

Perspectiva de Divisas

Semanal

Del 20 al 24 de julio 2026

Resumen

- **Dólar pierde impulso, pero conserva soporte estructural:** La moderación de la inflación en EE.UU. comprimió las expectativas de tasas de la Fed y limitó al DXY, incluso en un entorno de mayor petróleo y aversión al riesgo. Aun así, la resiliencia relativa de EE.UU. y la prima de liquidez del USD mantienen un piso relevante alrededor de 100 puntos.
- **El BCE definirá si el euro puede sostener el estrechamiento de diferenciales:** Una pausa con sesgo restrictivo solo favorecería de forma duradera al euro si los PMIs confirman resistencia en demanda y actividad. Un endurecimiento explicado sólo por energía elevaría el riesgo de estanflación y devolvería ventaja al dólar.
- **El COP conserva respaldo, pero el movimiento entra en una fase menos lineal:** La diversificación de compradores extranjeros de TES y el carry siguen limitando una corrección amplia, aunque el rechazo de COP\$3.200, la mayor volatilidad realizada y la menor uniformidad de la curva sugieren madurez.

El BCE enfrenta una pausa activa: el dólar pierde impulso, pero conserva prima en un mercado de baja convicción

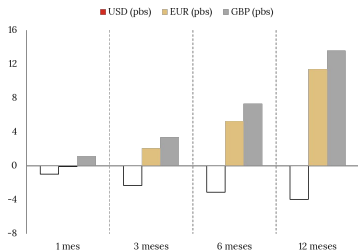
El dólar estadounidense cerró la semana con una pérdida cercana a 0.2%, pese a que el entorno habría favorecido normalmente una recuperación más amplia. El Brent aumentó 15.6%, el VIX cerca de 25% y el S&P 500 retrocedió 1.6%, pero el DXY no logró capitalizar de forma sostenida la mayor aversión al riesgo. La explicación estuvo principalmente en el canal relativo de tasas: la OIS USD a doce meses disminuyó 4.1 pbs después de que la inflación de junio sorprendiera a la baja, mientras las equivalentes de la Eurozona y Reino Unido aumentaron 11.4 y 13.6 pbs. Los diferenciales frente a EE.UU. se estrecharon así en 15.4 y 17.6 pbs, compensando buena parte del soporte que el petróleo y la geopolítica habrían debido ofrecer al dólar (Gráficas 1 y 2).

Esta combinación confirma que el mercado entró en un régimen de baja convicción y alta dispersión entre drivers. La inflación estadounidense se moderó más de lo esperado, pero el consumo, el empleo y los indicadores de actividad no mostraron un deterioro suficiente para instalar una narrativa de flexibilización monetaria. Al mismo tiempo, el petróleo y la interrupción del transporte energético preservan el riesgo de que la desinflación observada en junio resulte transitoria. Por ello, el dólar perdió parte de su impulso monetario, pero no su prima de crecimiento, liquidez y refugio frente a economías más expuestas al choque energético. Los informes externos coinciden en que la moderación del IPC redujo el riesgo de una subida inmediata de la Fed, sin eliminar el soporte del USD mientras la actividad estadounidense conserve mayor resiliencia relativa.

El deterioro de los flujos a través de Ormuz refuerza esta asimetría. El jueves únicamente tres buques de materias primas atravesaron el estrecho, el menor registro diario desde mayo, frente a un promedio cercano a 125 embarcaciones antes del conflicto; además, por segunda jornada consecutiva no transitaban superpetroleros ni buques de gas natural licuado. Esto muestra que el aumento del crudo ya no refleja únicamente una prima especulativa, sino una disrupción física que puede trasladarse a costos de transporte, inventarios y precios energéticos. Mientras este escenario persista, el mercado tendrá menos espacio para descontar una Fed flexible, aun después de la mejora de los datos de inflación.

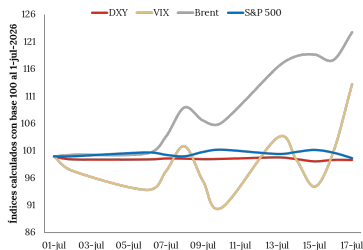
El BCE tomará ahora el relevo de la narrativa monetaria. El Consejo de Gobierno se reúne el 22 y 23 de julio y publicará su decisión el jueves, seguida por la conferencia de prensa. El escenario ampliamente esperado es una pausa después de la subida de junio, por lo que la reacción dependerá de si Lagarde presenta la decisión como una interrupción temporal dentro del endurecimiento o como una señal de mayor cautela. La diferencia es relevante porque la curva europea ya incorporó parte del riesgo energético: una pausa sin cuestionar una posible subida en septiembre podría preservar el estrechamiento del diferencial frente a EE.UU.; una comunicación que enfatice el deterioro del crecimiento podría revertirlo rápidamente.

