

Tasa de Cambio en Colombia: ¿Qué determina su evolución?

- A inicios de este año, nuestras proyecciones indicaban una mayor depreciación de la moneda durante el primer trimestre del 2022 debido a los efectos derivados de las expectativas sobre la normalización de la política monetaria la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). A ello se sumaba la incertidumbre a nivel local generada por las elecciones presidenciales y legislativas.
- La invasión de Rusia a Ucrania generó una ruptura transitoria entre la estrecha correlación entre la Tasa de Referencia del Mercado (TRM) y el valor del dólar a nivel global (capturado por el índice DXY) que se venía evidenciando desde el 2021, pues la escalada en los precios del petróleo y demás energéticos pasó a predominar en el comportamiento del peso colombiano.
- La buena dinámica de los flujos como consecuencia de la invasión de Rusia a Ucrania permitió que la TRM cayera hasta \$3.706 a comienzos de abril, el nivel más bajo desde junio del 2021.
- No obstante, en la última semana de abril la TRM rompió su carrera bajista, luego de las declaraciones de la FED y el Banco Central Europeo sobre la necesidad de tomar medidas más rápidas y de acoger una política monetaria más agresiva en las siguientes reuniones a la luz de la persistencia de la inflación y el conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania. Entretanto, el clima electoral ha generado presiones adicionales sobre los títulos de deuda pública local, que muestran mayores tasas de rendimiento frente a los observadas a comienzos de año.
- La evidencia empírica que se muestra en este documento indica que los factores externos son los que mayor incidencia tienen en el comportamiento de la tasa de cambio, primando el valor del dólar a nivel global y las decisiones de política monetaria no convencional. A su vez, la prima de riesgo también tiene efecto significativo sobre el comportamiento del peso colombiano. En este sentido, las expectativas sobre la continuidad de la normalización monetaria, las presiones inflacionarias externas y la incertidumbre electoral continuarán generando volatilidad y sesgos alcistas sobre la moneda local.

17 de mayo de 2022

Director:

Hernando José Gómez

ASOBANCARIA:

Hernando José Gómez
Presidente

Alejandro Vera Sandoval
Vicepresidente Técnico

Germán Montoya Moreno
Director Económico

Para suscribirse a nuestra publicación semanal Banca & Economía, por favor envíe un correo electrónico a bancayeconomia@asobancaria.com

Visite nuestros portales:
www.asobancaria.com
www.yodecidomibanco.com
www.sabermassermas.com

Tasa de Cambio en Colombia: ¿Qué determina su evolución?

Durante el 2021 el comportamiento de la tasa de cambio estuvo influenciado significativamente por el fortalecimiento del dólar a nivel global (capturado por el índice DXY), cuya dinámica estuvo explicada por el aumento de los contagios de covid-19 en varios países y los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) sobre el posible comienzo del proceso de la normalización monetaria de dicho país. A ello se sumaron factores internos, como la imposibilidad de tramitar la reforma tributaria, los disturbios sociales que generó la presentación de esta, la pérdida del grado de inversión y el consecuente deterioro de la prima de riesgo, pese a la notable recuperación económica.

A inicios de este año, nuestras proyecciones indicaban una mayor depreciación de la moneda durante el primer trimestre del 2022 debido a las expectativas de subida de tasas de la FED en el primer semestre del año, y el desmonte del programa de la compra de activos en marzo. Respecto al panorama local, la proximidad a las elecciones legislativas y presidenciales también suponía una fuente de volatilidad dados los resultados de las encuestas y la discusión sobre propuestas de política económica de carácter heterodoxo. Para la segunda parte del año, contemplábamos que, si bien la política monetaria de la FED continuaría generando presiones sobre la tasa de cambio, la dilución de los choques de oferta sobre los precios asociados a las disrupciones en las cadenas globales de valor y un menor riesgo político, contribuirían a que se presentara una apreciación de la moneda.

No obstante, las perspectivas para el año presentaron un cambio debido al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que se recrudeció en el mes de marzo y ha llevado a una apreciación de las monedas de algunos países emergentes en los últimos meses. En el caso de las latinoamericanas, incluida la colombiana, estas divisas fueron las más beneficiadas, en parte por la repentina alza en las cotizaciones del petróleo, pues los países de la región son exportadores netos de materias primas utilizadas en los mercados energéticos e industriales.

No obstante, más recientemente, aunque los precios del petróleo se mantienen altos: i) los anuncios respecto a una mayor celeridad de la normalización monetaria por parte de la FED, ii) la persistencia de las presiones inflacionarias vinculadas a los problemas logísticos, iii) así como temores ante una desaceleración, e incluso una recesión mundial, ha llevado a una relocalización de los capitales hacia monedas refugio, generando una depreciación en las monedas emergentes.

Ante un panorama sujeto a riesgos a nivel externo y local que generan una gran volatilidad en los mercados, esta edición de Banca & Economía analiza la dinámica que ha mostrado la tasa de cambio desde el año pasado, así como los determinantes de esta, tanto en el frente local como externo. Igualmente, analiza el comportamiento del mercado de renta fija en Colombia, por su relación con la tasa de cambio USD/COP. Finalmente, presenta nuestras perspectivas y los factores que incidirían en el comportamiento del peso colombiano a lo largo del año.

Editor

Germán Montoya
Director Económico

Participaron en esta edición:

Carlos Velásquez Vega
María Alejandra Martínez Botero
Nicolas Cruz Walteros

PROGRAMACIÓN

EVENTOS ASOBANCARIA

¡Un año recargado de temáticas clave para impulsar nuestra economía!

2022

- Junio 9 y 10**
24° Congreso de Tesorería
Centro de Convenciones Hilton Garden Inn Barranquilla
- Julio 14 y 15**
21° Congreso Panamericano de LAFTPADM
Hilton Cartagena Cartagena
- Agosto 17, 18 y 19**
56° Convención Bancaria
Centro de Convenciones Cartagena de Indias Cartagena
- Septiembre 22 y 23**
20° Congreso de Derecho Financiero
Hyatt Regency Cartagena Cartagena
- Octubre 7**
33° Simposio de Mercado de Capitales
JW Marriott Bogotá
- Octubre 27 y 28**
15° Congreso de Prevención del Fraude y Seguridad
Centro de Convenciones Hilton Garden Inn Barranquilla
- Noviembre 17 y 18**
20° Congreso de Riesgo Financiero
Hyatt Regency Cartagena Cartagena
- Diciembre 1**
10° Encuentro Tributario
JW Marriott Bogotá

ASOBANCARIA
Capacitaciones y Eventos

ASOBANCARIA

www.asobancaria.com

Inscripciones
Call Center
eventos@asobancaria.com
Tel +57 321 456 81 11

Patrocinios
Sonia Elias
sellias@asobancaria.com
Tel +57 320 839 72 89

Impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania en la tasa de cambio

En el primer mes del año, la Tasa Representativa del Mercado (TRM) venía apreciándose, aunque de manera muy paulatina, luego de alcanzar el máximo histórico de \$4.084 a inicios de este año, debido a menores percepciones de riesgo a nivel global que contribuyeron a que el dólar permaneciera relativamente estable. Sin embargo, el inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania el 24 de febrero de 2022, pese a presionar al alza al dólar, suscitó una mayor apreciación del peso colombiano, en un contexto en donde los inversionistas buscaron refugio en mercados emergentes que exportaran materias primas y petróleo, en territorios alejados del conflicto (Gráfico 1).

