





## Contexto internacional

La cotización del dólar americano (USD) frente a otras monedas de reserva alcanzó en junio máximos no vistos desde noviembre de 2023. El principal determinante fue el aumento de los niveles de aversión al riesgo, como consecuencia del reajuste de expectativas de tasas de interés de la Fed en EEUU.

Los fundamentos de la economía de EEUU se mantienen sólidos y el riesgo de un rebrote inflacionario se ha incrementado (ver “No estaba muerta, estaba de parranda” en [CE – Abril 12 de 2024](#)). En este entorno, la Fed continuó señalando que no tiene apuros en recortar los tipos de interés hasta que la inflación no muestre una tendencia más sostenible hacia la meta, mientras que otros Bancos Centrales (BC) de economías avanzadas ya iniciaron su ciclo de recortes.

Si bien el diferencial de tasas de interés de EEUU contra otros mercados desarrollados se redujo en junio (ver “Empinamiento después del caos” en [IMDP – Junio de 2024](#)), estos *spreads* permanecen aún altos y la demanda de activos norteamericanos, asociada a estrategias de *carry-trade*, sigue siendo elevada.

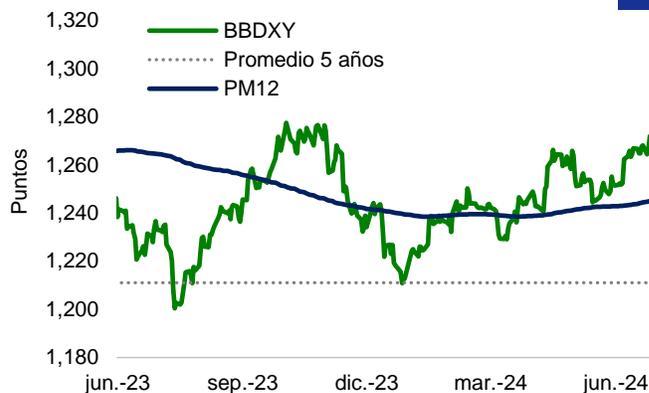
En este entorno, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara el USD contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez<sup>1</sup>, registró un promedio de 1264 puntos, lo que se traduce en una apreciación de 1% frente al promedio de mayo. La desviación del BBDXY frente a su media móvil 12 meses (PM12) y también frente al promedio de los últimos 5 años, se mantienen positivas. En lo corrido del año, el BBDXY registra un incremento acumulado de 2.8% (Gráfico 1).

En el conjunto de monedas fuertes, el yen japonés (JPY) y el euro (EUR) registraron retrocesos frente al USD de 1.4% y 0.4%, respectivamente (Gráfico 2). El contraste, la libra esterlina (GBP) exhibió un avance mensual de 0.6%.

En lo que va corrido del año, la mayor depreciación frente al USD la sigue exhibiendo el JPY, con una caída acumulada de 14%. Aunque el Banco de Japón (BoJ) ha comenzado a normalizar su postura ultra expansiva de

Comportamiento del USD durante el último año

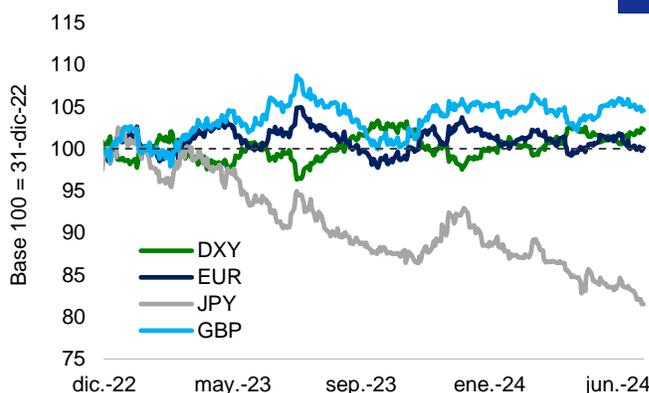
1



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución de otras monedas fuertes vs USD

2



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

<sup>1</sup> Compara el valor relativo del USD contra una canasta de 10 divisas líderes en el mundo, las cuales se definen según su liquidez y posición comercial contra EEUU. Frente al DXY, este índice reduce el sesgo de la canasta contra el EUR.



política monetaria, la respuesta ha sido tardía y lenta, presionando significativamente la moneda.

