



Informe Mensual Cambiario

Investigaciones Económicas

Resumen

- *La cotización del dólar en los mercados mundiales ha descendido semanas recientes. Buena parte de este comportamiento se sustenta por una reducción en los niveles de aversión al riesgo, que han debilitado la demanda de activos de refugio como el dólar. No obstante, las presiones estructurales sobre el dólar continúan siendo alcistas.*
- *Los precios de las materias primas volvieron a caer en el último mes como consecuencia de una menor dinámica del consumo global y los temores de recesión. Lo anterior ha venido acompañado de un continuo deterioro en la entrada de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, aunque la información disponible de agosto da cuenta de algunas leves entradas netas de capitales a estos mercados.*
- *En este entorno, las monedas de mercados emergentes se apreciaron frente al dólar. Aunque en el balance las monedas de LATAM también ganaron terreno frente al dólar, algunas de ellas presentaron nuevamente depreciaciones frente a la divisa americana, principalmente las de países con altas vulnerabilidades externas.*
- *Los términos de intercambio en Colombia permanecen en niveles históricamente elevados, gracias a unos altos precios internacionales del petróleo. El déficit comercial del país ha comenzado a corregirse gracias a lo anterior y el egreso neto corriente de dólares, derivado del exceso de gasto de la economía, se sigue financiado en su amplia mayoría con flujos privados de capitales extranjeros.*
- *Bajo este contexto, la cotización del dólar en el mercado local se redujo hasta niveles de 4300 pesos en agosto, luego de la extrema volatilidad registrada en julio. A pesar de los buenos fundamentos de la economía colombiana, los factores externos siguen siendo los principales determinantes de la tasa de cambio.*

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	5
Aspectos técnicos	8
Expectativas corto plazo	9

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Camila Martinez K.
Profesional Universitario
camila.martinez@bancoagrario.gov.co

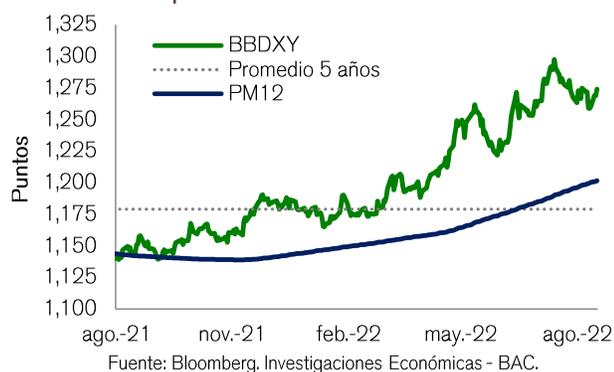


Contexto internacional

La cotización del dólar en agosto ha venido registrando un leve descenso que obedece a: i) unos menores niveles de aversión al riesgo en los mercados mundiales; y ii) una consecuente debilidad relativa en la demanda de activos de refugio, como lo es el dólar.

Lo anterior ha sido consistente con las valorizaciones registradas en los índices de renta variable en EEUU durante el último mes, y también con el aumento en los rendimientos inter-temporales de los títulos de deuda en las economías avanzadas, estos últimos también activos “seguros” a nivel internacional.

Gráfico 1. Comportamiento del dólar durante el último año



No obstante, este reciente comportamiento del dólar luce transitorio, pues la tendencia estructural del dólar continúa siendo alcista. Las divergencias nominales y reales en lo fundamental, que han disparado la valoración relativa del dólar en el mundo entero desde finales de 2021, han persistido y mantienen fuertes presiones sobre la valoración relativa de la divisa americana (ver “Navegando máximos históricos” en [IMC – Julio 18 de 2022](#)).

En particular, la Fed de EEUU elevó en 75 pbs su tasa de referencia en la reunión de julio y advirtió que más ajustes de esta magnitud eran posibles en el corto plazo. La función de reacción de la Fed seguirá determinada por un contexto de inflación que persiste en niveles muy altos y unas condiciones del mercado laboral que permanecen

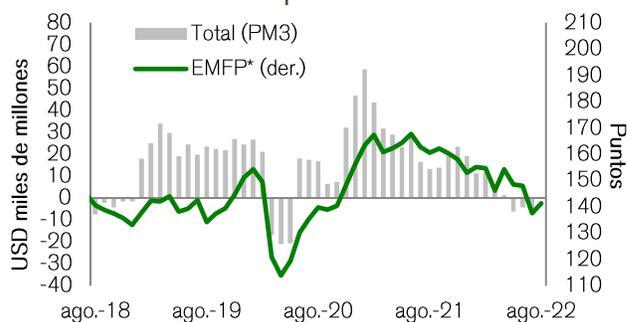
¹ El índice BBDXY compara el valor relativo del dólar contra una canasta de 10 divisas líderes en el mundo que se definen según su liquidez y posición comercial contra EEUU.

muy apretadas, factores que justifican tipos de interés más altos y, en consecuencia, una fortaleza relativa del dólar.

