

INFORME SEMANAL



ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 744 67 00
Bogotá D.C.

Mauricio Santa María S.

Presidente de ANIF

Anwar Rodríguez C.

Vicepresidente de ANIF

Daniela Escobar L.

Investigador Jefe de ANIF

Investigadores

Camila Ciurlo A.
Daniel Escobar A.
Fabián Suárez N.
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Daniel Franco L.
Samuel Malkún M.
Lina Ramírez V.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

No. 1551 | Julio 21 de 2022

FACTORES EXTERNOS E INTERNOS DETRÁS DE LA VOLATILIDAD DEL PESO

Desde que inició la pandemia, el dólar ha registrado importantes movimientos en su cotización. Los temores por una recesión mundial a raíz de la emergencia sanitaria, atados a la casi inmediata disminución del precio del crudo como consecuencia de la contracción de su demanda, dispararon la divisa especialmente en los países emergentes. En el caso de Colombia, poco más de un año después, la inestabilidad social generada por el paro nacional que condujo la posterior retirada de reforma tributaria resultó en la pérdida de calificación crediticia del país. Eso aumentó los temores de los inversionistas por la delicada situación fiscal que se vivió en medio de la pandemia e impactó de igual forma la senda de devaluación que venía transitando nuestra moneda.

De manera reciente, el dólar ha sido el centro de atención por fortalecerse en el mundo, incluso llegando a la paridad con el euro y recortando terreno con monedas como la libra esterlina. En este *Informe Semanal* analizamos el comportamiento de la divisa en una coyuntura en la que la incertidumbre tanto internacional como doméstica han llevado a romper varias veces el precio máximo de cotización en tan solo unas semanas.

Julio 21 de 2022

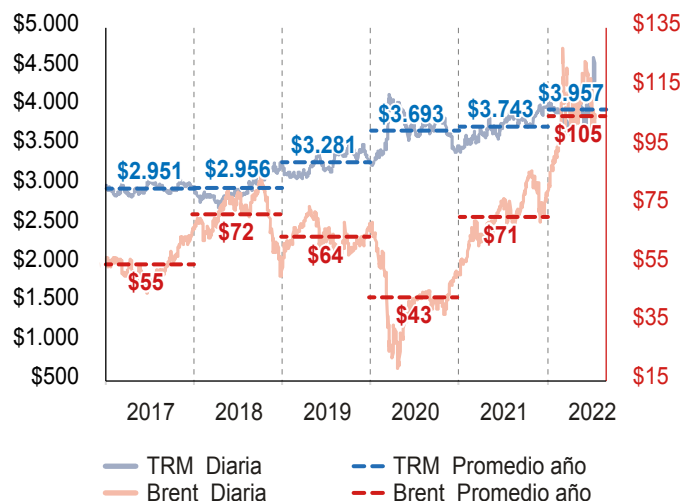
Evolución de la tasa de cambio

Si bien la moneda colombiana ha venido transitando una devaluación progresiva en los últimos años, no fue sino hasta el 2020 cuando su comportamiento estuvo marcado por una alta volatilidad. En principio, la llegada de la pandemia promovió la salida masiva de capitales que buscaban, en un entorno lleno de incertidumbre, refugiar sus inversiones en economías más seguras, lo que terminó por devaluar nuestra moneda. A raíz de lo sucedido en los primeros meses de la emergencia sanitaria, el dólar se ubicó alrededor de los \$4.000 y se mantuvo así a lo largo del 2020.

Ya para el 2021, la tasa de cambio promedió \$3.743, lo que significó una devaluación del 1.35% frente al 2020. El comportamiento de la TRM a lo largo de 2021 se caracterizó por una alta volatilidad, que como se analizará más adelante, estuvo asociada a factores internos de índole social y económicos y a factores externos en materia de suministros y precios. De esta forma, los meses más críticos frente a la dinámica de la divisa fueron mayo, junio y julio. No obstante, el peso mostró un deterioro progresivo frente al dólar durante todo el año.