A pesar del repunte del USD en los mercados internacionales, el apetito de los inversionistas por activos de mercados emergentes (EM) continúa siendo positivo y completó 7 meses consecutivos de entradas. Según cifras preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), los flujos de capitales hacia estos mercados (sin China) en mayo fueron de USD 4,900 millones. El promedio de estos flujos mensuales en lo corrido de 2T24 se ubicó en USD 6,600 millones, por debajo del promedio de USD 21,000 millones de 1T24.

El índice EMFP de Bloomberg, que funciona como variable proxy de estos flujos, también da cuenta de entradas netas adicionales de inversión de portafolio hacia EM. En efecto, el índice se situó en 148.5 puntos, niveles que siguen siendo comparativamente elevados frente a meses previos y que sugieren entradas netas de capitales (Gráfico 3).

Los precios de las materias primas se desvalorizaron en línea con la fortaleza del USD. En este entorno, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) se desvalorizó 1% en junio. Los subíndices del GSCI del sector de metales-metalúrgicos y agrícola registraron retrocesos de 4.3% y 3.2%, respectivamente. El GSCI energético se mantuvo relativamente estable frente al mes previo (Gráfico 4).

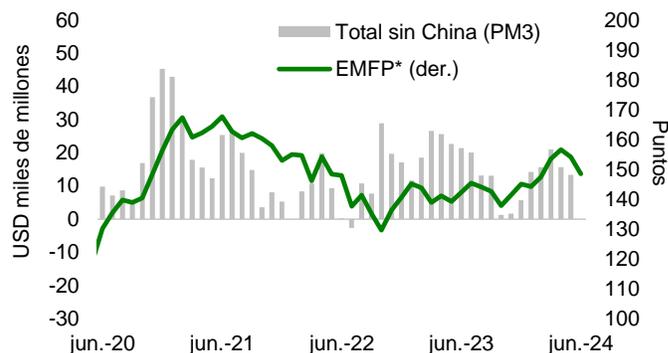
Los precios del petróleo, tanto en la referencia Brent como en el WTI, registraron un ligero aumento de 0.1% en promedio. Su cotización se situó alrededor de los 81 dólares por barril (dpb): 83 dpb el Brent y 79 dpb el WTI.

Recientemente, la OPEP+ anunció que incrementará la oferta de petróleo en 2.2 millones de barriles día a partir de octubre hasta septiembre de 2025. Sumado a lo anterior, según la Administración de Información de Energía de EEUU (EIA, por sus siglas en inglés), la mayor producción de los países que no hacen parte de la OPEP también mantendrá presiones bajistas sobre los precios del petróleo en el corto plazo.

En el más reciente informe de perspectivas de la EIA sobre el mercado mundial de crudo<sup>2</sup>, el pronóstico para el

### Inversión de portafolio hacia mercados EM

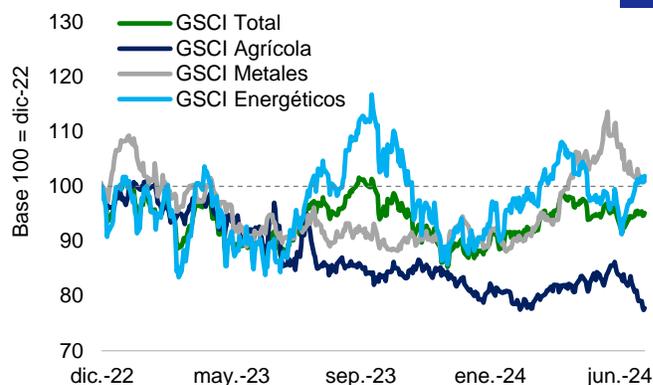
3



Fuente: IIF y Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Índice que incorpora 4 clases de activos que determinan flujos hacia EM.

### Precios internacionales de materias primas

4



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

<sup>2</sup> Short Term Energy Outlook (STEO) - June 2024.



Brent en 2024 se redujo hasta 84 dpb promedio-año, desde los 88 dpb del estimativo en el informe de mayo, además mantuvo estable su pronóstico para 2025 en 85 dpb.

El mercado de futuros del Brent anticipa ahora promedios del orden de 84 y 79 dpb para 2024 y 2025, respectivamente, lo que implica incrementos promedio del orden de 3 dpb en comparación con los precios implícitos en estos contratos el mes anterior. A pesar de lo anterior, en todos los casos estas proyecciones apuntan a precios del petróleo por encima de sus niveles de equilibrio de 70 - 75 dpb.

