporte para estas mercancías (*Gráfico 4*).

Gráfico 4: Cambio en los precios de productos básicos



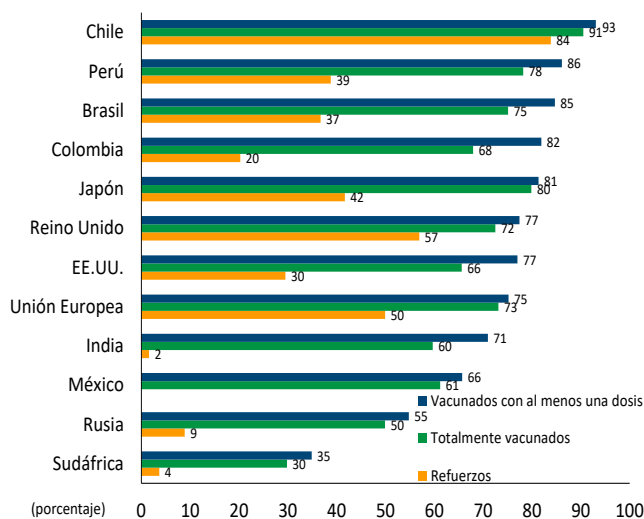
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Incertidumbre frente a la evolución de la pandemia

Durante diciembre de 2020 y los primeros meses del 2021, la mayoría de las economías desarrolladas comenzó a vacunar rápidamente a su población, mientras que las economías emergentes lo empezaron a hacer a un menor ritmo, en medio de las dificultades iniciales por parte de las farmacéuticas para cumplir con las obligaciones contractuales adquiridas durante 2020. Desde entonces el ritmo de vacunación avanzó de manera importante a nivel global, generando expectativas de que el grueso de la población se encuentre vacunada mucho antes de lo esperado a inicios del 2021. No obstante, los países que tuvieron un exitoso programa de vacunación no lograron alcanzar la inmunidad de rebaño dada la aparición de nuevas cepas, lo cual requirió que estos países implementaran terceras -e incluso cuartas- dosis de refuerzo unos meses después de culminar el esquema de vacunación completo. Por otro lado, en varias economías avanzadas el ritmo de vacunación disminuyó a partir del segundo semestre del 2021, no por un problema de oferta sino de demanda ante la decisión de no vacunarse por una parte importante de la población dados los efectos secundarios que se evidenciaron en algunas vacunas. Esto llevó a las autoridades a generar estrategias de comunicación, e incluso a adoptar medidas coercitivas con el fin de incrementar la proporción de su población vacunada. De la muestra de países analizados, al cierre del

1T22, se destaca que: *i)* la mayoría de las economías analizadas ya han aplicado al menos una dosis a más del 70% de su población; *ii)* la mayoría de los países de Latinoamérica presentan niveles de vacunación superiores a los observados en economías desarrolladas; y *iii)* entre el 50% y el 90% de la población de Chile, Reino Unido y la UE ya cuenta con al menos una dosis de refuerzo, mientras que en EE.UU., Japón, y las economías emergentes analizadas la proporción es mucho menor (*Gráfico 5*).

Gráfico 5: Vacunación por cada cien habitantes

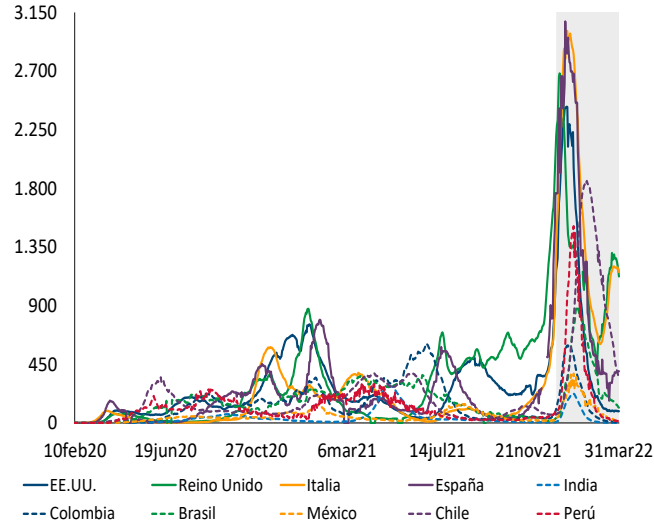


Fuente: Our World in Data. Datos al 31 de marzo de 2022.

En el *Gráfico 6* 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 la posibilidad de que aparezcan nuevas cepas mientras la población global no alcance los mismos niveles de vacunación observados en las economías avanzadas. No obstante, durante la última ola de contagios no se observó el mismo nivel de mortalidad observado durante olas previas, lo cual confirmó la eficacia de las vacunas, no tanto para prevenir contagios como para prevenir la letalidad asociada a estos (*Gráfico 7*).

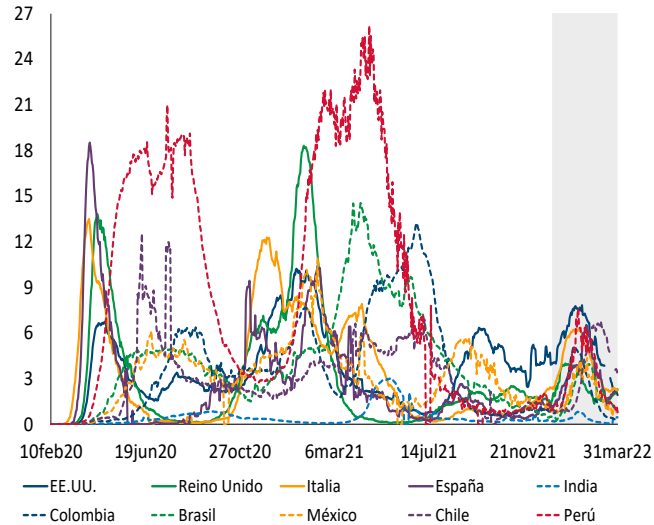
Pese a la menor letalidad de la variante Ómicron, a finales del trimestre se evidenció un nuevo aumento del ritmo de contagios en Europa y China. En este contexto, las autoridades chinas continuaron adoptaron medidas restrictivas durante el trimestre con el fin de limitar la velocidad de propagación del virus, en línea con la política de "cero COVID". Dentro de estas medidas se destaca el confinamiento de las ciudades de Shanghai y Shenzhen, y la provincia de Jilin, la primera vez que una provincia completa fue cerrada desde marzo de 2020. En este sentido, la evolución de la pandemia continúa siendo uno de los principales determinantes del desempeño de los mercados financieros, y una fuente importante de incertidumbre en los pronósticos de crecimiento que se presentan en la siguiente sección.

Gráfico 6: Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



Fuente: Our World in Data.

Gráfico 7: Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



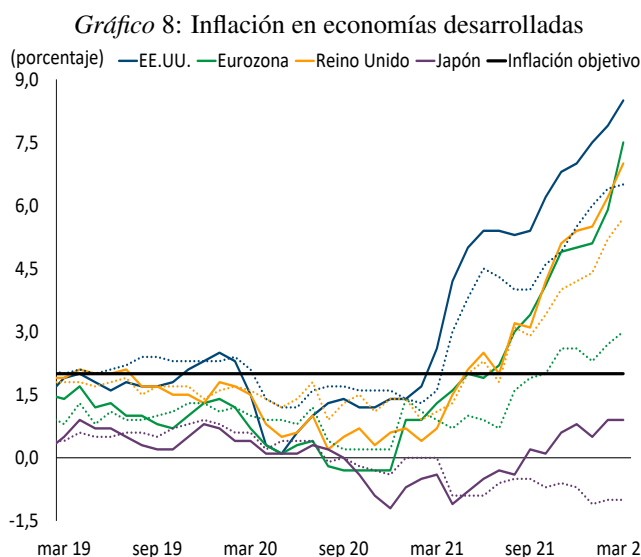
Fuente: Our World in Data.

Retiro del estímulo monetario

En el *Gráfico 8* se evidencia que tanto la inflación total como la inflación núcleo⁴ 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

⁴Medida de inflación que excluye los artículos más volátiles como alimentos y energía.

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.

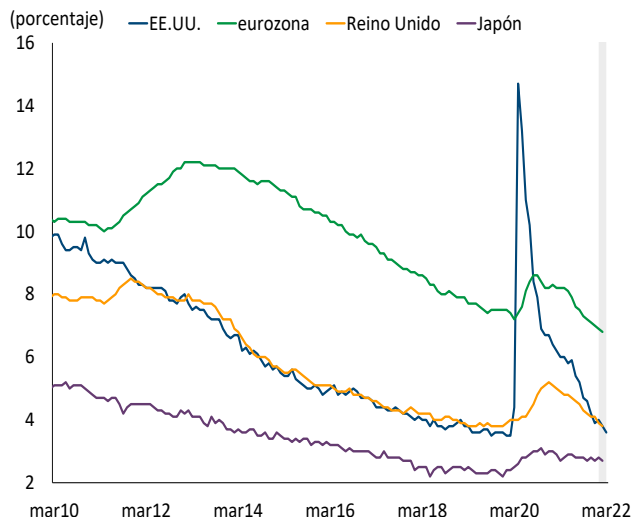


Fuente: Bloomberg, Datalicence. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

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 progresos sustanciales en el frente laboral antes de retirar los estímulos vigentes. En este sentido, el *Gráfico 9* muestra que las tasas de desempleo en EE.UU, la eurozona y Reino Unido continuaron presentando durante el trimestre la tendencia a la baja que vienen mostrando desde finales de 2020. En el caso de Japón, la tasa de desempleo no continuó cayendo pero se mantuvo en los niveles más bajos de las economías desarrolladas analizadas. 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 el 1T22, mientras que los bancos en economías emergentes empezaron en su mayoría a desmontar estos estímulos desde el 2T21.

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 e indicar que proyecta tres aumentos de 25 pb cada uno del rango de los Fondos Federales durante 2022. En marzo la entidad aumentó su tasa en 25 pb, tal como lo esperaba el mercado, culminó su programa de compras e indicó que proyecta siete aumentos de 25 pb cada uno. El mercado, por su parte, espera que la entidad

Gráfico 9: Desempleo en economías desarrolladas



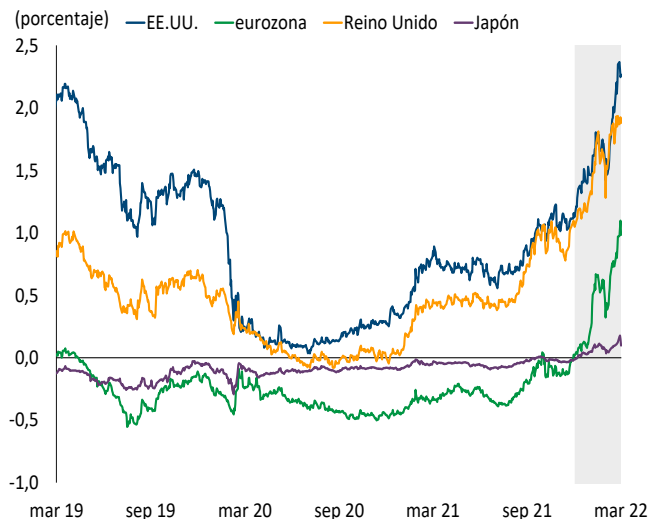
Fuente: Bloomberg, Datalicence. Los datos se encuentran a febrero, excepto en EE.UU. donde se encuentra a marzo.

realice hasta 10 aumentos de 25 pb este año, lo que implica que habría reuniones en que el aumento sea de 50 pb o más. El mercado también espera que en mayo la entidad anuncie medidas encaminadas a comenzar la reducción de los activos adquiridos bajo este programa. Por su parte, aunque el BCE no ha comenzado a subir tasas, el mercado espera que las suba entre 50 pb y 60 pb durante el año, de manera que retornarían a terreno positivo por primera vez desde 2014. En cuanto a su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) el BCE continuó reduciendo el ritmo de compras hasta acabarlas por completo en marzo. En cuanto a su otro programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), el ritmo de compras también ha continuado disminuyendo y se espera que culmine en el 3T22. Por su parte, el BoE aumentó su tasa de política en 50 pb a 0,75%, luego del aumento de 15 pb hecho en diciembre. Finalmente, el BoJ anunció la reducción de sus tenencias de papeles comerciales y bonos corporativos, pero mantuvo inalteradas las tasas de política y objetivo del bono a diez años. En este sentido, las tasas OIS a cinco años evidencian un aumento de las expectativas de la tasa de política monetaria en estas economías en el mediano plazo (Gráfico 10).

Revisión a la baja de las expectativas de crecimiento económico

Como consecuencia de la guerra en Ucrania, las medidas restrictivas adoptadas por el Gobierno chino, las mayores presiones inflacionarias y la postura *hawkish* adoptada por la mayoría de los bancos centrales para contenerlas, las expectativas de crecimiento provistas por los analistas económicos presentaron un deterioro para la mayoría de las economías a nivel global (Gráfico 11). Al comparar estas expectativas, frente a las observadas en diciembre, también se destaca: *i*) la proyección de una fuerte recesión de la economía rusa durante 2022 y una leve recuperación durante 2023; *ii*) la importante revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento para la eurozona y el Reino Unido, consecuencia de la mayor vulnerabilidad de estas economías al conflicto, aunque no se espera que entren en recesión como

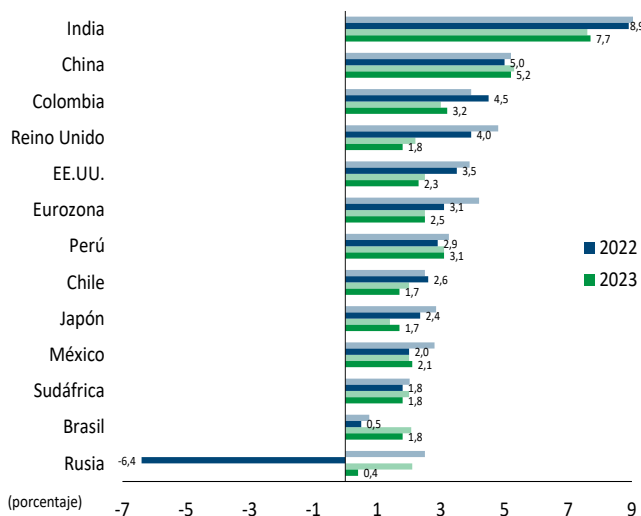
Gráfico 10: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

consecuencia de este; *iii*) la expectativa de que la economía china crezca 5% este año, por debajo del objetivo de 5,5% anunciado por sus autoridades; y *iv*) el aumento de las perspectivas de crecimiento para Colombia en 2022 y 2023, lo que contrasta con lo observado en las demás economías analizadas.

Gráfico 11: Expectativas de crecimiento para 2022 y 2023

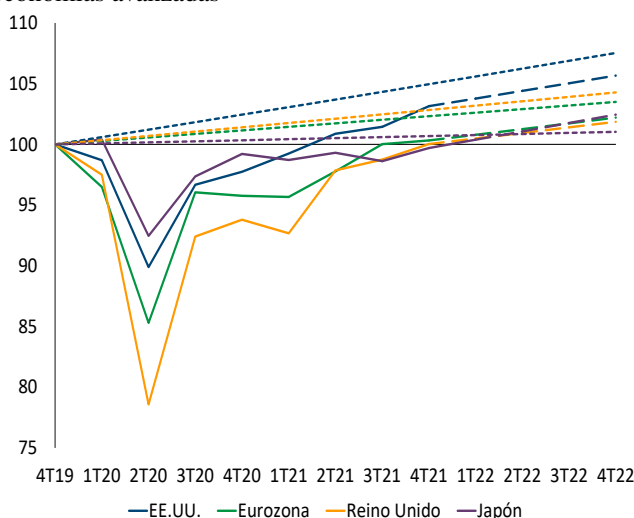


Fuente: Bloomberg, Datalicence. Las barras más claras corresponden a las proyecciones de diciembre de 2021, y las más oscuras a las proyecciones de marzo de 2022.

Con base en estas expectativas de crecimiento y la información observada al 4T21, el Gráfico 12 ilustra la senda de recuperación económica en EE.UU, la eurozona, Reino Unido y Japón desde el 4T19 hasta el 4T22. En este se observa que EE.UU, la eurozona y Reino Unido recuperaron el nivel de

producto observado pre-pandemia durante el 2T21, 3T21 y 4T21, respectivamente, mientras que Japón se proyecta que lo haya recuperado durante el 1T22. El Gráfico también ilustra la senda de crecimiento que habrían experimentado estas economías en ausencia de la pandemia, bajo el supuesto que este ritmo de crecimiento corresponde al observado durante los dos años previos a la pandemia (líneas rectas punteadas). Varios analistas coinciden en que a finales del 2022 estas economías se encontrarán cerca de dicho nivel de producto.