En efecto, cuando el precio del petróleo de referencia Brent osciló entre los USD 110 y los USD 130 por barril, los flujos de portafolio hacia los países emergentes se incrementaron de manera notable, en especial hacia los latinoamericanos, por su relación con los mercados energéticos (Gráfico 2, Panel A). En Colombia, si bien el cambio de postura de la FED desde su pronunciamiento en el Simposio Jackson Hole había provocado una salida de capitales del país, el conflicto llevó a que en marzo se contabilizaran entradas de recursos de portafolio por USD 711 millones (Gráfico 2, Panel B) (Ver edición 1323). A esto último conviene agregarle que el rebalanceo del índice GBI-EM por la exclusión de Rusia de

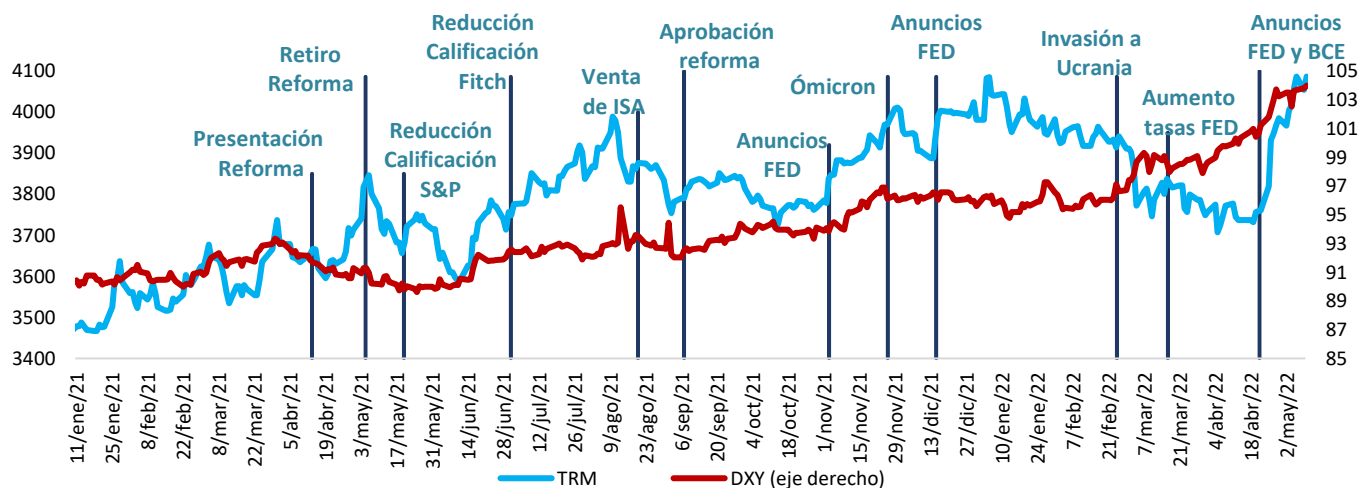
índices de renta fija de JP Morgan contribuyó a la recepción de nuevos capitales¹.

Cabe anotar que dicha tendencia positiva, que se mantuvo en las primeras semanas de abril², permitió que la TRM cayera hasta los \$3.706, el nivel más bajo desde mediados de junio de 2021.

Sin embargo, en la última semana de abril la TRM rompió su carrera bajista, luego de las declaraciones de la FED sobre la necesidad de adoptar un cambio de política monetaria más agresivo en las siguientes reuniones, a la luz tanto de i) la persistencia de las presiones inflacionarias, que han llevado a que las expectativas superen ampliamente el objetivo de largo plazo del 2% (Gráfico 3, Panel A), como de ii) mayores niveles de aversión al riesgo en los mercados financieros, de acuerdo con el índice VIX³ (Gráfico 3, Panel B).

Sumado al aumento de las expectativas inflacionarias, la pérdida de tracción de la economía china debido al endurecimiento de las medidas de “cero Covid-19”⁴ ha llevado a una revisión de las perspectivas del crecimiento económico a nivel global y un aplanamiento de la curva de rendimientos de los bonos soberanos de Estados Unidos (Gráfico 4, Panel A), que incluso mostró una inversión a inicios de abril. Este hecho ha despertado temores sobre el debilitamiento de la economía, o incluso la materialización de una recesión, si bien cabe anotar que las probabilidades estimadas para su concreción aún son bajas (Gráfico 4, Panel B)⁵.

Gráfico 1. Tasa de cambio (USD/COP) y DXY



Fuente: Banco de la República e Investing. Elaboración Asobancaria.

¹ La participación de Colombia en el índice pasó de 3,97% a 4,56% por la exclusión de Rusia del índice, con lo cual el monto potencial de recepción era USD 1.475 millones.

² A corte del 22 abril el Banco de la República reportó una entrada de flujos por USD 187 millones.

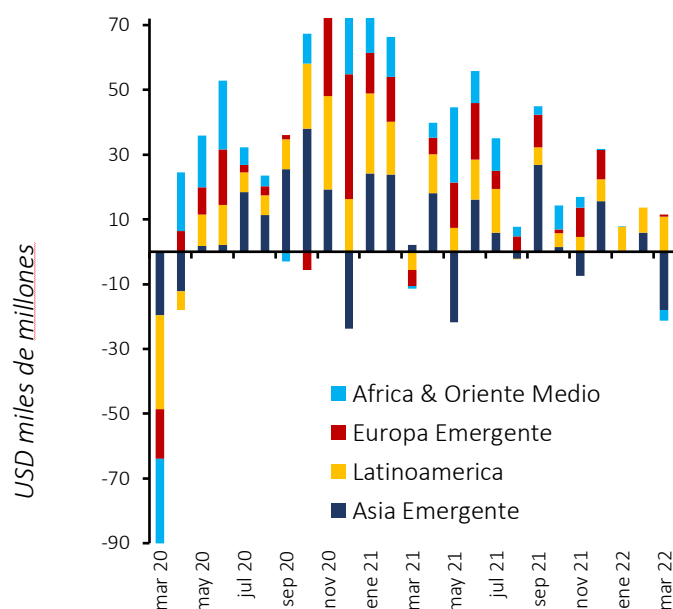
³ El índice VIX, que da cuenta de la volatilidad esperada a un mes del mercado accionario, alcanzó a finales de abril niveles similares a los observados a mediados de 2020.

⁴ El PMI de China en abril bordeó el 47,4, nivel que evidencia una desaceleración económica frente a marzo.

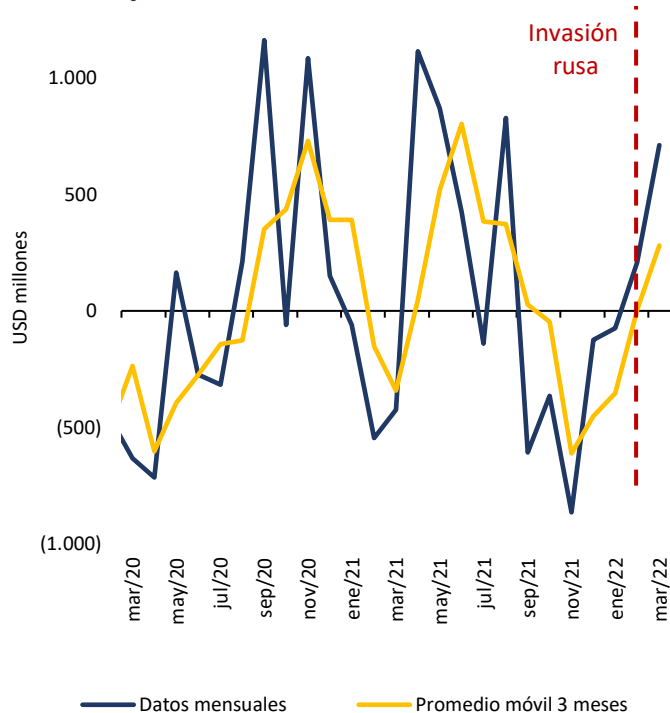
⁵ La probabilidad es menor al 10% en un horizonte de un año.