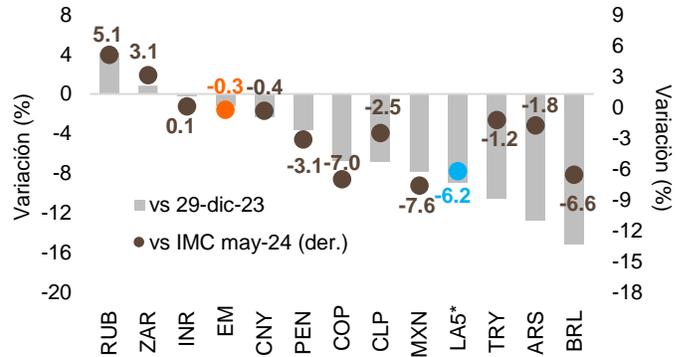
En este contexto, el índice MSCI que compara monedas EM contra el USD (EM) registró en junio una reducción de 0.3%. El índice de monedas de LATAM sin Argentina (LA5) siguió el movimiento del resto de EM y registró una depreciación mensual de 6.2% (Gráfico 5).

El peso mexicano (MXN), el peso colombiano (COP) y el real brasileño (BRL) fueron las monedas de la región que más perdieron terreno frente al USD con depreciaciones mensuales de 7.6%, 7% y 6.6%, respectivamente.

En lo que va corrido de 2024, el BRL, el ARS y la lira turca (TRY) son las monedas de mercados emergentes con las mayores caídas frente al USD, acumulando depreciaciones de 15.2%, 12.7% y 10.6%, respectivamente.

Desempeño monedas EM vs USD en 2024

5



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



## Mercado local

La tasa de cambio USDCOP registró un promedio de 4075 pesos en junio, su valor máximo desde octubre de 2023. Lo anterior equivale a una depreciación mensual de 5.4% frente al promedio de mayo, que fue de 3864 pesos (Gráfico 6). Su valor máximo a frecuencia diaria fue de 4173 pesos, mientras que el mínimo del periodo fue de 3932 pesos. Al cierre de mes, la tasa de cambio se situó en 4143 pesos.

El volumen de negociación en Set FX registró un promedio diario de USD 1,339 millones, levemente superior al promedio de USD 1,302 millones de mayo. Frente a los volúmenes promedio del mismo mes de 2023, el monto operado en junio fue superior en 13.1% (USD 155 millones).

Bajo este contexto, la volatilidad de la tasa de cambio aumentó a niveles no vistos desde octubre pasado. La ventana mensual de volatilidad en junio fue de 241 pesos, muy por encima de los 95 pesos del mes previo y del promedio mensual de 183 pesos de los últimos 12 meses (Gráfico 7), aunque inferior al promedio mensual de 277 pesos de todo 2023.

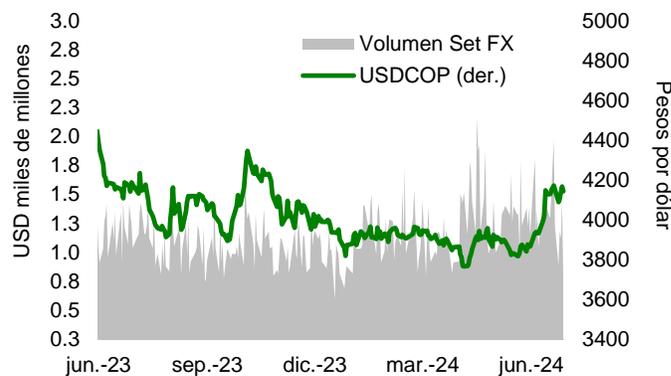
La volatilidad diaria-anualizada de la tasa de cambio, otra buena medida de dispersión-riesgo, aumentó hasta niveles promedio de 13.5%, superior al 11.8% del mes anterior. En lo corrido del año, esta medición de volatilidad histórica registra promedios de 11.5%, inferior al promedio de 17.4% de 2023.

En términos anuales, el ritmo de apreciación de la tasa de cambio fue de 2.9%, muy por debajo frente a la apreciación de 14.6% registrada el mes previo. Es probable que este comportamiento de la tasa de cambio comience a restarle presión desinflacionaria a la dinámica de los precios de muchos bienes importados de la canasta del IPC en el futuro cercano.

Las cifras disponibles de balanza comercial de bienes siguen mostrando un déficit externo comparativamente bajo frente a registros de años previos (Gráfico 8). No obstante, los últimos datos han comenzado a evidenciar un cambio de tendencia que en el futuro cercano podría traducirse en presiones sobre la tasa de cambio.