Asimismo, los diferenciales de tasas de interés entre EEUU y el resto del mundo avanzado siguen favoreciendo las estrategias de *carry-trade* hacia activos denominados en dólares, y por esta vía, la demanda especulativa de dólares.

De esta forma, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara la moneda americana contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez¹, registró en las primeras semanas de agosto un descenso de 0.9% frente al promedio de julio. La desviación frente a su media móvil 12 meses (PM12) y al promedio de los últimos 5 años, asciende a niveles muy altos de 7.1% (Gráfico 1).

Gráfico 2. Inversión de portafolio hacia mercados EM



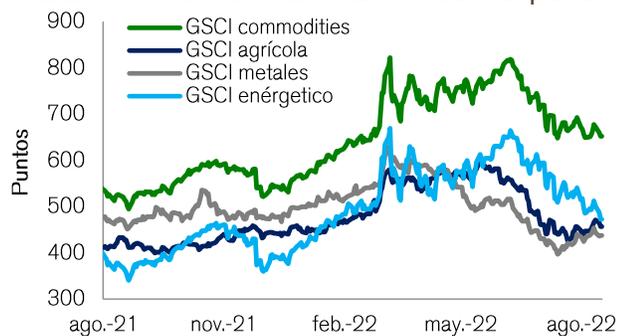
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes volvieron a ser negativos en julio (ver “XXX” en [IMDP – Agosto 17 de 2022](#)). Sin embargo, la información disponible de agosto da cuenta de algunas leves entradas netas de capitales hacia estos mercados, consistente con el debilitamiento reciente del dólar.

En efecto, índices que funcionan como variables *proxy* del comportamiento de estos flujos hacia emergentes, como el índice EMFP de Bloomberg, sugieren un flujo positivo en lo corrido de agosto que contrasta con la reversión de capitales observada en meses previos (Gráfico 2).



A pesar de lo anterior, los riesgos de una recesión global, así como un dólar que en cualquier caso continúa con una valoración fuerte en el mundo entero, siguen afectando los precios de los *commodities*.

Gráfico 3. Precios internacionales de materias primas



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En efecto, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) registra una desvalorización de 2.9% en lo corrido de agosto. Los precios del segmento energético son los que más se han resentido en las últimas semanas, registrando una desvalorización de 8.6% (Gráfico 3).

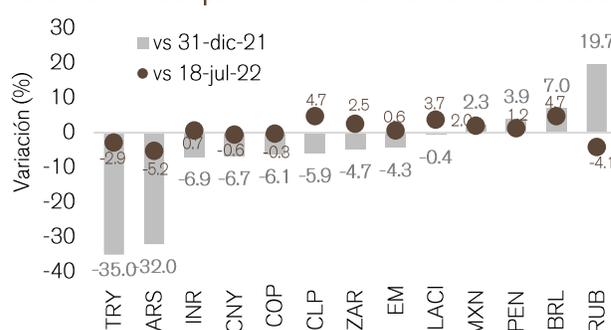
Los precios del petróleo rompieron el soporte de los 90 dólares por barril (dpb) y en el caso del WTI cayeron hasta niveles 86 dpb en jornadas recientes. En la referencia Brent, los mínimos alcanzados fueron de 92 dpb. Según las más recientes estimaciones de la EIA de EEUU², se espera que el promedio del Brent para 2022 y 2023 sea de 105 y 95 dpb, respectivamente.

Sin embargo, como lo ha manifestado la EIA desde hace varios meses atrás, dicho pronóstico está sujeto a un ambiente de extrema incertidumbre y podría contener un sesgo bajista. Más allá de las restricciones de oferta creadas por la guerra entre Rusia y Ucrania, una demanda débil asociada a la desaceleración económica, así como una mayor producción de EEUU y la OPEP, conduciría incrementos en los inventarios mundiales que eventualmente afectarían a la baja los precios.