Gráfico 12: Evolución del crecimiento económico en economías avanzadas



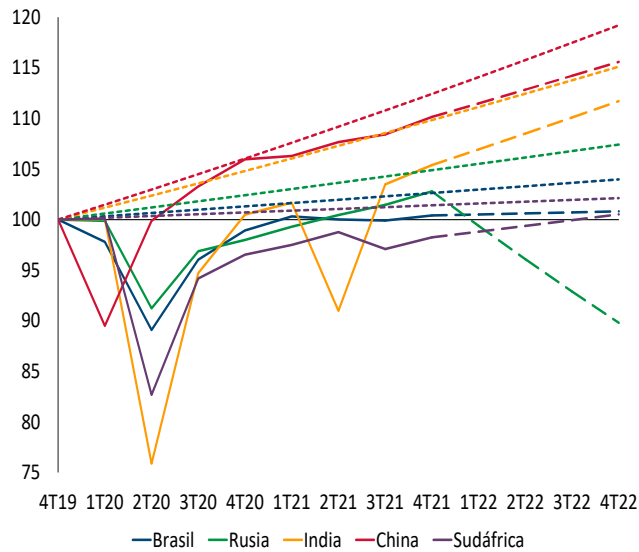
Fuente: Bloomberg, Datalicence. **Cálculos:** Banco de la República.
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento promedio observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas expectativas de crecimiento que se extraen de Bloomberg, Datalicence.

El Gráfico 13 y el Gráfico 14 ilustra la senda de recuperación económica para una muestra de economías emergentes y para Latinoamérica, respectivamente. De manera análoga a lo observado en las economías desarrolladas, se observa que estas economías, a excepción de México y Sudáfrica, alcanzaron durante el 2021 el mismo nivel de producto observado pre-pandemia. Sin embargo, la recuperación sería mucho más moderada durante 2022, de manera que no alcanzarían el nivel de producto que habrían tenido en ausencia de la pandemia. De acuerdo con varios analistas, esta diferencia entre economías avanzadas y emergentes puede estar asociada al papel de la política fiscal y monetaria, la cual fue más ambiciosa en los países desarrollados dadas las menores restricciones en esos países.

Eventos generadores de incertidumbre

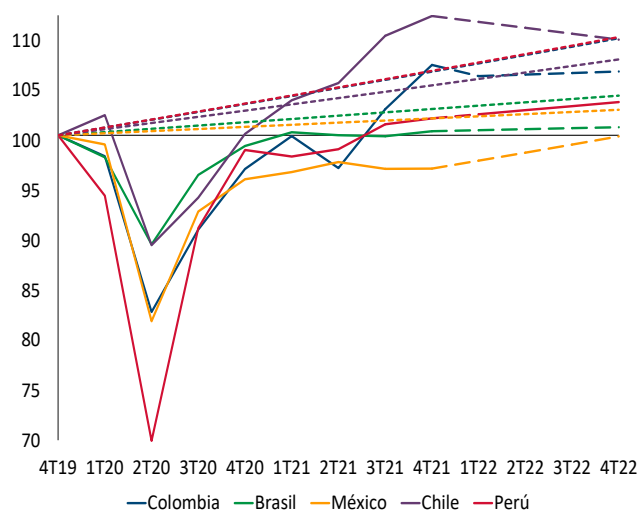
En este contexto de mayores presiones inflacionarias, retiro del estímulo monetario a nivel global, tensiones entre Occidente y Rusia en torno a la invasión de este último país a Ucrania, y medidas restrictivas por parte de China para restringir la pandemia, los indicadores de percepción de riesgo como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

Gráfico 13: Evolución del crecimiento económico en algunas economías emergentes



Fuente: Bloomberg, Datalicense. **Cálculos:** Banco de la República.
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento promedio observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas expectativas de crecimiento que se extraen de Bloomberg, Datalicense.

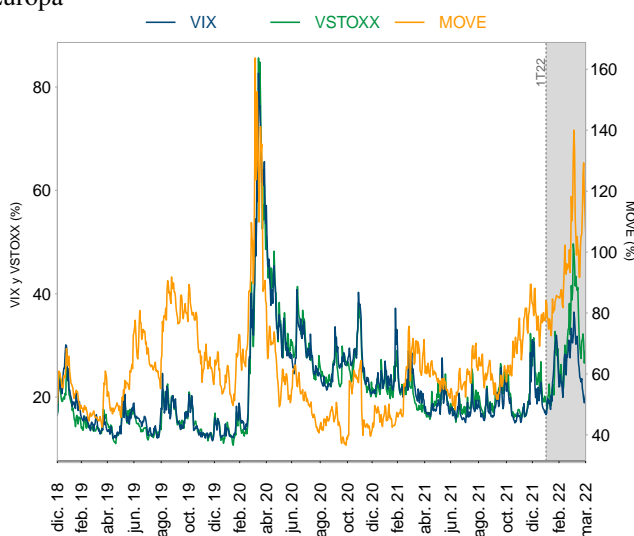
Gráfico 14: Evolución del crecimiento económico en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicense. **Cálculos:** Banco de la República.
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento promedio observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas expectativas de crecimiento que se extraen de Bloomberg, Datalicense.

*Vix*⁵ y el *Vstoxx*⁶ aumentaron y presentaron una alta volatilidad, en mayor medida en el caso del *Vstoxx* ante la mayor vulnerabilidad de los activos europeos ante las sanciones impuestas a Rusia y las medidas retaliatorias que pueda adoptar este país en respuesta. Por último, el *Move*⁷ también aumentó 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*).

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



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Durante el trimestre los CDS a 5 años de los países de la región presentaron un comportamiento mixto pero mejor que en otras economías emergentes⁸, soportados por la menor percepción de riesgo hacia Latinoamérica dados los mejores términos de intercambio (producto del aumento de los precios de los *commodities*) y la lejanía geográfica y comercial de la zona del conflicto. En este contexto, el CDS a 5 años aumentó 10 pb en México, 4 pb en Brasil y 2 pb en Perú, mientras que disminuyó 1 pb en Chile y 14 pb en Colombia (*Gráfico 16*, ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Por otra parte, el EMBI⁹ disminuyó 30 pb en Brasil, 13 pb en Colombia y 6 pb en Perú, mientras que aumentó 5 pb en Chile y 1 pb en México (*Gráfico 17*).

A pesar del mejor desempeño de las primas de riesgo de la mayoría de los países de la región,

⁵El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

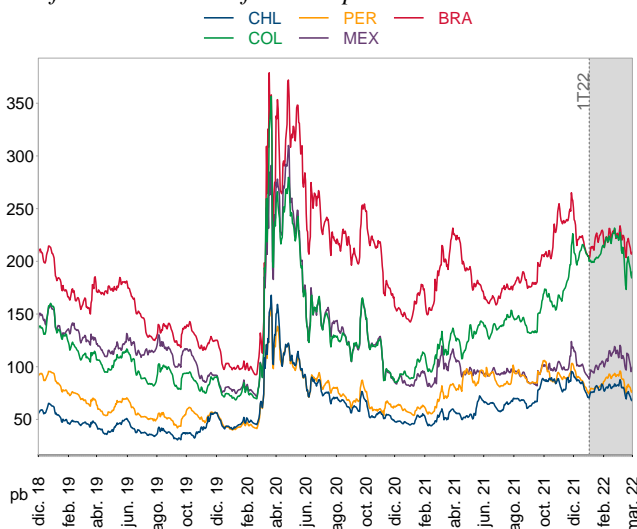
⁶El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

⁷El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los Tesoros.

⁸El CDS de una muestra de 18 economías emergentes aumentó en promedio 41 pb, mientras que el CDS promedio de los países de la región se mantuvo estable.

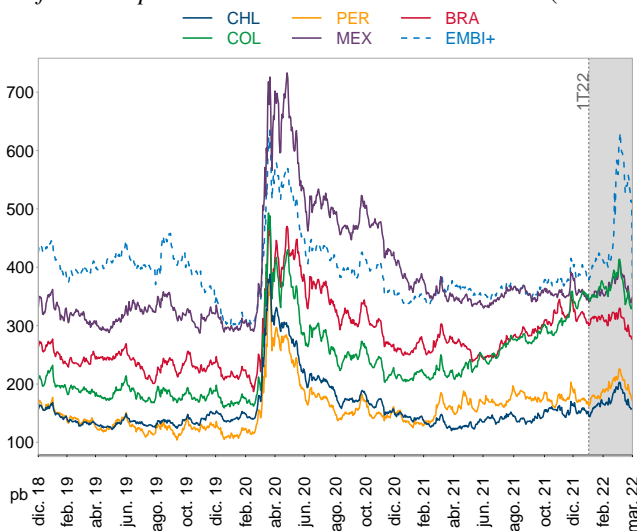
⁹El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los títulos de renta fija en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Bonos del Tesoro 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 16: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Gráfico 17: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

durante el 1T22 algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos. En Perú, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) la investigación al presidente, Pedro Castillo, que abrió la Fiscalía a inicios de enero por un presunto delito de tráfico de influencias y colusión por un contrato en Petroperú y por una adjudicación irregular de un proyecto de ingeniería; *ii*) la renuncia de varios ministros y el nombramiento de nuevos miembros del gabinete considerados “políticos controvertidos”; *iii*) la segunda propuesta de moción para someter a juicio político al presidente Castillo¹⁰, la cual finalmente fue rechazada por el congreso; y *iv*) las protestas desarrolladas en diferentes

¹⁰A comienzos de diciembre de 2021, un grupo de congresistas realizó la primera propuesta de realizar un debate de moción

vías del país a finales de marzo debido a los altos precios del combustible y la inflación. En este contexto, S&P Global recortó en un escalón la calificación crediticia soberana a BBB (moneda extranjera) y BBB+ (moneda local), y la calificación de Petroperú a BB+, mientras que Fitch Ratings degradó la empresa a BBB-.

En Chile, en el marco del proceso de redacción de la nueva Constitución, la aprobación de algunas propuestas por parte de la Convención Constitucional¹¹ no fue bien vista por algunos analistas y políticos, como el expresidente Sebastián Piñera quien manifestó su preocupación por el perfilamiento de la Convención, pues considera que está debilitando aspectos fundamentales como la unidad y el sentido de la nación. Por otra parte, la Cámara de Diputados aprobó tramitar un quinto retiro de los fondos de pensiones.

En el caso de México, hubo incertidumbre económica tras el resultado preliminar del PIB del 4T21 el cual inicialmente mostró que la economía se contrajo por segundo trimestre consecutivo, entrando en una recesión técnica¹² y las preocupaciones de los inversionistas en torno a la iniciativa de reforma impulsada por el presidente Andrés Manuel López Obrador destinada a reforzar el control estatal en el mercado eléctrico¹³. Por último, en Brasil, se destaca las protestas de funcionarios públicos quienes exigían obtener salarios más altos.

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 primer trimestre del año se presentaron entradas netas de USD 11,2 mm, las cuales se dieron principalmente al mercado de deuda (USD 10,4 mm) (*Gráfico 18 y 19*). Estas entradas fueron inferiores a las registradas durante el trimestre pasado (en el 4T21 se reportaron entradas de USD 55,6 mm) y corresponden a las menores entradas netas trimestrales observadas desde el 1T20. De acuerdo con el IIF, la inversión extranjera en acciones y bonos de mercados emergentes recientemente ha estado afectada por una mayor sensibilidad al riesgo por parte de los inversionistas, a medida que aumenta la incertidumbre en relación con el impacto y duración de la guerra, por condiciones monetarias más estrictas a nivel global, mayores presiones inflacionarias y preocupaciones en relación con la recuperación económica de estas economías.

De los flujos observados en el trimestre, Latinoamérica tuvo las mayores entradas netas por un valor de USD 25,9 mm, que se explican por USD 21,7 mm y USD 4,2 mm de entradas al mercado de renta variable y renta fija, respectivamente, mientras que las demás regiones (a excepción de Europa

para someter a juicio al presidente Pedro Castillo. No obstante, la iniciativa fue rechazada por el Congreso.

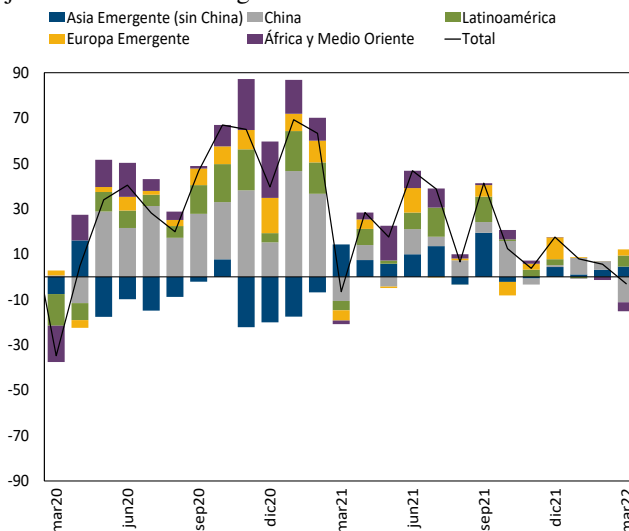
¹¹Entre las propuestas aprobadas se encuentra la iniciativa de norma que reconocerá el dominio pleno del Estado sobre los bienes estratégicos del país (como el cobre, el litio, el oro, la plata, los hidrocarburos, entre otros) y comprende la nacionalización de las empresas de explotación y exploración y una propuesta que obliga al Estado a obtener consentimiento de grupos indígenas para proceder con cualquier proyecto que pueda afectar sus derechos.

¹²Con las cifras finales la economía registró un crecimiento trimestral nulo.

¹³La reforma, que implicaría cambiar la Constitución para favorecer a la empresa eléctrica estatal, la Comisión Federal de Electricidad (CFE), fue impulsada por López Obrador como un asunto de seguridad nacional, al argumentar que los gobiernos anteriores sesgaron el mercado a favor del capital privado.

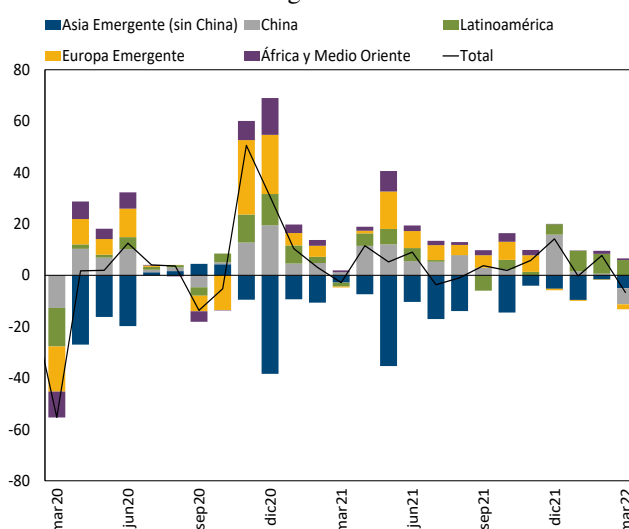
Emergente) registraron salidas netas de capital de portafolio. Se destaca que China presentó las mayores salidas trimestrales desde el 1T16, lo cual según el IIF indicaría que posiblemente los inversionistas extranjeros están reevaluando su exposición y podría empezar a producirse una rotación de preferencias.

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



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

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



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

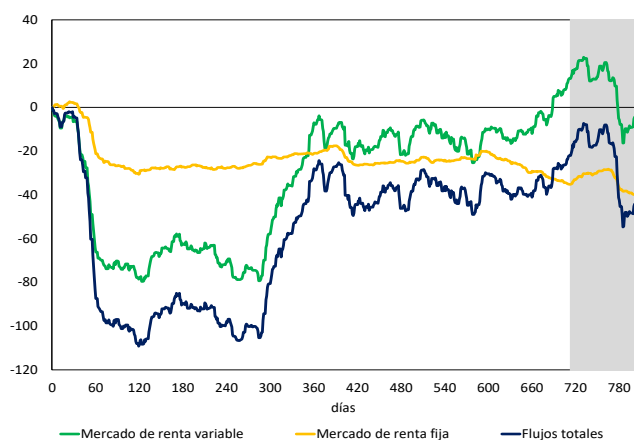
Con la información del IIF desagregada por países¹⁴, para los países de la región se presentaron los siguientes flujos de inversión de portafolio durante enero y febrero: i) Brasil: entradas netas de USD

¹⁴Estas 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

8,0 mm y USD 2,7 mm al mercado accionario y de deuda, respectivamente¹⁵; ii) México: salidas del mercado accionario y mercado de bonos por USD 0,5 mm y USD 0,1 mm, respectivamente¹⁶. En el caso de Chile, únicamente se tiene información para enero: entradas de USD 6,8 mm y USD 0,04 mm al mercado de deuda y mercado accionario, respectivamente. 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 0,85 mm.

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF¹⁷ se observa que en el 1T22 los flujos totalizaron salidas por USD 22,2 mm aproximadamente, explicado principalmente por flujos negativos hacia el mercado de renta variable (USD 17,7 mm), el cual había presentado entradas continuas durante el trimestre pasado. Así, desde el inicio de la pandemia al cierre de marzo de 2022 se han acumulado salidas por un total de USD 44,2 mm (*Gráfico 20*).

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 hasta 801 días después de la fecha que se toma como inicio de la pandemia de Covid-19, 21-ene-20)

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.

¹⁵En Brasil para febrero no se tiene información del mercado de deuda y para marzo se tiene información de entradas por USD 5,7 mm al mercado de renta variable y no hay información disponible para el mercado de renta fija. Con esta información preliminar, durante el 1T22 este país presentó entradas totales por USD 16,4 mm a los mercados de deuda y accionario.

