

INFORME SEMANAL

PROCESO CONSTITUYENTE EN CHILE: A LA ESPERA DEL REFERENDO EN MEDIO DE ALTA INCERTIDUMBRE

- El borrador de la nueva Constitución de Chile –que será publicado el próximo 4 de julio– reconoce las necesidades de una mayor garantía de derechos que impulsaron en un inicio el proceso de la Constituyente en 2019.
- El espíritu del borrador de la nueva Constitución responde a los pedidos de las protestas: aumenta las funciones del Estado en varios aspectos de la economía, descentraliza el gobierno, reconoce las minorías indígenas y busca la protección del medio ambiente al reconocer a la naturaleza como sujeto de derechos.
- El principal reto que advertimos tiene que ver con el costo fiscal de aumentar el tamaño del Estado. Además, con base en los artículos sobre derechos de propiedad y explotación de recursos naturales, vemos un entorno menos favorable para la inversión privada.
- La ciudadanía deberá refrendar el borrador de la Constitución el próximo 4 de septiembre, pero la desaprobación del mismo según las encuestas genera una alta incertidumbre sobre los escenarios que puede enfrentar política y económicamente Chile en los próximos meses.
- En caso de ser refrendado por la ciudadanía, el texto de la nueva Constitución deberá ser implementado mediante leyes y marcos regulatorios futuros. En este sentido, en cualquier escenario la incertidumbre seguirá siendo elevada.

MERCADO DE DEUDA (PAG.12)

- Los bonos a 10 años en moneda local de países desarrollados siguen reflejando el choque inflacionario y el ajuste monetario. Por lo pronto, Italia es el más afectado, y Japón el menos en lo corrido del año.
- Pasadas las elecciones en Colombia, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó en promedio 34,4 pbs. Mientras que, la curva en UVR se valorizó 7,7 pbs.

CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PAG.19)

- El tipo de cambio USDCOP se acercó a sus máximos históricos en la semana posterior a las elecciones presidenciales en un contexto de alta aversión al riesgo a nivel global.
- La Unión Europea aprobó la candidatura de Ucrania para ingresar al Bloque, mientras que Rusia tomó el control militar de la región del Donbás.
- Jerome Powell, presidente de la Fed, confirma que una recesión económica es una posibilidad real en el marco del actual proceso de normalización monetaria.

ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG.22)

- Anticipamos que el Banco de la República elevará su tasa de intervención a 7,50% en su reunión de esta semana. Con esta decisión, la tasa real ex-ante alcanzaría terreno neutral por primera vez desde 2017.

Proceso constituyente en Chile: a la espera del referendo en medio de alta incertidumbre

María Paula González

Analista de Investigaciones

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

julio.romero@corficolombiana.com

- El estallido social que tuvo lugar en Chile en octubre de 2019 originó el “Acuerdo por la Paz Social y la Nueva Constitución”, que se materializó en la aprobación mediante plebiscito de la redacción de una nueva constitución.
- El borrador de la nueva Constitución de Chile –que será publicado el próximo 4 de julio– reconoce las necesidades de una mayor garantía de derechos que impulsaron en un inicio el proceso de la Consituyente en 2019.
- El espíritu del borrador de la nueva Constitución responde a los pedidos de las protestas: aumenta las funciones del Estado en varios aspectos de la economía, descentraliza el gobierno, reconoce las minorías indígenas y busca la protección del medio ambiente al reconocer a la naturaleza como sujeto de derechos.
- El principal reto que advertimos tiene que ver con el costo fiscal de aumentar el tamaño del Estado. Además, con base en los artículos sobre derechos de propiedad y explotación de recursos naturales, vemos un entorno menos favorable para la inversión privada.
- La ciudadanía deberá refrendar el borrador de la Constitución el próximo 4 de septiembre, pero la desaprobación del mismo según las encuestas genera una alta incertidumbre sobre los escenarios que puede enfrentar política y económicamente Chile en los próximos meses.
- En caso de ser refrendado por la ciudadanía, el texto de la nueva Constitución deberá ser implementado mediante leyes y marcos regulatorios futuros. En este sentido, en cualquier escenario la incertidumbre seguirá siendo elevada.

› *Llamado a una nueva Constitución en Chile*

El estallido social que tuvo lugar en Chile en octubre de 2019 desembocó en el “Acuerdo por la Paz Social y la Nueva Constitución”, y en la convocatoria del ex Presidente de Chile, Sebastián Piñera, a un plebiscito ciudadano para aprobar la redacción de una nueva Carta Magna. El 25 de octubre de 2020, un año después de las manifestaciones, los ciudadanos escogieron mediante plebiscito la opción de reemplazar la Constitución heredada de la dictadura de Pinochet de 1980, caracterizada por un sistema político fuertemente presidencialista y un protagonismo de la economía de mercado mayor al del Estado, si bien hubo reformas que aumentaron la intervención estatal para garantizar derechos económicos y sociales¹.

En un inicio, el detonante de las manifestaciones en el país suramericano fue el alza de la tarifa del sistema de transporte público en 30 pesos chilenos. Sin embargo, pronto las protestas se intensificaron expresando el descontento con el alto costo de vida, el sistema de salud, las pensiones y la garantía incompleta de derechos sociales.

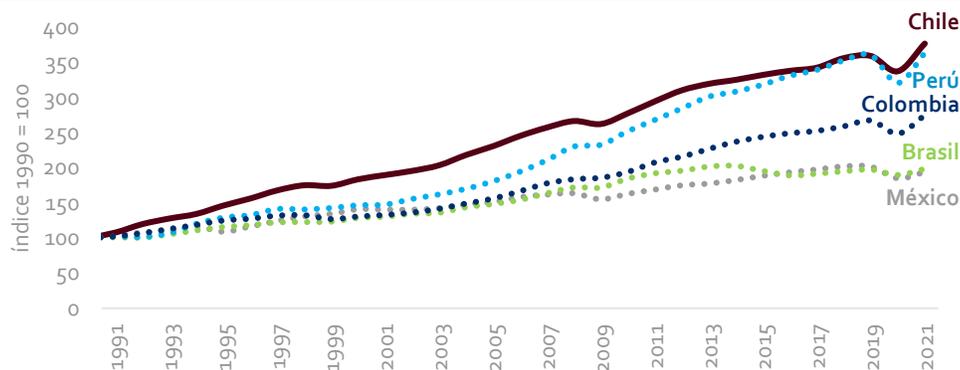
¹ Cárdenas, J. (2021). La convención constitucional chilena y el constituyente originario.

La redacción de una nueva Carta Magna fue aprobada por el 78% de los votantes del plebiscito de 2020, con un total de 5.899.683 votos a favor. De esta manera, durante las jornadas del 15 y 16 de mayo de 2021 se llevaron a cabo las elecciones de los 155 miembros que conformarían la Convención Constituyente.

Tras un año de la conformación de la Convención, el 16 de mayo de 2022 los miembros de la Convención publicaron el borrador definitivo de la nueva Constitución que se someterá a aprobación de la ciudadanía. El texto tiene 499 artículos y pasó por un proceso de revisión exhaustivo de la Comisión de Armonización y de la Comisión de Normas Transitorias².

Ahora bien, es importante poner en contexto el momento histórico en el que la sociedad chilena decidió reemplazar la constitución que rigió durante las últimas cuatro décadas y que le permitió tener resultados sobresalientes en materia económica y social, superiores a los del resto de países latinoamericanos y a la de la mayoría de países emergentes. En efecto, la economía chilena tuvo una dinámica de crecimiento muy favorable en las últimas tres décadas en comparación con sus pares regionales, al punto que es el país con el ingreso per-cápita más alto de Latinoamérica³, con un PIB per-cápita de 16.070 dólares en 2021, seis veces su PIB per-cápita de 1990. Así, en ese periodo la actividad económica de Chile supera la de las principales economías latinoamericanas (Gráfico 1), lo cual permitió mejorar las condiciones económicas de toda la población y reducir los índices de pobreza. Sin embargo, lo cierto es que el aumento de las demandas sociales superó la capacidad de satisfacerlo por parte del sistema económico chileno.

Gráfico 1. Evolución del PIB en los últimos 30 años



Fuente: FMI, World Economic Outlook. Cálculos: Corficolombiana

› ¿Qué viene para Chile?

En línea con el cronograma de la Convención Constituyente, la propuesta final de la nueva Constitución será publicada el próximo 4 de julio. **Los ciudadanos deberán elegir**

² La Comisión de Armonización estuvo encargada de revisar la coherencia del texto entregado por la Convención, mientras que, la Comisión de Normas Transitorias, se encargó de limitar la implementación de los cambios que sugiere la nueva Constitución.