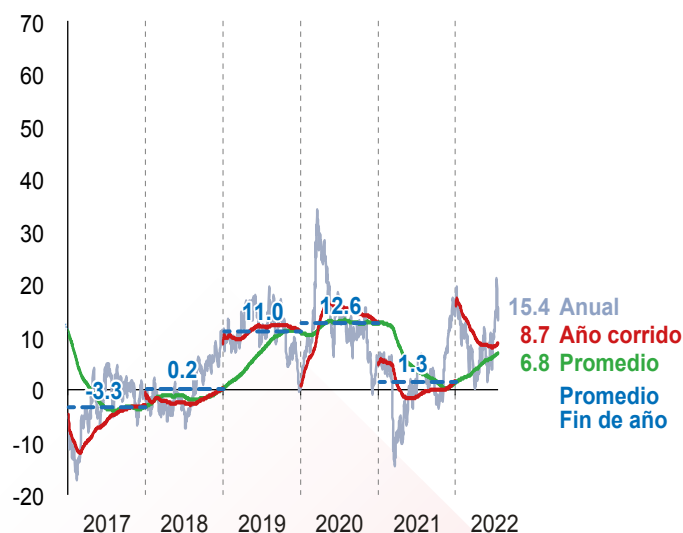
Por otro lado, y de manera reciente, la divisa norteamericana ha tenido un comportamiento impredecible. En efecto, solo en el último mes, el dólar inició julio con un promedio de \$4.151 y pasó a un pico de \$4.627 con corte al 12 de julio. Eso representa una devaluación del 11.5% en solo 12 días, periodo en el cual también se batieron máximos históricos día tras día desde el 9 de julio.

Gráfico 1. Evolución de la TRM, el Brent y promedios anuales
(Pesos por dólar - USD/Barril, al 18 de julio, 2022)



Fuente: ANIF con base en Banco de la República e Investing.

Gráfico 2. Evolución de la TRM y Promedios anuales
(%, a julio 18 de 2022)



Fuente: elaboración ANIF con base en Banco de la República.

Julio 21 de 2022

Además, el precio promedio año corrido incrementó poco más de \$200, pasando de \$3.743 en 2021 a \$3.957 (ver Gráfico 1). Eso se refleja en la variación año corrido, pues el peso colombiano se ha depreciado un 8.7% (ver Gráfico 2), pasando de un precio promedio en enero de \$4.000 a \$4.358 en lo que va del mes de julio.

Factores externos

Las actuales condiciones internacionales han hecho que la moneda estadounidense se fortalezca en todas las latitudes y frente a casi todas las divisas del mundo. Las razones que explican la subida reciente del dólar se remontan a la pandemia y al efecto que tuvo sobre la economía la suspensión de la actividad económica a raíz de la emergencia sanitaria. En Estados Unidos se registraron algunos de los peores indicadores económicos en la historia del país. El cese a las restricciones de movilidad permitió que en el país norteamericano se diera un importante efecto rebote durante el segundo semestre de 2020 y el primer semestre de 2021, periodo en el que la economía estadounidense creció a un ritmo acelerado y superó sus registros prepandémicos.

Aunado al consumo privado postergado, la economía se vio beneficiada por políticas fiscales y monetarias expansivas. El Gobierno Federal inyectó más de US\$2 billones a la economía a través de distintas políticas fiscales, siendo la entrega de dinero en efectivo a los hogares la política más agresiva. En el frente monetario la Reserva Federal (FED) mantuvo sus tasas en 0% para facilitar el acceso al crédito y sirvió de prestamista de primera instancia al Tesoro al llevar a cabo la compra más robusta de bonos en

su historia, solo comparable con lo realizado en la crisis financiera. En 2020 pasó de tener en sus activos US\$2,3 billones a US\$4.7 billones en títulos de deuda emitidos por el Tesoro. El año pasado continuó la expansión de los activos de la FED, aunque a un ritmo considerablemente menor.

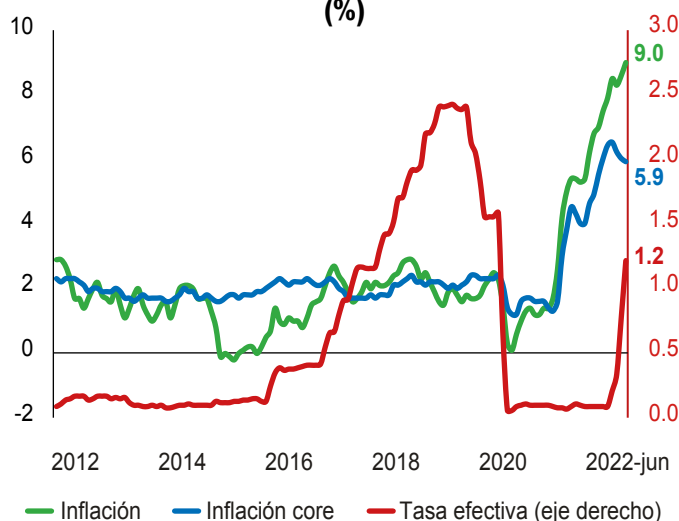
La acelerada recuperación de la economía de la mano de la intervención de las autoridades explicó el desbalance en precios que se registró en Estados Unidos durante el año pasado. En efecto, la inflación alcanzó el 7% a cierres del año pasado, el registro más alto desde 1982. A pesar de que se contemplaba el ajuste en precios como un efecto transitorio de la recuperación, la campaña militar rusa en Ucrania alteró todos los pronósticos.