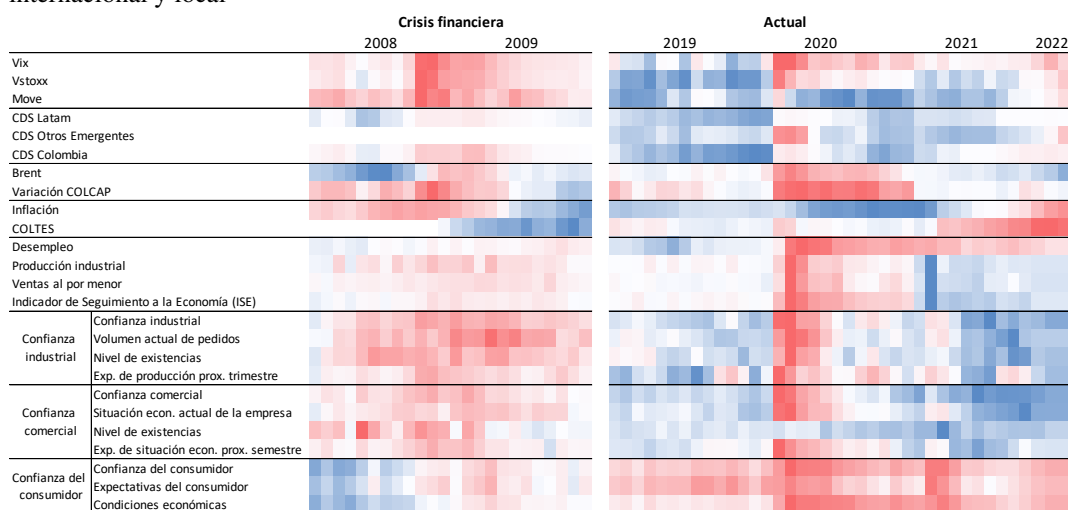
¹⁶En México para marzo se tiene información de salidas de USD 1,6 mm al mercado de renta fija y no hay información disponible para el mercado de renta variable. Con esta información preliminar, durante el 1T22 este país presentó salidas totales por USD 2,3 mm de los mercados de deuda y accionario.

¹⁷Los 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.

4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 1T22, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, pese a la mayor aversión al riesgo a nivel internacional, los CDS y los EMBI presentaron reducciones, asociadas principalmente con los mejores términos de intercambio producto del aumento de los precios del petróleo y el carbón, y la lejanía de Latinoamérica del conflicto en Ucrania. A esto se sumaron las mejores perspectivas de crecimiento económico ante la continuidad de los índices de confianza empresarial en niveles elevados, la publicación de cifras de actividad económica que sorprendieron al mercado durante la mayor parte del trimestre, y los resultados de las últimas encuestas presidenciales, las cuales muestran un empate técnico entre los dos candidatos principales. No obstante, la confianza del consumidor presentó un deterioro importante, posiblemente asociado con la persistencia de las presiones inflacionarias, las cuales se encuentran en niveles históricamente altos (*Gráfico 21*) y han llevado al mercado a descontar una senda de política monetaria más contractiva que la proyectada a inicios del año (ver *Mercado monetario colombiano*). Además, la percepción de riesgo a nivel local también continuará afectada por incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales que se llevarán a cabo durante el segundo trimestre, y asociado con lo anterior, al programa de ajuste que proponga el Gobierno entrante con el fin de corregir los altos niveles de los déficits fiscal y de cuenta corriente.

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



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

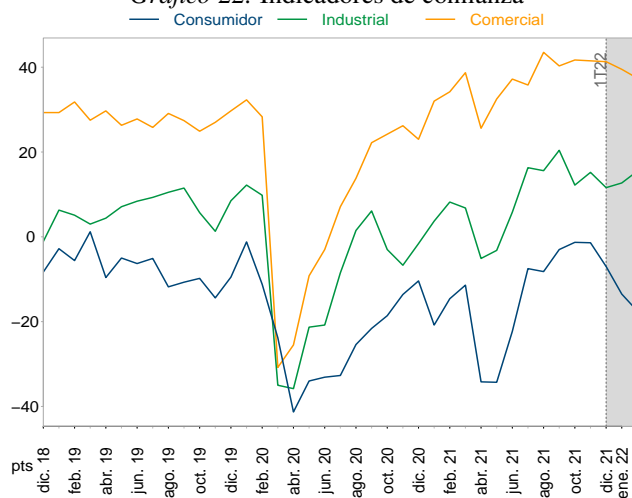
Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

En el *Gráfico 22* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁸. En este se observa un deterioro de la confianza del consumidor desde diciembre,

¹⁸Los 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.

el cual se ha explicado por una percepción más desfavorable de las condiciones económicas, así como por unas expectativas más pesimistas por parte de los consumidores. Asimismo, la confianza comercial ha disminuído durante los últimos meses, aunque se mantiene en niveles históricamente elevados¹⁹. Esta reducción obedece a una percepción menos favorable de la situación actual de la empresa, y en menor medida a un mayor nivel de existencias, el cual ha sido compensado por unas expectativas más optimistas de la situación económica para el próximo semestre. Por último, la confianza industrial ha aumentado durante lo corrido del año y ha mantenido los altos niveles que se han venido evidenciando desde el segundo semestre del 2020. Esta mejora se debe a unas expectativas de mayor producción para el próximo trimestre y un mayor volumen actual de pedidos, lo que se ha visto compensado 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 noviembre, diciembre y enero, que se ubicaron en dos dígitos en su mayoría y evidenciaron una continuación de la recuperación económica tras el choque de la pandemia. La producción manufacturera sorprendió al alza al mercado durante los tres meses (obs nov: 13,9%; esp nov: 10,5% / obs dic: 13,1%; esp dic: 9,2%; / obs ene: 15,1%; esp ene: 11,5%). De manera similar, las ventas al por menor registraron un crecimiento superior al proyectado por los analistas durante diciembre (obs: 15,9% a/a; esp: 12,0%) y enero (obs: 20,9%; esp: 19,1%), pero inferior durante noviembre (obs: 7,4%; esp: 10,8%). Por último, el ISE creció por encima de lo anticipado por los analistas durante noviembre (obs: 9,6% a/a; esp: 8,6%) y diciembre (obs: 11,8%; esp: 9,1%), pero por debajo durante enero (obs: 7,8%; esp: 10,4%).

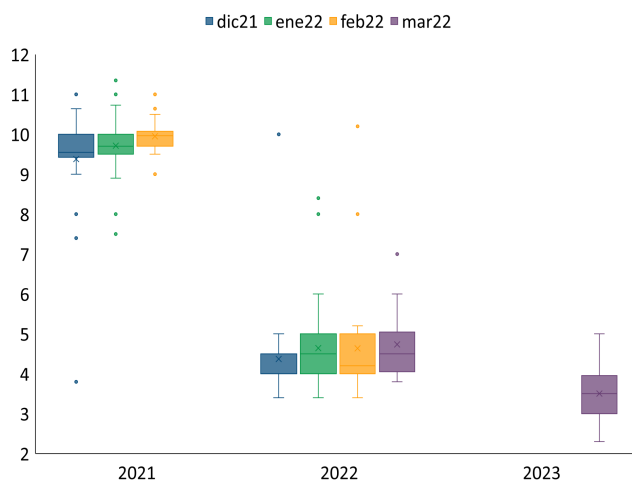
En la Encuesta de Opinión Financiera²⁰ se observó que entre diciembre y febrero, las expectativas de crecimiento de la economía colombiana aumentaron para 2021 de 9,55% a 9,97%. Posteriormente el

¹⁹La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde enero de 1980.

²⁰Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

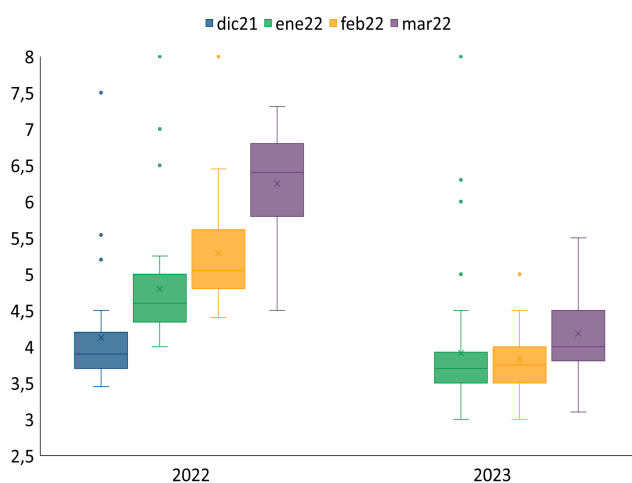
DANE sorprendió al mercado al anunciar que la economía habría crecido 10,6% el año anterior. En cuanto a las expectativas de crecimiento para 2022, estas pasaron de 4,0% en diciembre a 4,5% en marzo. De acuerdo con la encuesta de marzo, los analistas proyectan que la economía crezca 3,5% en 2023 (Gráfico 23). Respecto a las expectativas de inflación, estas también aumentaron durante el trimestre al pasar de 3,9% a 6,4% para 2022, y de 3,7% a 4,0% 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.

Gráfico 24: Expectativas de inflación (EOF)

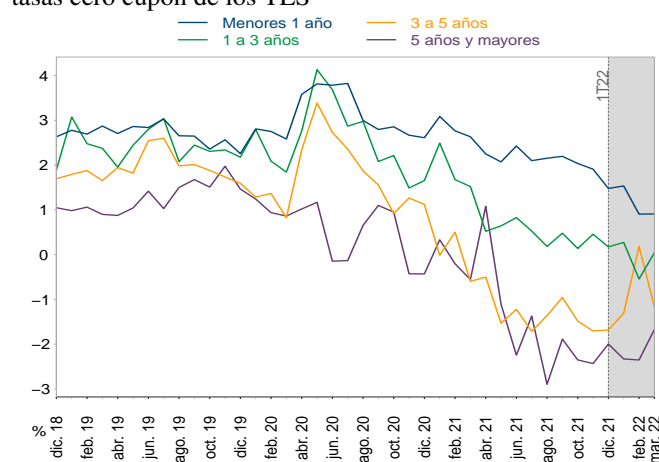


Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Por último, durante el trimestre los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los

TES disminuyeron para los plazos inferiores a tres años²¹. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 1T22, frente al promedio del 4T21, también se observó una reducción para los plazos inferiores a tres años. En general, la reducción del promedio de los *spreads* para los plazos inferiores a tres años se explican por aumentos de las tasas los TES superiores a los aumentos de las tasas de la cartera preferencial, mientras que el aumento del promedio de los *spreads* a más de cinco años se explica por aumentos de las tasas de la cartera preferencial por encima de las de los TES²² (Gráfico 25 y Gráfico 26).

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.

²¹Para plazos inferiores a 1 año: -57 pb, entre 1 y 3 años: -13 pb, entre 3 y 5 años: +51 pb y 5 años o más: +24 pb.

²²Para plazos inferiores a 1 año: -69 pb, entre 1 y 3 años: -33 pb, entre 3 y 5 años: +86 pb y 5 años o más: +148 pb.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 4T21, durante el 1T22 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados (de acuerdo con el DXY²³, el dólar se fortaleció 2,8%) y algunas de las monedas de emergentes. El comportamiento de la moneda puede dividirse en los siguientes dos periodos: *i*) hasta finales de febrero el dólar presentó un comportamiento volátil sin variaciones significativas frente al cierre del año pasado, asociado a los cambios en las expectativas sobre la política monetaria que adoptaría la Reserva Federal, ante datos que acentuaron las expectativas de una política más contractiva y datos que las disminuyeron; y *ii*) tras el comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania (24 de febrero), el dólar se fortaleció y el índice DXY alcanzó su nivel más alto desde mayo de 2020 como consecuencia de los factores mencionados anteriormente (ver *Entorno internacional*) y soportado por mayores expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed (*Cuadro 1 y Gráfico 27*).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	4T 2021	1T 2022	País	4T 2021	1T 2022
Monedas Principales			Asia		
eurozona	2,3%	2,7%	Corea del Sur	0,4 %	1,9%
Gran Bretaña	-0,2%	3,0%	India	0,2%	2,0%
Australia	-0,4%	-2,9%	Hong Kong	0,2%	0,5%
Nueva Zelanda	1,0%	-1,7%	China	-1,1%	-0,3%
Canadá	0,5%	-1,0%	Malasia	-0,2%	0,9%
Suecia	3,2%	3,8%	Tailandia	-1,0%	0,2%
Suiza	-1,9%	1,0%	Indonesia	-0,3%	0,7%
Japón	3,4%	5,8%	1/ADXY	-0,5%	0,7%
Latinoamérica			Otros		
Colombia	4,3%	-5,6%	Islandia	-0,1%	-1,2%
Brasil	2,3%	-14,9%	Rusia	2,6%	8,1%
México	-0,9%	-3,2%	Polonia	1,9%	4,1%
Argentina	4,1%	8,0%	Turquía	47,9%	10,3%
Perú	-3,5%	-8,0%	Israel	-3,5%	2,8%
Chile	5,0%	-7,7%	Sudáfrica	5,7%	-8,3%
1/LACI	1,4%	-7,5%			

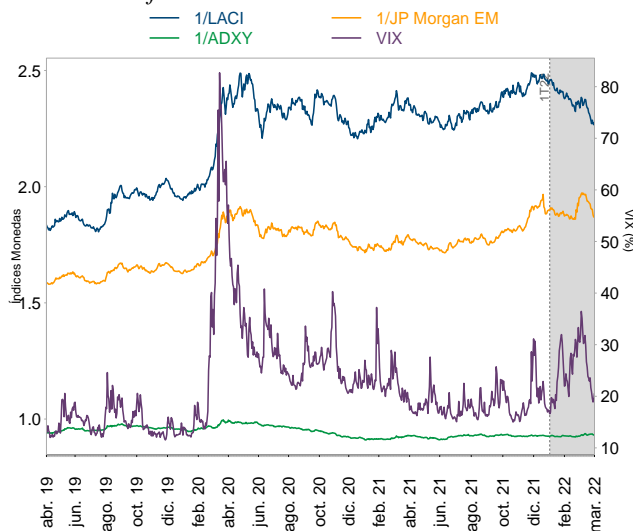
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

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.

²³Índice 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%.

Gráfico 27: VIX vs 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.

Las monedas de países emergentes presentaron un comportamiento mixto. Algunas se debilitaron ante el fortalecimiento del dólar y se vieron presionadas además por factores idiosincráticos, destacándose el debilitamiento del rublo ruso (8,1%), debido a las sanciones impuestas a Rusia y al recorte de la calificación crediticia del país, ante una mayor probabilidad de impago. Por su parte, la mayoría de las tasas de cambio en Latinoamérica se apreciaron a diferencia de lo observado en la mayoría de los países avanzados y algunos países emergentes. Lo anterior como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas como el petróleo y el cobre, la lejanía geográfica y comercial de la región respecto a la zona del conflicto y factores locales. De esa forma, el Latam Currency Index (LACI²⁴) reflejó una apreciación de 7,5% de sus canastas de monedas frente al dólar durante el trimestre (Gráfico 28).

En la región se apreciaron: el real brasileño (14,9%), el sol peruano (8,0%), el peso chileno (7,7%), el peso colombiano (5,6%²⁵) y el peso mexicano (3,2%). A continuación, se presentan los principales factores idiosincráticos que influyeron en el comportamiento de las monedas de la región:

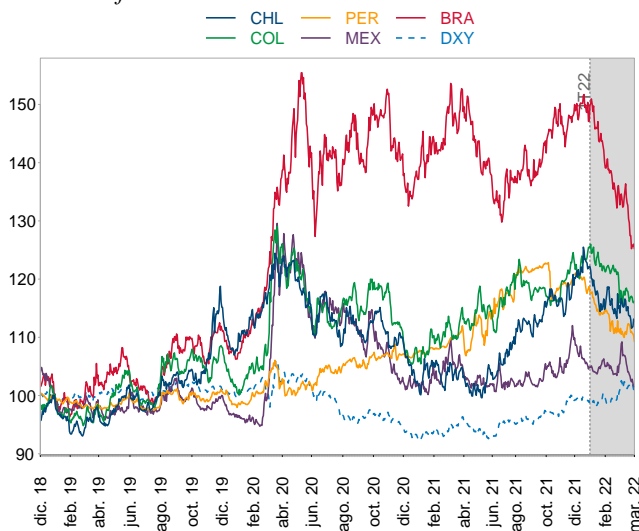
El real brasileño registró la mayor apreciación de la región (14,9%) y alcanzó su nivel más fuerte frente al dólar desde el inicio de la pandemia en marzo de 2020²⁶. Durante el periodo de análisis la moneda estuvo favorecida por las declaraciones del expresidente Luiz Inacio Lula da Silva sobre una alianza con

²⁴El índice recoge el comportamiento de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar, en paréntesis se muestra la participación de cada moneda en el índice: el real brasileño (33%), el peso mexicano (33%), el peso chileno (12%), el peso argentino (10%), el peso colombiano (7%) y el sol peruano (5%).

²⁵Esta 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 apreciación de 7,3%.

²⁶4,74 reales por dólar, el 31 de marzo de 2022.

Gráfico 28: Tasas de cambio de Latinoamérica



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

políticos de centro para las elecciones presidenciales de este año, las expectativas relacionadas con la posibilidad que el Banco Central de Brasil (BCB) continúe con sus alzas agresivas de tasas de interés²⁷ y flujos de divisas de inversionistas que buscaban altas rentabilidades finalizando el trimestre.