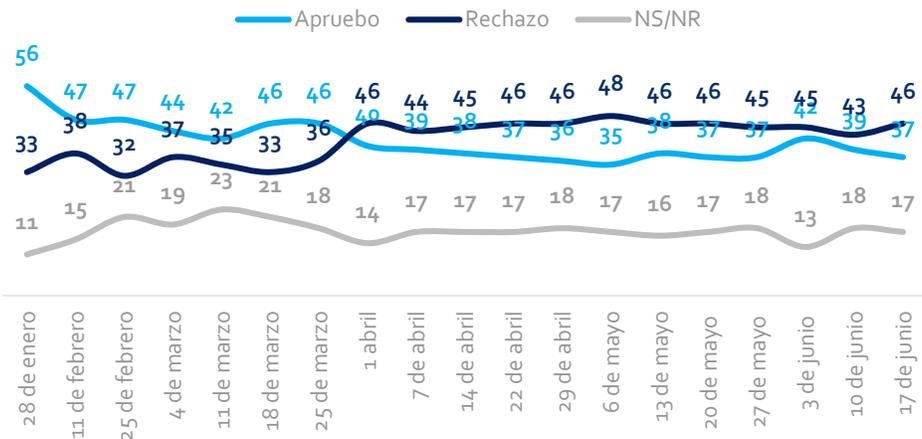
³ Comparado con México, Perú, Brasil y Colombia.

si aprobar o rechazar el texto propuesto por la Convención el próximo 4 de septiembre, mediante un plebiscito ratificador de salida. Dicho plebiscito se caracteriza por ser de voto obligatorio para los ciudadanos que residen en Chile.

De acuerdo con la última encuesta realizada por Cadem, durante las últimas cuatro semanas la opción de rechazo se ha mantenido en un promedio del 45%, frente al 39% que aprobaría el texto propuesto por la Convención (Gráfico 2). Por su parte, los resultados de las personas indecisas muestran que en las últimas semanas la opción de rechazo ha aumentado. Adicionalmente, la propuesta elaborada por la Convención les genera preocupación o temor al 58% de los encuestados, mientras que el 36% tiene un sentimiento esperanzador (Gráficos 3 y 4).

Gráfico 2. Perspectiva del plebiscito de salida

Con la información que tiene actualmente, ¿Ud. votaría apruebo o rechazo a la constitución que proponga la Convención Constitucional en el plebiscito de salida de septiembre de este año? %



Fuente: Cadem.

Lo anterior sugiere que el texto propuesto por la Convención se rechazaría por un margen mínimo, reflejando la alta polarización entre los votantes. En caso de que gane la opción de rechazo, los escenarios posibles aumentarían la incertidumbre. En un primer escenario, se podría recomenzar el proceso de reforma constitucional, lo cual respondería al descontento social que impulsó la constituyente, pero mantendría la ansiedad alrededor de un nuevo proceso de reforma constitucional.

En un segundo escenario, el Congreso podría presentar un proyecto de reforma a la Constitución actual, en línea con las atribuciones que le corresponden. Finalmente, una tercera opción contemplaría retomar la propuesta de reforma constitucional presentada en 2018 por la ex Presidente, Michelle Bachelet.

Ahora bien, cabe mencionar que desde la coalición oficial del gobierno de Chile, Apruebo Dignidad, se ha lanzado una campaña que promueve la aprobación del texto propuesto por la Convención de cara al plebiscito del 4 de septiembre. Además, la campaña ha buscado diálogos con la coalición Socialismo Democrático, para establecer una campaña de aprobación coordinada. **Aun así, en caso de aprobarse el texto propuesto por la Convención, creemos que la incertidumbre seguirá siendo alta, debido a que la implementación no será sencilla en la medida que requieren de reformas ambiciosas, dejando entrever que los efectos del cambio de la Constitución sobre los mercados financieros y la inversión son todavía inciertos.**

› *Análisis del borrador de la nueva Constitución*

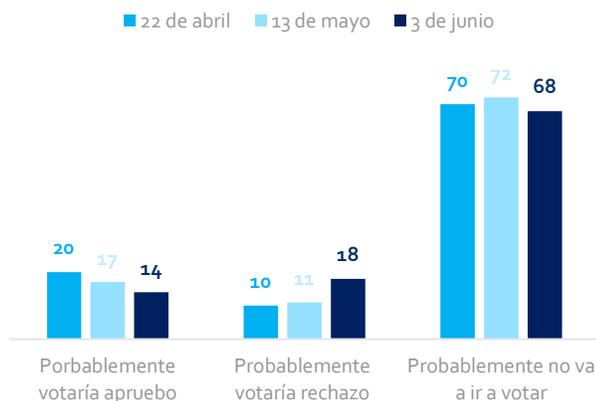
En esta sección describiremos los puntos que nos parecen relevantes para analizar los posibles riesgos sobre la inversión, el crecimiento y el desempeño fiscal de Chile, a partir del borrador de la nueva Constitución, presentado el 16 de mayo de 2022. Adicionalmente, hacemos referencia a otros artículos relacionados con las instituciones y organización estatal en Chile.

En general el borrador de la nueva Constitución imprime un espíritu con un mayor rol del Estado en la economía, más reconocimiento de derechos, una mayor descentralización y el reconocimiento de las minorías indígenas. Lo anterior responde en gran medida a las demandas sociales que dieron origen a este proceso en 2019. En efecto, al comparar la Constitución vigente con el borrador de la nueva Constitución, se observa una mayor referencia a los derechos, a las regiones y al sector público (Ver detalles en el Anexo). En cambio, en la Constitución vigente predomina aquello que se refiere al presidente y la organización como república (Digramas 1 y 2).

En todo caso, es importante resaltar que el borrador de la nueva Constitución deja varios aspectos sujetos a la ley que se defina después de implementarse la nueva Carta Magna;

Gráfico 3. Decisión sobre el voto de los indecisos

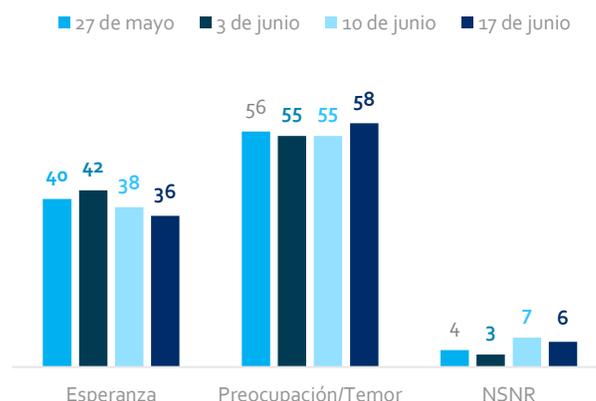
Respecto a su posible votación, ¿Ud...?



Fuente: Cadem

Gráfico 4. Emociones sobre propuesta Constitucional

¿Qué sentimiento le produce la propuesta de nueva constitución elaborada por la Convención Constitucional? %



Fuente: Cadem

por lo cual, los puntos críticos del alcance de las normas y principios constitucionales definidos en el borrador estarán determinados por la implementación futura de los artículos aprobados.

Sobre la inversión y el crecimiento

Derecho a la propiedad: el borrador de la nueva Constitución define que “toda persona, natural o jurídica, tiene derecho de propiedad en todas sus especies y sobre toda clase de bienes, **salvo aquellos que la naturaleza ha hecho comunes a todas las personas y los que la Constitución o la ley declaren inapropiables**”. A lo que añade que, “ninguna persona puede ser privada de su propiedad, sino en virtud de una ley que autorice la expropiación por causa de utilidad pública o interés general declarado por el legislador”. Para lo cual, “el propietario siempre tendrá derecho a que se le **indemnice por el justo precio del bien expropiado**”.

Creemos que la inclusión del derecho de propiedad en la nueva Constitución es positivo, pero genera inquietudes frente a la administración de recursos, teniendo en cuenta la excepción sobre los bienes comunes y aquellos que se declaren inapropiables. Además, el artículo genera interrogantes con respecto al precio justo que se pagaría por la expropiación de la propiedad privada, en contraste con el “precio de mercado” que se establece en la Constitución actual.

Sobre el estatuto constitucional de los minerales: el borrador de la nueva Constitución suscribe que “el Estado tiene el dominio absoluto, exclusivo, inalienable e imprescriptible de todas las minas y las sustancias minerales, metálicas, no metálicas, y los depósitos de sustancias fósiles e hidrocarburos existentes en el territorio nacional”. Para lo cual, “la exploración, la explotación y el aprovechamiento de estas sustancias se sujetarán a una regulación que considere su carácter finito, no renovable, de interés público intergeneracional y la protección ambiental”.