De esta forma, las monedas de mercados emergentes, según el índice agregado de MSCI (EM), registran una leve apreciación promedio de 0.6% frente al dólar cuando

se compara con los niveles de cierre de nuestro último informe (18 de julio de 2022). La dirección del índice de monedas de LATAM (LACI) fue el mismo, pero en una magnitud sustancialmente superior, pues registró un incremento de 3.7% durante el mismo periodo (Gráfico 4).

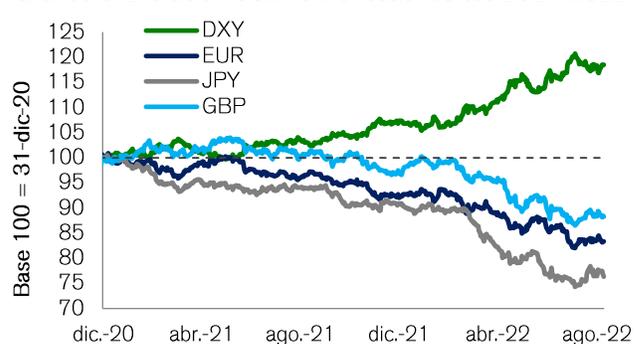
Gráfico 4. Desempeño año corrido monedas EM en 2022



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En lo corrido de 2022, las monedas más afectadas han sido las de Europa y Asia emergente, lideradas por la caída de 35% de la lira turca. El rublo ruso recuperó todo el terreno perdido desde febrero tras la invasión de Rusia a Ucrania y a la fecha registra una apreciación de 19.7% frente al dólar.

Gráfico 5. Evolución USD vs monedas fuertes 2021-2022



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En LATAM, el movimiento año corrido del LACI ha sido negativo en 0.4%. La depreciación acumulada más grande la registran el peso argentino y el peso colombiano, mientras que el real brasileño, el sol peruano y el peso mexicano son las únicas monedas que acumulan apreciaciones frente al dólar en 2022.

² Short Term Energy Outlook (STEO) – August 2022.



En el conjunto de monedas fuertes, el comparativo frente al dólar desde el pasado 18 de julio da cuenta de una apreciación de la libra esterlina y el euro de 1.1% y 0.4%, respectivamente. Por su parte, el yen japonés registró una caída de 2.1% durante el mismo periodo de tiempo y continúa siendo la moneda de este conjunto que más ha perdido valor frente al dólar en lo corrido del año (Gráfico 5).

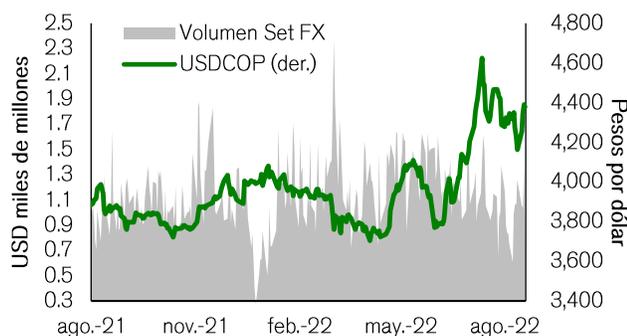


Mercado local

En línea con el contexto internacional, la tasa de cambio local también se ha apreciado en semanas recientes, pero continúa muy por encima del promedio año corrido. En efecto, frente a los niveles de 4409 pesos de julio, el promedio-mes en agosto se sitúa en 4303 pesos, lo que equivale a una apreciación de 2.4%. No obstante, los niveles actuales se ubican muy por encima de los 4007 pesos del promedio acumulado de 2022 (Gráfico 6).

El valor máximo registrado a frecuencia diaria desde nuestro último IMC (18 de julio) fue de 4468 pesos, mientras que el mínimo fue de 4162 pesos.

