



Entre compras y ventas, se anula la diferencia

Diciembre 1 de 2025

Autores:

David S. Vargas

Profesional Universitario

santiago.vargas@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

La cotización del dólar estadounidense (USD) frente a otras monedas de reserva continuó al alza en noviembre y alcanzó máximos no vistos desde el pasado mes de mayo. Las preocupaciones sobre un enfriamiento excesivo del mercado laboral y del consumo privado en EEUU se han intensificado y la probabilidad implícita de un recorte de tasas del Fed en diciembre aumentó hasta 80%. No obstante, las cifras de actividad han superado sistemáticamente las expectativas del mercado desde el pasado mes de agosto y han acompañado el reciente movimiento del USD. A lo anterior se suman las depreciaciones de otras monedas de reserva y unos mayores niveles de aversión al riesgo.

Los flujos de USD por inversión de portafolio hacia mercados emergentes se están acelerando, en línea con un mayor atractivo de los activos financieros en estos mercados y diferenciales de tasas de interés altos que estimulan la entrada de USD, algo particularmente notorio en LATAM. Los precios de las materias primas se valorizaron en el balance, lo que sigue permitiendo mejoras en los términos de intercambio de economías exportadoras netas de commodities.

Las monedas de mercados emergentes se debilitaron frente al USD en el balance, con excepción de las divisas de LATAM que le siguen ganando el pulso al USD. El peso colombiano, el peso mexicano y el peso chileno fueron las monedas de la región que más se apreciaron frente al USD en el último mes, pero llamativamente han perdido grados de asociación estadística entre ellas.

En el plano local, la reciente operación de recompra de bonos globales por parte de Crédito Público, que implicó compras de USD con los agentes del mercado local, generó afectaciones en la liquidez en USD del mercado y en el precio del USD, algo que se ha visto en la fuerte volatilidad que ha tenido la divisa en el intradía. Los fundamentos del mercado continúan relativamente sólidos y los amortiguadores contra choques externos siguen mejorando. La posición compradora de los inversionistas extranjeros en el mercado *forward* volvió a descender, mientras que el diferencial de tasas locales-externas aumentó en medio de un fuerte reajuste de expectativas de tasas del BanRep.

Bajo este contexto, la tasa de cambio se apreció en noviembre hasta un promedio-mes de 3770 pesos. Los volúmenes de negociación en el mercado cambiario se mantienen altos y las principales medidas de volatilidad observada e implícita de la tasa de cambio se incrementaron.

Contexto internacional

La cotización del dólar estadounidense (USD) frente a otras monedas de reserva completó 2 meses al alza en noviembre y alcanzó máximos no vistos desde el pasado mes de mayo (Gráfico 1). Las preocupaciones sobre un enfriamiento significativo del mercado laboral y el consumo privado se han intensificado recientemente, lo que ha elevado la probabilidad de un recorte de tasas de interés de la Fed en su próxima reunión de diciembre que aumentó hasta 80%, muy por encima del 30% de un mes atrás.

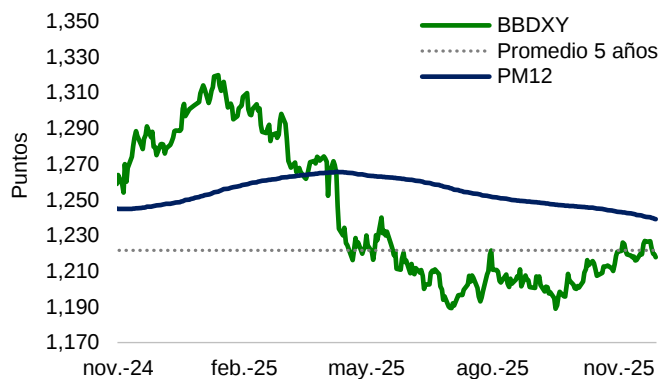
Sin embargo, las cifras de actividad económica en EEUU, en su conjunto, han desestimado dichas preocupaciones y están acompañando el reciente movimiento del USD. En efecto, los datos conocidos desde mediados de este año han sido positivos y han superado sistemáticamente las expectativas del mercado desde el pasado mes de agosto (Gráfico 2). Además, otras monedas de economías avanzadas han registrado fuertes depreciaciones en medio de unas crecientes fricciones fiscales y monetarias, generando por esta vía una fortaleza relativa adicional en la valoración del USD. Los niveles de aversión al riesgo en los mercados también se han incrementado y favorecido una mayor demanda por activos de refugio como el USD.