Evolución reciente del USD en el mercado local

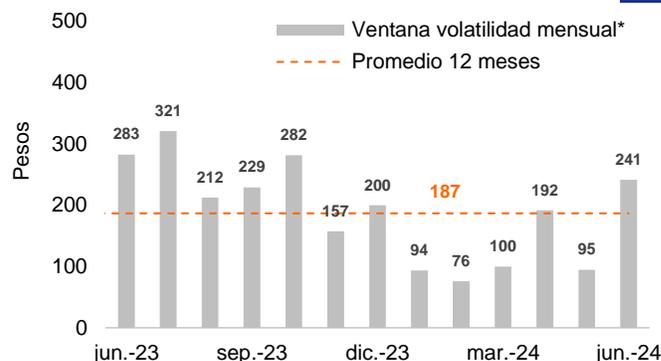
6



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Ventanas mensuales de volatilidad del USDCOP

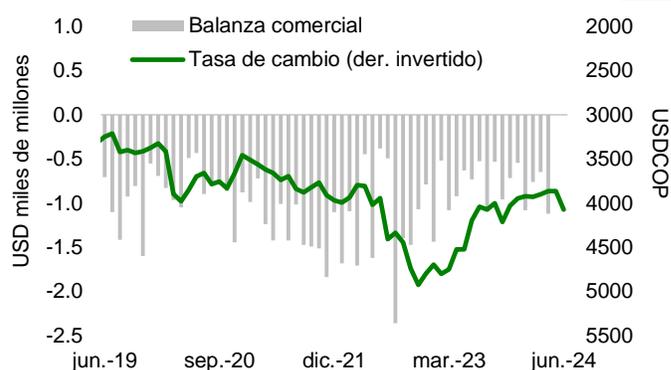
7



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

Balanza comercial de bienes en dólares FOB

8



Fuente: DANE y BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



El déficit comercial de abril fue de USD 1,123 millones, superior al déficit de USD 923 millones del mismo mes de 2023. Al tomar el acumulado de los últimos 12 meses como medida de tendencia central, el déficit comercial asciende a USD 9,332 millones. Este egreso tendencial representa un 2.4% del PIB, muy cercano a valores mínimos no vistos desde febrero de 2019, pero ciertamente en los últimos meses se ha venido estabilizando en niveles promedio de 2.5%.

El Índice de Términos de Intercambio (ITI) se ha estabilizado en meses recientes cerca de sus promedios históricos. La lectura de este margen de comercialización refuerza la probabilidad de que el déficit comercial de bienes se mantenga en los niveles actuales durante los próximos meses. No desestimamos aumentos del desbalance externo hacia finales de año.

En las cifras disponibles de Balanza Cambiaria (BCA), el superávit de Cuenta Corriente (CC) descendió a USD 1,745 millones en mayo. En gran medida, lo anterior se explica por una reducción de USD 793 millones en el superávit de balanza de servicios y transferencias. El superávit de balanza comercial también se redujo hasta USD 226 millones y representó apenas el 12.9% de la entrada neta de USD asociada al superávit de CC.

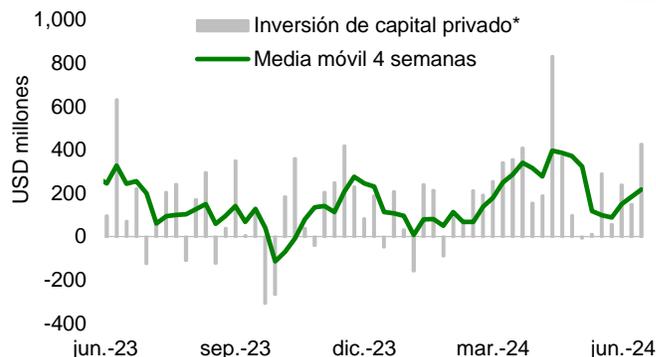
Por su parte, en la cuenta financiera la entrada neta de capitales privados (sin préstamos y operaciones especiales) se desaceleró hasta USD 639 millones (Tabla 1). Este resultado obedece a menores entradas de Inversión Extranjera Directa (IED) por USD 757 millones, los flujos más bajos por este concepto desde agosto de 2022, sumado a una reversión de flujos de Inversión de Portafolio (IP) hacia el país por USD 119 millones.