Gráfico 6. Evolución reciente del dólar en el mercado local



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

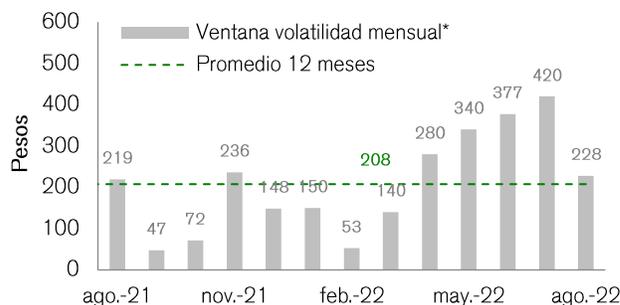
El volumen diario de negociación en Set FX registró un promedio de USD 1,133 millones en julio, lo que representó un incremento de 32.4% frente al mismo mes de 2021. Sin embargo, los volúmenes en agosto se sitúan alrededor de USD 974 millones diarios, lo que refleja una reducción de 4.5% frente a los volúmenes de agosto del año pasado.

Por su parte, la ventana mensual de volatilidad en julio fue de 420 pesos, la más alta registrada desde marzo de 2020. En agosto esta misma medición ha descendido hasta 228 pesos, pero permanece por encima del promedio de 208 pesos de los últimos 12 meses (Gráfico 7), dando cuenta de la extrema volatilidad reciente del mercado.

Consistente con lo anterior, la volatilidad de 20 días anualizada de la tasa de cambio en el mercado aumentó

significativamente hasta niveles de 38.6%, también alcanzando máximos no vistos desde marzo de 2020.

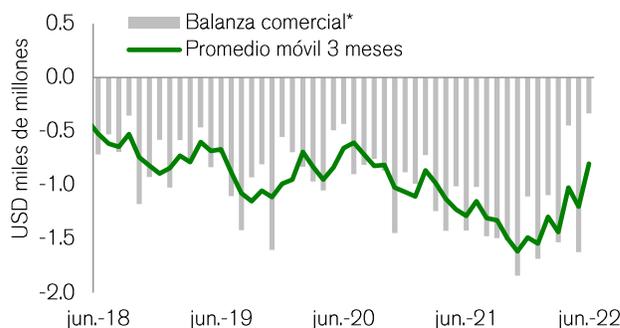
Gráfico 7. Ventanas mensuales de volatilidad USDCOP



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial en pesos entre cotización mínima y máxima del mes.

Bajo este contexto, la depreciación anual de la tasa de cambio entre julio-agosto alcanzó ritmos promedio de 12.9%. Si bien esta dinámica de la depreciación anual se sitúa por debajo del nivel crítico de 20% que tiende a generar presiones inflacionarias, no deja de ser una preocupación para las perspectivas macroeconómicas de corto plazo. En términos del año corrido, la depreciación anual del tipo de cambio bordea el 9.2%.

Gráfico 8. Balance comercial de bienes en valor FOB



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Pese a lo anterior, BanRep mantiene una política de no intervención en el mercado cambiario, señalando que la mejor manera de enfrentar esta coyuntura es dejar flotar libremente la tasa de cambio y que se ajuste a las condiciones internas-externas de oferta y demanda. Instrumentos para controlar la elevada dispersión de la tasa de cambio, como las opciones de volatilidad, siguen descartadas por ahora.



Las cifras disponibles de balanza comercial han comenzado a evidenciar una corrección del desbalance externo de la economía, lo que significa un menor egreso neto de dólares. Buena parte de este comportamiento reciente obedece a unos altos precios de las exportaciones tradicionales del país, que han generado un incremento importante en los flujos de ingreso de dólares.

Gráfico 9. Flujos de capitales privados hacia Colombia



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Suma de inversión extranjera directa e inversión de portafolio.

En efecto, el déficit comercial de junio fue de USD 333 millones, el más bajo registrado desde abril de 2018 (Gráfico 8). Las cifras de exportaciones en valor FOB registraron un flujo de USD 5,547 millones, un nuevo máximo no visto desde marzo de 2012. Por su parte, el flujo de las importaciones fue de USD 5,880, relativamente estable frente al promedio año corrido de USD 5,892.

