



## Informe Mensual Cambiario

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *La cotización del dólar ganó terreno en mayo, a pesar de las presiones suscitadas por las negociaciones del techo de la deuda en EEUU. Tras la turbulencia de marzo-abril, las expectativas de tasas Fed se han ajustado a un escenario más realista, y la probabilidad de recortes en los tipos este año se redujo prácticamente a cero. De hecho, el mercado ahora descuenta otro aumento de tasas en junio-julio y estabilidad a partir de allí para lo que resta de 2023.*
- *Los precios de las materias primas se desvalorizaron, en medio de múltiples factores de oferta y demanda que los han presionado a la baja. Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes habrían sido nuevamente positivos en mayo, pero inferiores a los registros de meses previos según lo sugiere la información disponible.*
- *En el balance, las monedas de mercados emergentes se depreciaron frente al dólar. Sin embargo, las divisas de LATAM volvieron a ganar terreno, favorecidas por un apetito por riesgo que se mantiene relativamente alto y los atractivos diferenciales de tasas de interés. El peso argentino continúa siendo la única moneda depreciada en la región.*
- *El desbalance comercial de la economía se sigue cerrando gradualmente, suavizando de esta forma las presiones sobre la tasa de cambio. Las entradas de capitales extranjeros se mantienen por debajo de los registros del año anterior, pero siguen financiando ampliamente el déficit de cuenta corriente. De hecho, la inversión extranjera directa ha aumentado significativamente, en especial las entradas hacia el sector de petróleo y minería.*
- *En este entorno, la tasa de cambio se apreció en mayo y alcanzó mínimos por debajo de la barrera de 4400 pesos. La volatilidad del dólar en el mercado local sigue siendo relativamente alta. Los volúmenes de negociación se mantienen altos, aunque disminuyeron levemente frente a meses previos.*

[investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co](mailto:investigaciones.economicas@bancoagrario.gov.co)

### CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	5
Aspectos técnicos	9
Expectativas corto plazo	10

Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

Gabriel F. Granados  
P.S. – Mercados Financieros  
[gabriel.granados@bancoagrario.gov.co](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)

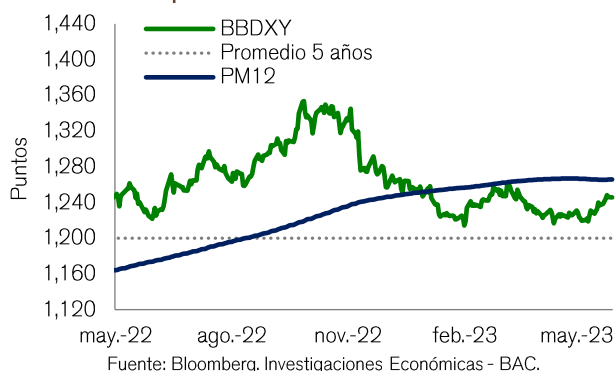


## Contexto internacional

La cotización del dólar americano (USD) en los mercados internacionales, relativa a otras monedas de reserva y altamente líquidas, aumentó en mayo. A pesar del fuerte deterioro que tuvo la percepción de riesgo-país en EEUU, asociado al lento avance de las negociaciones del techo de la deuda en EEUU y el temor de un impago, la depreciación teórica del USD en este episodio ha sido inexistente.

Parte de este resultado se sustenta por el fuerte aumento que han tenido las tasas de interés de corto plazo en el mercado de EEUU, algo que: i) es consistente con la evidencia empírica (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo 16 de 2023](#)); y ii) ha venido aumentando el diferencial de tasas de interés frente al resto de mercados avanzados, especialmente a corto plazo. Además, los niveles de aversión al riesgo aumentaron levemente en mayo y también habrían estimulado la demanda de activos de refugio como el USD.

Gráfico 1. Comportamiento del dólar durante el último año



En principio, luce contradictorio que, ante un aumento de la prima de riesgo-país, la moneda de una economía con libre flotación del tipo de cambio se aprecie. No obstante, es importante recordar que el USD es la principal moneda de reserva del mundo.

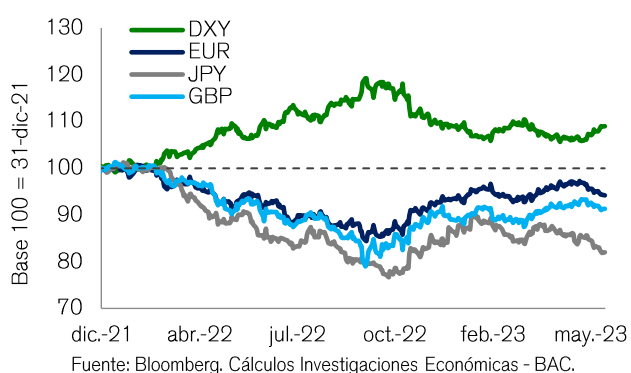
Esto signifique que, a pesar de que choques como el actual podrían deteriorar su valor relativo desde una óptica fundamental, para los inversionistas y el comercio mundial

<sup>1</sup>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

el USD tiene unas características únicas que blindan su demanda ante a este tipo de situaciones adversas (ver “Pero sigo siendo el rey” en [CE – Abril 18 de 2023](#) y “Pero sigo siendo el rey – Parte 2” en [CE – Abril 20 de 2023](#)).