Consideramos que el artículo aprobado en el borrador de la nueva Constitución plantea interrogantes relacionados con la regulación futura sobre los proyectos de inversión minera —sobre todo para los proyectos privados— que estarán sujetos a la ley. Esto representa un cambio relevante con respecto al sistema de concesiones que establece la Constitución vigente. De esta forma, de aprobarse el texto propuesto por la Convención, se mantendría la incertidumbre sobre la regulación futura y sus efectos sobre las decisiones de inversión en un sector clave para la economía chilena.

Puntualmente, el sector minero de Chile —concentrado en la minería de cobre— representó el 16% del valor agregado de la economía en 2021. Al mismo tiempo, las exportaciones chilenas están concentradas en productos mineros, esencialmente en cobre, el cual representó alrededor del 56% del valor total de las ventas extenas en dólares en 2021. De hecho, Chile es el principal exportador de cobre en el mercado mundial, con una participación de 30%.

Sobre el tamaño del Estado y el desempeño fiscal

Seguridad social: el borrador de la nueva Constitución señala que “**la Constitución garantiza a toda persona el derecho a la seguridad social**”. Para esto, la ley establecerá un sistema de seguridad social público y, además, será el Estado el encargado de definir la política de seguridad social, la cual se financiara a través de cotizaciones obligatorias y rentas de las nación.

En esta línea, el borrador de la nueva Constitución añade el derecho a la salud, que establece que “**el Sistema Nacional de Salud será de carácter universal, público e integrado**”, el cual podrá estar integrado tanto por entidades públicas como privadas, y será la ley la encargada de determinar el procedimiento para que los privados puedan adherirse a este sistema.

Destacamos la aprobación del derecho a la seguridad social y al de la salud, el cual se mantiene frente a la Constitución actual. Ahora bien, no queda claro cuál sería el papel del sector privado en el sistema de seguridad social. En todo caso, estos artículos suponen un mayor rol del Estado en la provisión de derechos, plantenado interrogantes sobre la financiación y el papel de los privados en el sistema pensional y de salud.

Descentralización fiscal: el borrador de la nueva Constitución establece el principio de descentralización fiscal, por el cual “**los gobiernos regionales y las municipalidades gozan de autonomía financiera** para el cumplimiento de sus funciones, dentro del marco establecido por esta Constitución y las leyes”.

En nuestro criterio, la descentralización fiscal supone un riesgo sobre el desempeño de las finanzas públicas chilenas, dado que el borrador de la nueva Constitución define la creación de entidades territoriales autónomas que podrán emitir deuda y tener un presupuesto diferencial. Lo anterior puede propiciar un espacio para generar desequilibrios fiscales, afectando las perspectivas de la economía, que se caracteriza por mantener un nivel de endeudamiento bajo en comparación con sus pares regionales (34,4% del PIB), además de mantener con holgura el grado de inversión.

No obstante, **el nuevo borrador de la Constitución menciona explícitamente el principio de sostenibilidad y responsabilidad fiscal, por el cual se conducirán las finanzas públicas**. Creemos que se podría justificar la necesidad de incrementar los ingresos del Estado, teniendo en cuenta el mayor rol de este en la economía.

Institucionalidad

Organización estatal: el borrador de la nueva Constitución aprobó definir a “**Chile como un Estado regional, plurinacional e intercultural conformado por entidades territoriales autónomas**”, con lo cual cambia la definición de un “Estado unitario” de la Constitución vigente. Adicionalmente, el borrador de la nueva Constitución reconoce que “**los pueblos y naciones indígenas preexistentes y sus miembros, en virtud de su libre determinación, tienen derecho al pleno ejercicio de sus derechos colectivos e individuales. En especial, tienen derecho a la autonomía y al autogobierno**”.

Esta propuesta busca una mayor descentralización en la organización del Estado –lo cual también está reflejado en el artículo de descentralización fiscal–, además de reconocer a los pueblos indígenas su autonomía. Lo anterior, plantea interrogantes frente al alcance que tendrá el “autogobierno” de los pueblos indígenas y su rol en el reconocimiento de las tierras en territorio indígena, administración de recursos y posibles proyectos de inversión.

Poder legislativo: el borrador de la nueva Constitución propone la creación de dos Cámaras con atribuciones distintas. El poder legislativo estaría constituido por el Congreso de diputados y una nueva Cámara de las Regiones, entidad que reemplazaría al Senado. Esta propuesta aunque le da una participación especial a las regiones ha sido controversial, porque a pesar de que se mantiene la bicameralidad no hay un contrapeso de la Cámara de Diputados, único organismo encargado de la formación de la ley.

Banco Central: bajo el borrador de la nueva Constitución se mantiene la autonomía del Banco Central, definiéndolo como “un órgano autónomo con personalidad jurídica y patrimonio propio, de carácter técnico, encargado de formular y conducir la política monetaria”. Adicionalmente, el número de miembros del Consejo del Banco Central aumentó de 5 a 7. De este modo, la ratificación de un Banco Central independiente es positiva, sin embargo, el borrador genera inquietudes con respecto al alcance de la figura de destitución del cargo de los miembros del Consejo.

› *En resumen*

El borrador de la nueva Constitución reconoce las necesidades por una mayor garantía de derechos que impulsaron en un inicio el proceso de la Constituyente en 2019. Con esto, se puede observar un mayor rol del Estado en la economía, tanto por una mayor participación en la provisión de derechos con un Sistema Nacional de Salud y de Seguridad públicos, como por un mayor rol en la actividad económica, reflejado en el artículo 332, el cual señala que, “**el Estado tendrá iniciativa pública en la actividad económica**. Para ello, podrá desarrollar actividades empresariales, las que podrán adoptar diversas formas de propiedad, gestión y organización según determine la normativa respectiva”.

Adicionalmente, imprime un espíritu de mayor descentralización, reconocimiento de las minorías indígenas y una búsqueda por la protección del medio ambiente al reconocer a la naturaleza como sujeto de derechos. No obstante, el mayor tamaño del Estado en la economía representa retos en términos fiscales.

Por otro lado, con base en el análisis de los artículos más relevantes en términos de derechos de propiedad y explotación de recursos naturales vemos un entorno menos favorable para la inversión privada. Si bien, se mantienen los interrogantes sobre los efectos que este borrador de la nueva Constitución pueda llegar a tener sobre los mercados financieros, la inversión y el crecimiento económico, debido al papel que tendrá la implementación de los principios y normas constitucionales bajo marcos regulatorios y leyes específicas futuras.

Anexo:

Cuadro comparativo: Artículos aprobados en el borrador de la nueva Constitución frente a la Constitución vigente

Tipología	Constitución vigente	Borrador de la nueva Constitución
Organización estatal	Artículo 3. El Estado de Chile es unitario.	Artículo 1. Del Estado Regional. Chile es un Estado Regional, plurinacional e intercultural conformado por entidades territoriales autónomas, en un marco de equidad y solidaridad entre todas ellas, preservando la unidad e integridad del Estado.
Reconocimiento minorías	No hace referencia al reconocimiento de pueblos indígenas, ni a la participación de pueblos indígenas.	Artículo 5.- Los pueblos y naciones indígenas preexistentes y sus miembros, en virtud de su libre determinación, tienen derecho al pleno ejercicio de sus derechos colectivos e individuales. En especial, tienen derecho a la autonomía y al autogobierno, a su propia cultura, a la identidad y cosmovisión, al patrimonio y la lengua, al reconocimiento de sus tierras, territorios, la protección del territorio marítimo, de la naturaleza en su dimensión material e inmaterial y al especial vínculo que mantienen con estos, a la cooperación e integración, al reconocimiento de sus instituciones, jurisdicciones y autoridades propias o tradicionales y a participar plenamente, si así lo desean, en la vida política, económica, social y cultural del Estado.
Descentralización fiscal	Corresponderá al consejo regional aprobar el proyecto de presupuesto de la respectiva región considerando, para tal efecto, los recursos asignados a ésta en la Ley de Presupuestos, sus recursos propios y los que provengan de los convenios de programación	Artículo 2.- Descentralización fiscal. Los gobiernos regionales y las municipalidades gozan de autonomía financiera para el cumplimiento de sus funciones, dentro del marco establecido por esta Constitución y las leyes
Responsabilidad fiscal	No establece normas específicas sobre el tema	El actuar del Estado como también sus finanzas se guiarán por dos principios: responsabilidad fiscal y sostenibilidad
Poder legislativo	Artículo 46. El Congreso Nacional se compone de dos ramas: la Cámara de Diputados y el Senado. Ambas concurren a la formación de las leyes en conformidad a esta Constitución y tienen las demás atribuciones que ella establece.	Artículo 5° bis.- Del Poder Legislativo. El poder legislativo se compone del Congreso de Diputadas y Diputados y la Cámara de las Regiones. Artículo 5° ter.- El Congreso de Diputadas y Diputados es un órgano deliberativo, paritario y plurinacional que representa al pueblo. Concurre a la formación de las leyes y ejerce las demás facultades encomendadas por la Constitución. La cámara regional será un órgano deliberativo de representación regional encargado de la formación de leyes regionales, y las demás atribuciones que le encomiende la Constitución
Derecho de propiedad	La Constitución asegura a todas las personas: El derecho de propiedad en sus diversas especies sobre toda clase de bienes corporales o incorporales. Sólo la ley puede establecer el modo de adquirir la propiedad, de usar, gozar y disponer de ella y las limitaciones y obligaciones que deriven de su función social. Esta comprende cuanto exijan los intereses generales de la Nación, la seguridad nacional, la utilidad y la salubridad públicas y la conservación del patrimonio ambiental. Nadie puede, en caso alguno, ser privado de su propiedad, del bien sobre que recae o de algunos de los atributos o facultades esenciales del dominio, sino en virtud de ley general o especial que autorice la expropiación por causa de utilidad pública o de interés nacional, calificada por el legislador.	Artículo 18.- Derecho de propiedad. Toda persona, natural o jurídica, tiene derecho de propiedad en todas sus especies y sobre toda clase de bienes, salvo aquellos que la naturaleza ha hecho comunes a todas las personas y los que la Constitución o la ley declaren inapropiables. (Inciso cuarto) Corresponderá a la ley determinar el modo de adquirir la propiedad, su contenido, límites y deberes, conforme con su función social y ecológica. Artículo 20.- Ninguna persona puede ser privada de su propiedad, sino en virtud de una ley que autorice la expropiación por causa de utilidad pública o interés general declarado por el legislador. El propietario siempre tendrá derecho a que se le indemnice por el justo precio del bien expropiado