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania llevó a algunos países occidentales, entre ellos Estados Unidos, a establecer fuertes sanciones sobre el país euro-asiático, desconectándolo parcialmente del comercio internacional. La participación de Rusia en el mercado internacional de *commodities*, en especial en el intercambio de petróleo y gas natural, se vio interrumpida por las sanciones. La salida de uno de los actores más importantes del mercado implicó un notorio ajuste en precios de esos y otros bienes claves como los cereales, el maíz, el trigo y los fertilizantes. Lo anterior desencadenó mayores presiones inflacionarias tanto en Estados Unidos, que registró en junio una inflación de 9%, como en el resto del mundo.

Ese contexto explica las decisiones que ha tomado la FED en lo corrido de este año, que es el principal factor para explicar el comportamiento del dólar a nivel mundial. El Emisor de Estados Unidos se en-

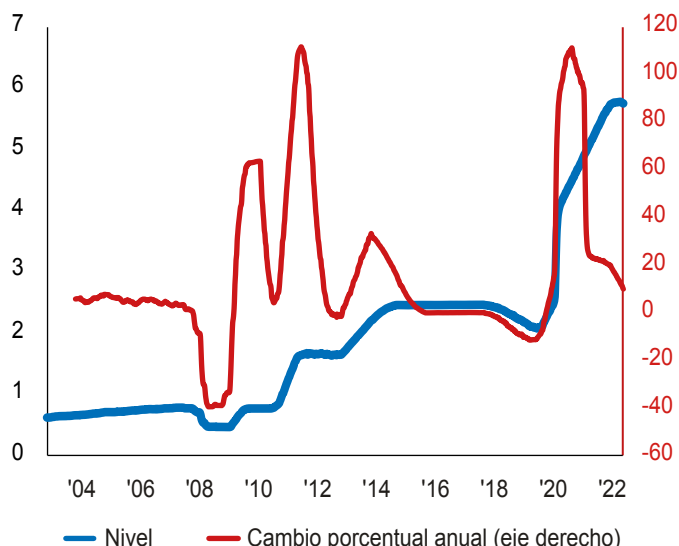
Julio 21 de 2022

Gráfico 3. Inflación y tasa de la FED en Estados Unidos (%)



Fuente: ANIF con base en Bureau of Labor Statistics & Federal Reserve Economic Data (FRED).

Gráfico 4. Bonos del Tesoro de EE.UU. mantenidos por la Reserva Federal



Fuente: ANIF con base en FRED.

cuenta en medio de uno de los planes monetarios contraccionistas más marcados de toda la historia, subiendo su tasa en 150pb en el primer semestre de este año.

Así mismo, la FED suspendió virtualmente la compra de títulos de deuda como otra de sus políticas contra cíclicas. Los bonos representan casi US\$6 billones de los activos en manos de la FED.

Si bien las políticas implementadas tienen como objetivo contener la creciente inflación, la incertidumbre frente a las medidas y su efecto sobre la economía en el corto plazo tienen a los inversionistas en vilo. Se teme que las decisiones de la FED lle-

ven a la economía a una recesión en el futuro próximo. El temor ante ese escenario se ve reflejado en el mercado de capitales, donde los principales índices accionarios han perdido entre 10% y 30% de su valor en lo corrido del año.

La curva de rendimientos también predice una recesión en el corto plazo. Recordemos que la curva se construye a partir de la diferencia de rendimiento (retorno) de los bonos emitidos por el Tesoro de EE.UU. con madurez (plazo) a 10 y 2 años. En contextos normales se espera una curva con pendiente positiva, que en el gráfico se ve como un valor positivo, debido a que un bono con mayor tiempo de madurez acarrea mayores riesgos por el término del

Julio 21 de 2022

contrato. Sin embargo, hoy la curva toma un valor negativo, que indica que los inversionistas ven mayor riesgo en el corto plazo, es decir una recesión en un futuro cercano (ver Gráfico 5).