En lo fundamental, la inflación de EEUU sigue descendiendo, pero a un ritmo más lento al previsto por el mercado. Tras la turbulencia de marzo-abril desatada por la inestabilidad del sector bancario, las expectativas sobre el rumbo de la política monetaria de la Fed se han ajustado a un escenario más realista y la probabilidad de recortes en las tasas de interés durante los próximos meses prácticamente se ha hecho nula.

Gráfico 2. Evolución USD vs monedas fuertes 2022-2023



De hecho, el mercado ahora descuenta no sólo un incremento adicional de 25 pbs en la tasa de referencia para junio-julio, sino estabilidad en los tipos para lo que resta de 2023. Todo esto ocurre al mismo tiempo que el emisor de EEUU continúa normalizando su hoja de balance (base monetaria) a través de reducciones en sus tenencias de Tesoros y títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés).

La única interrupción en este proceso se dio, justamente, en marzo ante la turbulencia del sistema bancario. En ese momento, la Fed reversó temporalmente la normalización de su balance de activos ante el estrés financiero (ver “Nada envidiable ser la Fed” en [CE – Marzo 22 de 2023](#)).

En este entorno, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara el USD contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez<sup>1</sup>, registró en mayo un

posición comercial contra EEUU. Frente al DXY, este índice reduce el sesgo de la canasta contra el euro.

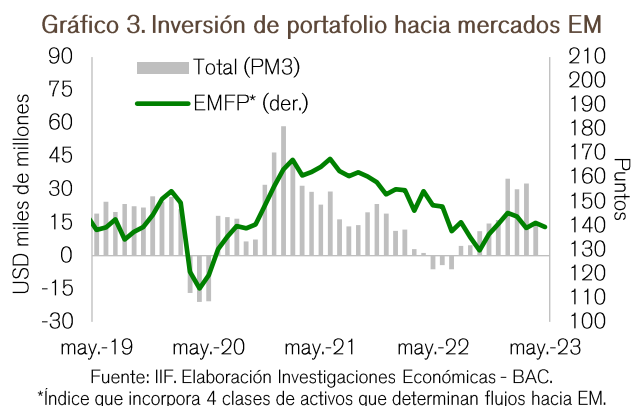


incremento de 0.6% frente al promedio de abril, situándose en valores de 1,232 puntos.

La desviación del BBDXY frente a su media móvil 12 meses (PM12) sigue siendo negativa, pero se redujo a niveles no vistos desde marzo (Gráfico 1). En lo corrido del año, el BBDXY registra una desvalorización acumulada de 2.1%, mientras que frente a los máximos de octubre de 2022, la depreciación del USD asciende a 7.8%. Lo anterior sigue confirmando una tendencia estructural bajista en el USD.

En el conjunto de monedas fuertes, el comparativo frente al USD durante el último mes revela depreciaciones de 2.6% y 0.8% en el caso del yen japonés (JPY) y el euro (EUR), respectivamente, este último alcanzando mínimos de 3 meses (Gráfico 2).

La libra esterlina (GBP), por su parte, registró una apreciación de 0.3% frente al USD, algo que es consistente con el reciente aumento en el diferencial de tasas de interés entre Reino Unido y EEUU. Para el año corrido, la mayor apreciación frente al USD la exhibe la GBP, con un avance acumulado de 2.3%.

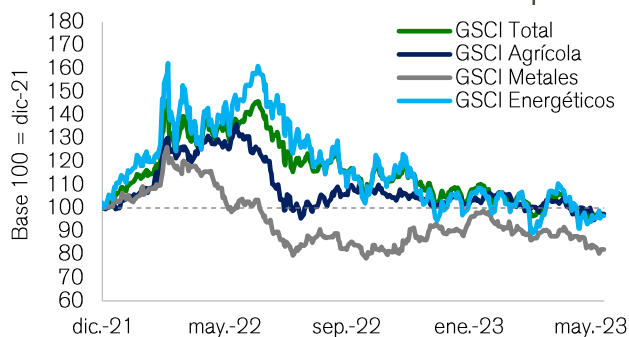


Ante este fortalecimiento del USD en el último mes, la entrada de flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes habría perdido algo de tracción en mayo, tras un mes de abril donde se registraron entradas netas por USD 14,600 millones (excluyendo China).

En efecto, el índice EMFP de Bloomberg, que funciona como variable *proxy* de estos flujos, se redujo hasta niveles

de 139.4 puntos en el último mes (Gráfico 3). Los valores del EMFP apuntan a entradas del orden de USD 9,500 millones en mayo, por debajo del promedio mes del año corrido de USD 27,000 millones.

**Gráfico 4. Precios internacionales de materias primas**



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, los precios de los *commodities* se desvalorizaron significativamente durante último mes. Factores de demanda, como un crecimiento de China inferior al esperado, han influido en este reciente comportamiento de los precios de estos activos. Por el lado de la oferta, las mayores exportaciones de cereales de Rusia, y la posibilidad de que la producción de crudo de la OPEP+ aumente desde finales de 2023, también han sido factores que han presionado los precios a la baja.