<p>Sobre las minas</p>	<p>El Estado tiene el dominio absoluto, exclusivo, inalienable e imprescriptible de todas las minas, comprendiéndose en éstas las covaderas, las arenas metalíferas, los salares, los depósitos de carbón e hidrocarburos y las demás sustancias fósiles, con excepción de las arcillas superficiales, no obstante la propiedad de las personas naturales o jurídicas sobre los terrenos en cuyas entrañas estuvieren situadas. Los predios superficiales estarán sujetos a las obligaciones y limitaciones que la ley señale para facilitar la exploración, la explotación y el beneficio de dichas minas.</p> <p>La exploración, la explotación o el beneficio de los yacimientos que contengan sustancias no susceptibles de concesión, podrán ejecutarse directamente por el Estado o por sus empresas, o por medio de concesiones administrativas o de contratos especiales de operación, con los requisitos y bajo las condiciones que el Presidente de la República fije, para cada caso, por decreto supremo .</p>	<p>Bajo el Estatuto constitucional de los minerales:</p> <p>Artículo 22.- El Estado tiene el dominio absoluto, exclusivo, inalienable e imprescriptible de todas las minas y las sustancias minerales, metálicas, no metálicas, y los depósitos de sustancias fósiles e hidrocarburos existentes en el territorio nacional, sin perjuicio de la propiedad sobre los terrenos en que estuvieren situadas.</p> <p>La exploración, explotación y aprovechamiento de estas sustancias se sujetará a una regulación que considere su carácter finito, no renovable, de interés público intergeneracional y la protección ambiental.</p>
<p>Derecho a la seguridad social</p>	<p>La Constitución asegura a todas las personas: El derecho a la seguridad social.</p> <p>Las leyes que regulen el ejercicio de este derecho serán de quórum calificado.</p> <p>La acción del Estado estará dirigida a garantizar el acceso de todos los habitantes al goce de prestaciones básicas uniformes, sea que se otorguen a través de instituciones públicas o privadas. La ley podrá establecer cotizaciones obligatorias.</p>	<p>Artículo 13.- Derecho a la seguridad social. La Constitución garantiza a toda persona el derecho a la seguridad social, fundada en los principios de universalidad, solidaridad, integralidad, unidad, igualdad, suficiencia, participación, sostenibilidad y oportunidad</p> <p>La ley establecerá un Sistema de Seguridad Social público, que otorgue protección en caso de enfermedad, vejez, discapacidad, supervivencia, maternidad y paternidad, desempleo, accidentes del trabajo y enfermedades profesionales, y en las demás contingencias sociales de falta o disminución de medios de subsistencia o de capacidad para el trabajo. En particular, este sistema asegurará la cobertura de prestaciones a las personas que ejerzan trabajos domésticos y de cuidados</p> <p>Le corresponderá al Estado definir la política de seguridad social. Ésta se financiará por trabajadores y empleadores, a través de cotizaciones obligatorias, y por rentas generales de la nación</p>
<p>Derecho a la salud</p>	<p>La Constitución asegura a todas las personas: El derecho a la protección de la salud.</p> <p>Es deber preferente del Estado garantizar la ejecución de las acciones de salud, sea que se presten a través de instituciones públicas o privadas, en la forma y condiciones que determine la ley, la que podrá establecer cotizaciones obligatorias.</p> <p>Cada persona tendrá el derecho a elegir el sistema de salud al que desee acogerse, sea éste estatal o privado</p>	<p>Artículo 14.- Derecho a la salud. Toda persona tiene derecho a la salud y bienestar integral, incluyendo su dimensión física y mental</p> <p>El Sistema Nacional de Salud será de carácter universal, público e integrado</p> <p>El Sistema Nacional de Salud será financiado a través de las rentas generales de la nación. Adicionalmente, la ley podrá establecer el cobro obligatorio de cotizaciones a empleadoras, empleadores, trabajadoras y trabajadores con el solo objeto de aportar solidariamente al financiamiento de este sistema. La ley determinará el órgano público encargado de la administración del conjunto de los fondos de este sistema</p>
<p>Banco Central</p>	<p>Artículo 108. Existirá un organismo autónomo, con patrimonio propio, de carácter técnico, denominado Banco Central, cuya composición, organización, funciones y atribuciones determinará una ley orgánica constitucional.</p>	<p>Artículo 37.- Del Banco Central. El Banco Central es un órgano autónomo con personalidad jurídica y patrimonio propio, de carácter técnico, encargado de formular y conducir la política monetaria.</p> <p>Artículo 42.- Del Consejo del Banco Central. El Consejo estará integrado por siete consejeras y consejeros que serán designados por el Presidente con aprobación conjunta del Congreso</p> <p>Artículo 43.- Responsabilidad de las y los consejeros del Banco Central. Las y los integrantes del Consejo podrán ser destituidos de sus cargos por actos graves en contra de la probidad pública, o haber incurrido en alguna de las prohibiciones o incompatibilidades establecidas en la Constitución o la ley, o haya concurrido con su voto a decisiones que afectan gravemente la consecución del objeto del Banco</p>

Fuente: *Elaboración propia con base al texto publicado por la Convención Constituyente.*
 El borrador completo de la nueva Constitución propuesto por la Convención se encuentra disponible en: <https://www.chileconvencion.cl/normas-aprobadas-pleno/>

Mercado de deuda

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

Económicas

felipe.espitia@corficolombiana.com

- Los bonos a 10 años en moneda local de países desarrollados siguen reflejando el choque inflacionario y el ajuste monetario. Por lo pronto, Italia es el más afectado, y Japón el menos en lo corrido del año.
- Pasadas las elecciones en Colombia, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó en promedio 34,4 pbs. Mientras que, la curva en UVR se valorizó 7,7 pbs.

› *Mercado internacional: deuda entre la espada y la pared*

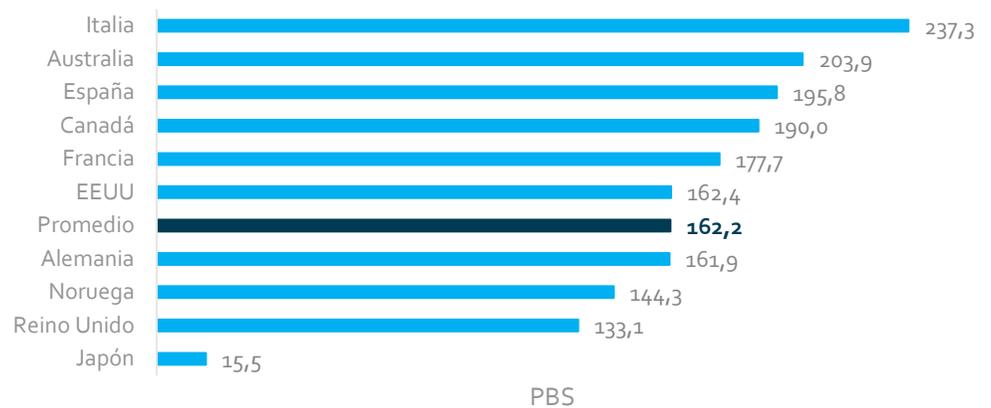
En lo corrido del 2022, la deuda a nivel global ha estado presionada debido a la alta inflación y la normalización de la política monetaria de los diferentes bancos centrales, que hasta el momento ha sido más agresiva de lo esperado.