Gráfico 2. Flujos de portafolio hacia emergentes y Colombia

Panel A. Flujos hacia países emergentes



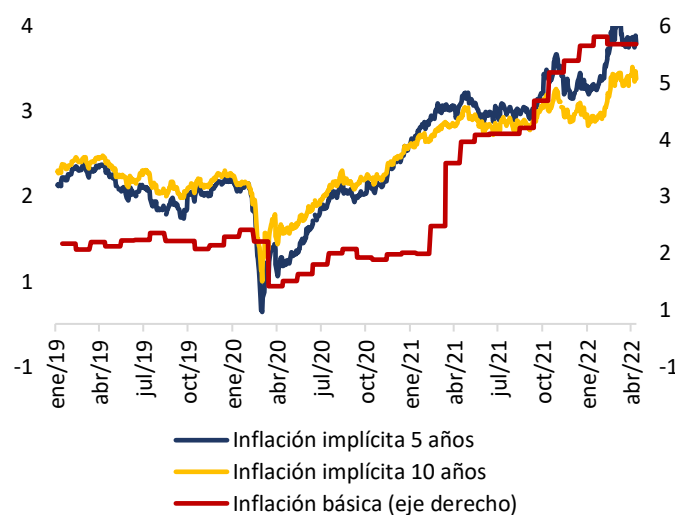
Panel B. Flujos hacia Colombia



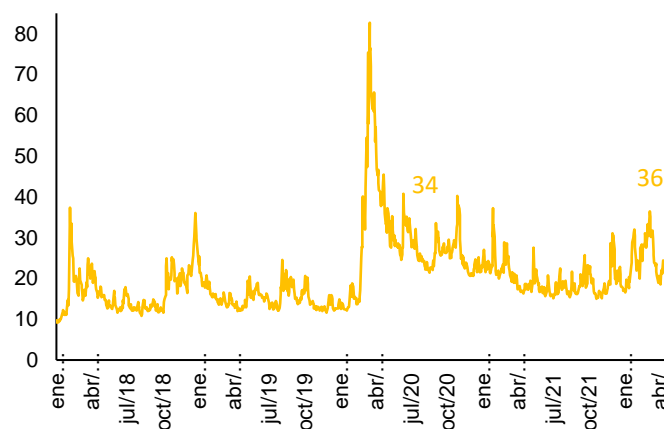
Fuente: IIF y Banco de la República. Elaboración Asobancaria.

Gráfico 3. Expectativas inflacionarias en EE. UU e índice de volatilidad accionaria

Panel A. Inflaciones implícitas y básica de los EE. UU



Panel B. Índice de Volatilidad VIX



Fuente: Federal Reserve Economics Data y Federal Reserve Bank of New York. Elaboración de Asobancaria.

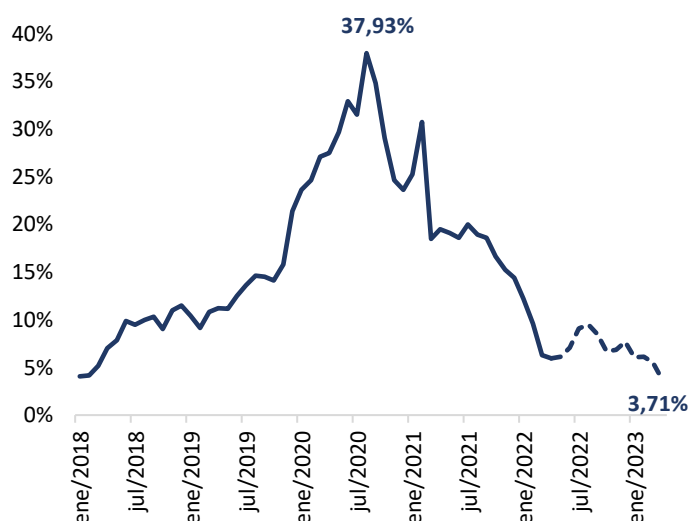
En este contexto, la FED en su última reunión decidió aumentar la tasa de interés en otros 50 pb hasta un rango de 0,75% y 1,0%, a la vez que ratificó su compromiso para alcanzar la estabilidad de precios por medio de subidas adicionales durante el año, las cuales, según el mercado, bordearían entre los 100 y 150 puntos básicos (Cuadro 1). Cabe destacar que los niveles que alcanzaría la tasa de interés de referencia a final de 2022 (de 2,5% a 2,75%), superan de manera significativas a los estimados a comienzo de año, más cercanos al 1,0% a 1,25%. Asimismo, la FED anunció que el inicio del recorte de la hoja de balance comenzaría en junio de este año con disminuciones de USD 47.500 millones mensuales, las cuales aumentarían a USD 95.000 millones desde septiembre.

Gráfico 4. Probabilidad de recesión en los EE. UU

Panel A. Diferencia rendimientos del Tesoro a 10-años vs. 2-años



Panel B. Probabilidad de recesión en EE. UU



Fuente: Federal Reserve Economics Data y Federal Reserve Bank of New York. Elaboración de Asobancaria.

Cuadro 1. Probabilidades estimadas para los rangos en los que se encontraría la tasa de la FED

Fecha de reunión	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
15/06/22	17,1%	82,9%	0,0%	0,0%								
27/07/22	0,0%	0,0%	17,1%	82,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
21/09/22	0,0%	0,0%	0,0%	9,6%	53,8%	36,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2/11/22	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	47,2%	39,1%	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
14/12/22	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	9,0%	47,1%	38,3%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%
1/02/23	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	3,7%	24,2%	43,6%	25,2%	3,2%	0,0%	0,0%
15/03/23	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	9,7%	29,9%	38,2%	18,8%	2,3%	0,0%
3/05/23	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	7,0%	23,4%	35,5%	25,0%	7,6%	0,7%
14/06/23	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	5,0%	18,1%	31,6%	28,4%	13,2%	3,0%
26/07/23	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	4,3%	16,1%	29,6%	28,9%	15,5%	4,5%

Fuente: Chicago Mercantile Exchange (CME Group).

Nota: Cifras con corte al 4 de mayo de 2022.

Mercado de deuda pública en Colombia

Los choques externos, aunados a (i) el repunte de la inflación a nivel local, (ii) la subida de tasas de interés por parte del emisor y (iii) el riesgo político, han generado una desvalorización de los títulos de deuda pública desde el año anterior en los diferentes tramos de la curva de TES (Gráfico 5, Panel A). En particular, al compararse el registro de inicio de mes anterior frente a los de mitad de 2021, para el título con vencimiento a 2024, la tasa de rendimiento se incrementó en 500 pb, mientras que para el bono a 10 años la diferencia fue de 350 pbs (Gráfico 5, Panel B).

Como se ha mencionado, tanto el cambio en la política monetaria de Estados Unidos como las expectativas sobre el desenlace de las elecciones, han generado desvalorizaciones adicionales a los TES, que a su vez se han traducido en un aumento de la prima de riesgo país. Al respecto, debe anotarse que esta ha mostrado un comportamiento alcista desde la mitad del año anterior, que incluso ha sido más pronunciado que el evidenciado en algunos pares regionales (Gráfico 6, Panel A).