La expectativa de una recesión en Estados Unidos ha llevado a los inversionistas internacionales a volcarse hacia el dólar. Al ser el activo refugio más popular, el dólar se suele fortalecer en ciclos económicos desfavorables. Previendo que la actividad económica caiga los inversionistas deciden migrar sus capitales a Estados Unidos, aumentando la demanda por su divisa y disparando su precio. Además, los inversionistas deciden sacar sus capitales de países emergentes ante los mayores retornos ofrecidos en países más seguros dentro de un contexto de normalización monetaria en la mayoría

de los países de alto ingreso. Lo anterior explica, en el marco internacional, el fortalecimiento del dólar frente a casi todas las divisas mundiales. En efecto, 21 de las 25 monedas de la muestra han perdido valor frente al dólar este año. Curiosamente, los cuatro países cuyas divisas se han valorizado en lo corrido del año son sudamericanos: Uruguay (8,7%), Perú (4,4%), Brasil (3%) y Bolivia (1%). Sin embargo, las cuatro divisas han perdido terreno desde finales de mayo.

Al escenario macroeconómico que se vive en Estados Unidos se le suma el de Europa. El dólar recientemente alcanzó la paridad frente al euro, que ha llevado a la moneda del viejo continente a devaluarse por los temores de los impactos económicos que ha generado la situación en Ucrania y las posteriores represalias con interrupción del suministro de gas a Alemania proveniente de Rusia. Desde hace un tiempo, se había anunciado el mantenimiento del gasoducto Nord Stream 1 que abastece no solamente a la nación bávara, sino también a países como Francia, Dinamarca, Países bajos, entre otros. Esa intervención que en principio está programada para tener una duración de 10 días y que se presume finalizará el 21 de julio, ha despertado los temores de Europa, pues se sospecha que Rusia tome represalias y corte por completo el suministro del combustible comprometiendo la capacidad productiva del viejo continente.

Finalmente, China y su desempeño económico están en el centro de las discusiones de los inversionistas internacionales. Derivado de su política “cero covid” para combatir la creciente ola de contagios por SARS-COV-2, la economía china se ha resentido

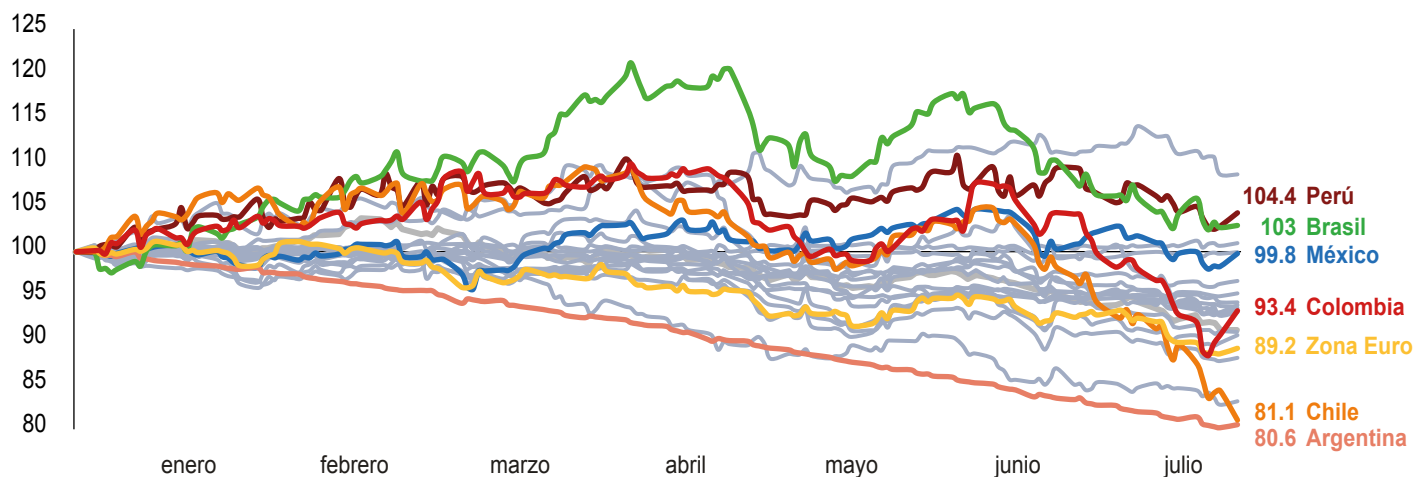
Gráfico 5. Curva de rendimientos en Estados Unidos



Fuente: ANIF con base en FRED.