De tal forma que, al tomar una muestra de bonos a 10 años en moneda local en promedio en lo corrido de este año se ha presentado una desvalorización de 162,2 puntos básicos (pbs), donde en los extremos se encuentran Italia con la mayor desvalorización (237,3 pbs) y Japón (15,5 pbs) con la menor caída, en línea especialmente con la expectativa sobre el devenir de la política monetaria.

En el caso italiano, un país que durante los últimos años ha sido el foco de déficit gemelos y de inestabilidad política, con los ajustes que prevé realizar el Banco Central Europeo a partir del mes de julio sobre su política monetaria, ha sido el bono más afectado. En contraste, el bono japonés es el reflejo de una política monetaria ultra laxa y que aún tiene como objetivo mantener este bono de 10 años alrededor de una tasa del 0,0%.

Nuestra expectativa para el semestre que inicia se basa en las presiones que el tesoro americano pueda seguir ejerciendo sobre la renta fija a nivel global, en respuesta a una Reserva Federal que estaría dispuesta a subir su tasa al menos hasta un nivel cercano al 3,50% y que empieza a distinguir los riesgos de un posible escenario de recesión.

Gráfica 1. Bonos a 10 años en moneda local, variación año corrido



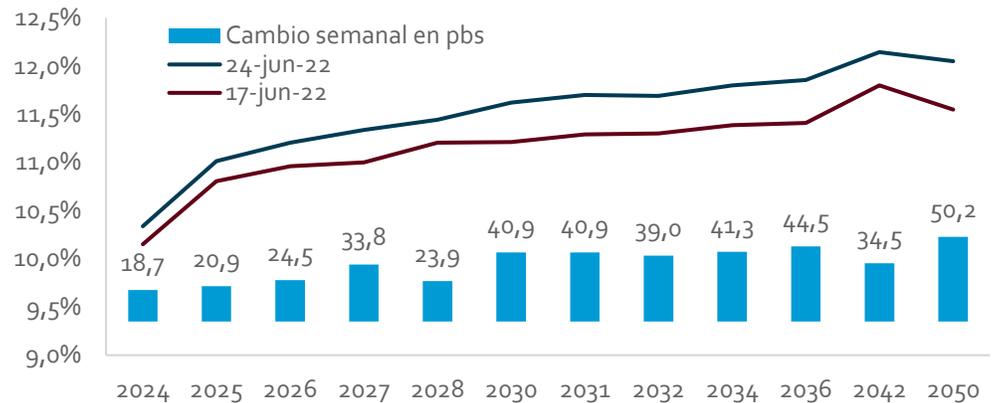
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

› Mercado local: Colombia luego de las elecciones

En Colombia, luego de varios meses de conversación sobre el resultado final de las elecciones presidenciales, se ha logrado superar ese riesgo electoral que conllevaba estar en un periodo como este. Sin embargo, como lo resaltamos la semana pasada (ver “Resultado electoral: qué esperar esta semana” en [Informe Semanal – junio 21 de 2022](#)), aún quedan ciertas incertidumbres por resolver, y que serán resultadas con el nombramiento del gabinete, las discusiones que se empiecen a dar en la instauración del nuevo Congreso y la negociación que se empiece a dar entorno al plan de gobierno del presidente electo.

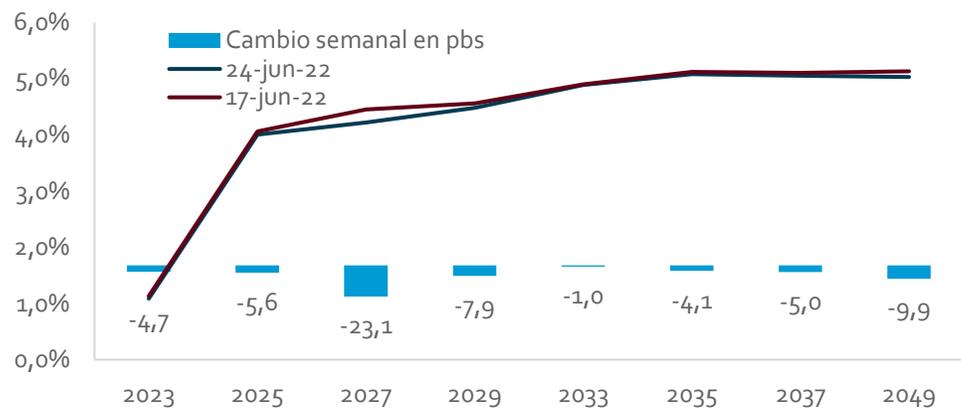
Es así como, la semana pasada la curva de los TES en tasa fija finalizó con una desvalorización promedio de 34,4 pbs, en respuesta a estas incertidumbres que aún genera el nuevo presidente y el posible impacto que pudiese traer para el mercado financiero local. En contraste, la curva de los TES en UVR, mostró una valorización promedio de 7,7 pbs en la curva, la cual sigue respondiendo al escenario en el cual la inflación local pudiese seguir aumentando gracias a los ajustes planeados en el precio de la gasolina para poder cubrir el déficit del FEPC.

Gráfica 2. Curva de TES en tasa fija



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 3. Curva de TES en UVR



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

› Expectativa

La expectativa para esta semana que inicia, estará basada en lo que pueda suceder hacia el cierre de la semana con la decisión de política monetaria por parte del Banco de la República. Nuestra expectativa para dicha reunión es que la Junta decida dejar de lado su discurso de gradualidad y de un paso fuerte con un aumento de 150 pbs en su tasa de interés para así llevarla hasta 7,50%, con el fin de poder anclar más las expectativas de inflación en medio de buenas noticias en materia de crecimiento, el cierre de la brecha del producto, el resultado de las elecciones, y no mucho menor, el reciente ajuste que realizó la Fed en su tasa de interés y la expectativa que existe para que en julio se vuelva a repetir un ajuste en la misma magnitud.

También resulta ser importante, la expectativa que tiene el mercado Swap IBR (ver tabla Tasa IBR overnight implícita en los swaps) que descuenta una tasa final del BanRep en 10,66%, mientras la mediana de los analistas se mantienen en 8,50%.

Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa			Precio	
				17-jun-22	24-jun-22	Variación	17-jun-22	24-jun-22
TES Tasa Fija								
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,82	10,15	10,34	↑	99,68	99,36
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	3,05	10,81	11,01	↑	87,37	86,91
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,47	10,96	11,21	↑	88,78	88,10
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,48	11,00	11,34	↑	79,42	78,35
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	4,93	11,21	11,44	↑	78,43	77,64
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,73	11,21	11,62	↑	81,89	80,09
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	6,37	11,29	11,70	↑	76,80	75,01
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,45	11,30	11,69	↑	74,93	73,13
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	7,31	11,39	11,80	↑	73,19	71,11
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	7,77	11,41	11,86	↑	64,66	62,51
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	8,59	11,80	12,15	↑	80,70	78,56
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,77	11,55	12,05	↑	64,37	61,66
TES UVR								
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	0,67	1,13	1,09	↓	102,46	102,42
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,77	4,06	4,00	↓	98,50	98,65
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,41	4,45	4,22	↓	95,16	96,12
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	9,12	4,90	4,89	↓	84,38	84,47
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,71	5,12	5,08	↓	96,57	96,94
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	11,13	5,10	5,05	↓	86,26	86,73
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	16,28	5,13	5,03	↓	80,07	81,31

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					17-jun-22	24-jun-22	17-jun-22	24-jun-22
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	0,71	184,24	4,54	4,78	98,60	98,49
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	1,60	233,80	5,38	5,56	97,80	97,47
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,28	328,40	6,00	6,36	95,00	93,85
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,39	354,70	6,36	6,75	89,66	88,70
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	5,71	392,50	6,61	6,99	88,30	87,21
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	8,14	402,90	6,68	7,08	75,39	73,30
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	9,03	498,12	7,70	8,05	97,22	95,28
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	10,19	510,90	7,88	8,16	83,34	81,43
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	11,69	460,30	7,35	7,71	66,69	64,32
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	11,89	504,61	7,76	8,07	70,74	68,78
COLGLB49	5,200%	15-may-49	12,27	506,80	7,74	8,02	71,58	69,13

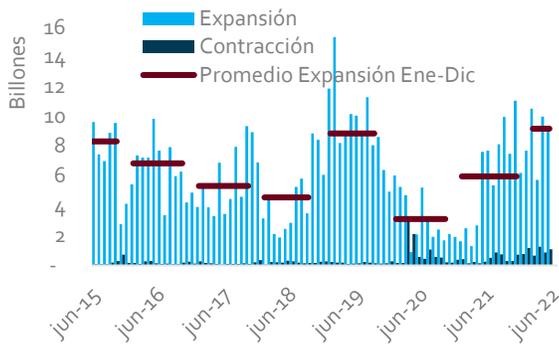
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Tasa IBR overnight implícita en los swaps (Tasas E.A.)