Gráfica 1. Cambio semanal de la curva OIS



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

Gráfica 2. El riesgo global aumenta, pero el dólar no responde plenamente como refugio



El punto central no será, por tanto, si el BCE mantiene la tasa, sino la calidad del endurecimiento europeo. Una subida de las expectativas de tasas respaldada por nuevos pedidos, empleo y actividad resistente sería constructiva para el euro. En cambio, un aumento de las OIS provocado únicamente por precios energéticos, mientras los servicios y la demanda se debilitan, elevaría el riesgo de estanflación y podría terminar favoreciendo al dólar. La economía estadounidense continúa superando las expectativas relativas del G10, mientras la Eurozona enfrenta una mayor dependencia energética y menor capacidad para absorber costos adicionales sin sacrificar crecimiento. En este contexto, una postura más restrictiva del BCE no garantiza por sí sola una apreciación sostenible del EUR/USD.

Los datos recientes muestran que el canal de tasas sigue teniendo capacidad para definir la reacción. En ventanas móviles de 20 y 40 sesiones, una ampliación de 10 pbs en el diferencial OIS USD-EUR a doce meses se ha asociado con una caída aproximada de 0.36%–0.44% en el EUR/USD. De manera similar, un aumento de 10 pbs en la OIS estadounidense a doce meses se ha relacionado con una valorización cercana a 0.34%–0.39% del DXY. Bajo estas elasticidades, si el BCE conserva el sesgo de subida y la curva europea se desplaza otros 10 pbs frente a EE.UU., el euro podría avanzar entre 0.4% y 0.5%, presionando moderadamente al DXY. Sin embargo, si la comunicación reduce la probabilidad de septiembre y devuelve entre 10 y 15 pbs al diferencial a favor del dólar, el índice podría recuperar entre 0.4% y 0.7%.

Los PMIs preliminares del viernes permitirán determinar si el mensaje del BCE tiene respaldo macroeconómico. Se publicarán los indicadores de Japón, Eurozona, Reino Unido y EE.UU., el mercado debería concentrarse en nuevos pedidos, empleo y precios de insumos. Un PMI europeo estabilizándose mientras aumentan los costos respaldaría una pausa restrictiva, pero no necesariamente al euro; para producir una reacción cambiaria más favorable, la recuperación debe extenderse a demanda y servicios. En contraste, PMIs estadounidenses todavía firmes reforzarían la ventaja de crecimiento del USD, incluso si los precios pagados se moderan. Reino Unido funcionará como contraste secundario. El martes se conocerán empleo y salarios, y el miércoles la inflación de junio, antes de las ventas minoristas y el PMI del viernes. La libra se benefició esta semana del carry y del aumento de las expectativas de tasas británicas, pero su fortaleza también depende de que salarios e inflación justifiquen el movimiento sin confirmar un deterioro mayor del mercado laboral. Una sorpresa inflacionaria acompañada por empleo débil podría reproducir el mismo problema europeo: más endurecimiento esperado, pero de menor calidad para la moneda.

Nuestro escenario base contempla una pausa activa del BCE, con Lagarde manteniendo abierta la posibilidad de un ajuste posterior, pero evitando comprometer una subida en septiembre antes de conocer más información sobre energía y actividad. Si los PMIs muestran estabilización europea y menor presión de precios en EE.UU., el DXY podría extender la corrección hacia 99.8–100.2 puntos. En contraste, una comunicación cautelosa del BCE, PMIs europeos más débiles o una nueva escalada que mantenga al Brent sobre USD\$85 favorecerían una recuperación hacia 100.8–101.3, con extensión hacia 101.5 si además aumentan las tasas estadounidenses. El dólar perdió impulso, pero la Eurozona todavía debe demostrar que puede endurecer su política sin sacrificar crecimiento; mientras no lo haga, el DXY conserva un piso relevante alrededor de 100 puntos.