El fortalecimiento del sol peruano estuvo respaldado por algunos datos económicos favorables²⁸, mayores precios del cobre, monetizaciones de agentes para el pago de impuestos locales (a finales de marzo) y algunos periodos con un escenario político local menos turbulento. Esto último, luego de: *i*) la reanudación de la producción de cobre en la mina Las Bambas; *ii*) la conformación de un nuevo gabinete, el cual ha mostrado el interés de tener relaciones cordiales con el Congreso²⁹; y *iii*) declaraciones del nuevo primer ministro, Aníbal Torres, que generaron tranquilidad a los inversionistas³⁰. No obstante, también hubo episodios de alta incertidumbre política en el país que contuvieron la apreciación de la moneda (ver *Entorno internacional*).

En cuanto al peso chileno, la moneda estuvo soportada por: *i*) las menores preocupaciones de los

²⁷Estas expectativas estuvieron respaldadas por: *i*) declaraciones del presidente del emisor, Roberto Campos Neto, quien afirmó que la entidad ha adoptado un lenguaje fuerte y tiene suficientes instrumentos para combatir la inflación; y *ii*) incrementos de las expectativas de inflación, medidas a través de la encuesta Focus del Banco Central (en la encuesta de la última semana de marzo estas expectativas se ubicaron en 6,86% (ant 6,59%) y 3,80% (ant 3,75%) para 2022 y 2023, respectivamente).

²⁸Como ingresos tributarios del país en máximos de 7 años. El país reportó que los ingresos fiscales fueron equivalentes al 16,1% del PIB el año pasado, en medio de una fuerte recuperación económica y mayores ingresos por sus exportaciones principalmente de cobre.

²⁹A inicios de marzo, por votación el Congreso respaldó el gabinete de ministros del presidente, Pedro Castillo. Este corresponde al cuarto gabinete en seis meses de gobierno.

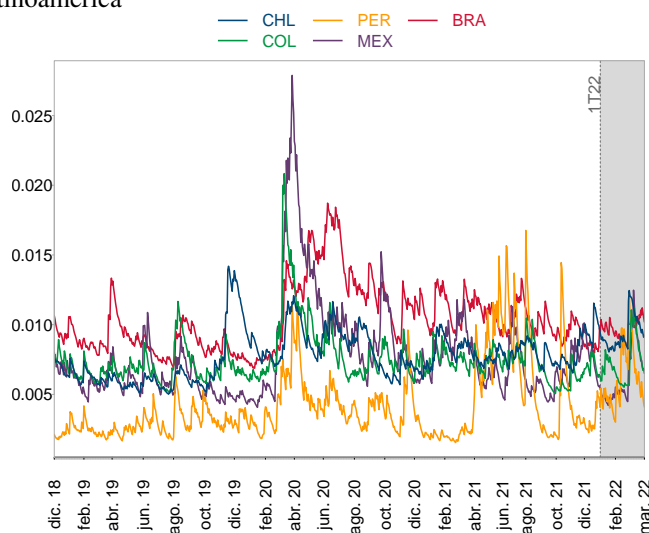
³⁰Aníbal Torres realizó declaraciones en relación con su compromiso con seguir políticas de libre mercado y flexibilizar las restricciones que se impusieron por la pandemia con el objetivo de reabrir la economía.

inversionistas, dada la moderación del discurso del actual presidente Gabriel Boric y las especulaciones en relación con el nombramiento de un ministro de Hacienda de centro-izquierda, lo cual en efecto sucedió con la designación del ex Gobernador del Banco Central de Chile (BCCh) Mario Marcel; *ii*) el incremento en los precios del cobre; y *iii*) la expectativa de que el BCCh continúe con una política monetaria contractiva y las especulaciones iniciales de que el banco podría realizar una reunión de emergencia para elevar las tasas de interés antes de su junta del 29 de marzo dadas las presiones inflacionarias³¹.

Finalmente, el peso mexicano presentó una alta volatilidad en medio de factores mixtos. El comportamiento de la moneda estuvo explicado principalmente por el desempeño del dólar y por: *i*) las preocupaciones de los inversionistas en el frente inflacionario ante el aumento de los precios de las materias primas; y *ii*) la posibilidad de nuevos incrementos de tasas por parte del Banco Central de México (Banxico).

Con respecto al promedio registrado en el 4T21, en el 1T22 la volatilidad condicional promedio aumentó para la mayoría de monedas de los países de la región analizadas, a excepción del peso mexicano. Durante el trimestre, el peso chileno presentó en promedio la mayor volatilidad y alcanzó su nivel más alto desde diciembre de 2019, seguido por el real brasileño, el peso colombiano, el sol peruano y el peso mexicano (Gráfico 29).

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



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: DOAM

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 a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD

³¹Sin embargo, a mediados de febrero la nueva presidenta del Banco Central, Rosanna Costa, descartó que se estuviese planeando una reunión de emergencia para aumentar las tasas.

17.132 m y entregó liquidez a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 1.000 m (*Cuadro 2*).

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**** (A+D)</i>
2021	-11.982	4.900	0	-21.748	-33.730
Ene	0	0	0	-17.053	-17.053
Feb	0	1.000	0	-2.332	-2.332
Mar	0	0	0	2.253	2.253
1T22	0	1.000	0	-17.132	-17.132

Fuente: Página web del BCB. Cifras en USD m, con información al 18 de marzo. 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 371 m y tuvo una posición compradora de dólares a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto de USD 518 m y a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 82 m (*Cuadro 4*).

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*)³². Adicionalmente, en febrero tuvo vencimientos por un monto de USD 50 m, correspondientes a lo adjudicado en la subasta del programa de crédito en dólares que se llevó a cabo en noviembre de 2021 (*Cuadro 5*). Finalmente, el Banco de la República y el BCCh no realizaron operaciones de intervención en el mercado cambiario (*Cuadro 3, Cuadro 6*).

5.2 Mercado cambiario colombiano

En cuanto al mercado cambiario local, el peso colombiano se apreció un 5,6%³³ durante el 1T22 en línea con el comportamiento de la mayoría de sus pares de la región y la dinámica de los precios del petróleo

³²Cuando inició el programa en 2017, el Banxico anunció que renovaría 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.

³³Esta 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 apreciación de 7,3%.

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

	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>FX Repos (B)*</i>	<i>Venta Forward NDF (C)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+C)</i>
2021	7.440	0	0	7.440
Ene	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0
Mar	0	0	0	0
1T22	0	0	0	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.
*El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

Cuadro 4: 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
Ene	-172	-254	87	0	-340
Feb	-105	-619	-56	0	-781
Mar	-94	1.392	52	0	1.350
1T22	-371	518	82	0	229

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimiento 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.

(correlación de -0,91, mayor correlación negativa desde el 4T20³⁴). De acuerdo con agentes del mercado, el comportamiento del peso se explicó principalmente por: *i*) el aumento de los precios del crudo; *ii*) la presencia de flujos de oferta de divisas relacionados con las OPA de Grupo Sura y Nutresa y con pagos de impuestos de grandes contribuyentes; *iii*) la oferta de dólares de los agentes extranjeros en el mercado de contado y a futuro; y *iv*) el anuncio del Gobierno de un alza en la expectativa de crecimiento del país para 2022, acompañado de una disminución en la meta de déficit fiscal³⁵. No obstante, la apreciación pudo estar contenida por la incertidumbre política dadas las elecciones legislativas y las próximas elecciones presidenciales (Gráfico 30).

³⁴Correlación entre el peso colombiano y el precio del petróleo Brent: 4T20: -0,92; 1T21: 0,59; 2T21: 0,30; 3T21: -0,36; 4T21: -0,74; 1T22: -0,91.

³⁵En el nuevo plan financiero para 2022, la proyección de crecimiento del PIB en 2022 se ubica en 5% (ant: 4,3%) y el déficit fiscal como porcentaje del PIB para 2022 se estima en 6,2% (ant: 7%).

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banxico

	<i>Compras netas de contado (A)*</i>	<i>Subasta de opciones put (B)</i>	<i>Venta forward NDF(C)*</i>	<i>Subasta de crédito en USD (D)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)</i>
2021	0	0	0	1.080	0
Ene	0	0	0	0	0
Feb	0	0	0	50	0
Mar	0	0	0	0	0
1T22	0	0	0	50	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m.

*El Banxico las denomina subastas de coberturas cambiarias y solo se tienen en cuenta las subastas iniciales del programa, no incluye vencimientos ni renovaciones.

**Los recursos provienen de la línea swap que estableció el BCM con la Fed el 19 de marzo de 2020 por hasta USD 60.000 m, por lo que no altera el nivel de reservas.

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	<i>Compras netas de contado (Gobierno) (A)</i>	<i>Subasta de opciones put (B)</i>	<i>Venta forward NDF (C)</i>	<i>FX-repos* (D)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)</i>
2021	0	0	91	0	91
Ene	0	0	0	0	0
Feb	0	0	0	0	0
Mar	0	0	0	0	0
1T22	0	0	0	0	0

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m.

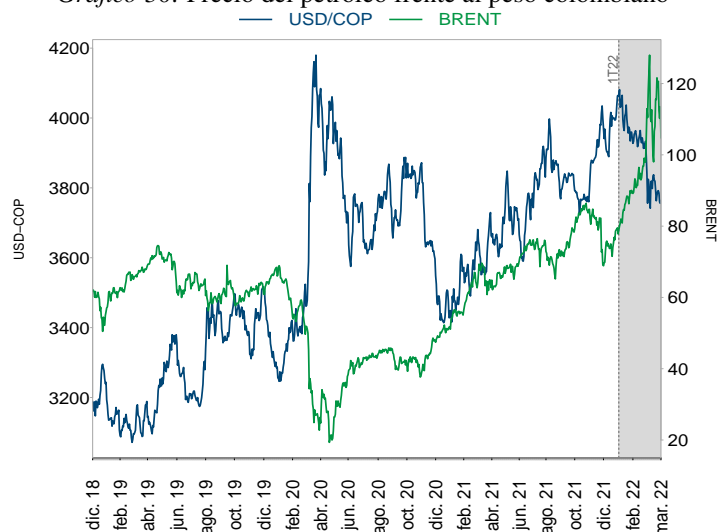
Nota: Tiene en cuenta vencimientos y renovaciones.

*El Banrep se refiere a este instrumento como *FX-Swap*. Estos instrumentos alteran temporalmente el nivel de reservas internacionales.

Al analizar las operaciones negociadas en el mercado cambiario local durante el 1T22, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar³⁶ (USD 1.627 m) aumentó frente al observado durante el 4T21 (USD 1.453 m). Las negociaciones en el mercado spot entre IMC se ubicaron en promedio en USD 1.221 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 406 m y han sido las más altas desde el segundo trimestre de 2015. Así mismo, el monto promedio diario negociado en el mercado forward peso-dólar (USD 3.165 m) aumentó frente al observado durante el trimestre anterior (USD 2.684 m) y alcanzó un nuevo máximo desde que se tiene historia (primer trimestre de 1997).

³⁶Incluye 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, Datalicense y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

Por su parte, en el mercado *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio mensual negociado en estos contratos en el 1T22 (USD 5.868 m) aumentó respecto al trimestre anterior y al mismo periodo un año atrás³⁷.

En este mismo periodo, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron de USD 29,4 mm en el 4T21 a USD 33,8 mm en el 1T22. En relación con el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados, se negociaron en total 124.024 futuros de TRM³⁸ (83.431 contratos en el 4T21), por un monto total de USD 6.201 m. Respecto a los mini futuros de TRM³⁹, se negociaron un total de 10.631 contratos (10.796 contratos en el 4T21), por un monto total de USD 53,2 m y se negociaron 634 contratos de opciones de TRM (265 contratos en el 4T21) (Gráfico 31).

Adicionalmente, durante el 1T22 el saldo de compra de los agentes extranjeros en el mercado *forward*⁴⁰ peso-dólar disminuyó, debido principalmente a los importantes vencimientos de *forwards* de compra y a las operaciones pactadas de *forwards* de venta con los IMC. Lo anterior resultó en una disminución en la posición de los extranjeros con los IMC, la cual se ubicó en su nivel más bajo desde que inició la pandemia del Covid-19 (marzo de 2020). Por su parte, el saldo de venta de los fondos de pensiones y

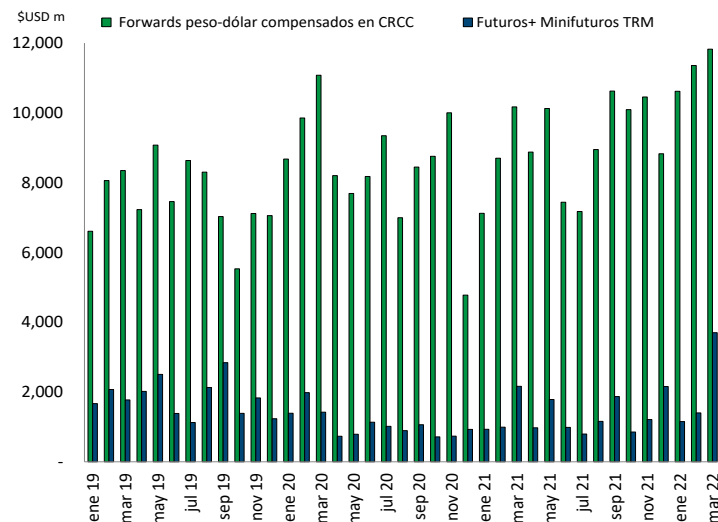
³⁷Promedios mensuales 4T21: USD 4.848 m, 1T21: USD 4.987 m. Fuente: Bloomberg, Datalicense con los datos difundidos por la *Depositary Trust & Clearing Corporation*.

³⁸Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

³⁹Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

⁴⁰El 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.

cesantías⁴¹ permaneció estable durante el periodo, aunque alcanzó un nuevo máximo histórico ⁴².

Por otra parte, en el trimestre la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teórica⁴³ disminuyó, influenciada por la oferta *forward* de los inversionistas extranjeros. El promedio mensual se ubicó en enero en 1,01%, en febrero en 0,41% y en marzo en 0,34% (Gráfico 32).

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴⁴, en el 1T22 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 2.523 m, de los cuales USD 2.529

⁴¹El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

⁴²El 25 de febrero de 2022 el saldo de venta de los fondos de pensiones y cesantías en el mercado *forward* peso-dólar alcanzó un nivel de -USD 19.913 m.

⁴³Se 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

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

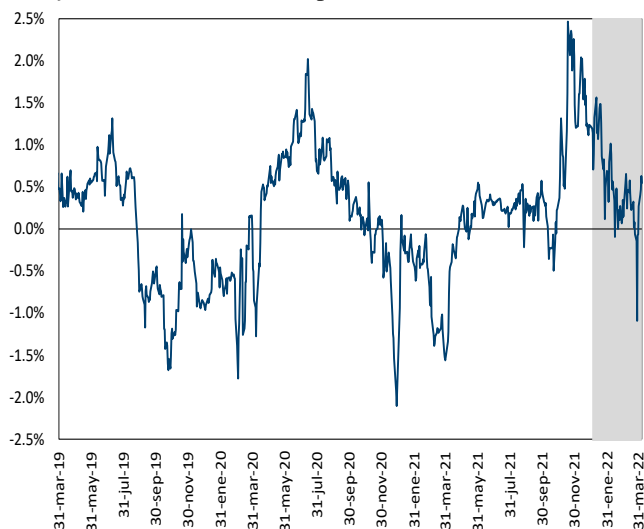
El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

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

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.

⁴⁴La 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, Datalicence y Banrep, cálculos DOAM.
*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 6 m a egresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 3.101 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 7.305 m y reintegros netos de capital oficial por USD 901 m y por otras operaciones especiales por USD 3.303 m.

En la cuenta de capital privado (-USD 7.305 m) en el trimestre se presentaron ingresos de divisas por: *i*) inversión extranjera directa neta por USD 2.054 m⁴⁵, *ii*) por inversión extranjera de portafolio neta por USD 454 m⁴⁶ y *iii*) por préstamo neto por USD 726 m, mientras que se observaron salidas netas de divisas por operaciones especiales del sector privado por USD 10.539 m⁴⁷.

Frente a los flujos presentados en el 4T21, se destacan los ingresos por inversión extranjera de portafolio en Colombia (4T21: salidas por USD 1.789 m, 1T22: entradas por USD 454 m) y los menores ingresos de divisas por reintegros netos del capital oficial (4T21 USD 6.668 m, 1T22: USD 901 m).

6 Mercado monetario y renta fija

⁴⁵Inversión extranjera directa en Colombia (USD 2.258 m) menos inversión directa de colombianos en el exterior (USD 204 m).

⁴⁶Entradas por inversión extranjera de portafolio en Colombia (USD 843 m) y salidas por inversión de portafolio de colombianos en el exterior (USD 389 m).

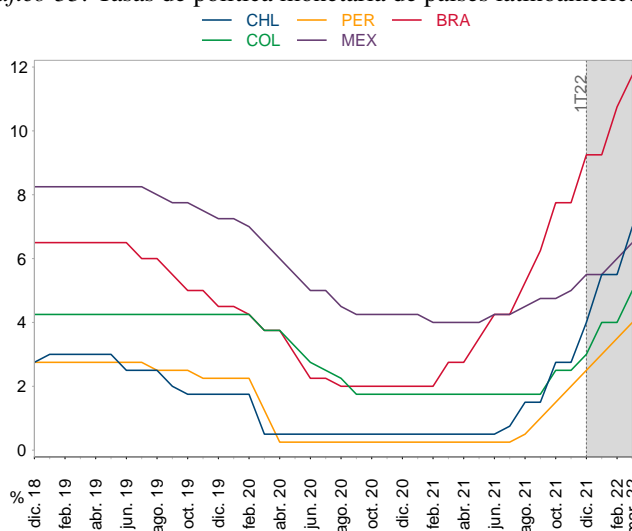
⁴⁷Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 1T22, los bancos centrales de la región continuaron con el aumento de sus tasas de política monetaria para hacer frente a las presiones inflacionarias en medio de un escenario de mayor incertidumbre dado el conflicto entre Rusia y Ucrania. En lo corrido del trimestre, el BCB aumentó en 250 pb su TPM debido al aumento de la inflación, la crisis de los precios de los combustibles y las medidas tomadas por el Gobierno para hacer frente a esta situación, lo que podría generar un costo fiscal importante, señalando que el ciclo de ajustes de tasa de política monetaria se encuentra pronto a finalizar, sin embargo, dado el continuo aumento de la inflación se podría prolongar el ciclo de alzas.