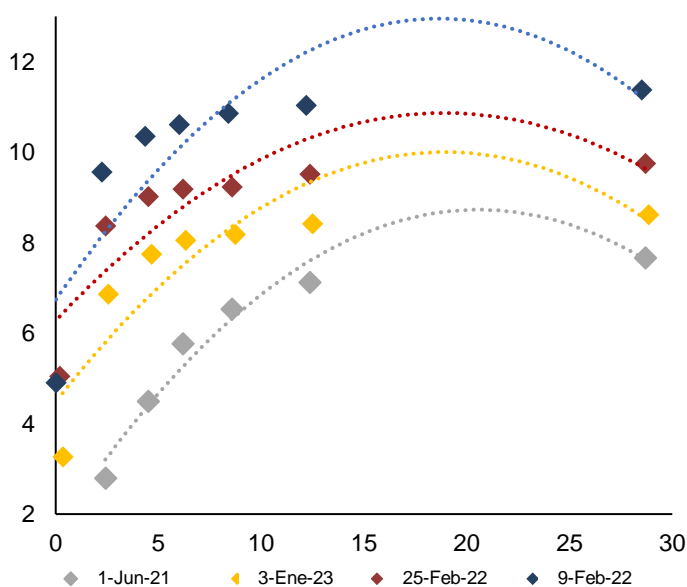
Esta dinámica solo fue atenuada por la relocalización de activos de portafolio posterior al inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, en la medida en que desde que se presentó este hecho

la prima de riesgo colombiana registró una caída de hasta 63 pb, cifra mayor a la registrada en Chile (41 pb) y Brasil (47 pb). No obstante, la subida de tasas de interés en los Estados Unidos y los anuncios sobre mayores esfuerzos para controlar la inflación han llevado a que el EMBI de casi todos los países de la región se incremente, incluso superando los niveles que se observaban antes del inicio del conflicto bélico (Gráfico 6, Panel B).

Sobre la llegada de capitales extranjeros al mercado de renta fija, cabe destacar que, según datos del Ministerio de Hacienda, en marzo estos fueron los mayores compradores de TES, al registrar una posición neta de \$3,3 billones, lo cual estuvo explicado por el contexto externo que llevó a que Colombia se viera como un refugio. En abril, las compras de TES por parte de los extranjeros, aunque positivas (\$0,75 billones), fueron menores a las registradas el mes anterior y a las realizadas por los fondos de pensiones y cesantías (\$3,87 billones) y los bancos comerciales (\$1,28 billones) (Gráfico 7, Panel A). En este contexto, los Fondos de Capital Extranjero se posicionaron como los segundos con mayor participación dentro de los poseedores de TES (25%), solo por debajo de los Fondos de Pensiones y Cesantías (28%) (Gráfico 7, Panel B).

Gráfico 5. Mercado de TES

Panel A. Curva de rendimientos de los TES tasa fija en pesos



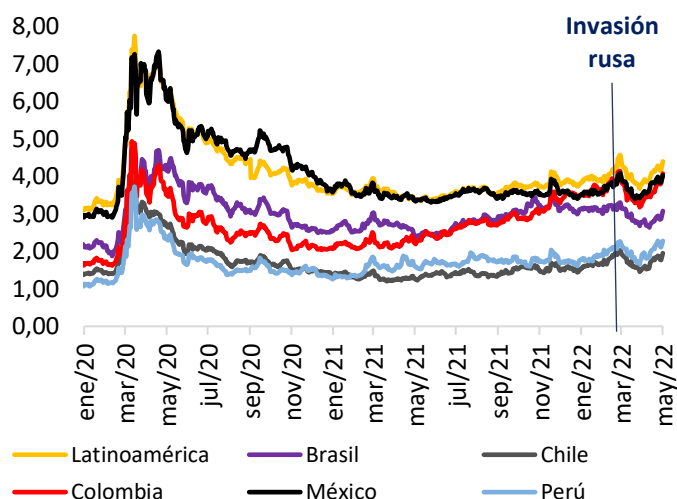
Panel B. Cuadro de rendimientos de los TES tasa fija en pesos

	(1) 1/06/2 021	(2) 3/01/2 022	(3) 25/02/ 2022	(4) 09/05/ 2022	(4-3)	(4-2)	(4-1)
24 Jul 2024	4,5	6,9	8,4	9,5	1,1	2,6	5,0
26 Nov 2025	5,3	7,4	8,9	10,2	1,3	2,8	4,9
26 Ago 2026	5,8	7,8	9,0	10,3	1,3	2,5	4,5
3 Nov 2027	6,3	7,9	9,1	10,5	1,4	2,6	4,2
28 Abr 2028	6,5	8,0	9,2	10,6	1,4	2,6	4,1
18 Sep 2030	7,1	8,2	9,2	10,9	1,7	2,7	3,8
30 Jun 2032	7,4	8,4	9,4	10,9	1,5	2,5	3,5
18 Oct 2034	7,7	8,5	9,5	11,0	1,5	2,5	3,3
9 Jul 2036	7,9	8,5	9,6	11,1	1,5	2,6	3,2
26 Oct 2050	8,3	8,6	9,7	11,4	1,7	2,8	3,1

Fuente: Davivienda y Grupo Aval. Elaboración de Asobancaria

Gráfico 6. EMBI Latinoamérica (2021-2022)

Panel A. EMBI Latinoamérica



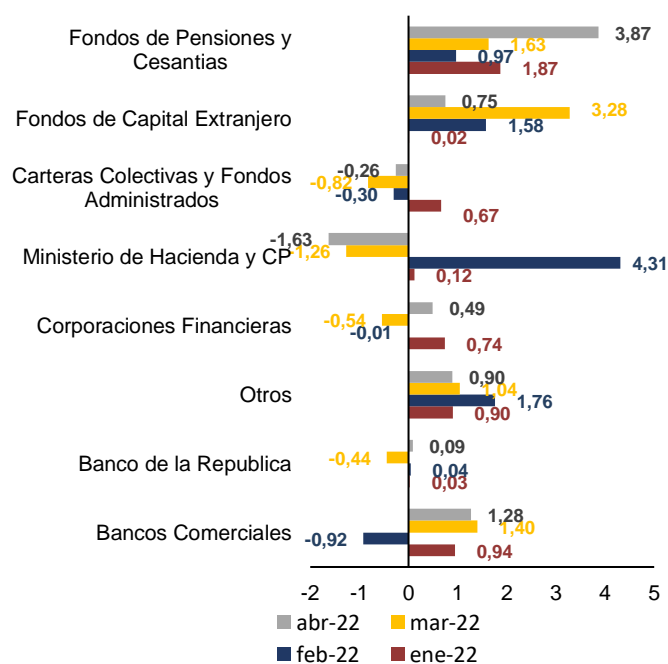
Panel B. Comparación EMBI Latinoamérica

	(1) EMBI al 1/06/2 1	(2) EMBI al 3/01/2 2	(3) EMBI al 25/02/ 22	(4) EMBI al 9/05/2 2	(4-3)	(4-2)	(4-1)
México	3,32	3,41	3,72	4,03	0,31	-3,72	0,71
Chile	1,35	1,45	1,86	1,95	0,09	-1,86	0,60
Perú	1,67	1,62	2,05	2,27	0,23	-2,05	0,60
Brasil	2,44	3,00	3,11	3,08	-0,03	-3,11	0,64
Colombia	2,46	3,45	3,80	4,08	0,28	-3,80	1,62
LATAM	3,36	3,73	4,10	4,39	0,29	-4,10	1,03