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
24-jun-21	1,75%	1,75%	2,16%	2,81%	2,97%	4,12%	4,70%
1-ene-20	4,26%	4,25%	4,15%	4,31%	4,35%	4,49%	4,76%
24-may-22	6,00%	5,84%	8,12%	9,53%	9,35%	9,61%	9,80%
1-ene-21	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
17-jun-22	6,02%	6,02%	9,19%	10,25%	9,88%	10,54%	10,19%
24-jun-22	6,02%	6,02%	9,58%	10,66%	10,10%	11,05%	10,38%
Cambios (pbs)							
Semanal	0	0	39	42	21	51	19
Mensual	2	18	146	114	75	144	58
Año corrido	428	427	796	903	838	910	798
Anual	427	427	742	785	712	693	568

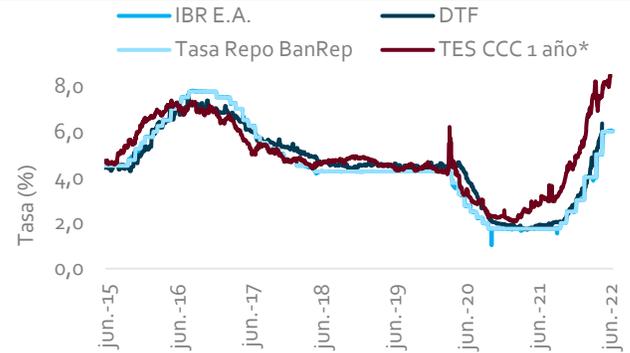
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



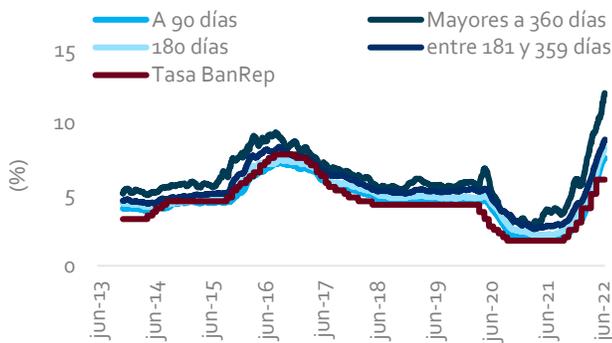
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de interés de corto plazo



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep (año corrido)



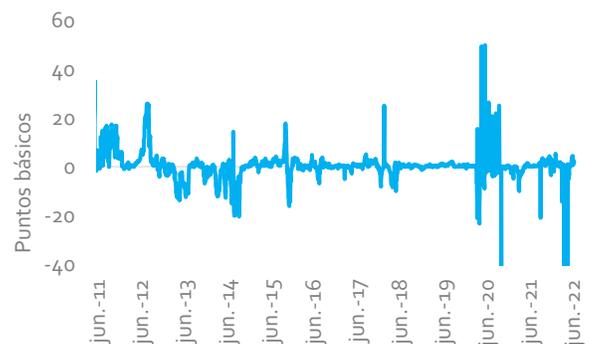
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana

Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	514,7	9,81%	492,6	9,51%	22,1	17,11%
hace un año	520,0	1,04%	503,3	2,18%	16,7	-24,47%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	593,2	14,68%	575,5	15,05%	17,7	3,70%
10-jun.-22	602,2	15,80%	586,0	16,42%	16,2	-2,77%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	273,2	10,82%	155,5	9,67%	73,0	7,80%
hace un año	265,4	-2,86%	162,3	4,38%	78,9	7,97%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	294,1	11,38%	194,8	20,58%	89,0	13,95%
10-jun.-22	298,9	12,63%	197,9	21,94%	90,1	14,19%

Fuente: Banco de la República

* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	273,2	10,82%	251,7	10,24%	21,5	18,02%
hace un año	265,4	-2,86%	249,3	-0,96%	16,1	-25,03%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	294,1	11,38%	277,3	11,98%	16,9	2,32%
10-jun.-22	298,9	12,63%	283,4	13,70%	15,5	-4,00%

Fuente: Banco de la República

Contexto externo y mercado cambiario

Diego Alejandro Gómez
 Analista de Investigaciones
diego.gomez@corficolombiana.com

- El tipo de cambio USDCOP se acercó a sus máximos históricos en la semana posterior a las elecciones presidenciales en un contexto de alta aversión al riesgo a nivel global.
- La Unión Europea aprobó la candidatura de Ucrania para ingresar al Bloque, mientras que Rusia tomó el control militar de la región del Donbás.
- Jerome Powell, presidente de la Fed, confirma que una recesión económica es una posibilidad real en el marco del actual proceso de normalización monetaria.
- El Banco Central Europeo se comprometió a apoyar al mercado de deuda de la región con el fin de contener fuertes desvalorizaciones a raíz del aumento de tasas.
- Mercado inmobiliario chino se mantiene débil pese a los estímulos económicos liberados por el gobierno para reactivar la economía luego de los confinamientos.

Unión Europea aprueba candidatura de Ucrania para formar parte del bloque.

Durante una cumbre celebrada el jueves pasado en Bruselas, los 27 miembros de la Unión Europea le otorgaron el estatus de candidatos al bloque a Ucrania y Moldavia. Pese a que la candidatura da inicio a un largo proceso de adhesión que puede tomar varios años, la decisión representa una clara muestra de respaldo al país de Europa del Este en un momento crítico del conflicto con Rusia. Por otra parte, las fuerzas ucranianas anunciaron la retirada de la ciudad de Severodonetsk, la cual venía siendo el foco de los enfrentamientos entre las tropas de ambos países desde hace unas semanas atrás. De esta manera, la región del Donbás, compuesta por las provincias de Donetsk y Luhansk, quedó bajo control de las fuerzas militares del Kremlin.

Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
20-jun-22	Alemania	IPP (a/a)	May	33,6%	33,5%	33,5%
22-jun-22	Reino Unido	IPC (a/a)	May	9,1%	9,1%	9,0%
22-jun-22	Zona Euro	Confianza del consumidor	Jun (p)	-23,60	-20,50	-21,20
23-jun-22	Zona Euro	PMI manufacturero	Jun (p)	52,00	53,90	54,60
23-jun-22	Zona Euro	PMI de servicios	Jun (p)	52,80	55,50	56,10
23-jun-22	EEUU	PMI manufacturero	Jun (p)	52,40	56,00	57,00
23-jun-22	EEUU	PMI de servicios	Jun (p)	51,60	53,50	53,40
23-jun-22	EEUU	PMI compuesto de Markit	Jun (p)	51,20		53,60

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

Recesión a la vista: Powell advierte que un 'aterrizaje suave' será algo difícil de alcanzar

El presidente de la Fed, Jerome Powell, advirtió el miércoles frente al comité bancario del Senado de los EEUU, que una recesión económica es 'ciertamente una posibilidad' en el marco del actual proceso de normalización monetaria. La afirmación se da luego de que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) definiera en su reunión de política monetaria de junio el aumento más alto en la tasa de interés de referencia desde 1994.

Jerome Powell confirma temores de una recesión económica tras el proceso de normalización monetaria.

Si bien Powell reconoció que las actuales condiciones del mercado laboral podrían soportar un ajuste monetario más agresivo, los riesgos externos que provienen de la guerra en Europa del Este y los confinamientos en China, suponen unos efectos negativos que no pueden ser controlados por la entidad y que podrían desatar una inflación más persistente ante los aumentos de tasas de interés y ajustes de la hoja de balance. En línea con las declaraciones del mandatario, el rendimiento de los tesoros americanos a 10 años disminuyó 19 pbs al pasar de 3,479% el martes a cerrar en 3,292% el miércoles.

Banco Central Europeo: dispuesto a lanzarle el salvavidas a la deuda pública de la Zona Euro

Los mandatarios del Banco Central Europeo (BCE), en cabeza de su presidente, Christine Lagarde, se reunieron de urgencia el pasado miércoles para discutir posibles medidas de auxilio a países de la región en los que ha habido presión en los mercados de bonos tras el actual proceso de normalización monetaria.

En efecto, las primas de riesgo y el spread de los títulos de deuda pública de Italia y España se han deteriorado más que proporcionalmente respecto a sus pares de la región ante la expectativa de un aumento en las tasas de interés y la finalización de las compras de deuda por parte del banco central. De esta manera, el BCE se ha comprometido a diseñar una herramienta que mitigue una posible 'fragmentación financiera' entre los países de la Zona Euro. Por lo pronto, se reinvertirán los flujos procedentes de su Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP por sus siglas en inglés) con el fin de contener la desvalorización de los activos.