USD/COP: el relevo de compradores en TES prolonga el soporte, pero el régimen empieza a mostrar señales de madurez

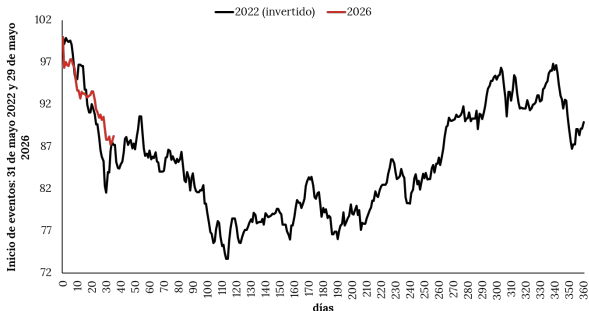
El USD/COP interrumpió durante la última semana la secuencia de caídas y cerró cerca de COP\$3,255, con un avance de 0.47%, pese a que el entorno continuó siendo ampliamente favorable para el peso: el DXY retrocedió 0.21%, el Brent aumentó 15,6%, el CDS colombiano cayó alrededor de 6 pbs y la OIS local a doce meses subió cerca de 14 pbs. Esta divergencia es relevante porque, por primera vez desde finales de mayo, el cruce dejó de profundizar su apreciación aun cuando petróleo, riesgo soberano y diferencial de tasas seguían apoyándolo. Nuestro modelo de factores de corto plazo anticipaba un aumento cercano a 0,40%, prácticamente igual al movimiento observado, frente a los amplios residuales registrados en semanas anteriores. La anomalía que venía desplazando al USD/COP por debajo de sus niveles implícitos dejó, por tanto, de ampliarse, aunque todavía no se haya revertido.

La composición de la demanda extranjera por TES ayuda a entender por qué el soporte permanece, pero también por qué el movimiento puede estar entrando en una fase diferente. Después de acumular cerca de COP\$36,6 billones entre diciembre de 2025 y mayo, PIMCO habría vendido alrededor de COP\$1 billón en junio, una toma de utilidades limitada frente al tamaño de la posición construida. Aun así, las tenencias offshore agregadas aumentaron COP\$4,63 billones, lo que implica que el resto de los inversionistas extranjeros adquirió al menos COP\$5,63 billones y compensó ampliamente sus ventas. La demanda habría sido liderada por Morgan Stanley Global Opportunity y acompañada por instituciones como el Banco Central de Noruega, BlackRock y JP Morgan. La principal novedad no es simplemente que los extranjeros continúen comprando, sino que la demanda empezó a diversificarse y a relevar al participante que había concentrado la acumulación previa.

Este cambio de guardia mejora la profundidad del soporte para los activos locales, aunque la toma de utilidades del mayor comprador también confirma que la valorización acumulada empieza a generar incentivos para reducir posiciones. La tensión se reflejó durante la semana en una curva menos uniforme: los TES de 2030 y 2032 presentaron desvalorizaciones cercanas a 9–10 pbs frente al 10 de julio, la referencia de 2028 permaneció prácticamente estable y los títulos de 2034 conservaron una valorización marginal. El rally dejó así de extenderse de manera generalizada y pasó a mostrar mayor dispersión entre nodos, coincidiendo con la estabilización de la tasa de cambio.

El comportamiento intradía refuerza esta señal de menor linealidad. Después de probar COP\$3.203,75 entre miércoles y jueves, el USD/COP rebotó 1,6% desde el mínimo semanal y cerró el viernes con un aumento de 0,85%, tras alcanzar COP\$3.280. El volumen negociado fue cercano a USD\$1.729 millones, aproximadamente 33% superior al promedio de veinte jornadas. El rechazo de COP\$3.200, acompañado por mayor volumen y menor amplitud de la valorización de los TES, no confirma todavía un cambio de tendencia, pero sí muestra que

Gráfica 3. La apreciación actual replica la primera fase del episodio extremo de 2022



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

nuevas caídas dependerán cada vez más de entradas efectivas hacia activos colombianos y menos de la inercia generada por los flujos previos.

La comparación con el episodio de 2022 confirma el carácter excepcional del movimiento (Gráfica 3), aunque también obliga a matizar la idea de agotamiento inmediato. Al normalizar ambas trayectorias desde el cierre de mayo, el USD/COP acumula en 2026 una caída de 11,8%, frente a un movimiento de 12,8% en el episodio de 2022 expresado en sentido inverso al mismo punto del ejercicio. La apreciación actual ha recorrido cerca de 92% de la magnitud comparable, mientras la correlación entre las trayectorias acumuladas alcanza 0,92. Sin embargo, la relación entre los retornos de cada jornada es de apenas 0,23, confirmando que la similitud se concentra en la dirección y magnitud agregadas, no en la secuencia diaria ni necesariamente en los fundamentales que las originaron.