Julio 21 de 2022

**Gráfico 6. Devaluaciones de las divisas mundiales frente al dólar
(precio registrado a cierre de 2021 = 100)**



Fuente: ANIF con base en Yahoo Finance.

y se espera que sus efectos perduren más de lo previsto. En abril, el desempleo superó el 6% y el producto se contrajo 0.68%. Así, se prevé que el fuerte impulso en el consumo que ha sido el motor de demanda del mundo desde la reactivación económica de la pandemia se ralentice impactando los precios de *commodities* y los flujos de capital.

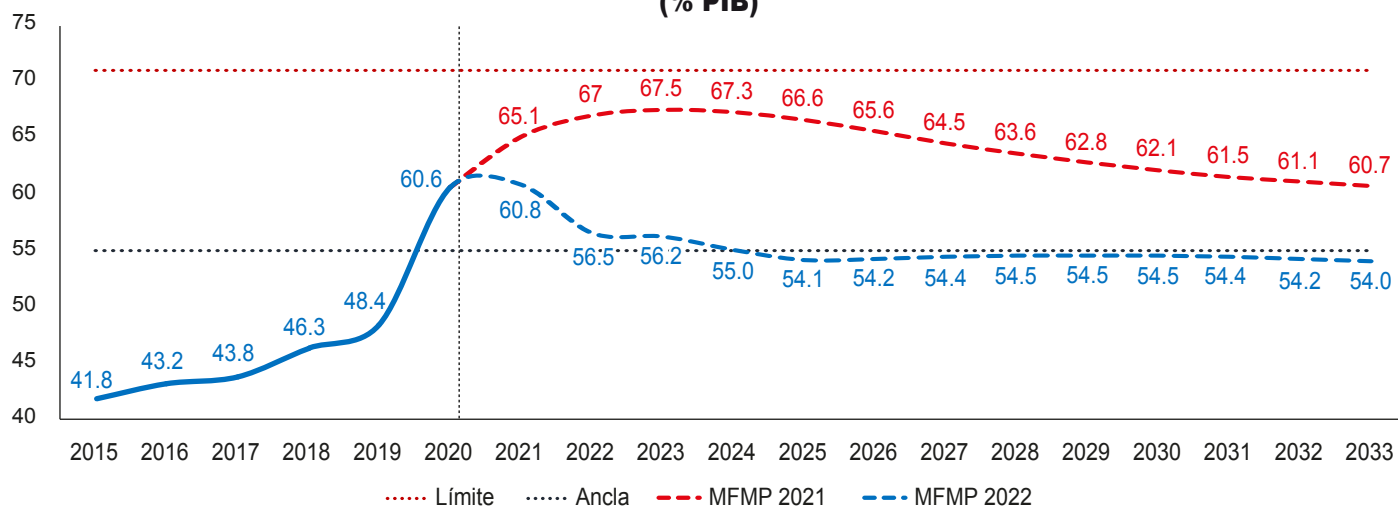
Factores internos

Sumado a los factores externos que han empujado el apetito por el dólar, algunos factores de riesgo en nuestro país hacen que la moneda colombiana se devalúe a un ritmo mayor con respecto al observado para el resto de las divisas. En efecto, el peso colombiano es una de las monedas más devaluadas de la región y del mundo.

Para poder explicar esos factores es necesario retornar al periodo de pandemia (2020) de tal forma que se pueda reconstruir de forma cronológica el contexto nacional que ha presionado al alza la tasa de cambio real en el país. Con la llegada del SARS-Cov-2 y la implementación de las medidas utilizadas para disminuir el contagio del virus fue necesario que el Gobierno implementara políticas y programas de choque que lograran contrarrestar de forma parcial los efectos negativos de la coyuntura sobre las actividades productivas y el bienestar de los hogares. Eso implicó un aumento significativo del gasto público, especialmente en relacionado con el renglón social. Lo anterior se tradujo en un incremento significativo de la deuda del Gobierno Nacional, pasando de un porcentaje de 48.8% del PIB en 2019 a uno de 60.6% en 2020 y del 60.8% en 2021 (ver Gráfico 7).