China continúa de capa caída: los estímulos económicos no han tenido el efecto deseado en sectores clave como el inmobiliario

En mayo, los precios de las casas nuevas en China se contrajeron por primera vez desde septiembre de 2015, lo que evidencia el deterioro que ha sufrido la demanda luego de la reciente serie de confinamientos a raíz de los contagios por la variante ómicron del Covid-19. En efecto, el indicador arrojó un crecimiento negativo del 0,1% a/a (ant: +0,7% a/a). Hace un mes, el Banco Popular de China decidió recortar en 15 pbs la tasa de interés de los préstamos hipotecarios a 5 años y ubicarla en el nivel de 4,45%, con el fin de darle

un espaldarazo al sector inmobiliario. Sin embargo, las perspectivas sobre nuevos confinamientos aún no se disipan en los agentes económicos, lo que ha evitado que el consumo se recupere al ritmo deseado por las autoridades estatales.

Tasa de cambio en Colombia: fuerte devaluación sitúa a la moneda cerca de sus máximos históricos

El tipo de cambio USDCOP se acercó a sus máximos históricos en la semana posterior a las elecciones presidenciales en un contexto de alta aversión al riesgo a nivel global.

El tipo de cambio se devaluó un 6% durante la semana y se acercó a su máximo histórico.

El peso se devaluó un 6,0% respecto al dólar durante la última semana y cerró en 4.140 pesos. De esta manera, el peso colombiano avanzó 235 pesos respecto al cierre del viernes pasado y alcanzó así el segundo cierre más alto de la historia, tan solo 18 pesos por debajo del máximo registrado en marzo de 2020. Lo anterior ocurre en línea con el actual proceso de normalización monetaria experimentado en varias economías desarrolladas de Occidente, el cual ha alimentado los crecientes temores ante una recesión económica global y el consecuente apetito por dólar. Adicionalmente, el panorama local le ha impreso volatilidad adicional a la moneda toda vez que se mantiene la incertidumbre en los mercados sobre la definición del gabinete ministerial del gobierno del electo presidente de Colombia, Gustavo Petro, y el desarrollo de sus propuestas de campaña más desafiantes en materia tributaria, pensional y energética.

Por otra parte, el avance del peso colombiano se da pese a que los precios del crudo continúan bordeando los 110 dólares por barril. En efecto, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 113,1 dpb y el WTI en 107,0 dpb. El índice DXY, por su parte, se ubica en 104,1 unidades.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 4.385 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.096 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de \$4.153 por dólar y se registró el viernes. El valor mínimo por su parte fue de \$4.007 y se alcanzó en la sesión del martes.

Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4129,87	5,25%	16,23%	3,74%
Dólar Interbancario	Colombia	4140,50	6,03%	9,94%	1,73%
USDBRL	Brasil	5,24	1,75%	5,52%	-7,75%
USDCLP	Chile	916,77	4,67%	24,54%	7,67%
USDPEN	Perú	3,77	1,59%	-5,30%	-5,49%
USDMXN	México	19,85	-2,36%	-1,70%	-3,23%
USDJPY	Japón	135,17	0,16%	21,82%	17,20%
EURUSD	Europa	1,06	0,53%	-11,51%	-6,57%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,23	0,31%	-12,18%	-8,99%
DXY - Dollar Index		104,19	-0,49%	13,47%	8,29%

Fuente: Refinitiv Eikon

Actividad económica local

Laura Daniela Parra Pérez
 Analista de Economía Local
laura.parra@corficolombiana.com

- Anticipamos que el Banco de la República elevará su tasa de intervención a 7,50% en su reunión de esta semana. Con esta decisión, la tasa real ex-ante alcanzaría terreno neutral por primera vez desde 2017.

Expectativa para la semana

Esta semana se reunirá la Junta Directiva del Banco de la República (BanRep) para continuar con el proceso de normalización monetaria. Anticipamos que la Junta incrementará la tasa de referencia en 150 puntos básicos (pbs), llevándola a 7,50%, el nivel más alto desde 2017. Vale la pena mencionar que esta magnitud de incremento no tendría precedentes y, en ese sentido, el consenso de los analistas apunta a un aumento de 100 pbs. Sin embargo, consideramos que el aumento continuo de las expectativas de inflación, el desempeño robusto de la actividad productiva en lo corrido del año, el persistente desbalance externo y la aceleración en el ritmo de normalización monetaria en las economías avanzadas soportarán un aumento en la magnitud de incremento. Con esta decisión, la tasa real ex-ante alcanzaría terreno neutral por primera vez desde 2017, ascendiendo al 1,92%.

Tasa de política monetaria real



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana.

En las últimas dos reuniones, la decisión de incrementar 100 pbs no fue unánime, pues un grupo minoritario de codirectores favoreció un aumento de 150 pbs. Por un lado, el grupo mayoritario reiteró que el ritmo de ajuste implementado es “suficientemente firme” y señaló que la normalización monetaria es un proceso en curso en el que prima un enfoque de gradualidad para “preservar el dinamismo de la actividad productiva”. Además, los codirectores que respaldaron los 100 pbs señalaron que las expectativas de inflación en el mediano plazo anticipaban la convergencia de la inflación hacia su objetivo. Vale la pena mencionar que, en la última reunión, este grupo indicó que la desaceleración de las importaciones reales y el retroceso de la confianza de los consumidores estarían señalando desaceleración de la demanda agregada.

Pese a lo anterior, consideramos que la información disponible desde la última reunión evidencia un debilitamiento de estos argumentos y que, de hecho, las fuentes de preocupación para el grupo minoritario se han intensificado.

A nivel local, los resultados de crecimiento del primer trimestre, así como el indicador de seguimiento a la economía de abril reflejaron un dinamismo sobresaliente de la actividad productiva. Ambas cifras sorprendieron al alza y reflejan un impulso secuencial destacable de la demanda interna. Al respecto, estimamos que la brecha del producto habría sido positiva durante el primer trimestre del año.

Además, aunque la inflación cedió a la baja en mayo –principalmente por una moderación de los precios de los alimentos y una alta base estadística por el Paro Nacional de 2021–, el consenso del mercado apunta a que la inflación retomará su tendencia ascendente en junio. Posteriormente, será determinante la dinámica de indexación en arriendos, la persistencia del choque de costos, el impacto de las condiciones climáticas en la producción de alimentos y el eventual aumento de los precios de los combustibles. En cualquier caso, el incremento sostenido de las expectativas de inflación apunta a un aumento en los precios más persistente de lo previsto. Algunos de estos factores ya se reflejan en las expectativas de los analistas, que aumentaron a 8,78% para el cierre de este año (+36 pbs), a 5,48% en un año (+25 pbs, nivel no visto desde 2008) y a 4,87% para el cierre de 2023 (+18 pbs). Entre tanto, las expectativas a dos años se mantuvieron estables en 4,05% (+1pb). De manera similar, el consenso apunta a que la inflación sin alimentos entraría al rango meta a partir de 2024.

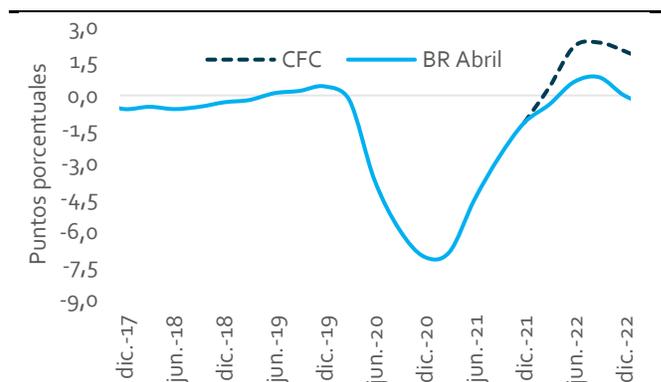
Por su parte, la Reserva Federal sorprendió en su reunión de este mes al anunciar un incremento de 75 pbs en el rango de tasas de referencia. Este ritmo de aumento es el más elevado desde 1994 y refleja el compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de estabilidad de precios. De hecho, Jerome Powell –presidente de la entidad–, señaló en su intervención en el Congreso de la semana pasada que una recesión es un evento factible, en un contexto global que ha dificultado la convergencia de la inflación al objetivo a través de un “aterrizaje suave” de la economía estadounidense. A lo anterior, se suma una probabilidad creciente de incrementos en la tasa de interés del Banco Central Europeo en los próximos meses.

Media de las expectativas de inflación



Fuente: BanRep.