Las divergencias nominales en mercados avanzados siguen manteniendo presiones estructurales a la baja sobre el USD. En efecto, el diferencial de tasas de interés de mercado entre EEUU y otras economías desarrolladas permanece por debajo de sus promedios históricos (ver “Navegando entre fuerzas opuestas” en [IMDP – Noviembre de 2025](#)). No obstante, desde el pasado mes de septiembre dicho spread viene aumentando y también estaría liberando presiones bajistas sobre la cotización del USD.

En este entorno, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara el USD contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez¹, registró un promedio mensual de 1,221 puntos en noviembre. Esto se tradujo en un aumento de 0.9% frente al promedio de octubre.

Comportamiento del USD durante el último año

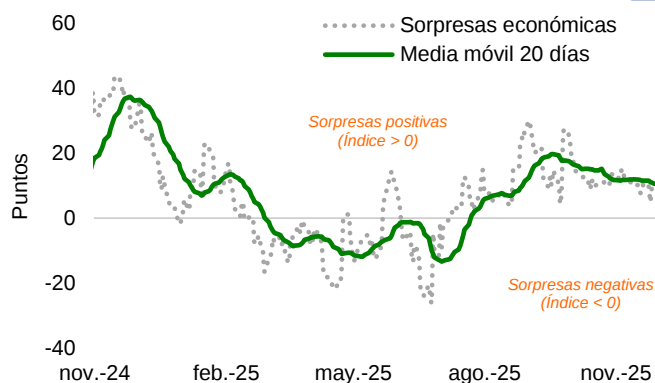
1



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Índices de sorpresas económicas en EEUU

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración de Investigaciones Económicas - BAC.

¹ 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.

Frente a otras monedas fuertes, el yen japonés (JPY), la libra esterlina (GBP) y el euro (EUR) registraron caídas frente al USD de 2.5%, 1.6% y 0.6%, respectivamente (Gráfico 3), siendo el caso del JPY el más llamativo ante la creciente tensión fiscal-monetaria en ese país. En lo corrido del año, el EUR continúa siendo la moneda de reserva que más ha ganado terreno frente al USD, con una apreciación acumulada de 12%.

Los flujos de USD hacia mercados emergentes (EM) se mantienen positivos y de hecho se estarían acelerando en 4T25, en medio de un mayor atractivo de los activos financieros de estos mercados y rentabilidades reales más altas. Los ingresos de inversión de cartera hacia EM (sin China) fueron de USD 26,500 millones en octubre y el índice EMFP de Bloomberg, que actúa como una variable proxy de estos flujos, sugiere que estas entradas netas de USD se habrían acelerado en noviembre a sus ritmos más altos desde 2020 (Gráfico 4).

En el balance, los precios de las materias primas se valorizaron en el último mes, en medio de múltiples factores fundamentales, pero también especulativos (Gráfico 5). En este sentido, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) se incrementó en promedio 1.1% en noviembre.

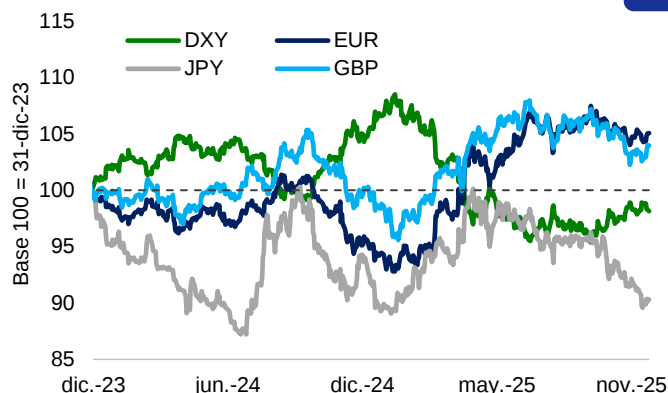
El subíndice agrícola tuvo una valorización mensual de 3.1%. Este comportamiento fue impulsado por repuntes en los precios del café, el maíz y la soya, debido a algunos temores sobre el riesgo climático en el cono sur y en Brasil. A pesar de lo anterior, otros *commodities* como el azúcar y el cacao han evidenciado fuertes caídas como resultado de un desbalance de oferta en esos mercados.