Julio 21 de 2022

Gráfico 7. Deuda neta del GNC (% PIB)

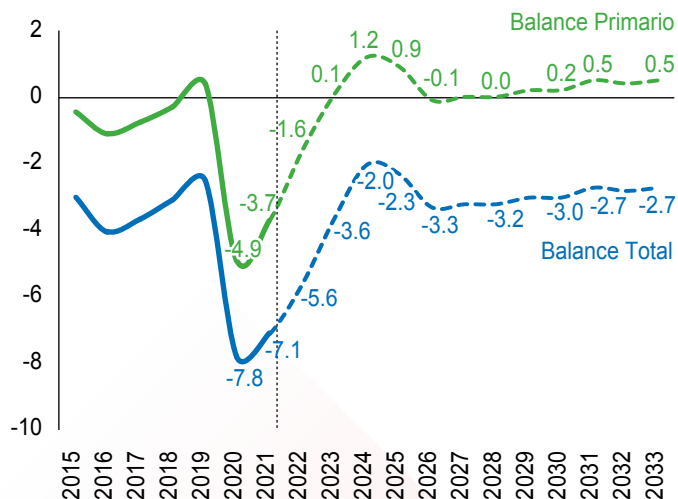


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Esas presiones sobre el gasto se dieron en un contexto de reducción de ingresos para el país. La caída en la demanda y el precio del petróleo, como ya hemos mencionado, junto con la disminución en el recaudo tributario generaron una situación compleja para el país. Esa combinación de mayor gasto y menores ingresos llevó a que el déficit fiscal del país fuera del orden de 7.8% del PIB en 2020 y de 7.1% en 2021 (ver Gráfico 8). Lo anterior refleja que el panorama fiscal del país se había tornado delicado.

Esa situación cobró una mayor relevancia para los mercados internacionales en 2021. El desbalance fiscal generado por la pandemia no cuenta con el respaldo de una estructura tributaria que garanti-

Gráfico 8. Balance del GNC (% PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

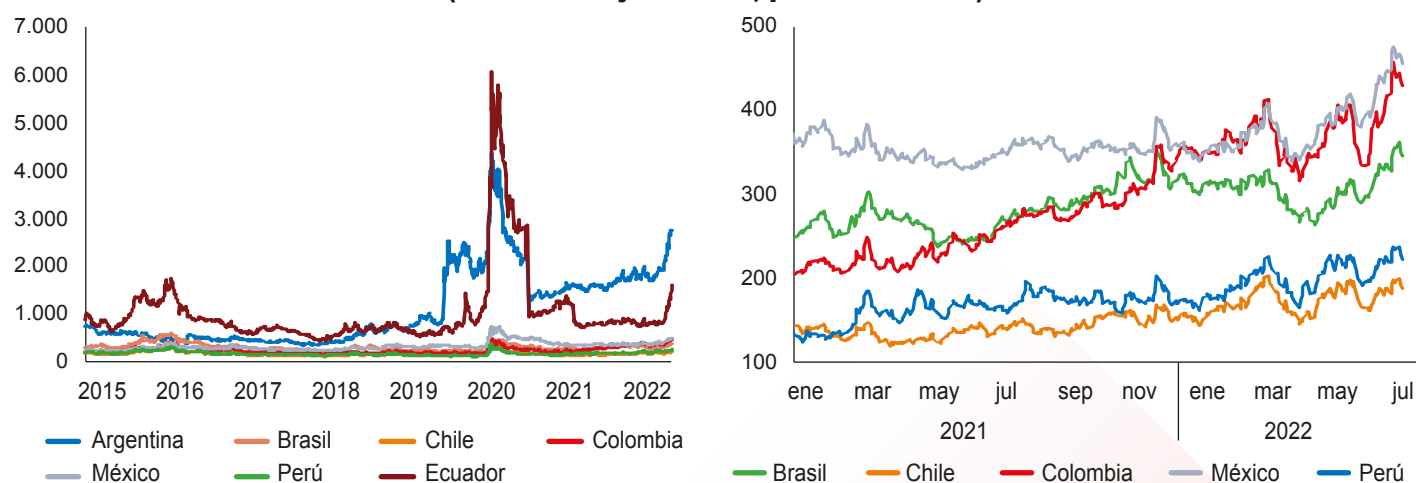
Julio 21 de 2022

ce de forma adecuada la sostenibilidad fiscal del país tras el endeudamiento adquirido. Por eso y ante la necesidad de aumentar los ingresos por recaudo se tramita en el primer trimestre de 2021 una reforma tributaria que procuraba hacerle frente al desbalance y garantizar así la estabilidad fiscal de la economía. Sin embargo, la radicación de la reforma ante el congreso desencadenó un gran descontento social que se materializó a través del Paro Nacional en los meses de mayo y junio. Esa circunstancia de orden público generó el retiro del proyecto de Ley y un periodo de inestabilidad económica, social y política. Ante esto, la confianza inversionista de los agentes internacionales mostró un deterioro relevante que resultó en la baja de la calificación de riesgo del país. Decisión que repercutió en la prima de riesgo de las inversiones en