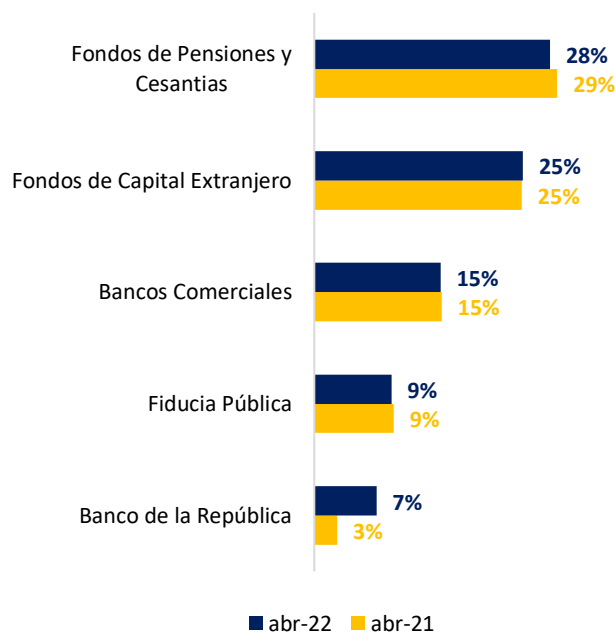
Fuente: JP Morgan. Elaboración de Asobancaria.

Gráfico 7. Mercado de TES

Panel A. Ventas / Compras netas de TES (billones de pesos)



Panel B. Partición de TES (%)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Elaboración de Asobancaria.

Nota: "Otros" incluye Compañías de Financiamiento Comercial, Fiducia Pública y Corporaciones Financieras, entre otros.

Determinantes de la Tasa de Cambio

El comportamiento de variables como el valor del dólar, la prima de riesgo y el precio del petróleo tienen una incidencia sobre los flujos de portafolio, el mercado de renta fija y la cotización del peso colombiano. Para el mejor entendimiento de estas relaciones y la identificación de los factores que han explicado en mayor grado el desempeño de la TRM en los últimos años, los resultados de los modelos multivariados son bastante ilustrativos⁶.

En el primer modelo, se incorporan como variables externas (explicativas) el valor del dólar a nivel global (capturado por el índice DXY) y el precio del petróleo con referencia Brent, mientras que la prima de riesgo de Colombia, medida a través del EMBI, se incluyó como variable endógena, al estar influenciada por las tasas de rendimiento de los TES. El segundo modelo agrega como variable exógena el índice de volatilidad de los mercados (VIX) y como endógena el comportamiento de la economía colombiana medido con el indicador de Seguimiento a la Economía (ISE). El tercer modelo, por su parte, agrega el monto de los activos correspondientes a la hoja de balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos con el fin de capturar si la política monetaria no convencional llevada a cabo en este país tiene una incidencia sobre la TRM.

Nuestras estimaciones (Cuadro 2) muestran los signos esperados, además de la significancia de los efectos y la robustez de las elasticidades e impulsos respuesta. En efecto, en el Panel A se observa que los factores externos (*Push factors*) son los que explican en mayor grado el comportamiento de la tasa de cambio, siendo el DXY y las decisiones de la política monetaria no convencional de la FED los de mayor incidencia, en línea con lo que apunta la literatura económica (Ahmed y Zlate, 2014)⁷.

En particular, se tiene que por un incremento de un 1% en el índice DXY, la tasa de cambio COP/USD se incrementa (depreciación) entre un 0,49% y 0,4%, mientras un aumento de esa misma proporción en el monto de activos de la hoja de balance de los Estados Unidos se traduce en una caída (apreciación) de 0,17% en la tasa de cambio, puesto que el aumento la liquidez permite un mayor paso de los flujos de portafolio hacia economías avanzadas y emergentes. Entretanto, la aversión al riesgo, capturada a través del VIX, muestra también una relación con la TRM, aunque con un efecto reducido. En cuanto a la incidencia del precio del petróleo, otro factor externo, se encuentra, en línea con lo esperado, que

ante un aumento en el precio se presenta una apreciación, aunque el efecto es menor que en el caso del DXY.

Cuadro 2. Efecto de las variables sobre la TRM

Panel A. Elasticidades entre variables externas y TRM

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
DXY	0,49***	0,42***	0,40***
Brent	-0,18***	-0,15***	-0,13***
VIX		0,03***	0,03**
Hoja de balance de EE. UU			-0,17**

Panel B. Efecto de un choque de 1 pp en variables locales sobre la TRM

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
EMBI	1,2***	1,1***	0,7***
ISE		0,003	-0,09**

Fuente: FRED e Investing. Cálculos de Asobancaria.

Nota: *** Significancia al 95%, ** significancia al 90%.

De lado de las variables fundamentales (*pull factors*), se encuentra que la prima de riesgo (EMBI) tiene una influencia sobre los flujos de capitales a los países emergentes, como Colombia, de modo que el impacto de un choque de un 1% del EMBI incrementa la TRM en 0,7 puntos porcentuales a lo largo de 4 meses. Para el caso del crecimiento económico, la significancia del efecto sobre la TRM en el corto plazo es muy baja o nula, dependiendo de la especificación, hecho que también se encuentra en línea con la evidencia empírica.

Los resultados de nuestras estimaciones también van en línea con el análisis de las correlaciones de diferentes divisas a lo largo del periodo de análisis⁸, pues al compararse el comportamiento de la moneda local con el de pares regionales y países desarrollados, algunos de ellos productores de petróleo, se obtienen resultados significativos (Gráfico 8). En efecto, el peso colombiano muestra una alta correlación tanto con las divisas latinoamericanas, como

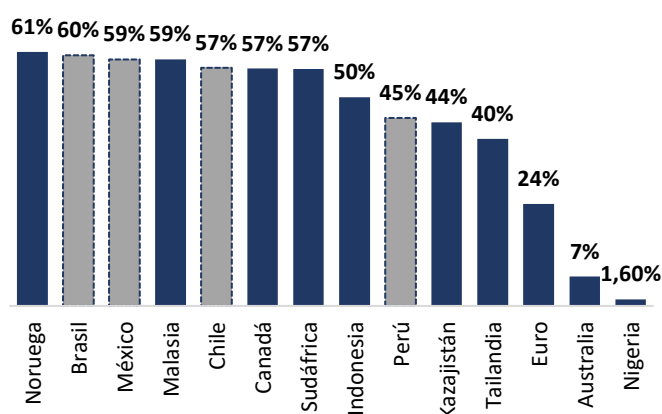
⁶ Se estimaron tres modelos econométricos multivariados (VAR-X) con una frecuencia mensual entre 2010-2019 que incluyeron variables exógenas y locales. Esta especificación permite incluir variables exógenas que se agregan a la especificación de un modelo en donde variables como la TRM y el EMBI presentan una doble causalidad. Los errores de todas las especificaciones cumplieron con el cumplimiento del supuesto de no autocorrelación serial.

⁷ Ahmed A. & A. Zlate (2013). "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?" manuscript, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 1081

⁸ Las correlaciones se estimaron para las primeras diferencias logarítmicas de las cotizaciones de las divisas, esto con el fin de dar cuenta de las variaciones conjuntas de los cambios en los precios.

con las de países tan disimiles en términos de su nivel de desarrollo económico e institucional como Noruega, Canadá y Malasia. Incluso para el caso del Euro, se aprecia una correlación significativa, hecho que evidencia la importancia de factores externos y transversales que determinan el comportamiento de la TRM.