Así, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) registró una desvalorización de 6.3% en abril. Los precios del segmento energético presentaron las mayores variaciones negativas del mes, con una reducción promedio de 9.4% (Gráfico 4).

En particular, los precios del petróleo cayeron 8.9% en la referencia Brent y 9.4% en el WTI, cotizando alrededor de los 75 dólares por barril (dpb): 77 dpb el Brent y 73 dpb el WTI. En la actualidad, el desbalance de oferta en el mercado promedia los 0.6 millones de barriles (mbd), a pesar del recorte de producción por 1.2 mbd anunciado por la OPEP+ en abril y que se extendería hasta finales de este año.

Según las más recientes perspectivas de la EIA de EEUU sobre el mercado mundial de crudo<sup>2</sup>, el promedio del Brent para 2023 se estima ahora en 79 dpb, inferior a los

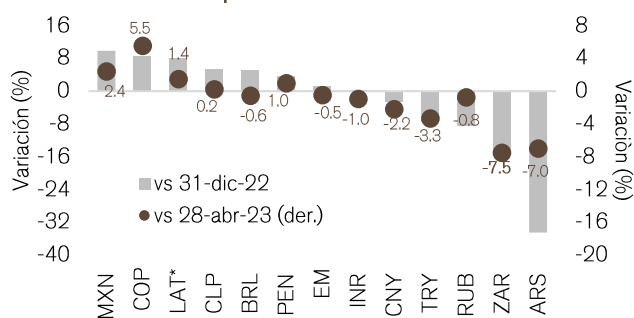
<sup>2</sup> Short Term Energy Outlook (STEO) – May 2023.



85 dpb previstos un mes atrás. Para 2024, la proyección de la EIA apunta a un promedio Brent de 74 dpb, que también es inferior a los 81 dpb del último reporte.

Bajo este contexto, las monedas de mercados emergentes, según el índice agregado MSCI de las divisas en estos mercados (EM), registraron en mayo una leve depreciación promedio de 0.5% frente al USD. La divisa de emergentes que más perdió terreno frente al USD en el último mes fue el rand sudafricano con un retroceso de 7.5%.

**Gráfico 5. Desempeño monedas EM vs USD en 2023**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
 \*Promedio tasas de cambio de Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

El movimiento de las monedas de LATAM, en el balance, apuntó hacia la dirección opuesta por segundo mes consecutivo, y registraron una apreciación promedio de 1.4%. La moneda de la región que más se apreció fue el peso colombiano con un avance mensual de 5.5%.

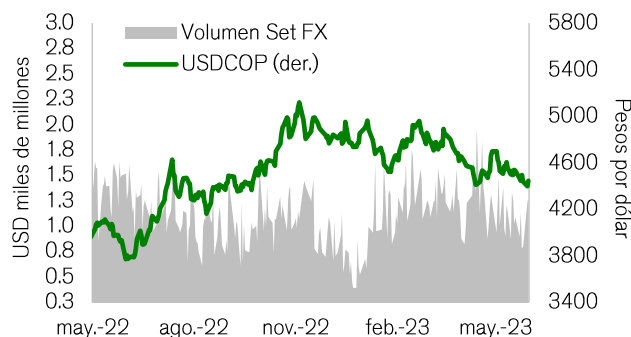
En lo que va corrido de 2023, dentro del conjunto representativo de mercados emergentes, las monedas que más se han apreciado frente al dólar son el peso mexicano y el peso colombiano, con avances acumulados de 9.9% y 8.5%, respectivamente. En contraste, las que más se han depreciado son el peso argentino y el rand sudafricano, con variaciones de -34.5% y -15.5%, en ese mismo orden (Gráfico 5).



## Mercado local

El promedio de la tasa de cambio en el último mes fue de 4526 pesos, prácticamente estable frente al promedio de 4525 de abril (Gráfico 6).

Gráfico 6. Evolución reciente del dólar en el mercado local

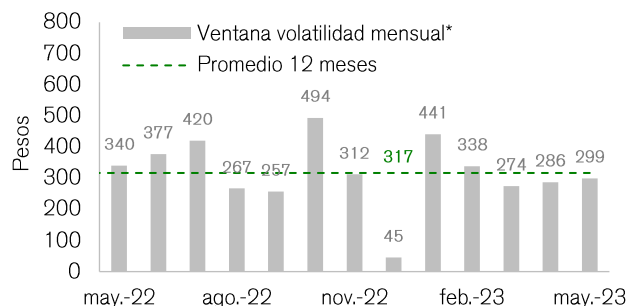


Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Sin embargo, tomando los niveles de cierre de mes, y tal como lo describimos en la sección anterior, la tasa de cambio registró una apreciación mensual de 5.4% e incluso registró niveles diarios por debajo de la barrera de 4400 pesos.

La volatilidad del peso-dólar se mantiene relativamente alta frente a sus promedios históricos, en línea con una percepción de riesgo-país que sigue muy deteriorada en comparación a otros pares de LATAM.