Por su parte, el subíndice del sector metales-metalúrgico registró un aumento de 0.9%. Este desempeño continuó favorecido principalmente por el segmento de metales preciosos, particularmente la plata y el oro. Sus principales determinantes obedecen a: 1) el potencial que tienen como activos de refugio; 2) la debilidad del USD este año; 3) una mayor demanda estructural de los Bancos Centrales, particularmente por oro; y 4) un incremento en el consumo intermedio mundial que está favoreciendo materias primas como la plata.

El subíndice del sector energético registró una valorización de 0.9%, impulsado particularmente por fuertes incrementos en los precios del gas natural debido

Evolución de otras monedas fuertes vs USD

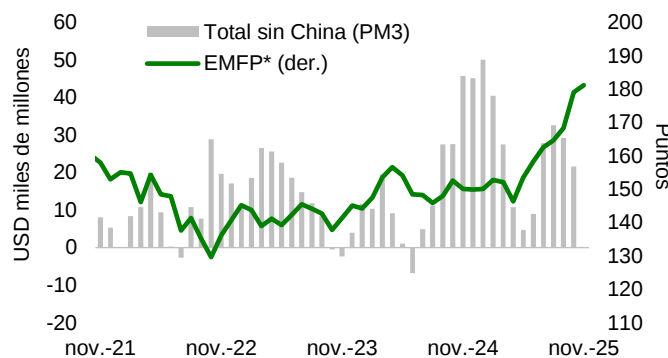
3



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Inversión de portafolio hacia mercados EM

4

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

a una mayor demanda estacional. En los precios del crudo, por su parte, se mantienen las presiones bajistas ante las perspectivas de un mayor exceso de oferta global, en medio de unos riesgos a la baja sobre la demanda y expectativas alcistas en la producción alrededor de un posible acuerdo de paz entre Rusia y Ucrania. Así, los precios del petróleo en sus referencias Brent y WTI cayeron 0.5% y 1.1%, respectivamente. La cotización media de estas referencias se situó alrededor de los 61.6 dólares por barril (dpb): 63.7 dpb el Brent y 59.4 dpb el WTI.

En su más reciente informe de perspectivas del mercado mundial de crudo², la Administración de Información de Energía de EEUU (EIA, por sus siglas en inglés) mantuvo su estimación de precios promedio-año del Brent para 2025 en 69 dpb, mientras que para 2026 lo ajustó ligeramente al alza ubicándolo en 55 dpb. La entidad volvió a señalar que el balance de riesgos permanece sesgado a la baja en medio del actual desequilibrio de oferta y de las implicaciones de una fuerte acumulación de inventarios a nivel global.

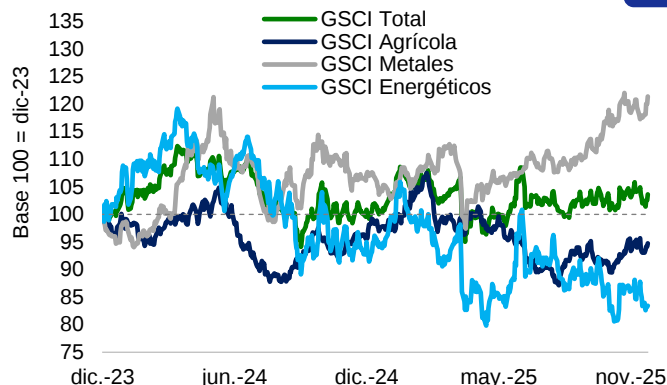
En el mercado de derivados, los precios implícitos del petróleo también se esperan que se mantengan presionados a la baja en los próximos meses. En promedio, para 2025 los precios implícitos del Brent en los contratos de futuros se ubican alrededor de 68 dpb, mientras que para 2026 el promedio-año implícito en estos contratos se sitúa en 61.5 dpb.