activos colombianos (ver Gráfico 9). Dado eso, se presenta en julio de 2021 la Ley de Inversión Social. Esa reforma, junto que junto con el proceso de reestructuración de la DIAN para disminuir la evasión y elusión, permitió acceder a mayores ingresos tributarios, aunque insuficientes. Cosa que no dio tranquilidad sobre el panorama fiscal.

A la coyuntura anterior se le sumó la rápida recuperación de la economía en 2021, que a pesar de ser algo muy positivo en materia de crecimiento llevó a un aumento relevante en el déficit de cuenta corriente y de la balanza comercial de bienes (-5.7% y -4.5%, respectivamente, en el año corrido). El aumento de las importaciones junto con el incremento en salidas de utilidades por concepto de IED y de algunos capitales se tradujeron en la salida de una

Gráfico 9. EMBI
(corte 18 de julio 2022, puntos básicos)



Fuente: elaboración de ANIF con base en Invenómica.

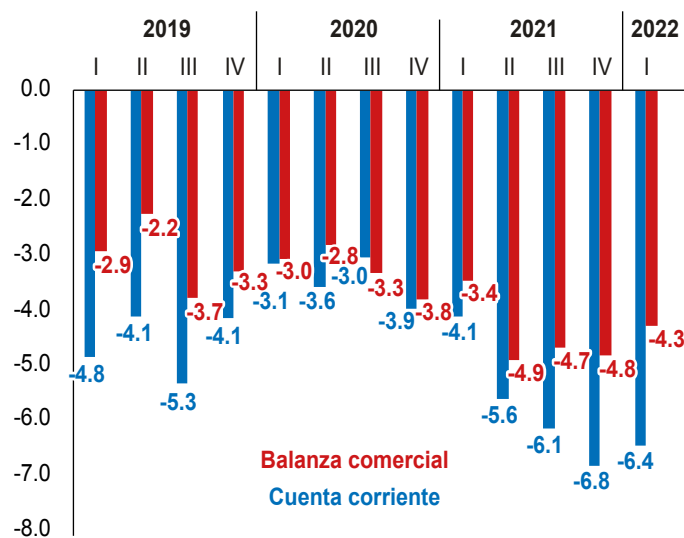
Julio 21 de 2022

gran cantidad de divisas. Las entradas, por su parte, por concepto de exportaciones e inversión no fueron suficientes para contrarrestar los efectos de la mayor demanda de los hogares y de las actividades productivas. De esta forma, la oferta de divisas se vio afectada desde el comercio exterior, profundizando la devaluación que el contexto fiscal había ocasionado sobre el peso colombiano.

Ahora, en lo corrido de 2022, como se ha detallado, la dinámica de la moneda colombiana no ha sido una situación ajena. La continuidad de la coyuntura fiscal y las presiones del consumo sobre la balanza de pagos siguen jalonando la TRM. No obstante, la incertidumbre política en el contexto de las elecciones presidenciales ha marcado la pauta entre los factores internos durante el año.

Los cinco primeros meses se caracterizaron por una gran incertidumbre respecto a la corriente política que tomaría el poder en los próximos cuatro años. Las propuestas en materia fiscal, social y energética generaron gran preocupación entorno a cuál podría ser el viro de la economía nacional. La elección de Rodolfo Hernández como contrincante de Gustavo Petro en la segunda vuelta generó algo de tranquilidad, la cual se fue disipando con la elección de Petro como presidente. Si bien, desde el equipo de gobierno se ha tratado de dar un parte de tranquilidad frente a la transición que va a tener el país hacia un gobierno de izquierda, a través de la elección de figuras técnicas con visiones de centro, persiste una gran incertidumbre y preocupación entorno a las promesas que el nuevo gobierno hizo en campaña. En ese sentido, la continuación de mensajes y declaraciones relativamente fuertes han aumentado la desconfianza de los mercados internacionales sobre la economía colombiana y su futuro.

Gráfico 10. Balance de Cuenta Corriente y Comercial (anual, % del PIB)



Fuente: ANIF con base en Banco de la República.