Gráfico 7. Ventanas mensuales de volatilidad USDCOP



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

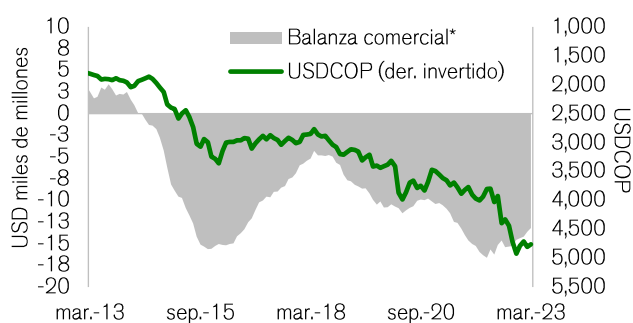
En efecto, el cierre de mes fue de 4445 pesos en el mercado interbancario, casi 81 pesos por debajo del promedio mes. Su valor máximo a frecuencia diaria, desde nuestro último IMC (28 de abril), fue de 4698, mientras que el mínimo del periodo fue de 4398 pesos.

El volumen de negociación en Set FX registró un promedio diario USD 1,093 millones, por debajo de los USD 1,313 millones de abril. Frente a los volúmenes promedio del mismo mes de 2022, el monto operado en mayo también fue inferior en 22.5%.

Bajo este contexto, la volatilidad de la tasa de cambio se incrementó frente a meses previos. En efecto, la ventana mensual de volatilidad en el último mes fue de 299 pesos, superior al promedio mensual de 286 pesos de abril (Gráfico 7).

La volatilidad diaria-anualizada de los últimos 20 días de la tasa de cambio, otra buena medida de dispersión-riesgo, si incrementó hasta niveles promedio de 18%. Esto significa un aumento frente al 14.8% de abril, aunque se sitúa en línea con el promedio del año corrido.

Gráfico 8. Balance comercial de bienes vs USDCOP



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Cifras de balanza comercial de bienes son un acumulado de 12 meses.

Por su parte, la depreciación anual de la tasa de cambio se desaceleró hasta 12.6% en mayo, su menor ritmo desde agosto de 2022. El promedio-año de la depreciación anual se sitúa en 19.2%, valores que se consideran inflacionarios teniendo en cuenta que el nivel crítico que sugiere la evidencia empírica es del orden de 20%.

En lo fundamental, las últimas cifras disponibles de balanza comercial de bienes siguen dando cuenta de un desbalance externo importante en la economía. No obstante, en tendencia central, el egreso neto corriente de USD asociado a este déficit continúa moderándose (Gráfico 8).

El déficit comercial de marzo fue de USD 1,084 millones, inferior a los USD 1,532 millones de egreso neto

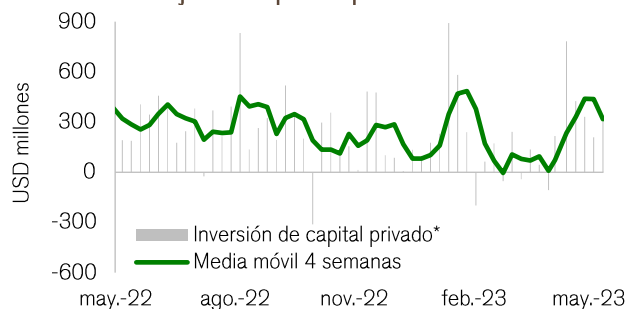


observados durante el mismo mes de. Las entradas brutas de dólares por exportaciones FOB sumaron USD 4,263 millones, mientras que el importe de las compras externas en valor FOB fue de USD 5,547 millones.

Tomando el acumulado de los últimos 12 meses, el déficit comercial se situó en USD 13,179 millones. Este registro del desbalance comercial es el más bajo desde julio de 2021.

En las cifras disponibles de Balanza Cambiaria (BC), el superávit de balanza comercial se redujo levemente en abril hasta USD 174 millones (Tabla 1). Sin embargo, en lo corrido de 2023, el balance comercial es superavitario en USD 604 millones, superior al superávit de USD 357 millones del mismo periodo de 2022.

Gráfico 9. Flujos de capitales privados hacia Colombia



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

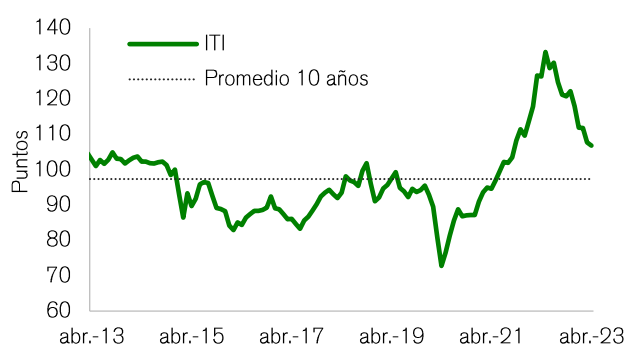
El superávit acumulado de la cuenta corriente en BC durante 2023 aumentó en abril hasta USD 4,823 millones, explicado en gran medida por el superávit de USD 4,219 millones de la balanza de servicios y transferencias, que registra un incremento en el acumulado-año de USD 1,533 millones. Si bien el superávit de balanza comercial está aumentando, este representa apenas el 12.5% del superávit total de cuenta corriente.