En este entorno, el índice MSCI que compara monedas EM contra el USD (EMC) registró una caída de 0.4% en noviembre (Gráfico 6). Por el contrario, el índice de monedas de LATAM sin Argentina (LA5) se valorizó 1.3%, favorecido principalmente por la apreciación del peso colombiano (COP), el peso chileno (CLP) y el peso mexicano (MXN), con ganancias mensuales de 2.5%, 1.6% y 1.4%, respectivamente. El rublo ruso (RUB) fue la moneda de EM que más se apreció frente al USD, con una ganancia de 4.1%. Por el contrario, la lira turca (TRY) evidenció la mayor caída con una depreciación de 1%.

En lo corrido del 2025, las monedas de EM que más se han apreciado frente al USD son el RUB, el COP y el real brasileño (BRL), con avances acumulados de 29.8%, 14.8% y 13.6%, respectivamente. En contraste, el peso

Precios internacionales de materias primas

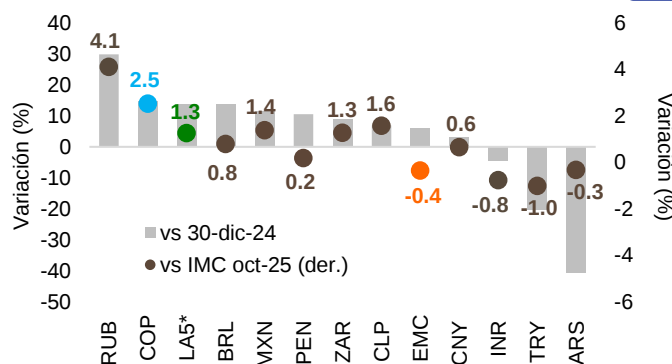
5



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Desempeño monedas EM vs USD en 2025

6



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio tasas de cambio de Brasil, México, Colombia, Chile y Perú.

² Short Term Energy Outlook (STEO) - November 2025.

argentino (ARS), la TRY y la rupia india (INR) son las únicas divisas que, sobre la misma canasta, exhiben una depreciación frente al USD este año, con caídas de 40.7%, 20.3% y 4.6% respectivamente.

Mercado local

En contraste con el desempeño que ha tenido el USD en los mercados internacionales, la tendencia de la tasa de cambio USDCOP volvió a ser bajista en noviembre y completó prácticamente 1 año con este comportamiento. Como lo hemos explicado en informes recientes, casi en su totalidad esta apreciación de los últimos meses está explicada por las significativas monetizaciones que ha hecho Crédito Público con el mercado local, en el marco de sus operaciones de manejo de deuda y nuevas estrategias de financiamiento (ver “De aquí en adelante serán flujos” en [IMC – Octubre de 2025](#)).

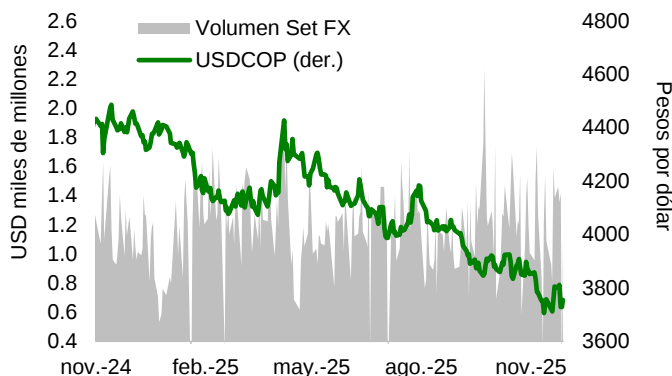
Los sólidos fundamentos internos también continúan favoreciendo al COP, en medio de unas adecuadas condiciones del mercado cambiario. A lo anterior se le ha sumado recientemente un mayor diferencial de tasas de interés locales-externas, suscitado por un reajuste de expectativas que apuntan a estabilidad o incluso incrementos en la tasa de intervención de BanRep en el futuro cercano (ver “Riesgos puntuales y estructurales” en [IMCE – Noviembre de 2025](#)).

Bajo este contexto, el promedio-mes de la tasa de cambio fue COP 3770, lo que refleja una apreciación de 2.8% frente al promedio de octubre (Gráfico 7). Su valor máximo a frecuencia diaria fue COP 3858, mientras que el mínimo del periodo fue COP 3706, el más bajo desde abril de 2022. El cierre mensual de la tasa de cambio en el último mes fue COP 3729. El volumen de negociación en Set FX registró un promedio diario de USD 1,155 millones, similar al observado en el mes previo. Frente a los USD 1,223 millones del año pasado, los volúmenes transados en la actualidad también han sido parecidos.