La información preliminar de junio sugiere que la entrada de estos flujos de capitales privados podría mejorar frente a los registros de mayo. En efecto, la suma de IED e IP durante las dos primeras semanas del mes asciende a USD 575 millones, superando los registros del mes anterior (Gráfico 9).

Los flujos de entrada por préstamos netos con el extranjero fueron de USD 210 millones, inferior frente a meses previos. Las salidas de capitales locales al exterior se desaceleraron hasta USD 416 millones, mientras que el egreso neto asociado a operaciones especiales, principalmente movimientos de divisas por operaciones

### Flujos de capitales privados hacia Colombia

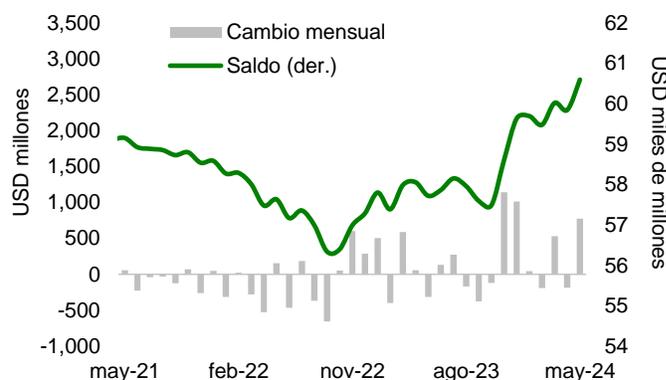
9



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

### Acervo de reservas internacionales brutas

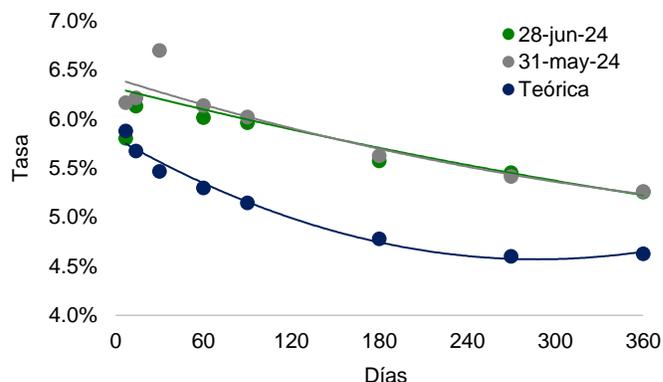
10



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

### Curva de devaluaciones implícitas vs teórica

11



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



forward, se moderó hasta USD 2,529 millones, el más bajo desde mediados de 2023.

En este entorno, las cifras consolidadas de reservas internacionales brutas que administra BanRep mostraron en mayo un aumento de USD 753 millones, la mayor acumulación registrada desde diciembre de 2023. Así, el saldo de reservas se sitúa en USD 60,600 millones.

Frente a los valores de octubre de 2022, cuando la tasa de cambio inició una tendencia de apreciación y el desbalance comercial de la economía comenzó a cerrarse, el acervo de reservas internacionales se ha incrementado en USD 4,202 millones (Gráfico 10).

En el marco del programa de acumulación de reservas vía opciones *put* que lanzó BanRep a finales de 2023, en junio no se ejerció nada del cupo total de USD 200 millones asignado en subasta. Las reservas acumuladas del programa ascienden a USD 825 millones, lo que corresponde a un porcentaje de utilización de 55% del monto total de USD 1,500 millones.

Respecto a las monetizaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN), en mayo no se realizaron compras ni ventas de USD. Es probable que en junio tampoco se haya hecho algún tipo de operación de compra-venta de la DTN, según lo sugieren los movimientos vistos en mercado spot.

Bajo este contexto, la curva de devaluaciones implícitas registró en junio un desplazamiento levemente a la baja en promedio de 4 pbs. El movimiento estuvo concentrado en los nodos de 7 a 14 días, donde las implícitas descendieron 22 pbs hasta niveles promedio de 5.97% (Gráfico 11).

Frente a la curva teórica, que mide el diferencial de tasas de interés locales-externas, el nivel de la curva de devaluaciones implícitas se sitúa 72 pbs por encima, situación que en principio desestimula estrategias de *carry-trade* y podría generar turbulencia cambiaria en el corto plazo (ver “Un mundo de divergencias” en [IMC – Mayo de 2024](#)).

En este entorno, la caja en dólares de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se siguió recuperando de manera importante en junio. Los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC en mayo

Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC

12



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



registraron un promedio de USD 3,061 millones y la información disponible de junio sitúa el valor medio de la PPC en USD 3,279 millones, los valores más altos desde diciembre de 2023 (Gráfico 12).