En la cuenta financiera de la BC, los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia Colombia se aceleraron en abril hasta de USD 1,949 millones, un récord histórico que se explica en un 88% por la entrada de USD 1,721 millones de IED hacia el sector de petróleo y minería. En contraste, la inversión de portafolio (IP) completó 3 meses registrando salidas netas que ascendieron en el último mes a USD 195 millones.

De esta forma, en abril hubo una entrada neta de capitales privados por IED e IP de USD 1754 millones, la más alta desde enero de este año. No obstante, en lo corrido de 2023 esta entrada de flujos de inversión extranjera se sitúa en USD 2,111 millones, muy por debajo de los USD 4,035 millones del mismo periodo de 2022.

La información preliminar de mayo da cuenta de entradas adicionales de estos capitales, pero a un menor ritmo en comparación con abril (Gráfico 9). Por concepto de IP los flujos ascienden a USD 43.7 millones, lo que será un cambio de tendencia frente a lo visto en el último trimestre móvil. En la IED, la información disponible muestra entradas por USD 467 millones.

Gráfico 10. Términos de intercambio en últimos 10 años



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Por su parte, los términos de intercambio volvieron a descender y completaron 11 meses con una tendencia claramente bajista (Gráfico 10). Lo anterior sigue siendo

Tabla 1. Flujos mensuales de Balanza Cambiaria (cifras en USD millones)

	Cuenta corriente	Balanza comercial	Reintegros Exp.	Giros Imp.	Balanza SyT	IED Total	IED sector de petróleo	IED otros sectores	Inversión de portafolio
Marzo	1,777	192	818	626	1,585	878	708	170	-668
Abril	1,210	174	722	548	1,036	1,949	1,721	229	-195
Variación (USD)	-567	-19	-96	-78	-549	1,071	1,013	59	474
Acum. 2022	3,043	357	2,554	-2,197	2,687	3,034	1,974	1,060	1,000
Acum. 2023	4,823	604	2,309	-1,705	4,219	3,753	3,042	711	-1,642
Variación (USD)	1,780	247	-245	492	1,533	719	1,068	-349	-2,642

Fuente: BanRep. Cálculos Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



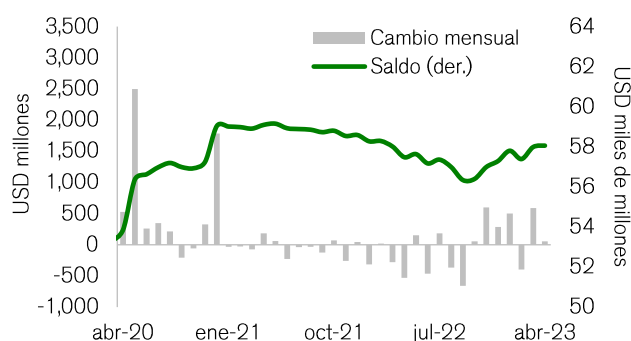


sustentado por una caída en los precios de bienes exportados que supera ampliamente las de los precios de bienes importados.

A pesar de lo anterior, el Índice de Términos de Intercambio (ITI) permanece relativamente alto y continúa superando su promedio histórico. Esto seguirá soportando, en parte, el déficit comercial de la economía, en la medida que el margen comercial de precios externos favorezca la entrada neta de USD a la economía.

En este entorno, las cifras consolidadas de reservas internacionales que administra BanRep mostraron en abril un incremento de USD 68 millones, con lo cual el saldo aumentó hasta USD 58,058 millones (Gráfico 11). Desde el pasado mes de octubre de 2022, cuando el dólar comenzó una tendencia de apreciación sostenida y el desbalance comercial de la economía comenzó a cerrarse, el acervo de reservas internacionales se ha incrementado en USD 1,718 millones.

Gráfico 11. Acervo de reservas internacionales brutas



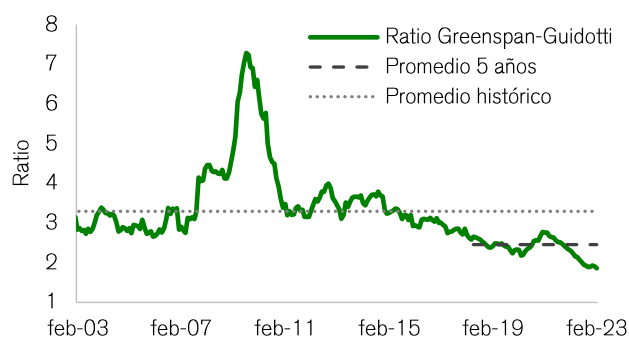
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Como duración en meses de las importaciones, el ratio de cobertura con reservas internacionales se sitúa en 10.6 meses en lo corrido de 2023, muy por encima del promedio de 8.9 meses de 2022. La recuperación de este cociente obedece a un menor ritmo de las importaciones en los últimos 6 meses, pero también al aumento referido previamente en las reservas internacionales.

La cobertura de la deuda externa de corto plazo con reservas internacionales se mantuvo en mínimos históricos desde que se tienen registros del indicador, lo que continúa reflejando debilidad de este amortiguador de la economía ante choques externos.

En efecto, el ratio Greenspan-Guidotti, como es conocido en la literatura económica, permanece en niveles de 1.9 meses, muy por debajo de los promedios de 5 años y el histórico (Gráfico 12).