Brecha del producto

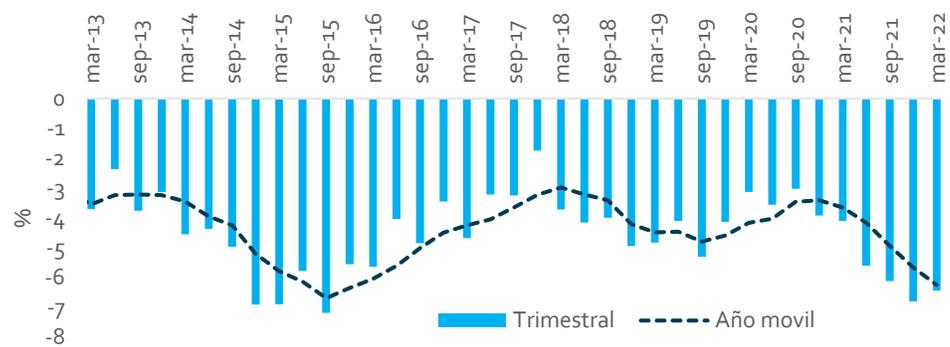


Fuente: Banco de la República. Cálculos: Corficolombiana.

Este cambio en el discurso representa un giro importante para las principales autoridades monetarias hacia una política menos expansiva. Este entorno de liquidez menos holgada es especialmente relevante en un contexto de déficit externo alto y persistente. Al respecto, el Déficit en Cuenta Corriente (DCC) se ubicó en 6,4% del PIB en el primer trimestre del año (1T22), presentando una reducción muy moderada frente al trimestre anterior (0,4 puntos porcentuales (p.p.), y ampliándose en 2,3 p.p. frente al 1T21. En los últimos cuatro trimestres, el DCC se ubica en 6,2% del PIB, el nivel más alto desde el 2015. Aunque la composición del financiamiento sigue concentrada en la Inversión Extranjera Directa –significativamente menos volátil que los flujos de portafolio– el desbalance externo es una fuente de vulnerabilidad considerable, que se intensifica en un contexto de mayor percepción de riesgo país.

Consideramos que estos factores motivarán a un codirector adicional a sumarse al grupo que respalda un incremento de 150 pbs.

Déficit en Cuenta Corriente



Fuente: Banco de la República y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Cifras al cierre de la semana

Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2021	Un año atrás
DTF E.A. (17 jun- 24 jun)	7,49%	7,45%	4,0	7,01%	3,08%	1,92%
DTF T.A. (17 jun- 24 jun)	7,16%	7,12%	3,7	6,72%	3,15%	1,90%
IBR E.A. overnight	6,02%	6,02%	0,4	6,00%	2,99%	1,75%
IBR E.A. a un mes	7,29%	6,96%	33,0	6,01%	3,05%	1,77%
TES - Julio 2024	10,34%	10,15%	18,7	9,76%	6,83%	4,78%
Tesoros 10 años	3,13%	3,23%	-9,5	2,75%	1,51%	1,50%
Global Brasil 2025	4,30%	4,51%	-21,0	3,79%	1,69%	1,82%
LIBOR 3 meses	2,20%	1,69%	50,7	1,53%	0,21%	0,15%

Fuente: BanRep, Superfinanciera

Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	559,80	-0,77%	-2,04%	-8,34%	-12,43%
COLCAP	1365,96	-6,06%	-7,88%	-3,19%	9,54%
COLEQTY	944,48	-5,87%	-7,46%	-4,73%	8,13%
Cambiarío – TRM	4129,87	5,76%	5,06%	2,64%	10,45%
Acciones EEUU - Dow Jones	31500,68	5,39%	-0,68%	-13,46%	-7,88%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters, BVC, Corficolombiana

Calendario económico

Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
27-jun-22	Pedidos de bienes duraderos	May	0,1%	0,5%
29-jun-22	PIB Final	T1		-1,50%
30-jun-22	Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal m/m	May		0,2%
30-jun-22	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo	20 Jun, w/e		229 mil
1-jul-22	PMI manufacturero	Jun		52,40
1-jul-22	Índice ISM de empleo en el sector manufacturero	Jun	55,80	56,10
1-jul-22	Índice de precios del sector manufacturero ISM	Jun		82,20

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-jun-22	Clima empresarial	Jun		1,26
29-jun-22	Confianza de empresas y consumidores	Jun	103,00	105,00
29-jun-22	Confianza industrial	Jun	4,70	6,30
29-jun-22	Confianza del sector servicios	Jun	12,70	14,00
29-jun-22	Confianza del consumidor	Jun	-23,60	-23,60
30-jun-22	Tasa de desempleo	May	6,8%	6,8%
1-jul-22	PMI manufacturero	Jun	52,00	52,00
1-jul-22	IPC a/a	Jun (p)	8,3%	8,1%
1-jul-22	IAPC exc. energía y alimentos a/a	Jun (p)	0,0%	4,4%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-jun-22	PIB t/t	T1	0,8%	0,8%
30-jun-22	PIB a/a	T1	8,7%	8,7%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Colombia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-jun-22	Tasa de desempleo urbano	May		11,10%
30-jun-22	Tasa de desempleo	May		11,20%
30-jun-22	Decisión de política monetaria	Jul		6,00%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-jun-22	Actividad Económica a/a	Abr		4,8%
1-jul-22	Ingreso por impuestos	Jun		1551370,00

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Brasil

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-jun-22	Tasa de Desempleo	May		10,5%
1-jul-22	IPP m/m	May		1,9%
1-jul-22	PMI manufacturero de S&P Global	Jun		54,2%
1-jul-22	Balanza Comercial	Jun		490 B

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Chile

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-jun-22	Tasa de Desempleo	May		7,70%
30-jun-22	Producción Manufacturera a/a	May		1,70%
1-jul-22	Índice de Actividad Económica	May		6,90%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

México

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-jun-22	Tasa de Desempleo	May		3,0%
1-jul-22	PMI manufacturero	Jun		50,6%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Alemania

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-jun-22	Índice Gfk de clima de consumo en Alemania	Jul	-27,50	-26,00
30-jun-22	Ventas minoristas m/m	May	0,8%	-5,4%
30-jun-22	Ventas minoristas a/a	May	0,0%	-0,4%
30-jun-22	Tasa de desempleo	Jun	5,0%	5,0%
30-jun-22	IPC m/m	Jun (p)	0,0%	0,9%
30-jun-22	IPC a/a	Jun (p)	8,0%	7,9%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Francia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-jun-22	Confianza del consumidor	Jun		86,00
30-jun-22	Gasto del consumidor m/m	May		-0,40
30-jun-22	IPC a/a	Jun (p)		5,2%
30-jun-22	IPC m/m	Jun (p)		0,7%
30-jun-22	IPP m/m	May		0,0%
30-jun-22	IPP a/a	May		27,8%
1-jul-22	PMI manufacturero de Francia	Jun		51,00

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Perú

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
2-jul-22	IPC m/m	Jun		0,4%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
22-jun-22	Ventas Minoristas a/a	May		3%
22-jun-22	Producción Industrial m/m SA	May		-2%
22-jun-22	IPC a/a	Jun		2%
23-jun-22	Tasa de desempleo	May		3%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

Proyecciones económicas

	2019	2020	2021p	2022p	2023p
Actividad Económica					
Crecimiento real					
PIB (%)	3,2	-7,0	10,7	6,5	2,0
Consumo Privado (%)	4,1	-5,0	14,8	9,0	
Consumo Público (%)	5,3	-0,6	10,3	4,4	
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	2,2	-23,3	11,2	10,8	
Exportaciones (%)	3,1	-22,7	14,8	22,1	
Importaciones (%)	7,3	-20,5	28,7	22,7	
Contribuciones (puntos porcentuales)					
Consumo Privado (p.p.)	2,7	-3,4	10,4	6,4	
Consumo Público (p.p.)	0,8	-0,1	1,8	0,7	
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,5	-4,9	2,1	2,0	
Exportaciones (p.p.)	0,5	-3,6	2,0	1,5	
Importaciones (p.p.)	1,5	-4,4	5,9	4,4	
Precios					
Inflación, fin de año (%)	3,8	1,6	5,6	9,8	6,0
Inflación, promedio anual (%)	3,5	2,5	3,5	9,2	6,9
Tasas de Interés					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	1,75	3,00	9,0	6,50
DTF E.A., fin de año (%)	4,48	1,96	2,70	9,22	
Finanzas Públicas					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-6,2	
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0,7	-4,9	-3,7	-2,6	
Deuda bruta GNC (% PIB)*	50,2	64,7	63,8	62,7	
Sector Externo					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.277	3.433	3.981	3.976	
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.281	3.693	3.744	3.942	
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,3	-3,3	-5,7	-5,0	
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,5	3,4	3,4	5,8	

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 69962

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70015

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

pablo.fernandez@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext.

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbegozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbegozo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

juan.pardo@corficolombiana.com

DVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.