Gráfico 8. Correlaciones de divisas con el peso colombiano (2010-2020)



Fuente: University of British Columbia e Investing. Cálculos de Asobancaria.

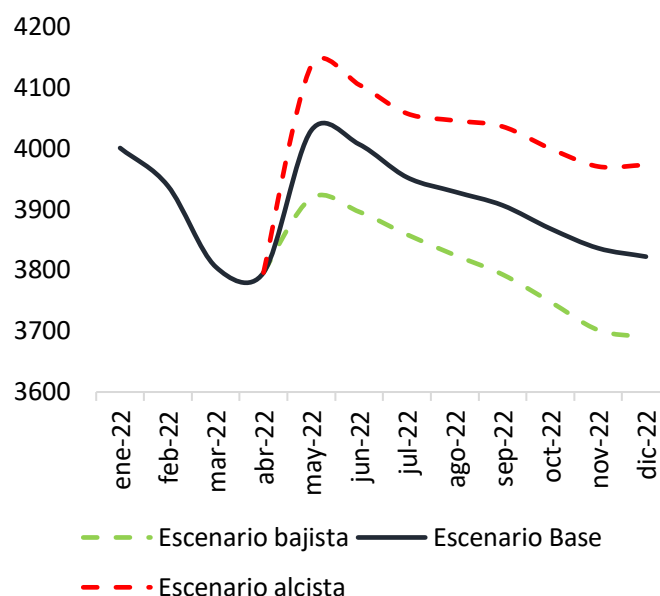
Nota: Correlaciones estimadas para las diferencias logarítmicas mensuales.

Teniendo en cuenta el resultado de nuestros análisis y la evidencia empírica, esperamos que el comportamiento de la tasa de cambio para lo que resta del 2022 continúe viéndose determinado en buena parte por factores externos. En efecto, en el corto plazo se espera que la persistencia de las presiones inflacionarias, un nuevo incremento en la tasa de interés por parte de la FED en junio y la proximidad a los comicios presidenciales, generen presiones alcistas sobre la TRM, que alcanzaría a priori los mayores niveles en el año. En la segunda parte del año, con la dilución de las presiones inflacionarias, la continuidad de los altos presiones del petróleo y la reducción del riesgo político y la prima, esperamos se presente una moderada apreciación que lleve a la TRM a ubicarse entre \$3800 y \$3850 al cierre del año (Gráfico 9). No obstante, es claro que los factores de riesgo externos y un giro hacia un manejo heterodoxo de las políticas económicas en Colombia podrían llevar a que la depreciación de la moneda, frente al 2021, supere el 4,4%, cifra esperada en nuestro escenario base.

Sobre estos riesgos quisimos ahondar en el análisis respecto al comportamiento que tomaría la tasa de cambio ante cambios

abruptos en la prima de riesgo EMBI, pues a diferencia de variables como el DXY, la hoja de balance de la FED, el precio del Brent o el VIX, esta si se ve influenciada por factores endógenos y decisiones de política económica a nivel local⁹. Desde luego, una pérdida de confianza en la política macroeconómica, asociada a mayores niveles de déficit fiscal, incertidumbre inversionista y a eventuales amenazas a la independencia del Emisor, elevaría la prima de riesgo local, con una clara incidencia en el tipo de cambio USD/COP.

Gráfico 9. Tasa de cambio 2022



Fuente: Banco de la República. Elaboración y estimaciones de Asobancaria.

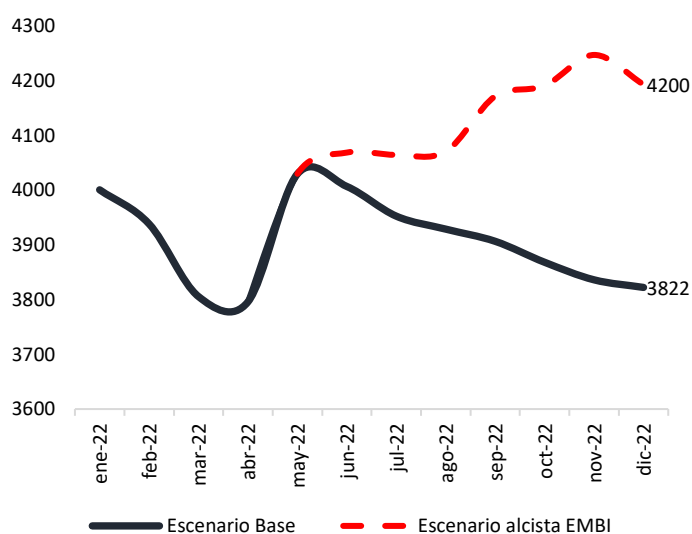
Para determinar una senda alcista adversa para la TRM que recoja estas eventualidades, se analizaron tres casos. El primero incorpora, para el resto del año, un aumento de la prima de riesgo cercano a 34%, similar al experimentado en Perú entre inicios de 2021 y la segunda vuelta electoral. En el segundo caso, el EMBI vería un incremento de 70% frente a nuestro escenario central en la segunda parte del 2022, similar al experimentado en Colombia durante 2021, adverso en medio del malestar social y los paros, y pérdida de grado de inversión. El tercer caso supone un mayor deterioro del EMBI, de cerca del 120%, equiparable al observado en Argentina en el año 2019, a causa de los temores sobre la materialización de un nuevo default sobre la deuda soberana. Así, en un escenario alternativo alcista, que para nuestro ejercicio resulta del promedio de los tres casos analizados, la TRM podría incrementarse en cerca de COP 241 (promedio) frente a nuestro

⁹ A partir del modelo multivariado VAR-X se realizaron simulaciones de la TRM, condicionando su trayectoria a supuestos de deterioro del EMBI, dejando lo demás constante.

escenario base y acercarse a los \$4200 al cierre del año (Gráfico 10).

Esta simulación, como bien se señala, solo condiciona la senda de la TRM a un cambio significativo en el EMBI, por lo que tiene el propósito de evidenciar el posible efecto que tendría un aumento sustancial de la prima de riesgo sobre la divisa local. De ahí la importancia de que el próximo gobierno muestre un compromiso claro con preservar la confianza de los agentes económicos e inversionistas internacionales, para lo cual se requerirá de la consolidación fiscal y la independencia del Banco de la República.

Gráfico 10. Tasa de cambio COP/USD ante un deterioro de la prima de riesgo en 2022



Fuente: Banco de la República e Investing. Elaboración y estimaciones de Asobancaria

Conclusiones y consideraciones finales

Durante lo corrido del 2021, el aumento de la tasa de cambio estuvo guiada por el incremento del dólar a nivel global. Dicha dinámica se venía presentando durante este año hasta que comenzó el conflicto entre Rusia y Ucrania, pues luego de ese hecho el alza en los precios del petróleo y demás materias primas energéticas produjo una apreciación inesperada de la TRM, la cual llegó a su nivel más bajo desde junio de 2021. En esta línea, el mercado de deuda pública en Colombia se vio dinamizado por el aumento de la compra de TES por parte de inversionistas extranjeros.

No obstante, en la última semana de abril la TRM empezó a subir nuevamente superando la barrera de los \$4.000 tras los anuncios de la FED sobre la necesidad de acelerar el proceso de normalización de la política monetaria. Ello ha llevado a que la

prima de riesgo país, y en general de la región, haya perdido parte de la corrección que se venía presentando desde febrero.