La PPC permanece muy por encima de los niveles críticos para la liquidez del mercado en USD (alrededor de USD 1,000 millones), por lo que estas cifras sugieren unas condiciones de liquidez holgadas en el mercado cambiario. Por esta vía, presiones de oferta sobre la tasa de cambio no deberían presentarse.

Movimientos en las principales cuentas de Balanza Cambiaria (cifras en USD millones)

T1

	Mensual			Acumulado año*		
	abr.-24	may.-24	Var. (USD)	2023	2024	Var. (USD)
<b>Cuenta Corriente</b>	2,635	1,745	-890	8,100	11,647	3,546
<b>Balanza Comercial</b>	323	226	-97	773	1,243	470
Reintegros por exportaciones	953	867	-85	3,790	4,376	585
Giros por importaciones	-630	-642	-12	-3,017	-3,133	-116
<b>Balanza Servicios y Transferencias</b>	2,313	1,519	-793	7,327	10,404	3,077
Reintegros financieros	-164	-633	-470	-1,592	-1,368	224
Reintegros no financieros	2,476	2,153	-323	8,919	11,772	2,853
<b>Movimientos Netos de Capital</b>	-2,812	-992	1,820	-7,566	-10,574	-3,008
<b>Capital Privado</b>	-1,478	-2,097	-619	-7,282	-10,896	-3,613
Préstamos netos	297	210	-88	2,136	1,299	-837
Inversión Extranjera Directa (IED) hacia Colombia	1,544	757	-787	5,889	5,698	-191
Inversión de portafolio hacia Colombia	-113	-119	-6	-731	-1,226	-495
Salidas de flujos de capital local**	-616	-416	200	-667	-1,629	-962
Derivados financieros, cuentas de compensación y otros	-2,591	-2,529	62	-13,909	-15,038	-1,129
<b>Capital Oficial</b>	605	380	-225	1,427	1,885	458
Otras Operaciones Especiales	-1,939	725	2,664	-1,711	-1,563	147
<b>Variación de Reservas Brutas</b>	-177	753	930	535	1,073	538



## 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 junio con los CDS a 5 años. La correlación con este fue de 40%, inferior frente al mes previo donde el grado de correlación se situó en 47%.

La correlación cruzada entre monedas de LATAM se incrementó hasta 56% frente al mes previo, aunque permanece por debajo de su promedio histórico (Gráfico 13). A su vez, la correlación con el índice MSCI de monedas de mercados emergentes fue de 19% en junio, por debajo de lo observado en mayo (26%).

La correlación con el precio del petróleo, que históricamente ha sido uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, mostró el signo esperado (negativo) y su intensidad en valor absoluto disminuyó hasta niveles del 5%. Estos niveles actuales son inferiores a sus promedios históricos de -26%.

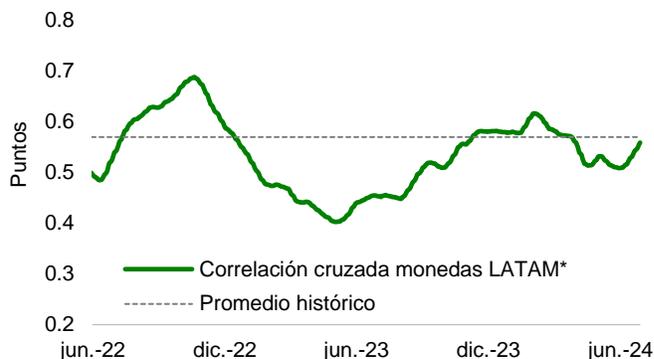
Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 4051 pesos (Gráfico 14). Esta estimación se encuentra por debajo del valor actual del USD en el mercado spot.

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 PEN (ver gráficos en la parte inferior de este informe).

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 4135 pesos.