Las diferentes medidas de volatilidad de la tasa de cambio exhibieron leves incrementos durante el último mes. La ventana mensual de volatilidad en noviembre fue de COP 152, superior a los COP 91 de octubre y ubicándose apenas por debajo de los COP 163 del promedio de los últimos 12 meses (Gráfico 8). La volatilidad diaria-anualizada, otra buena medida de dispersión-riesgo, aumentó hasta niveles promedio de 11.9%, por encima del promedio de 9.5% de octubre y en línea con su promedio año corrido.

Evolución reciente del USD en el mercado local

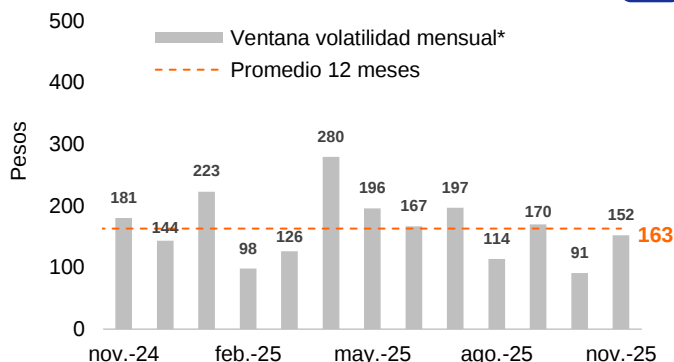
7



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Ventanas mensuales de volatilidad del USDCOP

8



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre cotización mínima y máxima del mes.

En términos anuales, la tasa de cambio exhibió una apreciación de 14.5% en noviembre, lo que contrasta con el ritmo de depreciación promedio del mismo mes del año 2024 cercano al 9.3%. Esto continúa aliviando el margen de maniobra de la política monetaria de BanRep, asociado al comportamiento de la tasa de cambio y sus potenciales efectos inflacionarios.

Las cifras disponibles de balanza comercial de bienes continúan dando cuenta de un mayor déficit comercial en tendencia y un consecuente mayor egreso de USD (Gráfico 9). Lo anterior sigue siendo consistente con un sólido crecimiento de la demanda interna y de las importaciones, así como con un bajo dinamismo de las exportaciones (ver “¿Crecimiento inflacionario?” en [CE – Noviembre 21 de 2025](#)).

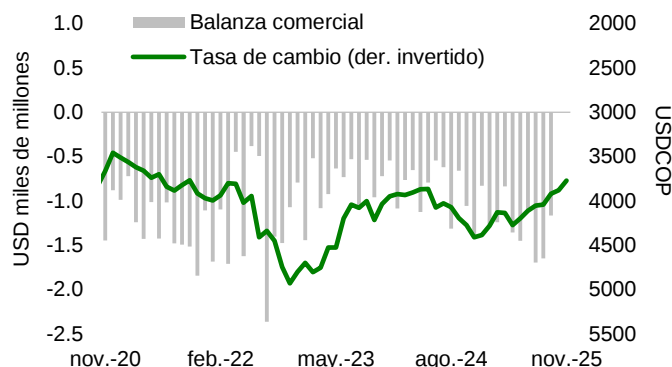
En efecto, el déficit comercial de septiembre fue USD 1,164 millones, superior al déficit de USD 660 millones del mismo mes de 2024. Al tomar el acumulado de los últimos 12 meses como medida de tendencia central, el déficit comercial asciende a USD 15,026 millones, el más alto desde noviembre de 2022. Como proporción del PIB, este egreso tendencial se ubica en 3.4%, por encima de los niveles de 2.6% registrados en 2024.

Por ahora, dadas las fuertes entradas de USD por remesas de trabajadores, esta ampliación del déficit comercial no ha ejercido presiones importantes sobre el desbalance externo de la economía (ver “Fuerzas especiales” en [CE – Septiembre 11 de 2025](#)). Durante los primeros 10 meses del año, la entrada por remesas de trabajadores se situó en USD 10,854 millones, superior al flujo de USD 9,716 millones del mismo periodo de 2024.