En el análisis de la relación entre los determinantes de la TRM y su grado de incidencia, estimaciones econométricas multivariadas muestran que los factores externos (*push factors*) son los que explican en mayor grado el comportamiento de la tasa de cambio, primando las decisiones de política monetaria no convencional y la senda del dólar a nivel global (DXY). De otro lado, la prima de riesgo país (considerado como factor interno) también muestra efectos sobre la moneda colombiana, a diferencia de lo que ocurre con el crecimiento de la economía, que no muestra incidencia significativa en el corto plazo.

En este contexto, los determinantes externos seguirán primando sobre la evolución de la TRM, haciendo hincapié en que las decisiones de política monetaria de los Estados Unidos, así como la senda que tome el dólar a nivel global, podrán generar presiones adicionales sobre la tasa de cambio. Entretanto, la posibilidad que se efectúe un embargo petrolero de la Unión Europea contra Rusia supondría un aumento en las cotizaciones y una posible fuente de apreciación.

A estos efectos mixtos, se sumará el desenlace de los comicios presidenciales, pues tanto el resultado como las señales que envíe el nuevo mandatario de los colombianos frente al manejo de la economía tendrán efectos significativos sobre la prima de riesgo y la divisa local.

Colombia

Principales indicadores macroeconómicos

	2020					2021					2022	
	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	Total (p)
Producto Interno Bruto**												
PIB Nominal (COP Billones)	259,9	212,2	248,0	278,5	998,7	267,7	268,5	305,1	335,9	1177,2	326,8	1280,7
PIB Nominal (USD Billones)	73,1	55,0	66,4	76,5	271,3	74,7	72,4	79,3	87,5	303,9	82,2	325,1
PIB Real (COP Billones)	207,7	179,4	203,1	228,9	819,1	209,6	212,3	231,0	253,7	906,6	227,5	941,8
PIB Real (% Var. interanual)	0,8	-16,6	-8,8	-3,6	-7,0	0,9	18,3	13,7	10,8	10,7	8,5	4,0
Precios												
Inflación (IPC, % Var. interanual)	3,7	2,9	1,9	1,6	2,5	1,6	2,9	4,3	5,2	3,5	7,5	6,6
Inflación sin alimentos (% Var. interanual)	3,3	2,2	1,5	1,2	2,0	1,0	2,1	3,0	3,1	2,3	4,8	5,5
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3535	3845	3729	3661	3693	3552	3690	3844	3878	3742	3913	3939
Tipo de cambio (Var. % interanual)	12,7	18,6	11,7	7,5	12,5	0,4	-4,0	3,1	5,9	1,3	10,1	...
Sector Externo (% del PIB)												
Cuenta corriente (USD Millones)	-2286	-1933	-2000	-2988	-9207	-2937	-3,966	-4794	-6136	-17833	...	-11133
Cuenta corriente (%PIB)	-3,1	-3,5	-3,1	-3,9	-3,4	-3,9	-5,5	-6,0	-7,0	-5,7	...	-3,4
Balanza comercial (%PIB)	-3,1	-2,8	-3,3	-3,7	-3,3	-3,5	-4,9	-4,7	-4,7	-4,4	...	0,2
Exportaciones F.O.B. (%PIB)	12,4	12,4	11,9	11,1	11,9	12,4	13,2	14,0	14,7	13,6	...	18,0
Importaciones F.O.B. (%PIB)	15,5	15,5	15,2	14,8	15,2	15,9	18,1	18,6	19,4	18,0	...	17,8
Renta de los factores (%PIB)	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8	-2,2	-2,0	-2,6	-3,3	-2,6	...	-4,4
Transferencias corrientes (%PIB)	3,0	3,1	3,6	3,2	3,2	3,3	3,6	3,5	3,3	3,4	...	3,0
Inversión extranjera directa (pasivo) (%PIB)	4,3	2,5	-1,3	2,7	2,8	3,2	2,8	3,6	2,5	3,0	...	3,2
Sector Público (acumulado, % del PIB)												
Bal. primario del Gobierno Central	0,3	-3,2	...	...	-5,9	...	...	...	...	-3,7	...	-2,9
Bal. del Gobierno Nacional Central	-0,2	-5,8	...	...	-7,8	...	...	...	...	-7,1	...	-6,5
Bal. estructural del Gobierno Central	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Bal. primario del SPNF	0,4	-3,0	...	...	-6,7	...	...	...	...	-4,4	...	-4,0
Bal. del SPNF	0,4	-5,2	...	...	-9,4	...	...	...	...	-7,4	...	-7,1
Indicadores de Deuda (% del PIB)												
Deuda externa bruta	47,4	49,3	...	...	...	...	51,7	...	...	...	...	31,5
Pública	25,3	26,6	...	...	...	...	30,2	...	...	...	...	...
Privada	22,1	22,6	...	...	...	...	21,5	...	...	...	...	...
Deuda bruta del Gobierno Central	60,3	62,4	66,2	64,8	64,7	61,5	64,2	...	...	63,8	...	63,0

Colombia

Estados financieros del sistema bancario

	feb-22 (a)	ene-22	feb-21 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
Activo	821.254	809.120	729.319	4,3%
Disponible	57.591	56.877	44.502	19,8%
Inversiones y operaciones con derivados	169.956	172.757	161.105	-2,3%
Cartera de crédito	561.753	551.853	501.987	3,6%
Consumo	175.011	171.602	150.768	7,5%
Comercial	288.097	282.832	264.785	0,7%
Vivienda	84.487	83.418	73.617	6,3%
Microcrédito	14.158	14.001	12.817	2,3%
Provisiones	35.589	35.715	38.259	-13,9%
Consumo	12.334	12.329	13.727	-16,8%
Comercial	17.553	17.534	17.484	-7,0%
Vivienda	3.034	3.028	2.739	2,6%
Microcrédito	907	918	1.143	-26,5%
Pasivo	715.286	703.680	637.182	3,9%
Instrumentos financieros a costo amortizado	629.248	618.943	558.634	4,3%
Cuentas de ahorro	289.562	288.907	243.214	10,2%
CDT	145.671	140.683	151.249	-10,8%
Cuentas Corrientes	83.777	80.546	76.757	1,1%
Otros pasivos	10.094	10.168	8.970	4,2%
Patrimonio	105.968	105.440	92.137	6,5%
Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)	2.273	1.093	1.078	95,1%
Ingresos financieros de cartera	7.946	3.943	6.762	8,8%
Gastos por intereses	2.097	1.000	1.630	19,1%
Margen neto de Intereses	6.037	2.986	5.299	5,5%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3,98	4,10	5,02	-1,04
Consumo	4,46	4,45	6,44	-1,98
Comercial	3,84	4,06	4,48	-0,64
Vivienda	3,01	3,11	3,63	-0,62
Microcrédito	6,47	6,66	7,42	-0,95
Cubrimiento	159,3	157,7	151,9	-7,45
Consumo	158,0	161,3	141,4	16,60
Comercial	158,5	152,8	147,4	11,08
Vivienda	119,4	116,8	102,5	16,93
Microcrédito	99,0	98,5	120,2	-21,19
ROA	1,67%	1,63%	0,89%	0,8
ROE	13,58%	13,18%	7,23%	6,3
Solvencia	19,38%	19,80%	19,85%	-0,5