Por su parte, el BCCh sorprendió al mercado al aumentar de forma agresiva su TPM en 150 pb en el mes de enero (esp: 125 pb). Así mismo, realizó un aumento de 150 pb acorde con lo esperado por el mercado durante la reunión de marzo, señalando que los próximos aumentos de tasas se realizarían en menor proporción dependiendo de la evolución de los escenarios macroeconómicos. Finalmente, los Bancos Centrales de Perú y México han realizado aumentos más moderados de su TPM mantenido una postura *hawkish*, dichos aumentos fueron de 150 pb y 100 pb, respectivamente (*Gráfico 33* y *Cuadro 7*).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

A nivel local, la Junta Directiva del Banrep (JDBR) aumentó la tasa de política en 100 pb durante la reunión de enero por encima de las expectativas del mercado (esp: 75 pb). De igual manera durante la reunión de marzo la JDBR aumentó la TPM en 100 pb, sin embargo, en esta ocasión por debajo de las expectativas del mercado (esp: 150 pb). Durante esta última reunión, cinco de los miembros de la JDBR votaron por un aumento de 100 pb mientras que los dos miembros restantes votaron por un aumento de 150 pb. De acuerdo con el comunicado del Banrep, esta decisión tomo en consideración que:

- En los primeros dos meses del año la inflación al consumidor mantuvo su tendencia alcista y

Cuadro 7: Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a marzo de 2022

País	Variación 1T22*	TPM Mar-22**
COL	200	4,00%
BRL	250	11,75%
MEX	100	6,50%
PER	150	4,00%
CHL	300	7,00%

Fuente: Bloomberg, Datalicence.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de diciembre de 2021 y el 31 de marzo de 2022.

** Nivel al cierre de marzo de 2022.

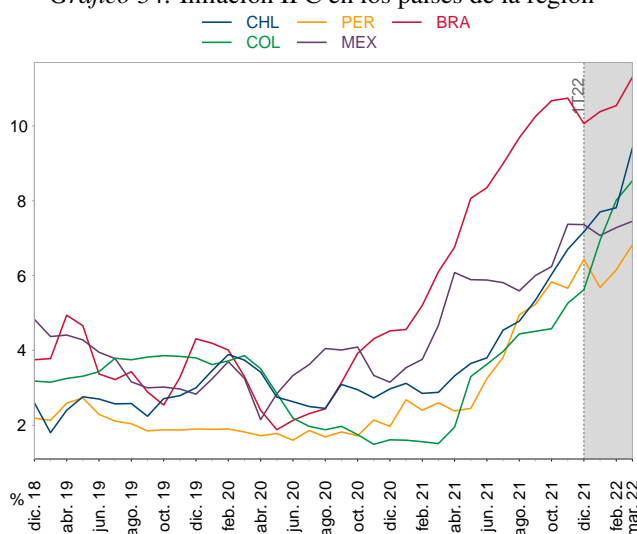
registró en febrero una variación anual de 8,01%, superior a la observada en diciembre de 2021 (5,62%). Los alimentos y los regulados continuaron ejerciendo presiones sobre el índice de precios, con variaciones anuales en febrero de 23,3% y 8,91% respectivamente. La inflación sin alimentos ni regulados aumentó de 2,49% en diciembre del año anterior a 4,11% anual en febrero.

- Las expectativas de inflación han continuado aumentando para el corto plazo como lo mostró la encuesta mensual del Banco de la República. En ella los analistas económicos tuvieron, en la mediana, respuestas de una expectativa de inflación total de 6,42% para 2022 (4,48% en la encuesta de enero) y de 3,83% para 2023 (3,50% en la encuesta de enero). Los efectos acumulados de los choques recibidos se han visto también traducidos en un aumento de las diferentes medidas de expectativas de inflación a mediano plazo. En el caso de las medidas derivadas de los mercados financieros, entre enero y marzo las expectativas de inflación BEI (descontando primas de liquidez y de riesgo de inflación) aumentaron de 3,68% a 4,57% y de 3,65% a 4,14% para los plazos de 2 y 5 años respectivamente.
- Los indicadores disponibles muestran que la actividad económica mantiene el impulso que traía del año anterior. Mientras que el indicador de seguimiento económico (ISE) para enero señaló un crecimiento anual del 7,8%, la encuesta mensual de industria y comercio mostró que la actividad manufacturera presentó en enero una expansión anual del 15,1%, y las ventas reales del comercio minorista se incrementaron en 20,9%. De otra parte, la tasa de desempleo en el total nacional bajó de 15,5% en febrero de 2021 a 12,9% en febrero de 2022. En este contexto, el equipo técnico revisó al alza su pronóstico de crecimiento para 2022 de 4,3% a 4,7%. Esta revisión implica en los modelos del equipo técnico que los excesos de capacidad productiva continuarían reduciéndose a un ritmo más rápido de lo previsto, especialmente si el producto potencial de la economía ha sido afectado por el rezago de la inversión y los fuertes choques de oferta.

Frente al comportamiento de la inflación, esta ha continuado al alza 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 invasión de Rusia a Ucrania lo que podría generar presiones inflacionarias adicionales sobre diferentes materias primas. En el caso de Colombia la inflación aumentó del 5,62% registrado en diciembre de 2021 al 8,53% observado en marzo de

2022, ubicándose en cada uno de los meses del 1T22 por encima de lo esperado por el mercado, este comportamiento estuvo asociado al aumento de los precios de los alimentos y de la energía. 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 7,45%, en Perú cerró en 6,82% el mayor dato en 24 años en un contexto de huelgas de camioneros y agricultores que esta afectando al alza los precios de los alimentos. En cuanto a Chile la inflación cerró a marzo en 9,41% la más alta en 13 años, por último, en Brasil la inflación se aceleró más de lo esperado en marzo ubicándose en 11,3% siendo el país con el mayor dato de la región (Gráfico 34 y Cuadro 8).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2022

País	Dic 2021	Mar 2022	Rango meta 2022*
COL	5,62%	8,53%	2,00 % - 4,00%
BRA	10,06%	11,30%	2,25% - 5,25%
CHL	7,2%	9,41%	2,00% - 4,00%
MEX	7,36%	7,45%	2,00% - 4,00%
PER	6,43%	6,82%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg, Datalicence y bancos centrales de la región.

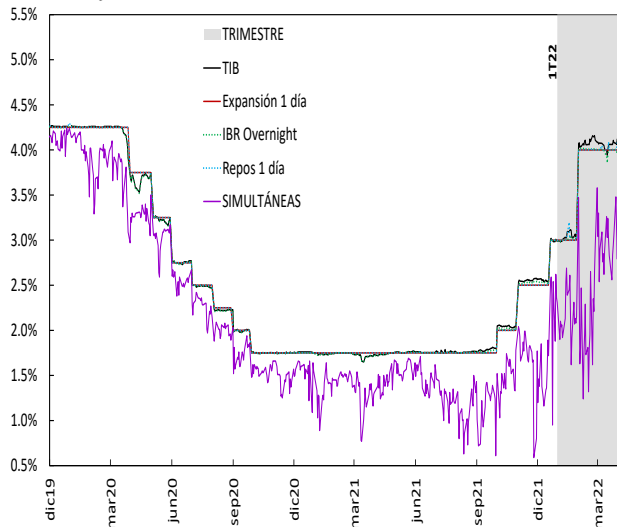
* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 1T22 el promedio de la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron ligeramente por encima de la tasa de referencia, lo cual se atribuyó a: *i*) el alto saldo que la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional (DGCPN) mantuvo durante el 1T22 en el Banrep; y *ii*)

según algunas entidades a que la liquidez destinada al pago de las OPAs de Sura y Nutresa no estaba circulando en el sistema (*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 1T22 la posición del Banrep con el sistema financiero ha sido acreedora⁴⁸. En este periodo, el promedio diario de la posición neta del Banrep se ubicó en COP 12.970 mm cifra inferior al promedio diario observado durante el 4T21 (COP 18.411 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 3 de febrero de 2022, momento en el cual se registró un nivel de COP 21.605 mm. Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 5.273 mm (*Gráfico 36*).

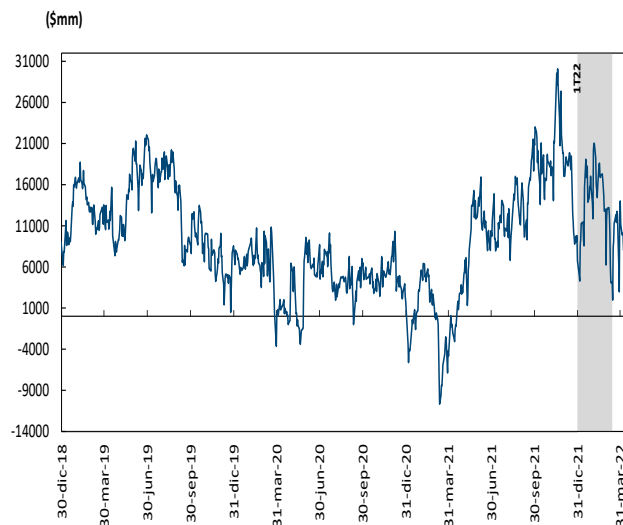
Durante el trimestre el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banrep se ubicó en COP 21.621 mm cifra inferior al promedio observado durante el 4T21 (COP 33.165 mm) (*Gráfico 37*), lo cual estuvo asociado a mayores transferencias y pagos de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública que hizo el gobierno durante el trimestre.

Al analizar las operaciones COP – OIS⁴⁹ negociadas en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el

⁴⁸Generalmente 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.

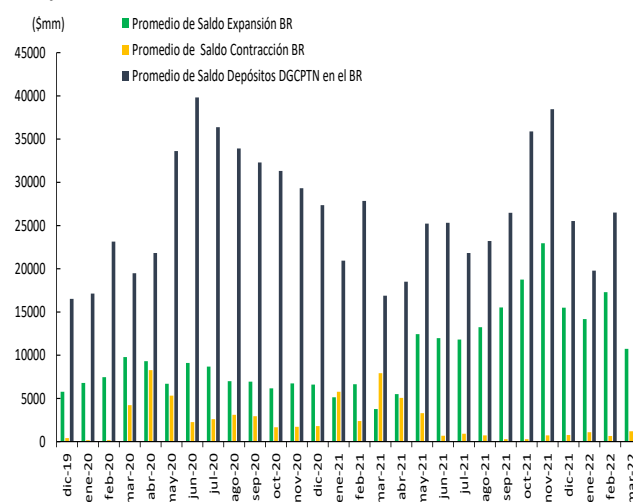
⁴⁹El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight compuesta). La máxima duración de este contrato es de 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

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



Fuente: Banrep.

Gráfico 37: Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021



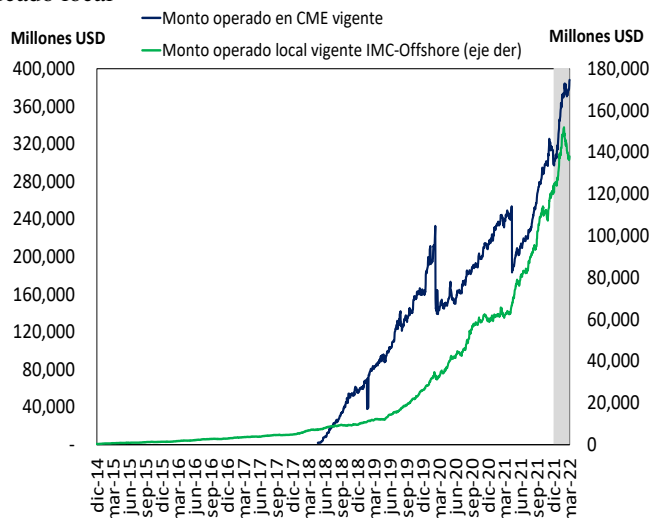
Fuente: Banrep.

Nota: Información al 31 de diciembre de 2021. 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 3.298 m, cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 4T21 (USD 2.581 m).

El monto operado vigente en este tipo de operaciones aumentó durante el trimestre y alcanzó un nuevo máximo histórico el 31 de marzo (USD 388.047 m). Así mismo, el monto operado vigente de swaps IBR

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



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

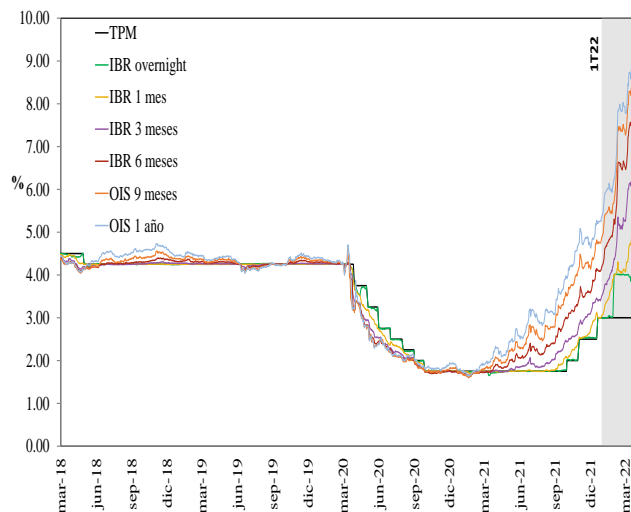
A partir del 1 de enero de 2021 se incorpora la información reportada por los Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas al Banrep, esta información se actualizó con las operaciones vigentes desde el 19 de junio de 2020. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de 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.

que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior continuó aumentando y al 31 de marzo alcanzó los USD 146.246 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 1T22 las tasas IBR O/N y a plazo de 1, 3 y 6 meses tuvieron variaciones de 102 pb, 242 pb, 284 pb y 346 pb, respectivamente. A su vez, las tasas OIS de 9 meses y un año variaron 330 pb y 316 pb, en su orden. De esta manera, al 31 de marzo 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 4,01%, 5,47%, 6,35%, 7,65%, 8,17% y 8,52%, respectivamente. Lo anterior reflejó expectativas de una postura más *hawkish* por parte del Banrep, lo cual estuvo asociado a las mayores presiones inflacionarias en Colombia, las mejores perspectivas de crecimiento económico, un retiro del estímulo monetario más acelerado por parte de la FED y, de acuerdo con algunos analistas, las decisiones de política monetaria de los bancos centrales de la región. Finalmente, en la última semana de marzo la tasa IBR a 6 meses y las tasas OIS tocaron máximos históricos, sin embargo, después de que la JDBR subiera la TPM por debajo de lo esperado, estas tasas cayeron ante expectativas de una moderación en el incremento de la TPM por parte del Banrep.

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

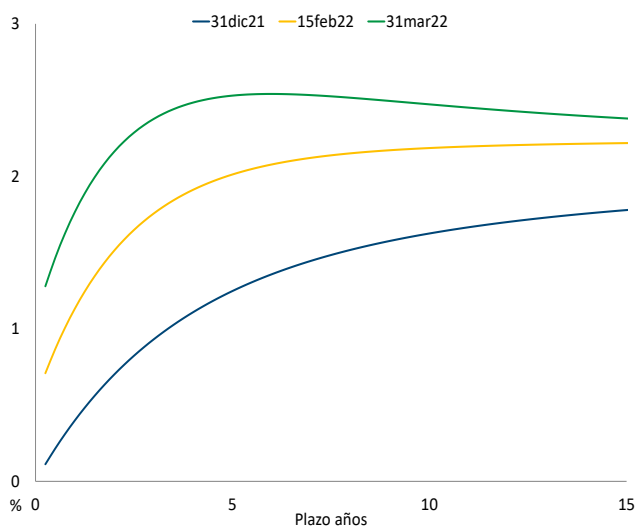
6.3.1 Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

Durante el 1T22, la curva de EE.UU. presentó un aplanamiento ante mayores aumentos de las tasas en el tramo corto frente a los demás tramos. Las desvalorizaciones del tramo corto se explicaron por: *i*) las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva por parte de la FED, ante mayores expectativas de inflación, debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, *ii*) la rápida recuperación del mercado laboral y *iii*) los comentarios de algunos miembros del Comité Federal de Mercado Abierto⁵⁰ a favor de un ritmo más acelerado de aumentos de tasas. Por su parte, las desvalorizaciones del tramo largo se explicaron por unas expectativas de mayor inflación y de reducción más acelerada de la hoja de balance (Gráfico 40).

Así mismo, durante el 1T22 los títulos de deuda pública de la región presentaron desvalorizaciones del tramo corto ante las expectativas de una senda de política monetaria más contractiva en cada uno de los países de la región, mientras que los títulos de los tramos largos presentaron desvalorizaciones en línea con el desempeño de los Tesoros en EE.UU. Adicionalmente, las desvalorizaciones de los títulos chilenos estuvieron asociadas por el trámite en el Congreso de un quinto retiro de ahorros de los fondos de pensiones.