El detalle de las trayectorias aporta una lectura adicional. El movimiento de 2026 fue inicialmente más rápido: después de diez observaciones acumulaba una caída de 6,4%, frente a 5,0% en el episodio invertido de 2022. Posteriormente, el ciclo anterior se aceleró hasta alcanzar una extensión de 18,5% alrededor del día 30, antes de corregir y ubicarse en 12,8% al día 35, muy cerca de la caída actual. Por tanto, el paralelo no muestra que el USD/COP haya encontrado ya un piso; evidencia que, en esta fase, los movimientos pueden volverse más bidireccionales, alternando extensiones rápidas con rebotes importantes antes de una normalización definitiva. De hecho, la trayectoria de 2022 continuó ampliándose durante los meses siguientes, por lo que cualquier extrapolación de niveles debe interpretarse como referencia estadística y no como objetivo cambiario.

Las señales de carry también permanecen divididas. El carry-to-vol del COP se ubica alrededor de 0,69 veces, cerca del percentil 96 histórico, mientras la volatilidad implícita a un mes descendió a 12,39%, alrededor del percentil 24. Esta combinación continúa favoreciendo posiciones largas en pesos. No obstante, la volatilidad realizada de cinco días aumentó hasta 16,1%, superando la implícita, y el risk reversal permanece elevado cerca del percentil 80. El mercado continúa valorando positivamente el carry, pero el movimiento efectivo ya es mayor que el descuento por las opciones y se conserva una prima relevante por protección frente a rebotes del USD/COP.

Para la próxima semana, la señal de continuidad más sólida sería una nueva valorización simultánea de TES y COP, especialmente si la deuda local logra apreciarse durante jornadas de tasas internacionales al alza. También respaldarían el régimen una volatilidad realizada nuevamente inferior a la implícita, estabilidad del CDS y un risk reversal que no aumente ante nuevos mínimos. En contraste, una apreciación del peso sin acompañamiento de los TES, mayores volúmenes en sesiones de desvalorización de la deuda o cierres del USD/COP persistentemente alejados de los mínimos indicarían que el movimiento depende cada vez más de posicionamiento y menos de nuevas entradas.

Nuestro escenario base contempla que la diversificación de compradores extranjeros, el carry y la menor prima local continúen limitando una corrección amplia, pero que la tasa encuentre mayor dificultad para consolidarse por debajo de COP\$3.200. Anticipamos una negociación concentrada entre COP\$3.200 y COP\$3.320. Una reactivación conjunta de la demanda por TES y de la apreciación del peso permitiría extensiones hacia COP\$3.160–COP\$3.180; en contraste, una pérdida más clara de sincronía entre ambos mercados, toma de utilidades extranjera o recuperación del dólar global abriría espacio hacia COP\$3.340–COP\$3.360. El soporte de los flujos continúa vigente, pero el análogo histórico y las señales de la última semana sugieren que el régimen está pasando de una apreciación lineal a una fase más volátil y dependiente de confirmaciones.

Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2026 Acciones & Valores S.A.



Héctor Wilson Tovar García

Gerente de Investigaciones Económicas

[✉ htovar@accivalores.com](mailto:htovar@accivalores.com)



María Alejandra Martínez Botero

Directora de Investigaciones Económicas

[✉ maria.martinez@accivalores.com](mailto:maria.martinez@accivalores.com)

Hugo Camilo Beltrán Gómez

Analista Renta Variable

[✉ hugo.beltran@accivalores.com](mailto:hugo.beltran@accivalores.com)

Laura Sophia Fajardo Rojas

Analista Divisas

[✉ laura.fajardo@accivalores.com](mailto:laura.fajardo@accivalores.com)

Diego Fernando Carrillo Gómez

Practicante

[✉ diego.carrillo@accivalores.com](mailto:diego.carrillo@accivalores.com)



WhatsApp:
+57 3112182255

Bogotá:
601 514 33 43

Línea Nacional:
01 8000 111 700

Síguenos:



accionesyvalores



accionesyvaloresa



company/acciones-y-valores-s-a/