Gráfico 10. Términos de intercambio en últimos 10 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Los datos de la cuenta comercial de la balanza cambiaria siguen siendo consistentes con lo anterior y al corte de julio registran un superávit año corrido de USD 716 millones, superior a los USD 314 millones del mismo

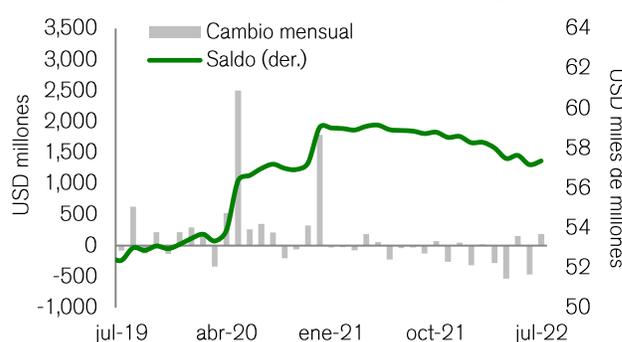
periodo de 2021. El superávit acumulado de la cuenta corriente asciende a USD 7,301 millones, en buena medida sustentado por los fuertes ingresos netos que se derivan del superávit de balanza de servicios y transferencias, el cual asciende a USD 6,214 millones.

Por su parte, los flujos de inversión extranjera privada en la cuenta de capitales de la balanza cambiaria se mantienen en números muy positivos, a pesar del adverso entorno internacional. En efecto, la entrada de inversión extranjera directa en julio fue de USD 882 millones, contrarrestando más que proporcionalmente las salidas por USD 259 millones de la inversión de portafolio.

Lo anterior representa una entrada neta de capitales privados por USD 290 millones, los cuáles siguen apoyando una adecuada financiación del desbalance externo del país (Gráfico 9).

Adicionalmente, los términos de intercambio de la economía colombiana se mantienen en máximos históricos (Gráfico 10), sustentados por unos precios de exportaciones que siguen superando ampliamente los de las importaciones. Este factor nominal seguirá favoreciendo el cierre del déficit comercial de bienes en el futuro cercano.

Gráfico 11. Acervo de reservas internacionales brutas



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, las cifras consolidadas de reservas internacionales que administra BanRep mostraron en julio un incremento de USD 185 millones, aumentando al saldo hasta USD 57,360 millones (Gráfico 11). En lo corrido de 2022, el acervo de reservas internacionales acumula una reducción de USD 1,230 millones.



Como duración en meses de las importaciones, el ratio de cobertura con reservas internacionales se redujo hasta 8.5 meses al corte de junio, un nuevo mínimo no registrado desde octubre de 2014. Esta razón se sigue distanciando del promedio histórico de 10.5 meses que se tiene para este indicador.

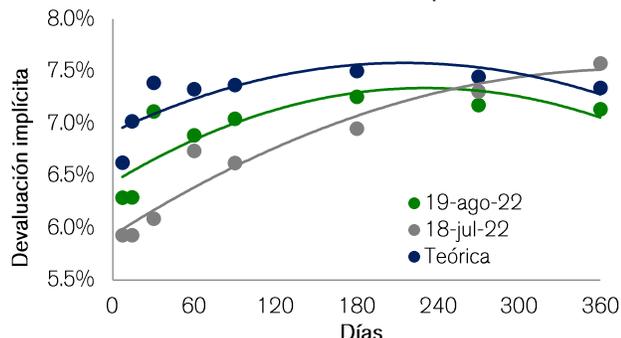
Gráfico 12. Flujo de compra-venta de dólares de la DTN



Fuente: MHCP - IRC. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencia entre compras y ventas mensuales de dólares.

La cobertura de la deuda externa de corto plazo con reservas internacionales también ha descendido a lo largo de 2022. En efecto, el ratio Greenspan-Guidotti se sitúa en 2.1 veces, un nuevo mínimo histórico, que también es muy inferior a los niveles históricos de 3.3 veces de indicador para Colombia.

Gráfico 13. Curva de devaluaciones implícitas vs teórica



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las monetizaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) volvieron a ser prácticamente nulas en julio, muy en contraste con las históricas ventas netas de dólares observadas en 2021. En efecto, las ventas netas de la DTN en el último mes fueron de apenas USD 0.1 millones (Gráfico 12), con lo cual el acumulado de monetizaciones de 2022 asciende a USD 36.3 millones.

Bajo este contexto, la curva de devaluaciones implícitas registró un desplazamiento al alza de 26 pbs, en promedio, desde la fecha de nuestro último informe (Gráfico 13). Asimismo, frente a la curva de devaluaciones teórica, el diferencial del nivel de la curva es negativo en 35 pbs.