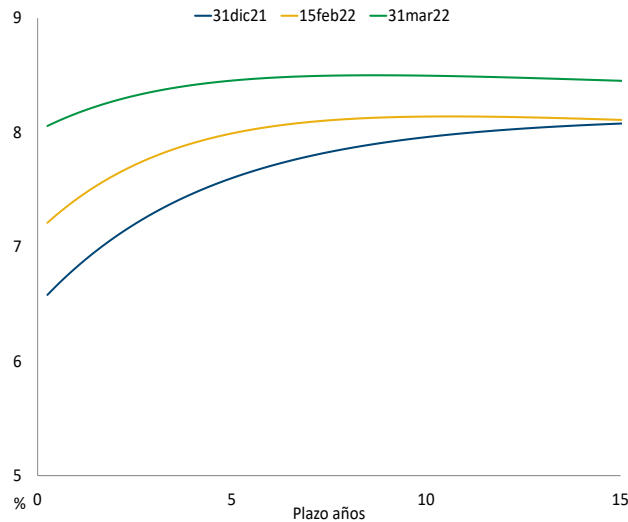
⁵⁰FOMC, por sus siglas en inglés

Gráfico 40: Curva cero cupón de EE.UU.



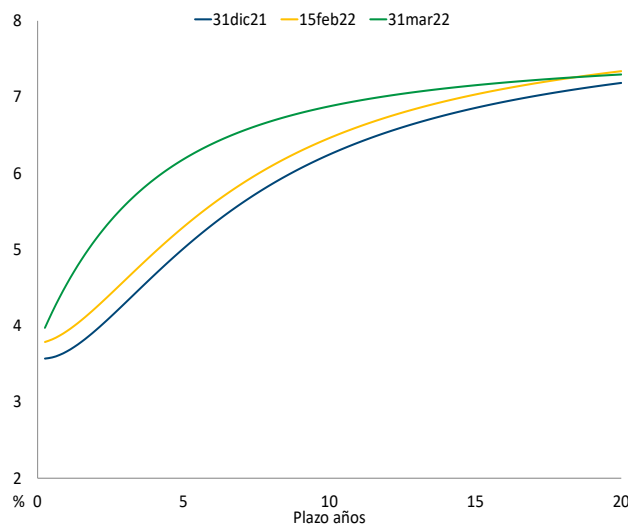
Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

Gráfico 41: Curva cero cupón de México.



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

Gráfico 42: Curva cero cupón de Perú.



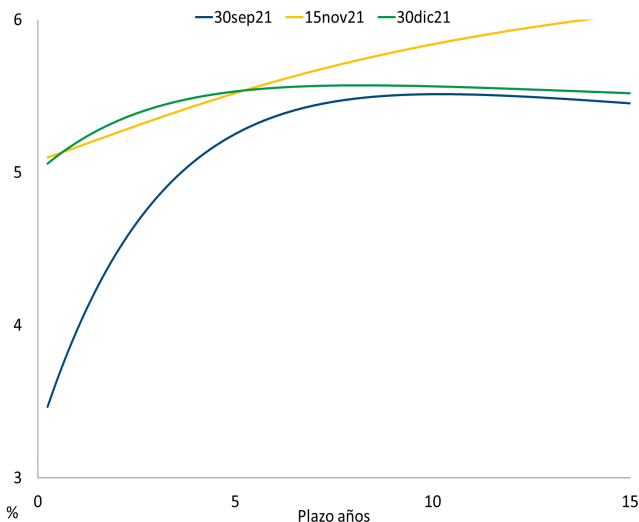
Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

6.3.2 Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de diciembre de 2021 y el 31 de marzo de 2022 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 397,8 billones (b) a COP 415,2 b. A continuación, se describen algunos de los principales eventos del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

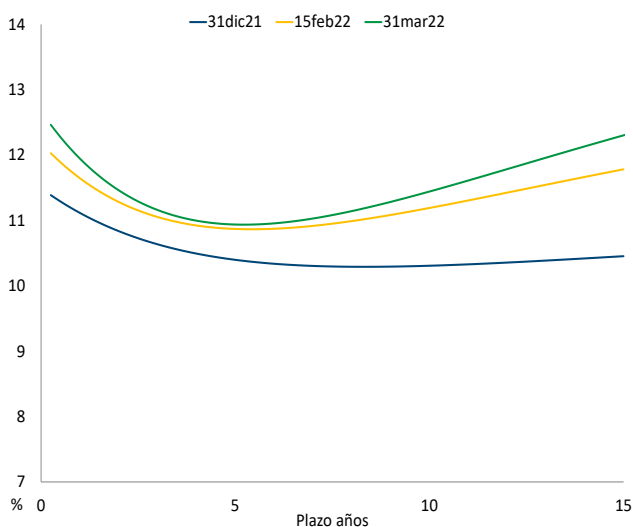
- El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) presentó el 04 de febrero, el cierre fiscal preliminar de 2021 y el Plan Financiero para 2022 en el que resaltó el mejor desempeño de

Gráfico 43: Curva cero cupón de Chile.



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

Gráfico 44: Curva cero cupón de Brasil.



Fuente: Bloomberg, Datalicense. Cálculos: Banrep.

la economía colombiana durante 2021 y los mejores resultados fiscales. De acuerdo con cifras preliminares, el déficit fiscal de 2021 habría cerrado en 7,1% del PIB, dato inferior al estimado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (8,6% del PIB). Este mejor resultado también repercutió en un nivel menor de deuda bruta para 2021 (63,8% del PIB). Para 2022, el MHCP estima un déficit fiscal de 6,2% del PIB, inferior en 0,8% frente al Marco Fiscal y una caída de la deuda bruta del Gobierno Nacional Central hasta 62,7% del PIB.

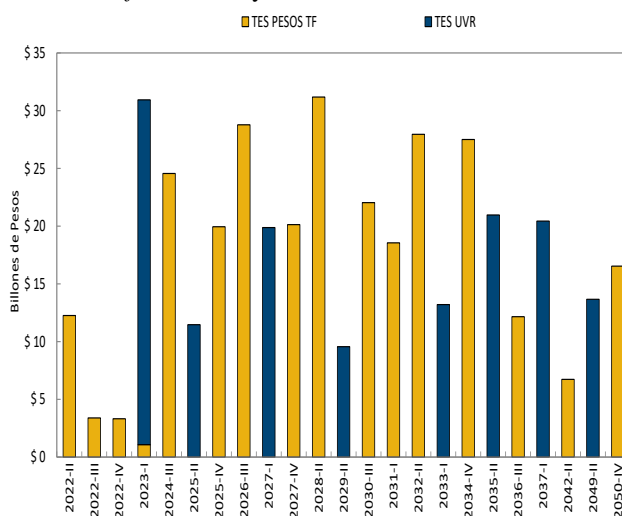
- El 15 de febrero el DANE dio a conocer el dato del producto interno bruto, el cual para el 4T21

creció 4,3% respecto al tercer trimestre de 2021 y acumuló una expansión de 10,6% en el 2021.

- Finalmente, el 13 de marzo se llevaron a cabo las elecciones legislativas y consultas interpartidistas. Las desvalorizaciones de los TES, de acuerdo con analistas, estuvieron asociadas a las preocupaciones inflacionarias a nivel global y no a los resultados de las elecciones, los cuales estuvieron en línea con el escenario base contemplado por los analistas.

En el 1T22 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 3,9 b y pago de cupones de TES por COP 4,4 b. Con datos al 31 de marzo de 2022, se proyectan vencimientos de TES para 2022 por COP 18,9 b, correspondientes al 7,1% del saldo en circulación. En el *Gráfico 45* 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 226 pb, 184 pb y 154 pb para los plazos a 2, 5 y 15 años, respectivamente ⁵¹ (*Gráficos 46 y 47*). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 16 pb, 35 pb y 48 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 desvalorizaciones del tramo corto pudieron estar asociadas a *i*) expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva, *ii*) presiones inflacionarias y *iii*) aumento de las expectativas de inflación. Por otro lado, las desvalorizaciones de los títulos del tramo largo pudieron estar

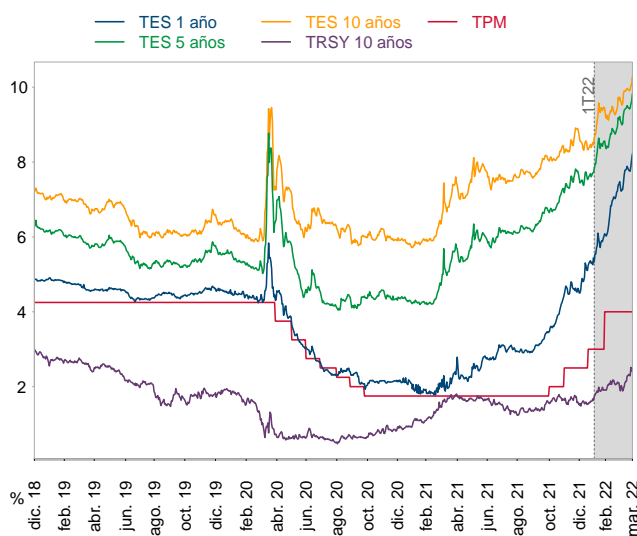
⁵¹Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

asociadas a la incertidumbre electoral, sin embargo, estuvieron contenidas dado las compras importantes de inversionistas extranjeros⁵².

Por otro lado, los TES denominados en UVR presentaron ligeras desvalorizaciones en un contexto desfavorable de los títulos de renta fija a nivel global, sin embargo, estas desvalorizaciones pudieron estar contenidas dado *i)* los datos inflación durante el trimestre los cuales se ubicaron por encima de lo esperado por el mercado; *ii)* la estacionalidad de estos títulos ante las mayores lecturas de inflación durante los primeros meses del año; y *iii)* en el corto plazo, las compras por parte de las entidades públicas del TES con vencimiento en 2023⁵³.

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 181 pb, 129 pb y 103 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 31 de marzo de 2022 el BEI se ubicó en 6,30%, 6,05% y 5,89% 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 marzo de 2022 contra las tasas promedio de diciembre de 2021, se observan variaciones del BEI de 215 pb, 147 pb y 107 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

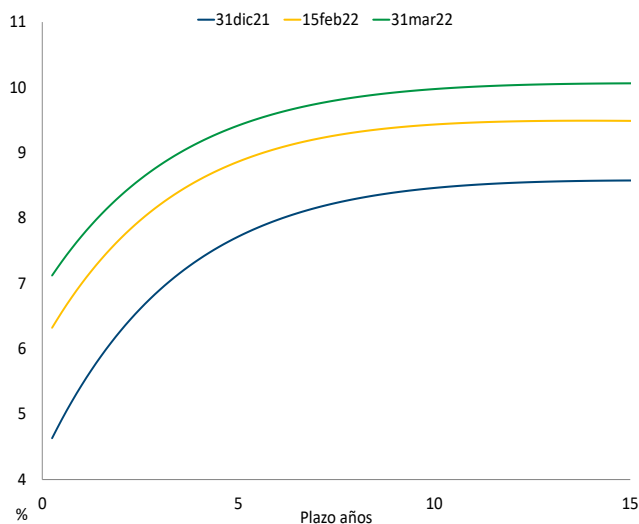


Fuente: SEN y MEC. **Cálculos:** Banrep.

Durante el 1T22 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 5.104

⁵²Durante el 1T22 los inversionistas extranjeros realizaron compras en el mercado de contado de TES en pesos por COP 5.104 mm, las cuales no se observaban desde el 2T21.

⁵³Durante el 1T22 MHCP realizó compras por COP 4.846 mm.

Gráfico 47: Curva *spot* en pesos, Colombia

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

mm⁵⁴ y compras netas de TES UVR por COP 387 mm⁵⁵. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes disminuyeron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*⁵⁶ en TES pesos en COP 722 mm y COP 3.563 mm en TES UVR.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 1T22 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,1% a 35,5%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3,7% a 4,0% (Gráficos 50 y 51). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 24,8% a 24,9%.

Durante el 1T22 el mercado *spot* de TES presentó un mayor dinamismo en comparación con lo observado durante el 4T21. El promedio diario de negociación fue COP 3,5 b⁵⁷, superior a lo observado en el trimestre anterior (COP 2,5 b) y por debajo de la cifra del mismo período del año 2021 (COP 3,7 b)

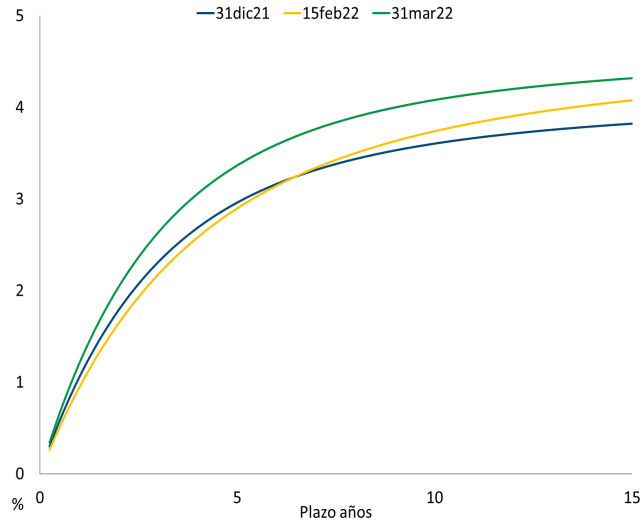
⁵⁴En enero, febrero y marzo de 2022 estos inversionistas compraron TES pesos por COP 318 mm, COP 1.468 mm y COP 3.318 mm, respectivamente.

⁵⁵En enero realizaron ventas por COP 271 mm y compras durante febrero y marzo por COP 14 mm y COP 644 mm, respectivamente.

⁵⁶Un 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.

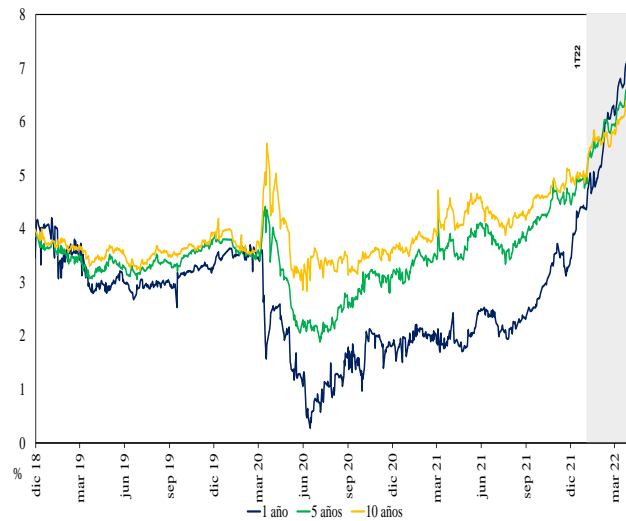
⁵⁷Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco de la República) y Master Trader (Mercado Electrónico Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

Gráfico 48: Curva spot en UVR, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

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

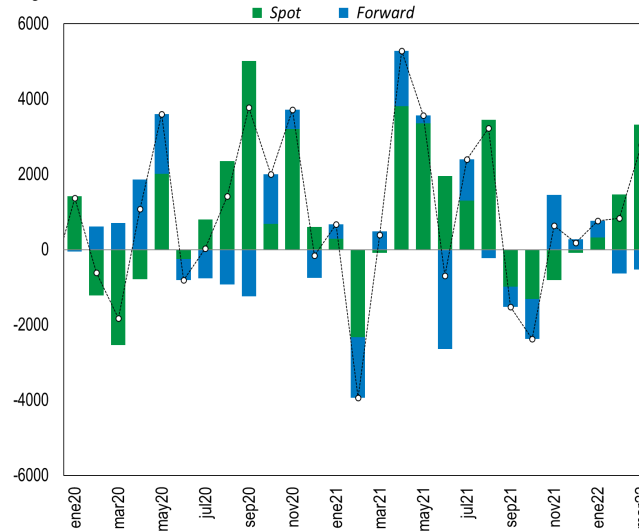


Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

(Gráficos 52 y 53). Los títulos más transados fueron los denominados en pesos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 14% a 15% entre el 4T21 y el 1T22, seguidos de los denominados en UVR que vencen en febrero del 2023, cuya participación pasó de 11% a 10%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 52).