En las cifras disponibles de Balanza Cambiaria (BCA), el superávit de Cuenta Corriente (CC) se situó en USD 1,543 millones en octubre, es decir, USD 449 millones menos que el observado el mes previo. Lo anterior obedece a un mayor déficit de balanza comercial de bienes que se aceleró en USD 202 millones frente a septiembre, algo que se explica en su totalidad por un aumento de USD 240 millones en giros por importaciones. Asimismo, el superávit de balanza de servicios y transferencias se redujo en USD 247 millones, afectado por mayores egresos netos de USD 202 millones de reintegros financieros (Tabla 1).

Balance comercial de bienes en dólares FOB

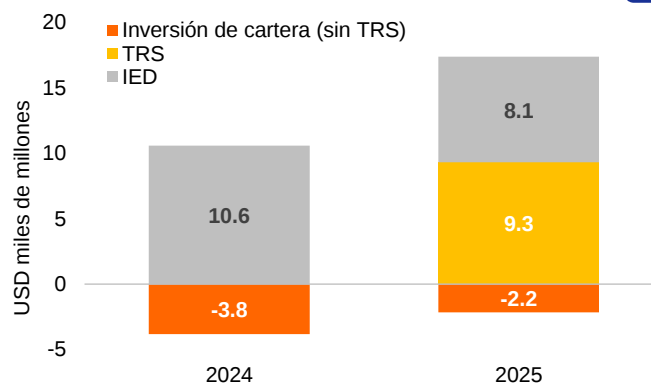
9



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

Flujos de capitales privados hacia Colombia

10



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En la cuenta financiera, en los movimientos netos de capital (sin variación de reservas internacionales) se registraron salidas por USD 1,433 millones, lo que representa un menor egreso neto frente al mes anterior por USD 195 millones. Esto se dio en medio de una recomposición de los flujos de capitales privados y oficiales. En efecto, en octubre se presentó un egreso neto USD 3,450 millones en los movimientos de capitales privados, contrastando con los fuertes ingresos de USD 4,952 millones de septiembre. Asimismo, los movimientos de capital oficial registraron entradas por USD 1,201 millones en octubre, lo que también se diferencia frente a los egresos netos de USD 4,488 millones de septiembre.

Los capitales privados (sin préstamos y operaciones con derivados financieros) registraron ingresos netos por USD 253 millones, muy por debajo de los registros de septiembre. Por inversión Extranjera Directa (IED) se presentaron ingresos netos de USD 700 millones, de los cuales USD 567 millones corresponden a IED hacia el sector de petróleo y minería. En Inversión de Portafolio (IP) se registraron egresos netos por USD 447 millones, luego de los fuertes ingresos de septiembre por USD 7,853 millones que se explican en el mercado de la conformación del portafolio del colateral del Total Return Swap (TRS) con la banca externa por parte de Crédito Público.

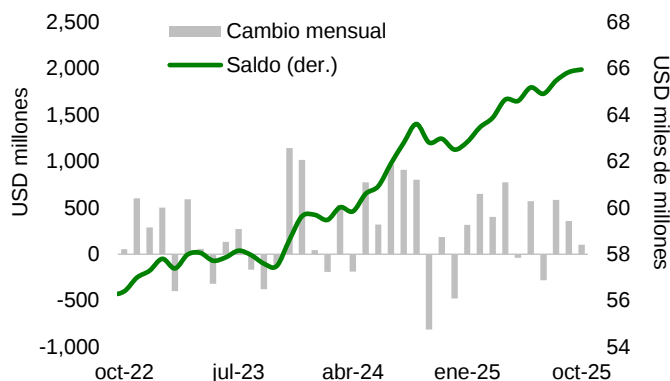
La información preliminar de noviembre sugiere una mayor dinámica de ingresos netos de capitales privados extranjeros por USD 536 millones. Sin embargo, en el acumulado del año la IED registra menores entradas por USD 1,663 millones frente al mismo periodo de 2024, mientras que en la IP, sin los flujos del TRS, se observan egresos netos por USD 1,891 millones (Gráfico 10).

Por su parte, los flujos de entrada por préstamos netos con el extranjero fueron de USD 131 millones, inferiores en USD 76 millones a los registros del mes previo. También se evidenciaron egresos netos por concepto de flujos de capital local en el exterior (IED e IP) de USD 231 millones.