Buena parte de este movimiento se explica por aumentos del orden de 58 pbs en las devaluaciones a plazos estrictamente inferiores a 30 días. En el tramo de 60 a 180 días el desplazamiento de la curva también fue alcista en 29 pbs, mientras que a plazos superiores se registraron reducciones de 28 pbs en promedio.

Los puntos forward para plazos inferiores a 180 días no mostraron cambios significativos en el último mes. Sin embargo, a plazos superiores descendieron más de 13 puntos, algo que es coherente con una demanda de dólares a plazo que se viene debilitando como consecuencia de las expectativas de recortes en los tipos de interés externos en 2023 y valores implícitos de devaluación inferiores a la curva teórica.

Gráfico 14. Caja de los IMC vs devaluaciones implícitas



Fuente: Tradition y Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

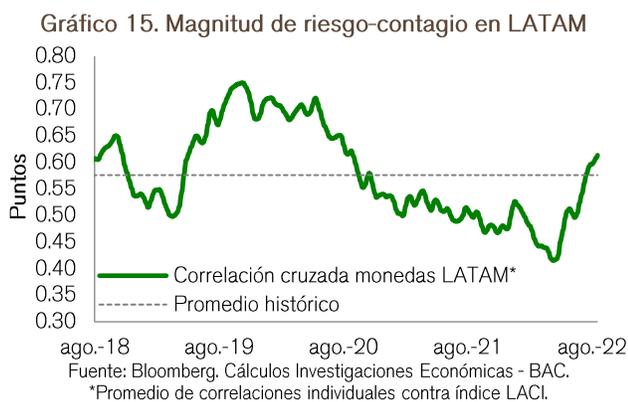
De esta forma, la caja en dólares de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) permaneció relativamente estable entre junio y julio, y no está dando señales de problemas de liquidez en el mercado cambiario. En efecto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC en junio mostraron niveles de USD 2,495 millones y en julio de USD 2,396 millones. Los valores de las devaluaciones implícitas de corto plazo en agosto tampoco dan señales de iliquidez en el mercado (Gráfico 14).



Aspectos técnicos

Midiendo la correlación estadística de la tasa de cambio con sus principales determinantes externos de corto plazo (sin petróleo), se encuentra que el mayor grado de asociación lineal lo tuvo en el último mes con los CDS a 5 años, en una magnitud del 75%, muy superior frente al mes previo donde el grado de correlación era del 8%.

La correlación con los precios del petróleo, que históricamente han sido uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, mostró el signo esperado (negativo). No obstante, su intensidad se redujo hasta 14% en agosto en términos absolutos, desde los niveles de 35% de julio.

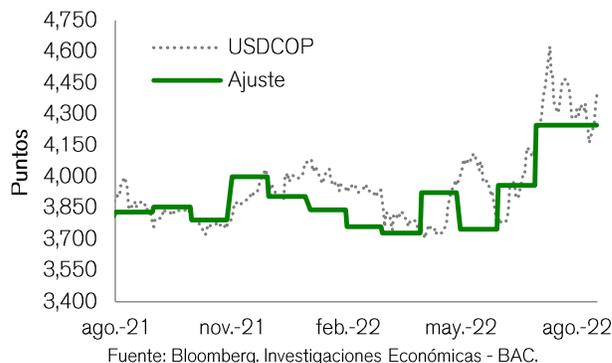


Frente al índice MSCI de monedas de mercados emergentes (EM), la correlación ascendió hasta un 46%. A su vez, con el índice de monedas de LATAM (LACI), la correlación estadística se ubica actualmente cerca de un 67%, indicando un grado de riesgo-contagio con otras monedas de la región relativamente alto. Las medidas de correlación cruzada entre monedas LATAM también sugieren valores relativamente altos de riesgo-contagio en la región (Gráfico 15).

Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 4,250 pesos (Gráfico 16). Frente a los niveles que se cotiza actualmente el dólar en el mercado local, esta estimación da cuenta de una sobre compra, lo que permite dar una recomendación de venta sobre posiciones en el corto plazo.

Basados en el criterio de bondad de ajuste, en los últimos 3 meses los principales determinantes de la tasa de cambio han sido el sol peruano y el EMF (variable proxy de flujos de capital hacia países emergentes). No obstante, según el criterio de elasticidad, la mayor sensibilidad en el último mes se exhibe contra el índice DXY, el peso mexicano y el sol peruano, en los últimos tres meses (ver gráficos en la parte inferior de este informe).