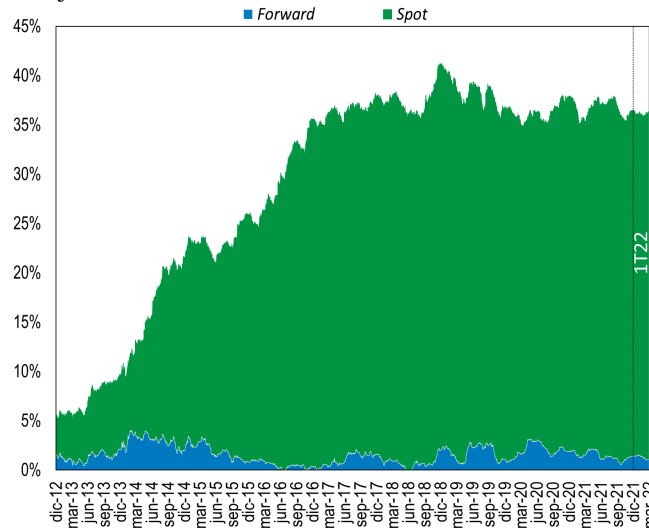
Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES aumento al pasar de 29.399 contratos en el 4T21 a 32.230 contratos en el 1T22 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP

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



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

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



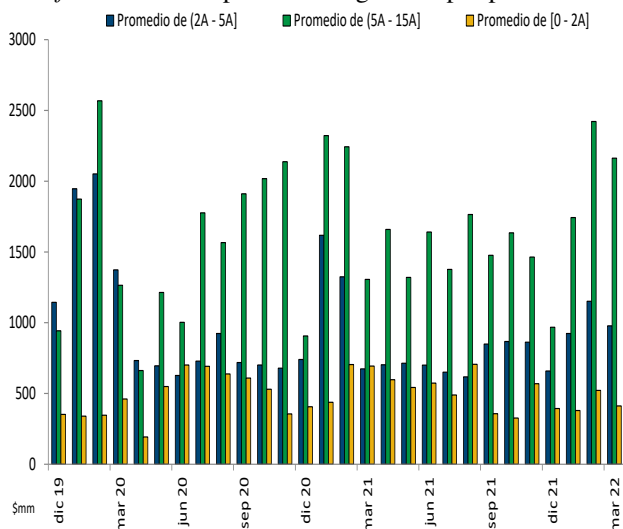
Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

7.350 mm.

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

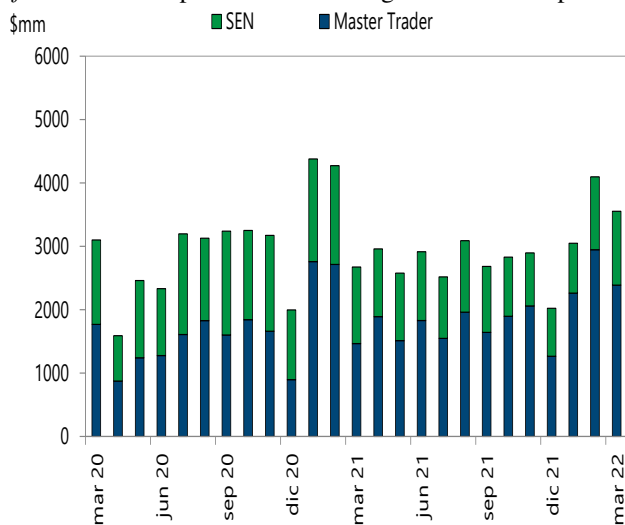
En línea con el comportamiento de la deuda pública interna de la mayoría de los países de la región, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares registraron desvalorizaciones

Gráfico 52: Monto promedio negociado por plazos de TES



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

Gráfico 53: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



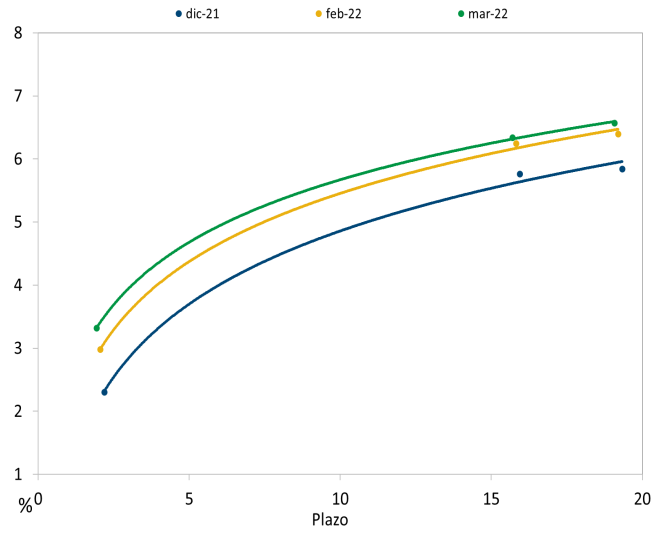
Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Billones de pesos.

durante el 1T22 (Gráficos 51, 52, 48, 49 y 50), en línea con el comportamiento de Tesoros en EE. UU. (Gráficos 54, 55, 56, 57 y 58).

Para el caso de Colombia, en el Gráfico 59 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 1T22 estos *spreads* presentaron variaciones de 101 pb, 82 pb y 80 pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respecto a los cierres del 4T21. El comportamiento de los *spreads* refleja desvalorizaciones más pronunciadas de

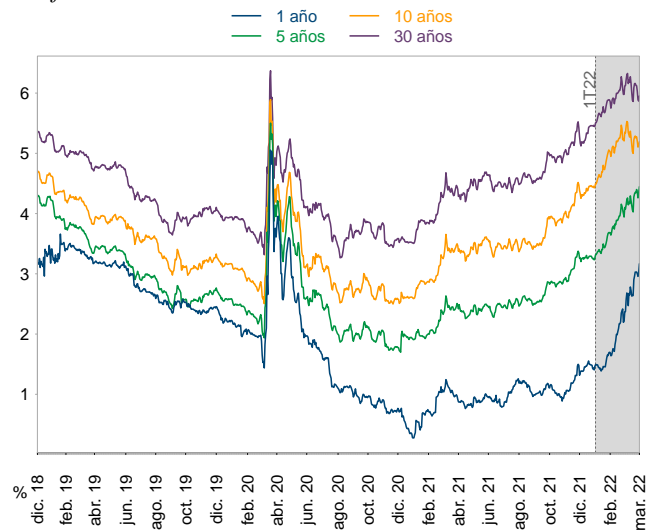
los bonos locales frente a los títulos externos.

Gráfico 54: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



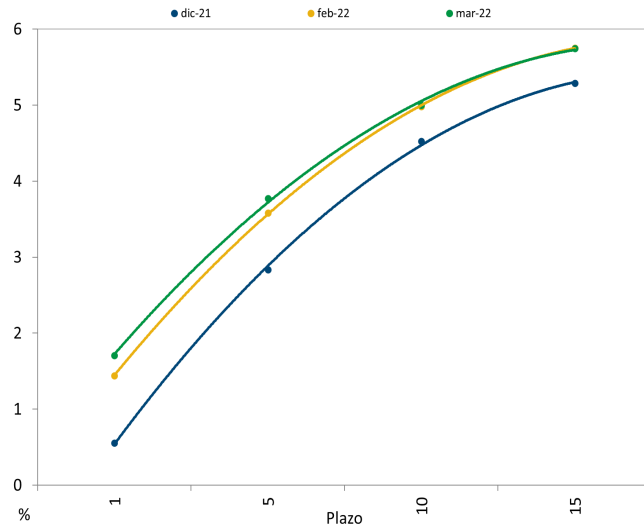
Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Gráfico 55: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



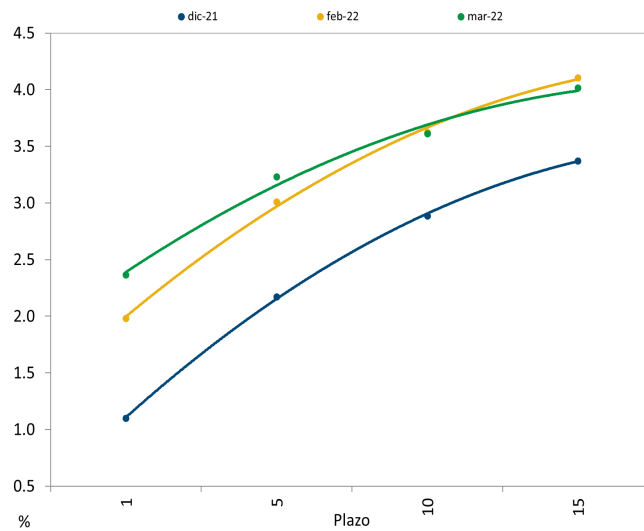
Fuente: Bloomberg, Datalicence.

Gráfico 56: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



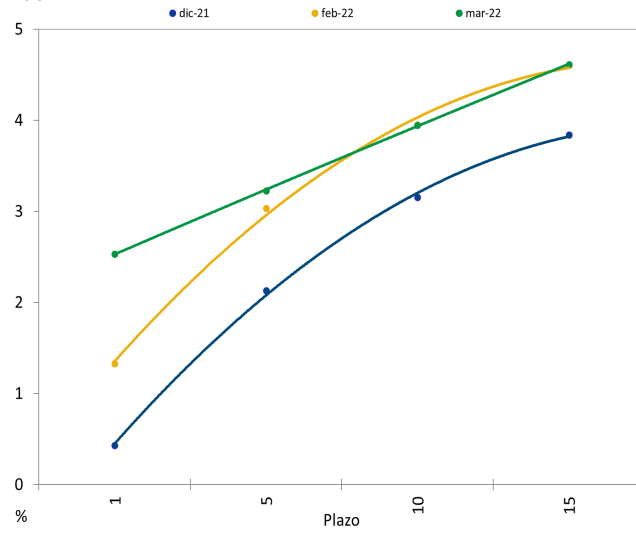
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

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



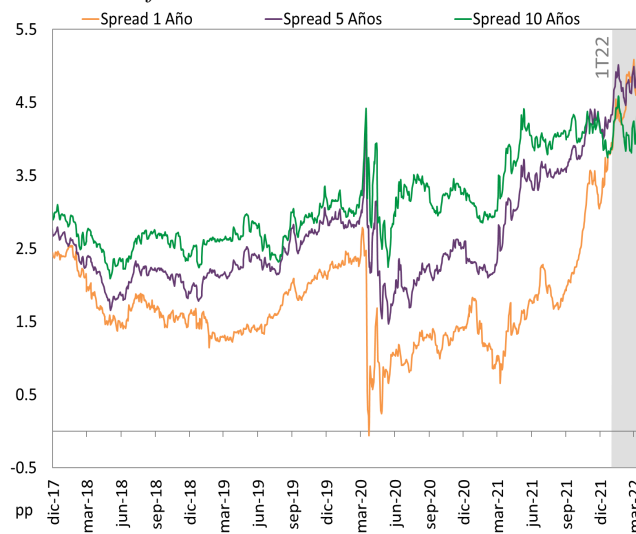
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

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



Fuente: Bloomberg, Datalicense.

Gráfico 59: Globales USD vs TES locales



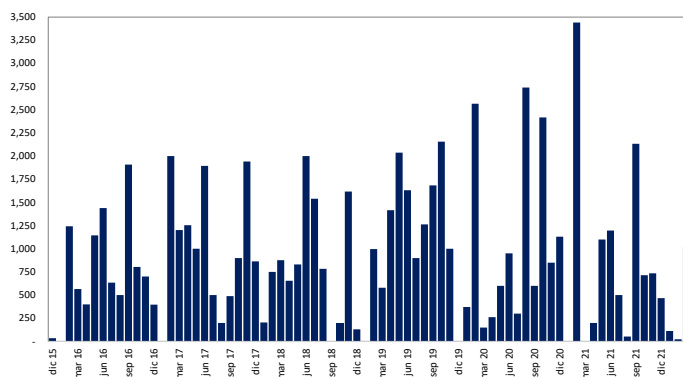
Fuente: Bloomberg, Datalicense y Banrep.

7 Mercado de deuda privada

Durante el 1T22 las colocaciones en el mercado de deuda privada disminuyeron respecto a las presentadas el trimestre anterior y fueron las menores observadas desde el 3T15 con un total adjudicado de COP 1,2 billones (4T21: COP 1,9 billones) (*Gráfico 60*). Esta reducción pudo estar asociada a la mayor incertidumbre a nivel global como resultado de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, lo que llevo a que algunas colocaciones fueran canceladas durante el periodo⁵⁸. En particular, las emisiones más altas del trimestre fueron realizadas por Banco Popular (COP 491 mm) e ISAGEN (COP 356 mm) (*Cuadro 9*).

Las colocaciones del trimestre fueron realizadas, principalmente, por empresas del sector financiero (69%), seguidas por el sector no financiero (31%). Por su parte, el sector público no realizó colocaciones en el periodo, siguiendo el comportamiento presentado en los trimestres anteriores (*Gráfico 61*).

Gráfico 60: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 1T22

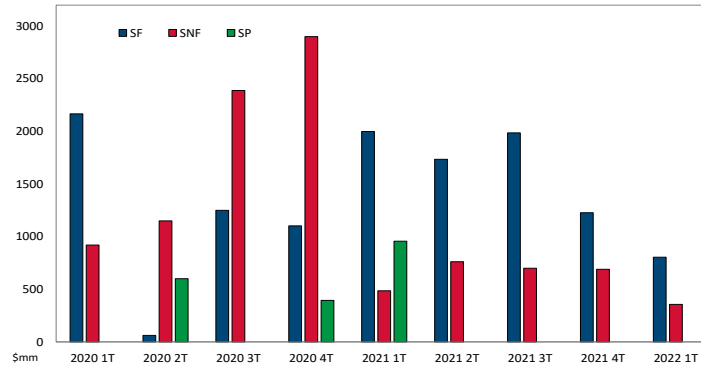
<i>Entidad</i>	<i>Monto*</i>	<i>Plazos**</i>	<i>Tasas</i>
Banco Popular S.A.	491	(0 a 5]	IBR, IPC, TF
ISAGEN S.A. E.S.P	356	(5 a 20]	IPC
Banco Finandina S.A.	128	(0 a 5]	IBR, TF
Mibanco S.A.	113	(2 a 5]	TF
Titularizadora Colombiana S.A.	51	(2 a 5]	TF
Avista Colombia S.A.	23	(2 a 5]	TF

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

**años

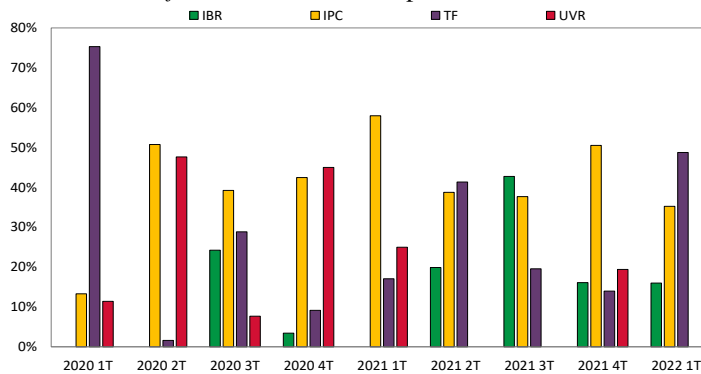
⁵⁸El 24 de febrero Bancolombia canceló la emisión de bonos sostenibles que se iba a llevar a cabo ese mismo día por hasta COP 800 mm.

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



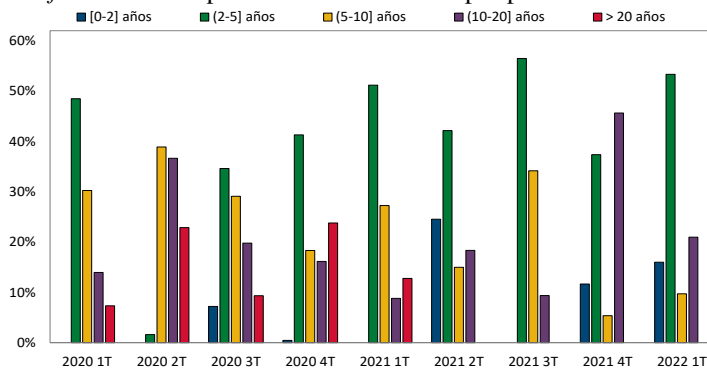
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 62: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 63: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, se observó que durante el trimestre las empresas estuvieron emitiendo principalmente a Tasa Fija (49%) y en menor medida a IPC (35%) e IBR (16%), revirtiendo el comportamiento de trimestres anteriores, en los que las tasas atadas a la inflación eran las más representativas (Gráfico 62).

Adicionalmente, el plazo promedio ponderado de las colocaciones del periodo disminuyó con respecto al 4T21, ubicándose en 5,9 años (4T21: 8,3 años). Las emisiones se realizaron en su mayoría a un plazo de 2 a 5 años (53%), seguidas por el plazo de 10 a 20 años (21%), 0 a 2 años (16%) y 5 a 10 años (10%) (Gráfico 63).

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) se ubicó en 1,3, presentando así una disminución con respecto al trimestre anterior (4T21: 1,4) y alcanzando su nivel más bajo desde que se tiene información (primer trimestre de 2009). La demanda total por colocaciones fue de COP 1,5 billones. En adición a lo anterior, la emisión con el *bid to cover* más alto fue la de Banco Finandina (2,1).