Conclusiones

Tal como lo mencionamos a lo largo del informe, persisten algunos problemas en el panorama internacional que amenazan la estabilidad del precio del dólar: expectativas de caídas en el crecimiento de Alemania y Europa, así como escaladas de precios generalizadas que se espera repercutan en la capacidad de generación de valor agregado por parte de la economía norteamericana. Además, el panorama nacional que, en cabeza de la administración entrante, ha dejado entrever algunas políticas económicas que no son convenientes para

Julio 21 de 2022

establecer confianza en los inversionistas. Si bien no toda la volatilidad de la divisa recae sobre el gobierno entrante, que ha enviado algunos mensajes de tranquilidad con los más recientes nombramientos, no es despreciable la falta de claridad en

algunos temas esenciales para el país. Siendo así se hace necesario brindar un camino de certidumbre y seguridad, en especial en el manejo fiscal y los temas energéticos, de manera que se reduzcan los temores en el mercado.

Julio 21 de 2022

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

		1º julio 2022	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		182.139	8.8	10.3	12.4	17.1
2. Base monetaria (B)		138.607	7.1	11.5	15.2	16.4
3. Efectivo		106.427	9.9	9.1	13.9	16.1
4. Cuentas corrientes		75.713	7.3	11.8	10.4	18.5
5. Cuasidineros		484.351	15.5	13.2	12.5	0.5
6. Total ahorro bancos comerciales		300.341	13.9	11.8	16.1	11.3
7. CDTs		184.010	18.4	15.8	6.7	-13.6
8. Bonos		35.153	2.9	5.4	5.2	8.7
9. M3		721.466	13.3	12.3	12.2	5.2
10. Cartera total		573.772	17.9	17.1	14.5	1.2
11. Cartera moneda legal		556.255	18.6	17.7	15.1	2.0
12. Cartera moneda extranjera		17.517	-1.0	0.0	-1.6	-16.0
13. Total bancos comerciales		557.650	17.7	16.9	14.4	1.2
14. CFC		12.459	24.2	24.7	19.1	0.5
15. TES ⁽²⁾		423.676	13.7	12.7	17.3	13.0
16. I.P.C.	Jun		9.67	9.07	8.53	3.64
17. IPC sin alimentos	Jun		6.84	6.50	5.31	2.71
18. IPC de alimentos	Jun		23.65	21.60	25.37	8.52
19. TRM (\$/US\$)	Jul20	4.303.58	11.99	4.04	4.14	5.23

VALORES ABSOLUTOS

20. Reservas internacionales ⁽³⁾		57.164	57.629	58.004	58.911
21. Saldo de TES (\$MM)		423.676	417.201	415.592	372.508
22. Unidad de Valor Real (UVR)	Jul20	310.78	308.37	301.62	284.68
23. DTF efectiva anual	Jul18-Jul24	8.75	7.49	5.71	1.91
24. Tasa interbancaria efectiva	Jul11-Jul15	7.50	6.02	5.12	1.75

FECHAS CLAVE

Julio 18 al 22 de 2022

LUNES 18

COL: comercio exterior y movimiento de zonas francas, mayo.
COL: Indicador de Seguimiento a la Economía, mayo.
EE.UU: Índice del mercado de la vivienda NAHB, julio.

MARTES 19

COL: Importaciones, mayo.
COL: Indicador de Mezcla Asfáltica, mayo.
U.E: Índice de Precios al Consumidor, junio.
Reino Unido: Tasa de desempleo de la OIT, mayo.

MIÉRCOLES 20

COL: festivo.
EE.UU: ventas de viviendas existentes, junio.
U.E: Cuenta Corriente, junio.
Reino Unido: Índice de Precios al Consumidor, junio.
Reino Unido: Índice de Precios al Productor, junio.
Japón: balanza comercial, junio.
China: decisión de tasa de interés de PBoC.

JUEVES 21

COL: Cuentas del gobierno general por finalidad, 2010 - 2021.
COL: Gasto social público y privado, 2009 - 2021.
COL: Índice de Costos del Transporte de Carga por Carretera, junio.
COL: Encuesta Mensual de Expectativas Económicas, mayo.
U.E: decisión de política monetaria y conferencia de prensa del BCE.
Japón: Decisión de la tasa de interés del BoJ.
Japón: Índice Nacional de Precios al Consumidor, junio.

VIERNES 22

COL: Encuesta Mensual de Servicios de Bogotá, mayo.
COL: Índice de Costos del Transporte Intermunicipal de Pasajeros, segundo trimestre.
COL: ingreso de remesas de trabajadores, junio.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.