Gráfico 12. Cobertura de la deuda externa CP con RI

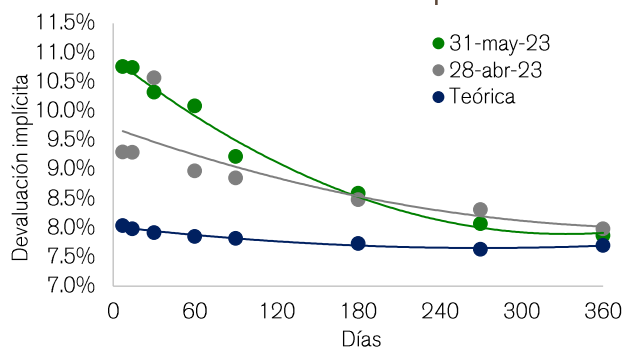


Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Respecto a las monetizaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN), en abril no se realizaron ni compras ni ventas de USD, y la información disponible de mayo tampoco sugiere algún tipo de intervención. Esto significa que el aumento de reservas internacionales en los últimos meses las habría realizado BanRep mediante compras en el mercado spot.

La posición de la DTN frente a estas operaciones contra el mercado sigue siendo pasiva, en línea con una postura de no intervención del Gobierno y bajas necesidades de monetización de USD para ejecución de gasto fiscal. BanRep también mantiene una postura de no intervención en el mercado cambiario.

Gráfico 13. Curva de devaluaciones implícitas vs teórica



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, la curva de devaluaciones implícitas registró en mayo un

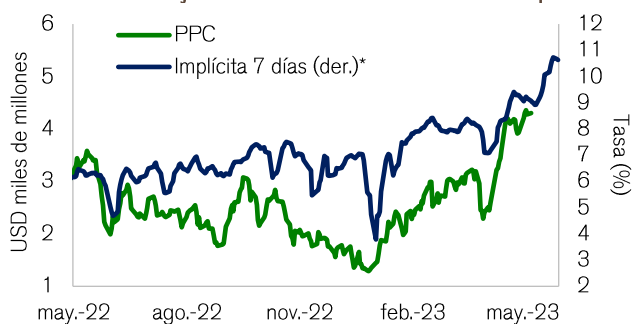


desplazamiento al alza de 49 pbs, en promedio, desde la fecha de nuestro último informe. Frente a la curva teórica, el diferencial del nivel de la curva de devaluaciones implícitas se mantiene positivo en 163 pbs (Gráfico 13).

Buena parte de este movimiento se concentró en el tramo de más corto plazo, donde las implícitas a 7 y 14 días aumentaron en promedio 145 pbs hasta niveles de 10.75%. Entre 30 y 90 días, las devaluaciones implícitas aumentaron en promedio 41 pbs hasta niveles de 9.88%, mientras que en los nodos superiores a 6 meses se observaron leves descensos de 8 pbs hasta valores promedio de 8.18%.

La caja en dólares de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) aumentó en abril y la información preliminar de mayo muestra incrementos adicionales, sugiriendo unas amplias condiciones de liquidez en USD del mercado cambiario.

**Gráfico 14. Caja de los IMC vs devaluaciones implícitas**



Fuente: Tradition y Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).  
\*Serie suavizada con un promedio móvil de 5 días.

En efecto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC en abril registraron un promedio de USD 3,630 millones y el valor medio de mayo se sitúa en USD 4,289 millones (Gráfico 14). Estos niveles están muy por encima de los niveles críticos para la liquidez del mercado (alrededor de USD 1,000 millones) y son máximos no vistos desde enero de 2022.

Los valores de las devaluaciones implícitas tampoco están dando alarmas de iliquidez en el mercado cambiario. De hecho, las implícitas de 7 días, como lo mencionamos previamente, se han incrementado de forma significativa en abril-mayo y no sugieren desmejoras en las condiciones de liquidez.





## 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 el índice de monedas de LATAM<sup>3</sup> y el índice MSCI de monedas de mercados emergentes (EM), en una magnitud de sendos 58%, superior al mes previo donde el grado de correlación de estos índices fue del 34% y 25%, respectivamente.

Las medidas de correlación cruzada entre monedas de LATAM sugieren unos niveles de riesgo-contagio bajos, pues han venido descendiendo de manera importante y sostenida desde octubre de 2022 (Gráfico 15), aunque durante el último mes presentaron un ligero aumento. Por su parte, la correlación con el índice MSCI de monedas de mercados emergentes se incrementó hasta niveles del orden de 55%, desde el 34% que se observó en abril.

**Gráfico 15. Magnitud de riesgo-contagio en LATAM**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio de correlaciones individuales contra índice LACI.

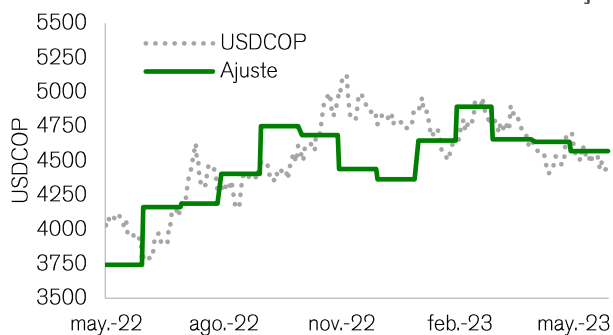
La correlación con los precios del petróleo, que históricamente han sido uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, mostró el signo esperado (negativo) y su intensidad se mantuvo relativamente estable en niveles del orden de 27% en mayo. De esta manera, este grado de asociación lineal entre el precio del petróleo y la tasa de cambio continúa por debajo de sus promedios históricos.

Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 4569 pesos (Gráfico 16). Frente a

los niveles que se cotiza actualmente el dólar en el mercado local, esta estimación permite dar una recomendación de compra en el corto plazo.

Basados en el criterio de bondad de ajuste, en los últimos 3 meses el principal determinante de la tasa de cambio ha sido el índice de monedas de LATAM. Al analizar el criterio de elasticidad, la mayor sensibilidad se exhibe contra el índice EMF (ver gráficos en la parte inferior de este informe).

**Gráfico 16. Desviación del USDCOP frente a su valor justo**



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Nuestros mejores modelos estructurales de la tasa de cambio, tomando como criterio el menor error de pronóstico en cada uno de ellos, estiman un equilibrio cercano a los 4455 pesos.

<sup>3</sup> Índice ponderado de las monedas de la región (BRL, MXN, COP, CLP y PEN).



## Expectativas de corto plazo

En nuestro escenario base, seguimos anticipando que los determinantes externos van a perder capacidad predictiva sobre la tasa de cambio local en el corto plazo. El fin del ajuste de tasas de política monetaria en EEUU, muy próximo a alcanzarse, antecederá un periodo prolongado de estabilidad en las mismas, según lo ha advertido la Fed.

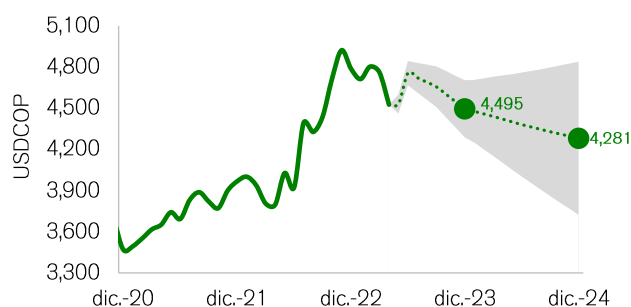
Además, como lo hemos venido advirtiendo en los últimos meses, la atención de los inversionistas ya está centrada hacia el 2024, donde la probabilidad de recortes de tasas en EEUU es alta (ver “Inversionistas mirando hacia 2024” en [IMC – Marzo de 2023](#)). Esto fundamenta la tendencia estructural a la baja que seguimos esperando para el USD.

En el flanco local, los determinantes del peso sugieren unas menores presiones asociadas al déficit externo. En la medida que la demanda interna de la economía se siga desacelerando, estimamos que el déficit de cuenta corriente descenderá hasta niveles muy cercanos al 5% del PIB en 2023, desde el 6.2% de 2022.

depreciación de aproximadamente 100-200 pesos frente a sus niveles actuales. Creemos que este espacio de corrección al alza es consistente con unos niveles de equilibrio de la tasa de cambio que estimamos entre 4600 y 4700 pesos.

De esta manera, revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de cambio para el promedio-año 2023 hasta 4650 pesos, desde el anterior 4850. Asimismo, para el cierre de año recortamos nuestro pronóstico desde 4750 hasta 4500 pesos (Gráfico 17).

Gráfico 17. Trayectoria estimada para bienio 2023-2024\*



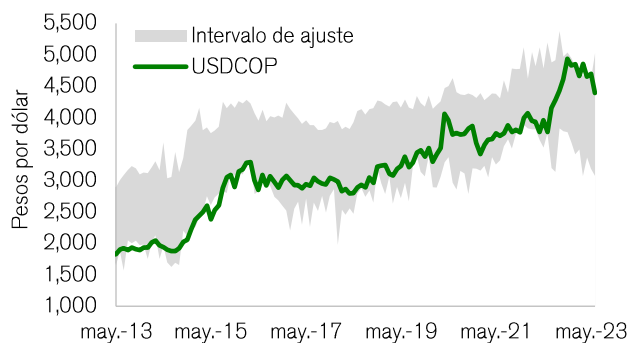
Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.  
\*Rango de pronóstico calculado con intervalo de confianza al 95%.

Este desbalance externo seguiría financiado ampliamente con inversión extranjera directa, la cual estimamos que permanezca por encima del 4% del PIB este año. Sin embargo, la irregularidad en los flujos de inversión de portafolio hacia el país, así como el deterioro estructural en la percepción riesgo, hacen prever que la tasa de cambio mantendrá una volatilidad no despreciable en el futuro cercano.