Magnitud del riesgo contagio en LATAM

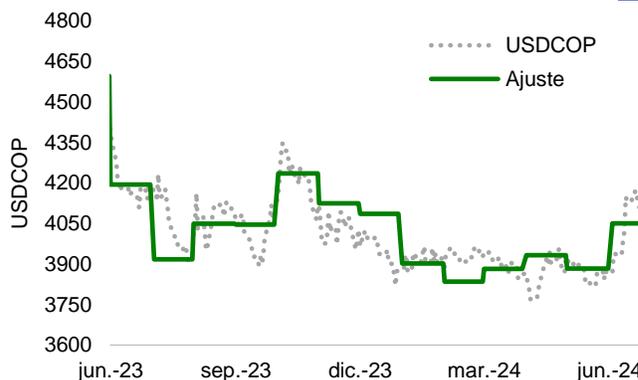
13



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

Desviación USDCOP frente a su valor justo

14



Fuente: Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



## Expectativas de corto plazo

En el flanco externo, esperamos que la demanda por USD se mantenga relativamente fuerte en la medida que el diferencial de tasas de interés de EEUU con otras economías avanzadas continúe elevado. A su vez, es probable que pueda materializarse alguna turbulencia en el corto plazo por la diferencia entre el material de proyecciones del FOMC y las expectativas del mercado, que también crearía presiones alcistas sobre la cotización del USD (ver “Empinamiento después del caos” en [IMDP – Junio de 2024](#)).

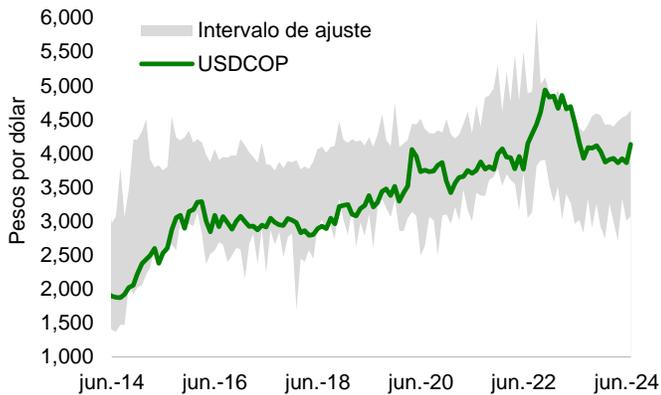
En el flanco local: i) si bien ya se disiparon algunas preocupaciones en torno a la situación fiscal del país, algunos factores idiosincráticos de la región y locales vienen ejerciendo presión sobre la prima de riesgo- país; ii) las cifras de 2024 siguen dando cuenta de un desbalance externo que continúa siendo relativamente bajo, favorecido por la debilidad de las importaciones, pero que se ha estabilizado y podría limitar el descenso de la tasa de cambio durante 2S24; iii) la entrada de capitales privados extranjeros se ha venido desacelerado, afectada por el aumento de la prima de riesgo-país y un incremento en la volatilidad del COP.

Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que los niveles de estrés alcanzados en junio de la tasa de cambio hayan sido transitorios y durante 2S24 retorne hacia niveles cercanos a los 3950 - 4000 pesos. No obstante, dicha reducción sería lenta.

De esta forma, **pronosticamos para julio niveles objetivo de 4050 pesos en la tasa de cambio**. Mantenemos nuestros pronósticos promedio-año y fin de año para 2024 en 3950 y 3925 pesos, respectivamente.

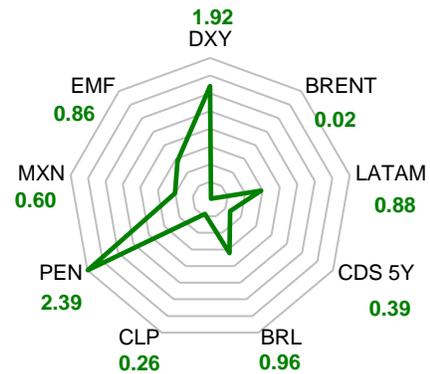


Rango de ajuste histórico de la tasa de cambio nominal



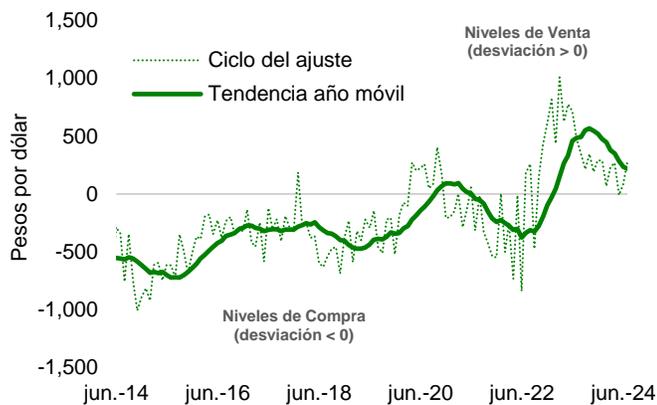
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Elasticidades USDCOP con determinantes CP\*