Colombia Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019	2020				2020 2021			
	Total	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3
Profundización financiera - Cartera/PIB (%) EC	50,2	50,1	49,8	49,8	51,7	54,3	...	...	...	...	...	...
Efectivo/M2 (%)	12,59	12,18	13,09	15,05	13,35	14,48	...	...	...	...	...	...
Cobertura												
Municipios con al menos una oficina o un corresponsal bancario (%)	99,7	100	99,2	99,9	100	100	100	100	100	100	100	100
Municipios con al menos una oficina (%)	73,9	73,9	74,4	74,6	74,6	74,6	74,6	...	78,6	...	...	...
Municipios con al menos un corresponsal bancario (%)	99,5	100	98,3	100	100	100	100	100	100	...	...	...
Acceso												
Productos personas												
Indicador de bancarización (%) SF*	77,30	80,10	81,4	82,5	83,2	85,9	87,1	87,8	87,8	89,4	89,4	89,9
Indicador de bancarización (%) EC**	76,40	79,20	80,5	81,6	...	...	86,6	...	...	88,9	...	89,5
Adultos con: (en millones)												
Cuentas de ahorro EC	23,53	25,16	25,75	26,6	...	...	27,5	27,9	27,9	28,4	28,3	28,5
Cuenta corriente EC	1,72	1,73	1,89	1,97	...	...	1,92	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Cuentas CAES EC	2,83	2,97	3,02	3,03	...	...	3,03	...	3,0	3,0	3,0	3,0
Cuentas CATS EC	0,10	0,10	0,71	3,30	...	...	7,14	8,1	8,1	9,2	10,5	11,8
Otros productos de ahorro EC	0,77	0,78	0,81	0,85	...	...	0,84	...	...	...	0,8	0,7
Crédito de consumo EC	8,74	9,17	7,65	8,42	...	...	...	...	...	...	6,9	6,9
Tarjeta de crédito EC	9,58	10,27	10,05	10,53	...	...	10,59	...	...	...	8,1	7,7
Microcrédito EC	3,56	3,68	3,51	3,65	...	...	...	...	...	...	2,4	2,3
Crédito de vivienda EC	1,39	1,43	1,40	1,45	...	...	...	...	...	...	1,1	1,2
Crédito comercial EC	1,23	1,02	...	0,70	...	...	...	...	...	...	0,5	0,4
Al menos un producto EC	25,40	27,1	27,64	29,1	...	...	...	32	32	32,7	32,9	33,1
Uso												
Adultos con: (en porcentaje)												
Algún producto activo SF	66,3	68,6	68,5	66,0	66,8	71,6	73,0	72,6	72,6	74,4	74,6	75,5
Algún producto activo EC	65,1	66,9	67,2	65,2	...	...	72,4	...	...	...	...	...
Cuentas de ahorro activas EC	72,0	71,8	68,3	70,1	...	...	65,4	...	64,2	62,2	65,3	65,8
Cuentas corrientes activas EC	84,5	83,7	85,5	85,6	...	...	82,8	...	82,3	82,3	80,2	78,5
Cuentas CAES activas EC	87,5	89,5	89,7	82,1	...	...	82,1	...	82,1	82,1	82,1	82,1
Cuentas CATS activas EC	96,5	96,5	67,7	58,3	...	...	80,8	...	74,8	73,0	73,8	75,2
Otros pdtos. de ahorro activos EC	66,6	62,7	61,2	62,8	...	...	63,8	...	...	...	64,6	75,6
Créditos de consumo activos EC	82,0	83,5	82,2	75,7	...	...	...	...	...	...	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	92,3	90,1	88,7	79,5	...	...	76,7	...	...	...	...	...
Microcrédito activos EC	66,2	71,1	68,9	58,3	...	...	...	...	...	...	...	...

Colombia

Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019	2020				2021			
	Total	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3
Créditos de vivienda activos EC	79,3	78,9	77,8	78,2	...	...	...	...	...	...	...	...
Créditos comerciales activos EC	85,3	84,7	...	45,5	...	...	...	...	...	...	...	...
Acceso												
Productos empresas												
Empresas con: (en miles)												
Al menos un producto EC	751,0	775,2	946,5	938,8	933,8	925,3	922,3	925,2	925,2	926,4	924,3	923,8
Cuenta de ahorro EC	500,8	522,7	649,4	649,1	648,5	637,1	637,1	639,8	639,8	644,0	642,2	645,4
Cuenta corriente EC	420,9	430,7	502,9	499,7	492,8	491,6	488,7	491,3	491,3	489,0	489,3	489,2
Otros productos de ahorro EC	15,24	14,12	13,9	13,8	15,4	16,0	14,9	...	15,3	14,9	14,6	14,5
Crédito comercial EC	242,5	243,6	277,8	285,9	288,3	291,3	...	...	...	...	219,4	215,6
Crédito de consumo EC	98,72	102,5	105,8	104,9	103,9	103,4	...	...	...	...	78,6	76,1
Tarjeta de crédito EC	79,96	94,35	106,9	113,0	114,1	113,9	...	...	...	...	92,7	91,1
Al menos un producto EC	751,0	775,1	...	...	...	...	...	...	...	...	287,4	282,8
Uso												
Productos empresas												
Empresas con: (en porcentaje)												
Algun producto activo EC	74,7	73,3	71,5	68,34	68,00	68,06	67,63	66,84	68,04	...	...	...
			71,6	68,36	68,02	68,04	67,65	...	68,07	68,3	68,1	68,1
Algun producto activo SF	74,7	73,3	47,6	45,8	44,8	44,7	44,0	...	...	...	44,6	44,8
Cuentas de ahorro activas EC	49,1	47,2	49,2	52,0	55,0	55,4	57,2	...	...	...	...	...
Otros pdtos. de ahorro activos EC	57,5	51,2	89,0	89,7	90,7	91,0	91,1	...	...	...	91,6	91,9
Cuentas corrientes activas EC	89,1	88,5	83,9	78,2	77,7	77,4	...	...	...	...	...	...
Microcréditos activos EC	63,2	62,0	57,2	50,3	49,9	49,0	...	...	...	...	...	...
Créditos de consumo activos EC	84,9	85,1	88,6	89,4	90,2	80,3	80,5	79,8	...	...	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	88,6	89,4	91,3	90,8	91,6	77,1	77,3	73,0	...	...	...	...
Créditos comerciales activos EC	91,3	90,8	91,6	77,1	77,3	73,0	...	...	...	...	...	...
Operaciones (semestral)												
Total operaciones (millones)	4.926	5.462	6.332	8.194	-	4.685	-	5.220	9.911	4.938	...	6.221
No monetarias (Participación)	48,0	50,3	54,2	57,9	-	64,0	-	60,0	61,7	55,4	...	56,7
Monetarias (Participación)	52,0	49,7	45,8	42,0	-	36,0	-	40,0	38,2	44,6	...	43,3
No monetarias (Crecimiento anual)	22,22	16,01	25,1	38,3	-	31,0	-	27,4	28,9	-8,7	...	12,4
Monetarias (Crecimiento anual)	6,79	6,14	6,7	18,8	-	1,3	-	17,2	10,0	30,5	...	29,3
Tarjetas												
Crédito vigentes (millones)	14,93	14,89	15,28	16,05	16,33	15,47	14,48	14,67	14,67	14,86	14,59	15,01
Débito vigentes (millones)	25,17	27,52	29,57	33,09	34,11	34,51	35,42	36,38	36,38	36,38	39,21	38,36
Ticket promedio compra crédito (\$miles)	205,8	201,8	194,4	203,8	176,2	179,3	188,6	207,8	207,8	197,6	208,2	201,4
Ticket promedio compra débito (\$miles)	138,3	133,4	131,4	126,0	113,6	126,0	123,6	129,3	129,3	116,77	118,1	114,5