Gráfico 16. Desviación del USDCOP frente a su valor justo



Por su parte, nuestros mejores modelos estructurales (tomando como criterio el menor error de pronóstico en cada uno de ellos) estiman una tasa de cambio de equilibrio cercana a los 3,694 pesos, unos 696 pesos por debajo de los niveles actuales.

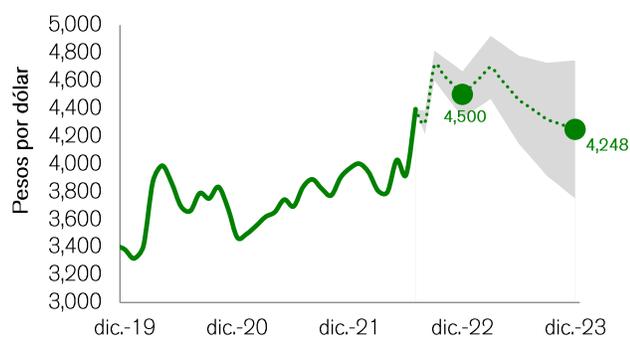


Expectativas de corto plazo

A juzgar por los buenos fundamentos de la economía colombiana y las adecuadas condiciones de liquidez del mercado cambiario, no creemos que niveles del orden de 4500 pesos o más sean sostenibles en el corto plazo.

Sin embargo, teniendo en cuenta los fuertes vientos en contra provenientes del frente externo, así como la elevada y atípica volatilidad de la tasa de cambio, nuevos choques especulativos podrían hacer que el dólar vuelva a dispararse hacia niveles de 4700 - 4800 pesos.

Gráfico 17. Trayectoria estimada del USDCOP 2022-2023



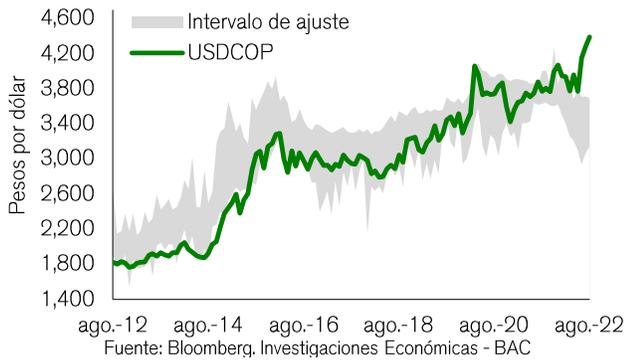
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Hemos revisado ligeramente a la baja nuestra proyección de tasa de cambio para 2022 hasta un promedio-año de 4215 pesos. No obstante, advertimos más volatilidad en el corto plazo que harían que la tasa de cambio se deprecie hacia niveles de 4500 pesos al cierre del año (Gráfico 17).

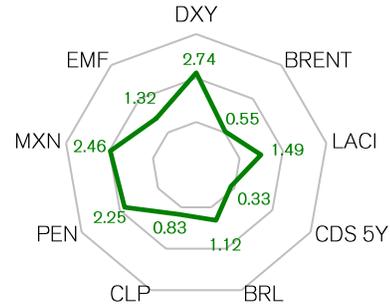
Para 2023 elevamos nuestra proyección de tasa de cambio promedio-año hasta 4450 pesos.



Rango de ajuste histórico de la tasa de cambio nominal

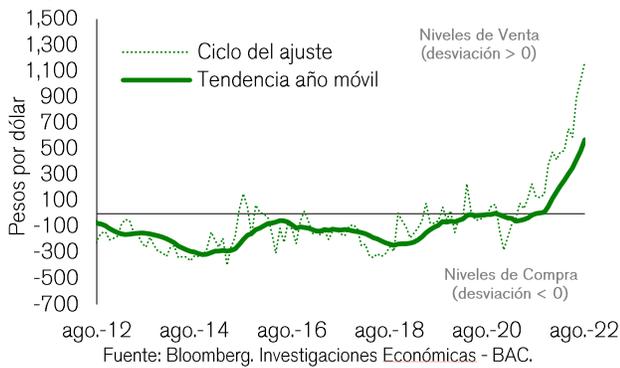


Elasticidades USDCOP con determinantes corto plazo*

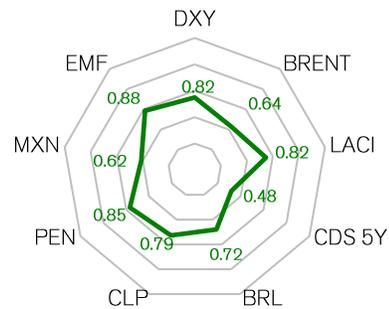


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.
*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales

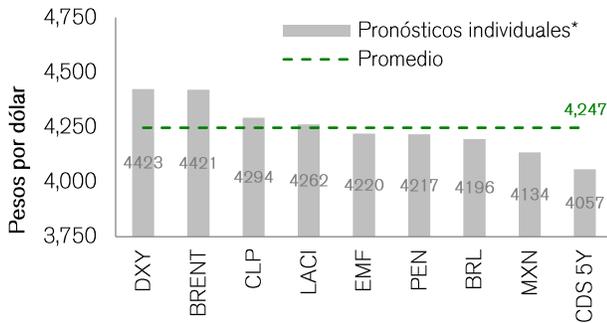


Medidas individuales de bondad del ajuste*



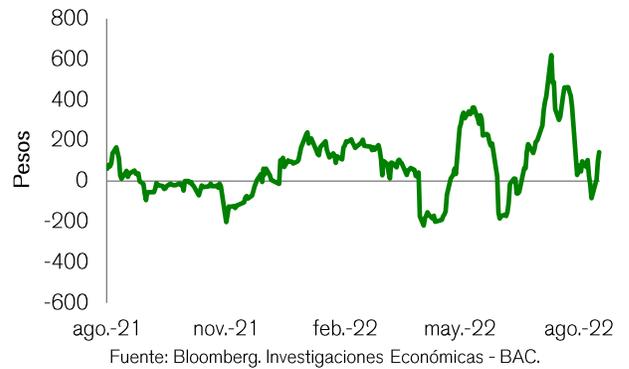
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.
*Regresiones simples con ventanas muestrales de 120 días.

Niveles justos de corto plazo de la tasa de cambio



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.
*Ajustes de regresión simple con ventanas muestrales de 120 días.

Desviación del USDCOP frente a su ajuste de corto plazo





Matriz de correlaciones de la tasa de cambio con sus principales determinantes de corto plazo (ventana móvil de 20 días)*

	COP	BRENT	CDS 5Y	BBDXY	LACI	MXN	BRL	CLP	PEN	EM FX	EM VOL	COLCAP
COP	1.00	-0.14	0.75	0.41	-0.67	0.51	0.42	0.60	0.47	-0.46	0.26	-0.12
BRENT	-0.14	1.00	-0.13	0.06	0.01	0.15	-0.22	0.12	0.32	0.19	-0.33	0.43
CDS 5Y	0.75	-0.13	1.00	0.68	-0.68	0.53	0.47	0.67	0.36	-0.48	0.38	-0.13
BBDXY	0.41	0.06	0.68	1.00	-0.62	0.59	0.41	0.60	0.50	-0.37	0.38	0.21
LACI	-0.67	0.01	-0.68	-0.62	1.00	-0.78	-0.87	-0.68	-0.43	0.43	-0.20	0.28
MXN	0.51	0.15	0.53	0.59	-0.78	1.00	0.49	0.43	0.51	-0.23	0.35	-0.06
BRL	0.42	-0.22	0.47	0.41	-0.87	0.49	1.00	0.46	0.12	-0.44	0.08	-0.42
CLP	0.60	0.12	0.67	0.60	-0.68	0.43	0.46	1.00	0.40	-0.34	0.22	-0.21
PEN	0.47	0.32	0.36	0.50	-0.43	0.51	0.12	0.40	1.00	-0.14	0.28	0.31
EM FX	-0.46	0.19	-0.48	-0.37	0.43	-0.23	-0.44	-0.34	-0.14	1.00	-0.44	0.11
EM VOL	0.26	-0.33	0.38	0.38	-0.20	0.35	0.08	0.22	0.28	-0.44	1.00	0.04
COLCAP	-0.12	0.43	-0.13	0.21	0.28	-0.06	-0.42	-0.21	0.31	0.11	0.04	1.00

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

*Los coeficientes de correlación se calculan sobre las variaciones diarias de las series. Fecha de corte: 18 de agosto de 2022.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