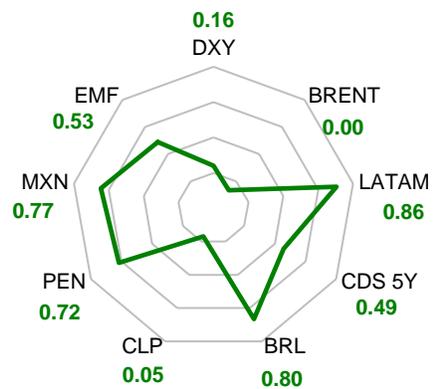
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales



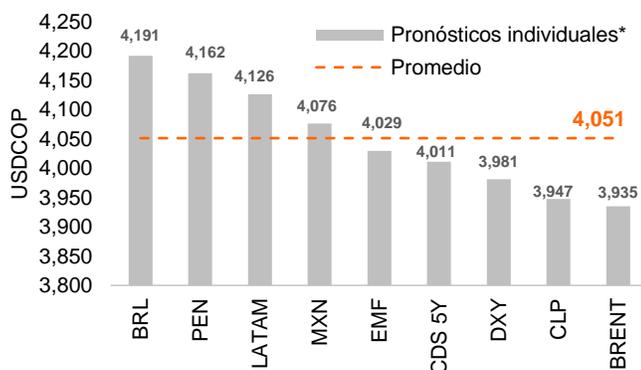
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Medidas individuales de bondad del ajuste\*



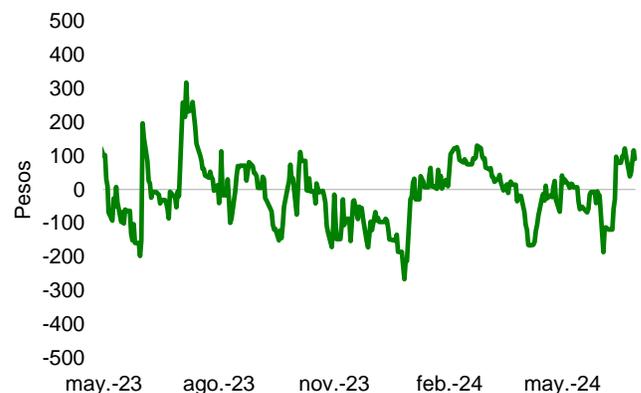
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Regresiones simples con ventanas muestrales de 60 días.

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 valor justo



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.



Matriz de correlaciones de la tasa de cambio local con sus determinantes de corto plazo (media móvil 20 días)

	COP	BRENT	CDS 5Y	BBDXY	LATAM**	MXN	BRL	CLP	PEN	EM FX	EM VOL	COLCAP
COP	1.00	-0.05	0.40	0.20	-0.08	-0.01	-0.08	0.04	-0.05	-0.19	-0.21	-0.17
BRENT	-0.05	1.00	0.17	-0.16	0.41	-0.44	-0.16	0.30	0.24	-0.20	-0.31	0.26
CDS 5Y	0.40	0.17	1.00	0.00	0.25	-0.22	-0.33	0.33	-0.09	-0.08	-0.30	-0.11
BBDXY	0.20	-0.16	0.00	1.00	-0.51	0.38	0.43	0.47	-0.04	-0.37	0.46	-0.30
LATAM**	-0.08	0.41	0.25	-0.51	1.00	-0.94	-0.52	0.14	-0.06	0.17	-0.68	0.28
MXN	-0.01	-0.44	-0.22	0.38	-0.94	1.00	0.23	-0.20	0.02	0.04	0.57	-0.22
BRL	-0.08	-0.16	-0.33	0.43	-0.52	0.23	1.00	-0.07	-0.01	-0.45	0.55	-0.25
CLP	0.04	0.30	0.33	0.47	0.14	-0.20	-0.07	1.00	0.12	-0.40	0.01	0.03
PEN	-0.05	0.24	-0.09	-0.04	-0.06	0.02	-0.01	0.12	1.00	-0.08	0.23	0.34
EM FX	-0.19	-0.20	-0.08	-0.37	0.17	0.04	-0.45	-0.40	-0.08	1.00	-0.14	0.38
EM VOL	-0.21	-0.31	-0.30	0.46	-0.68	0.57	0.55	0.01	0.23	-0.14	1.00	-0.04
COLCAP	-0.17	0.26	-0.11	-0.30	0.28	-0.22	-0.25	0.03	0.34	0.38	-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: 28 junio 2024.

\*\*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.

---