Para el mes de junio anticipamos niveles de la tasa de cambio entre 4500 y 4600 pesos, es decir, una

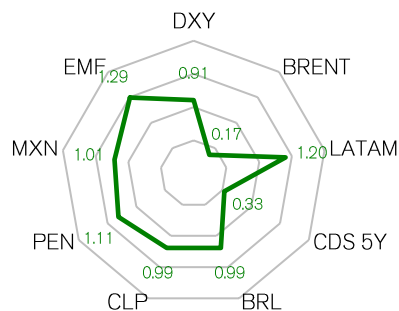


### Rango de ajuste histórico de la tasa de cambio nominal



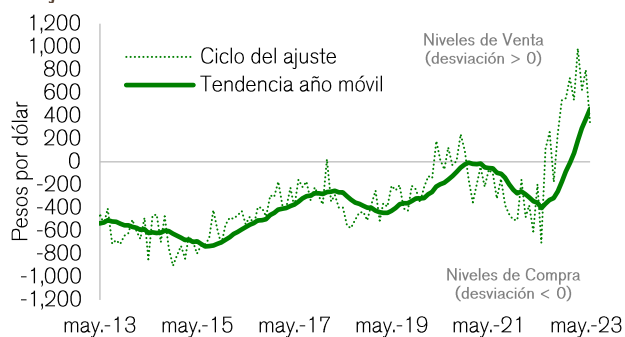
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

### Elasticidades USDCOP con determinantes corto plazo\*



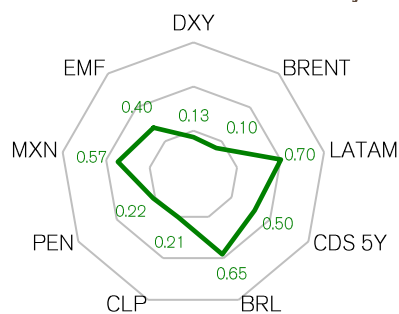
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.  
\*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

### Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales



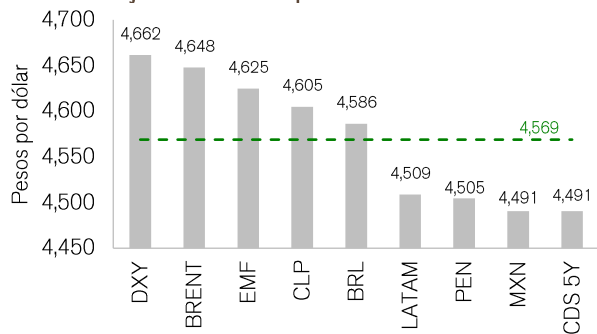
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.

### Medidas individuales de bondad del ajuste\*



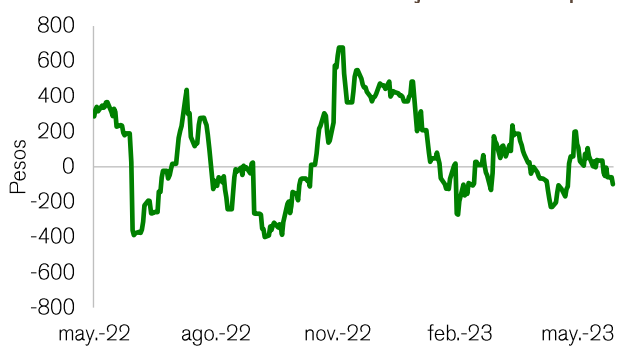
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.  
\*Regresiones simples con ventanas muestrales de 60 días.

### Niveles justos de corto plazo en la tasa de cambio



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas – BAC.  
\*Ajustes de regresión simple con ventanas muestrales de 60 días.

### Desviación del USDCOP frente a su ajuste de corto plazo



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.



**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	LATAM**	MXN	BRL	CLP	PEN	EM FX	EM VOL	COLCAP
COP	1.00	-0.27	-0.09	0.54	-0.58	0.40	0.44	0.32	0.08	-0.58	0.10	-0.31
BRENT	-0.27	1.00	-0.14	0.03	0.33	-0.28	-0.29	-0.07	-0.06	0.17	-0.32	0.39
CDS 5Y	-0.09	-0.14	1.00	-0.48	0.11	-0.12	-0.07	-0.10	0.18	0.41	-0.42	-0.16
BBDXY	0.54	0.03	-0.48	1.00	-0.52	0.52	0.33	0.21	0.17	-0.71	0.41	0.11
LATAM**	-0.58	0.33	0.11	-0.52	1.00	-0.88	-0.89	-0.52	-0.41	0.52	-0.34	0.41
MXN	0.40	-0.28	-0.12	0.52	-0.88	1.00	0.61	0.23	0.36	-0.45	0.46	-0.16
BRL	0.44	-0.29	-0.07	0.33	-0.89	0.61	1.00	0.56	0.33	-0.44	0.23	-0.49
CLP	0.32	-0.07	-0.10	0.21	-0.52	0.23	0.56	1.00	0.44	-0.14	-0.18	-0.53
PEN	0.08	-0.06	0.18	0.17	-0.41	0.36	0.33	0.44	1.00	0.01	-0.10	-0.29
EM FX	-0.58	0.17	0.41	-0.71	0.52	-0.45	-0.44	-0.14	0.01	1.00	-0.34	0.21
EM VOL	0.10	-0.32	-0.42	0.41	-0.34	0.46	0.23	-0.18	-0.10	-0.34	1.00	0.11
COLCAP	-0.31	0.39	-0.16	0.11	0.41	-0.16	-0.49	-0.53	-0.29	0.21	0.11	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: 30 mayo 2023.

\*\*Índice ponderado de las monedas de la región (BRL, MXN, COP, CLP y PEN).



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.

---