8 Mercado accionario

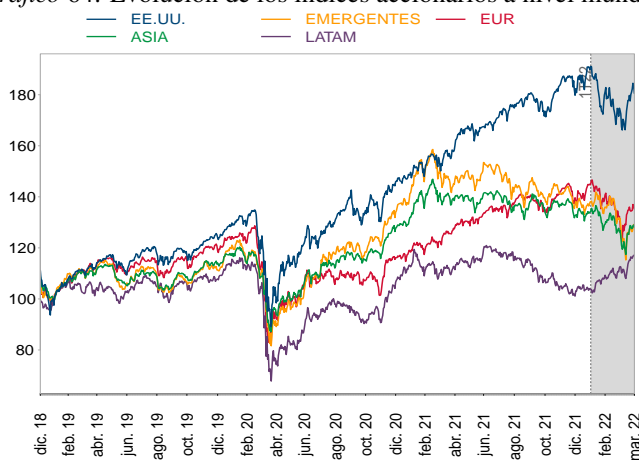
En el 1T22, los mercados accionarios a nivel global presentaron en su mayoría un comportamiento negativo ante las preocupaciones inflacionarias, las cuales respaldan una postura menos expansiva por parte de los bancos centrales a nivel global, a lo que se le sumaron las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. El mercado bursátil europeo presentó el peor comportamiento con una desvalorización de 6,5%, seguido por los mercados de EE. UU y Asia, que cayeron 6,2%, 4,6%, respectivamente. En contraste, el mercado latinoamericano presentó una valorización de 12,7% (Gráfico 64).⁵⁹

En enero y febrero el mercado estadounidense presentó desvalorizaciones dadas las continuas presiones inflacionarias, ante el aumento del precio de los *commodities* y el impacto de los cuellos de botella sobre las cadenas de suministro, lo que respalda las expectativas de una política monetaria menos expansiva por parte de la Reserva Federal. Esto último ha afectado principalmente a las acciones de empresas pertenecientes al sector tecnológico, lo que se ha evidenciado en un peor comportamiento del índice *Nasdaq Composite* (-9,1%). Adicionalmente, el mercado bursátil se vio impactado por *i*) la publicación de resultados corporativos y perspectivas de ganancias que decepcionaron a los inversionistas, por parte de grandes bancos y otras empresas⁶⁰ y *ii*) la incertidumbre derivada de la invasión de Rusia a Ucrania. En marzo, el mercado presentó una leve recuperación influenciado por la valorización de las acciones del sector financiero que se vieron favorecidas por las mayores tasas de interés y por el optimismo de los inversionistas sobre una pronta resolución del conflicto (Gráfico 64).

⁵⁹Al 31 de marzo 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 -4,9%, -4,6% y -0,1%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 30 de septiembre de 2021, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

⁶⁰Dentro de los resultados se destaca que el 14 de enero *JPMorgan* registró la ganancia trimestral más baja en casi dos años y rebajó su perspectiva sobre las ganancias de la compañía. Por su parte, este mismo día *Citigroup* reportó una caída del 26% en la utilidad neta del 4T21. El 20 de enero Netflix anunció una desaceleración en el crecimiento de suscriptores en el 4T21.

Gráfico 64: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



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

El índice compuesto del mercado bursátil europeo (*Stoxx 600*) presentó la mayor caída trimestral desde el inicio de la pandemia del Covid-19 (primer trimestre de 2020). Este resultado estuvo explicado, además de los factores internacionales que movieron el mercado estadounidense, por las preocupaciones respecto al endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE, la desvalorización de las acciones de empresas pertenecientes a los sectores de comercio minorista (*retail*) y tecnológico, y la mayor exposición al conflicto entre Rusia y Ucrania. Adicionalmente, ante el escalamiento del conflicto, las firmas *MSCI*, *S&P Dow Jones* y *FTSE Russell* anunciaron la salida de Rusia de sus índices de renta variable para mercados emergentes⁶¹, dadas las condiciones del mercado y el deterioro en el nivel de accesibilidad al mismo (*Gráfico 64*).

Por su parte, el desempeño positivo de Latinoamérica estuvo soportado por los fuertes resultados corporativos de las empresas en 2021 y la valorización de la mayoría de los *commodities*. El índice *S&P/BVL* de Perú fue el de mejor comportamiento (18%), seguido por el índice *S&P/CLX IPSA* de Chile (14,6%), el *MSCI COLCAP* de Colombia (14,5%), el *Ibovespa* de Brasil (14,5%) y el *S&P/BMV IPC* de México (6,1%) (*Gráfico 65*).

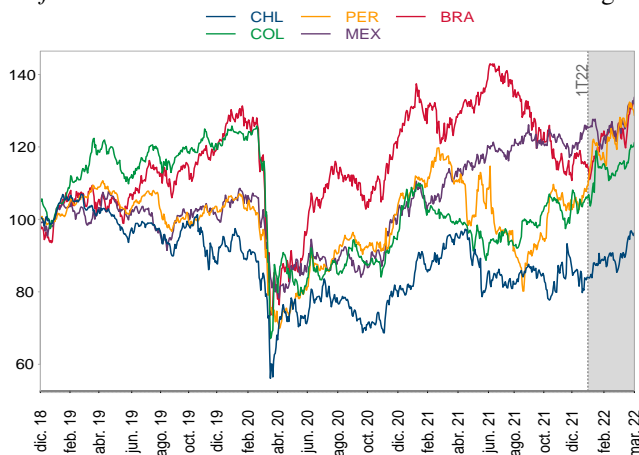
El índice *S&P BVL* de Perú presentó el mejor comportamiento de la región y alcanzó un nuevo máximo histórico⁶² explicado principalmente por la valorización de las acciones de empresas pertenecientes al sector materiales, que ponderan más del 40% del índice, dado el aumento del precio de metales como el cobre y el oro. Así mismo, el índice se vio favorecido por el aumento de las acciones de empresas pertenecientes al sector financiero y por el menor ruido político en algunos periodos (*Gráfico 66*).

De manera similar, la valorización del índice *S&P/CLX IPSA* de Chile estuvo soportado por el aumento de los precios de *commodities*, reflejado en la valorización de las acciones del sector materiales, que tuvo

⁶¹ Al 28 de febrero de 2022 Rusia ponderaba 1,7% en el *Dow Jones Emerging Markets Index*, 1,6% en el índice *MSCI Emerging Markets Index* y 1,7% en el índice *FTSE Emerging*.

⁶² El 23 de marzo de 2022 el índice alcanzó un máximo histórico y cerró en 25.642,58 puntos.

Gráfico 65: Evolución de los índices accionarios de la región



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

el mejor comportamiento de la región. Adicionalmente, el índice estuvo influenciado por desempeño positivo de las acciones de las empresas pertenecientes al sector financiero, en un entorno de mayores tasas de interés, y las menores preocupaciones de los inversionistas en el frente político, dada la moderación del discurso del presidente Gabriel Boric (Gráfico 66).

El comportamiento positivo del índice *Ibovespa* de Brasil estuvo influenciado por las declaraciones del expresidente, Luiz Inacio Lula da Silva, sobre una alianza con políticos de centro para las elecciones presidenciales de este año, las entradas de capital extranjero de portafolio al país y la valorización de las acciones de las empresas pertenecientes a los sectores financiero y energía, los cuales tienen una participación cercana al 38% dentro del índice (Gráfico 66).

Por su parte el índice *S&P BMV IPC* de México se valorizó en el periodo y alcanzó un máximo histórico⁶³, influenciado por el aumento de las acciones de las empresas pertenecientes a los sectores financiero y de telecomunicaciones, que ponderan más del 35% del índice. Sin embargo, las valorizaciones estuvieron contenidas por la incertidumbre a nivel global. (Gráfico 66).

Finalmente, el índice *MSCI Colcap* en el 1T22 se vio favorecido por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero, energía y consumo básico, los cuales ponderan alrededor de un 69% del índice (Cuadro 66). En línea con lo anterior, durante el trimestre las acciones que tuvieron el mejor desempeño fueron Nutresa (59,9%), Ecopetrol (31,5%) y las acciones preferencial y ordinaria de Bancolombia (26% y 25%, respectivamente), impulsadas por el aumento de los precios del petróleo, los anuncios de ofertas públicas de adquisición (OPA) y la publicación de resultados corporativos positivos.

Adicionalmente, el monto promedio diario negociado en el trimestre fue superior al observado el 4T21 (1T22: COP 141,8 mm vs 4T21: COP 90,5 mm), alcanzando niveles no observados desde el segundo

⁶³El 31 de marzo el índice alcanzó un máximo histórico y cerró en 56.536,68 puntos.

trimestre de 2018. Las mayores negociaciones pudieron estar asociadas a un mayor dinamismo del mercado ante el desarrollo de nuevas OPAs (*Gráfico 67*).

Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Bolsa de Lima y la Bolsa de Santiago aprobaron su integración a finales de enero. Sin embargo, la plataforma y operatividad del nuevo holding empezaría a funcionar hasta el cuarto trimestre de 2023. El proyecto comprende la integración de la propiedad de las tres bolsas y sus filiales a través de un nuevo holding regional, que tendrá su sede en Santiago de Chile. Las acciones de las bolsas de Chile y Colombia tendrán el 40% de participación, mientras los títulos de la plataforma peruana representarán el 20% restante.

El 14 de enero se adjudicó la primera OPA sobre Nutresa, donde el oferente adquirió un total de 126,8 millones de acciones del emisor, que corresponden a un 27,7% de total de acciones en circulación. Posteriormente, el 17 de enero se adjudicó la primera OPA sobre Grupo Sura, donde el oferente adquirió un total de 118,2 millones de acciones, que corresponden a un 25,3% de total de acciones en circulación. Adicionalmente, en estas fechas la BVC informó que la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ordenó la suspensión de la negociación de las acciones en mención, debido a que fue radicada ante esta entidad la solicitud de autorización de una nueva OPA.

Teniendo en cuenta lo anterior, las segundas OPAs por Nutresa y Grupo Sura se llevaron a cabo entre el 8 y el 28 de febrero, donde el oferente buscaba comprar entre el 18,3% y el 22,88% de Nutresa a un precio por título de USD 10,48 por acción, mientras que buscaba adquirir entre el 5% y el 6,25% de las acciones ordinarias de Grupo Sura a un precio de USD 9,88 por acción. La adjudicación de esta operación tuvo lugar el 4 de marzo tuvo como resultado la compra de 29,2 millones de acciones de Grupo Sura y 14,2 millones de acciones de Nutresa lo cual corresponde al 6,3% y 3,1% del total en circulación. De esta manera, JGDB Holding S.A.S quedó con una participación total del 31,5% de Grupo Sura, convirtiéndose en el mayor accionista de la compañía y NUGIL S.A.S resultó con el 30,8% de Nutresa, convirtiéndose en el segundo mayor accionista de la empresa.

El 28 de febrero, la BVC informó que la SFC ordenó nuevamente la suspensión de la negociación de las acciones de Grupo Sura y Nutresa, debido a que fue radicada la solicitud de autorización de una nueva OPA, la cual se llevaría a cabo entre el 6 y el 25 de abril. Con esta operación el oferente busca adquirir entre el 9,6% y el 12% del total de acciones en circulación de Nutresa a un precio de USD 12,58 por acción y busca adquirir entre el 5,2% y 6,5% de las acciones de Grupo Sura a un precio de USD 9,88 por acción.

Por su parte, el 30 de marzo se esperaba que llegaran a la BVC las acciones de BAC Holding International, compañía que surgió tras la separación entre el Banco de Bogotá y Leasing Bogotá S.A. Panamá (LBP). Sin embargo, sin haber tenido su primera cotización, esta especie fue suspendida debido a una solicitud de OPA radicada ante la SFC, donde el oferente busca adquirir entre el 5% y 15% de las acciones a COP 293 por acción. Esta operación se llevará entre el 25 de abril y el 6 de mayo.

En adición a lo anterior, al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable

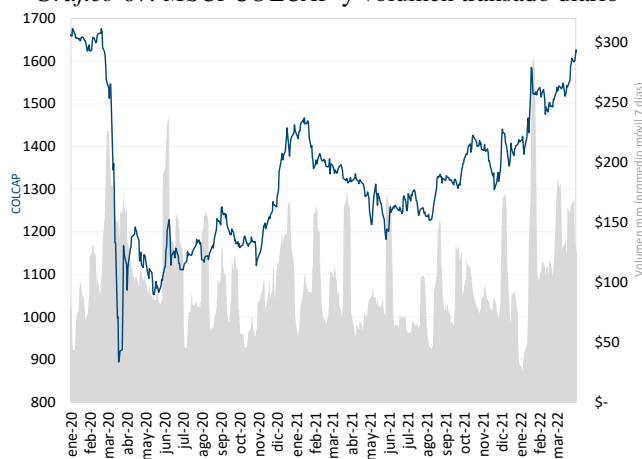
Gráfico 66: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T22)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-1.6	6.3	19.5		-4.7
Consumo discrecional	3.9	22.8	-3.2		1.1
Consumo básico	8.2	-1.3	-2.1	6.9	59.9
Energía	13.1		-1.3		13.2
Financiero	15.2	23.4	16.4	15.7	3.4
Salud	9.2	1.7			
Industrial	2.5	5.4	30.5	9.2	
Tecnología de la información	6.3		25.5		
Materiales	2.0	1.5	35.1	20.4	-0.3
Industria inmobiliaria	18.3	-7.7	-11.4	2.9	
Servicios públicos	15.1		-3.1	12.5	3.2

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 67: MSCI COLCAP y volumen transado diario



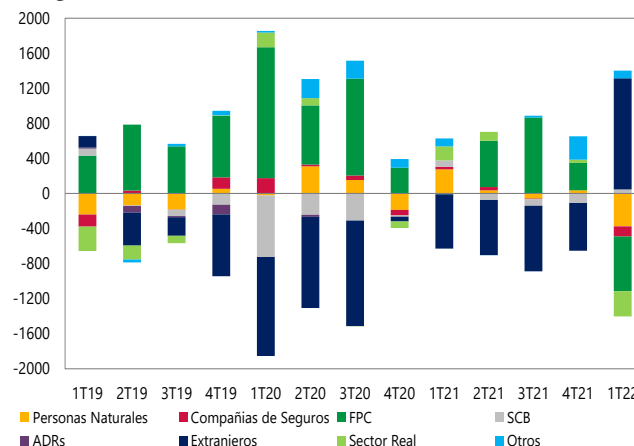
Fuente: Bloomberg, Datalicense.

colombiano se observa que en el trimestre los inversionistas extranjeros fueron los mayores compradores netos (COP 1.269 mm), revirtiendo la posición que venían presentando los últimos años y alcanzando flujos de compra no observados desde el tercer trimestre de 2015. Por su parte, los mayores vendedores netos en el trimestre fueron los fondos de pensiones (COP 624,1 mm), las personas naturales (COP 375,5 mm) y el sector real (COP 288,4 mm), revirtiendo el comportamiento que venían presentando en los últimos años y contrarrestando las compras de los extranjeros (Gráfico 68).

Por otra parte, la volatilidad condicional⁶⁴ promedio de la mayoría de los índices bursátiles de la región analizados disminuyó durante el trimestre, con respecto al trimestre anterior. En el trimestre, la cifra promedio más alta fue la de Chile (S&P/CLX IPSA: 1,4%), seguido por Perú (S&P/BVL: 1,4%), Brasil (IBOVESPA: 1,3%), Colombia (MSCI COLCAP: 1,2%) y México (S&P/BMV IPC: 1,1%) (Gráfico 69).

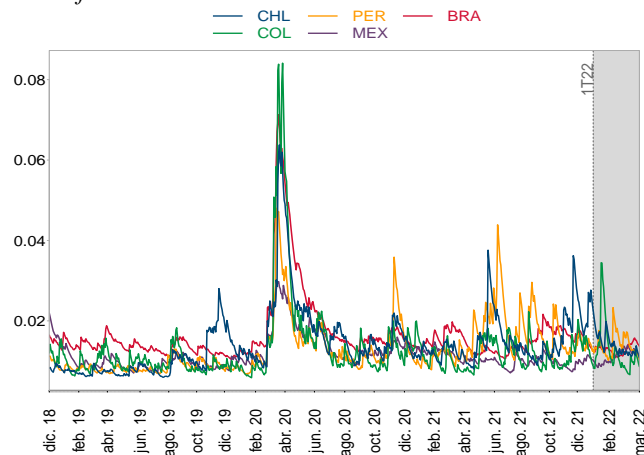
⁶⁴Medida a través de modelos GARCH(1,1).

Gráfico 68: 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

Gráfico 69: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg, Datalicence. Cálculos: Banrep.

Si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁶⁵ como porcentaje del PIB⁶⁶ se observa que, el indicador aumento en el trimestre (con información al 28 de febrero) para Chile, Brasil, Colombia y Perú, mientras que permaneció estable para México. En febrero el dato más alto fue el de Brasil (35%), seguido por Chile (22,3%), México (21,3%), Colombia (11,8%) y Perú (10,1%) (Gráfico 70).

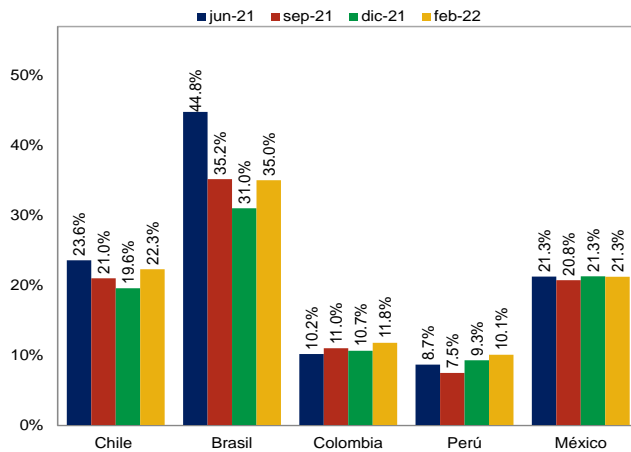
Finalmente, en el mercado de futuros, se negociaron 12.648 contratos de Mini Futuro MSCI COLCAP⁶⁷

⁶⁵Ajustada por flotante disponible.

⁶⁶Estimado 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.

⁶⁷El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del MSCI COLCAP.

Gráfico 70: Capitalización bursátil ajustada/PIB*



Fuente: Bloomberg, Datalicense, 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.

durante el 1T22 (en el 4T21 se habían negociado 15.461 contratos).