En este entorno, el saldo de reservas internacionales brutas que administra BanRep se incrementó en USD 110 millones en octubre. Así, el saldo de reservas se ubicó en USD 65,959 millones, alcanzando un nuevo máximo histórico (Gráfico 11). Este acervo excepcionalmente alto representa una sólida posición de Colombia para

Acervo de reservas internacionales brutas

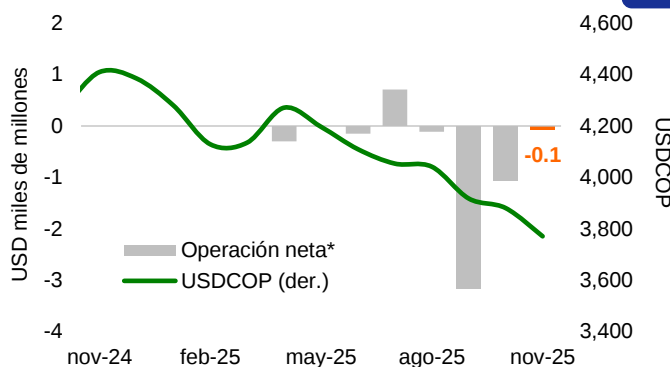
11



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Flujo de compra-venta de USD de la DTN

12

Fuente: Set FX y MHCP. Cálculos de Investigaciones Económicas - BAC.
*Registros preliminares de compra/venta del sector público con los IMC.

enfrentar choques externos imprevistos que afectan la liquidez en USD del mercado local. Asimismo, mitigan la exposición del país ante la decisión de las autoridades económicas locales de no renovar la Línea de Crédito Flexible (LCF) con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por USD 9,800 millones.

Según los registros de compra/venta del sector público en Set FX, la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) habría realizado en noviembre ventas netas a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) por sólo USD 77,1 millones, muy por debajo de las fuertes monetizaciones vistas en los meses previos (Gráfico 12). Sin embargo, como lo explicamos al detalle en un informe reciente, las ventas netas de estas operaciones se habrían reducido específicamente por las compras de USD que habría hecho Crédito Público en el mercado local para calzar una operación de recompra de bonos externos por USD 4,004 millones que quedó desfinanciada luego de la reciente emisión de bonos de la Nación denominados en EUR (ver “Navegando entre fuerzas opuestas” en [IMDP – Noviembre de 2025](#)).

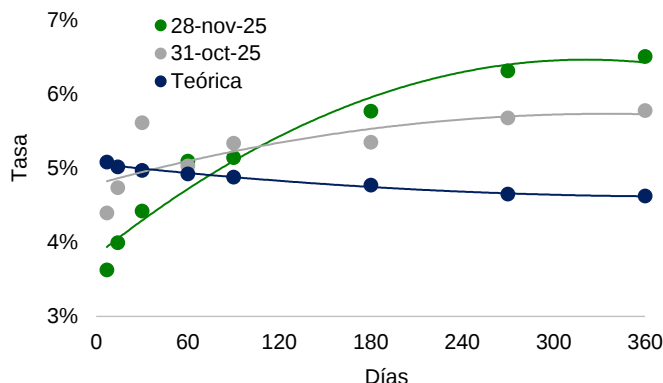
En el mercado *forward*, la posición compradora de los inversionistas extranjeros siguió descendiendo. Según nuestros cálculos, en noviembre los extranjeros habrían reducido sus posiciones largas en *forward* por cerca de USD 794 millones, un elemento que también sigue creando presiones bajistas sobre el USDCOP. Aunque este movimiento podría estar reflejando una preferencia de los inversionistas extranjeros por estrategias de *carry-trade* en el exterior, las recientes cifras de compras/ventas de títulos locales por parte del *offshore* nos son plenamente consistentes con ellos.

Bajo este contexto, el nivel de la curva de devaluaciones implícitas se redujo 13 pbs en noviembre. En los nodos de más corto plazo, particularmente de 7 a 30 días, se presentaron las correcciones más significativas con caídas del orden de 90 pbs, hasta niveles promedio de 4% (Gráfico 13). Esta coyuntura estaría reflejando afectaciones en la liquidez en USD del mercado, algo que se encuentra en línea con las recientes distorsiones que habría generado las compras de USD del Gobierno en el mercado cambiario local.

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 24 pbs por encima. La

Curva de devaluaciones implícitas vs teórica

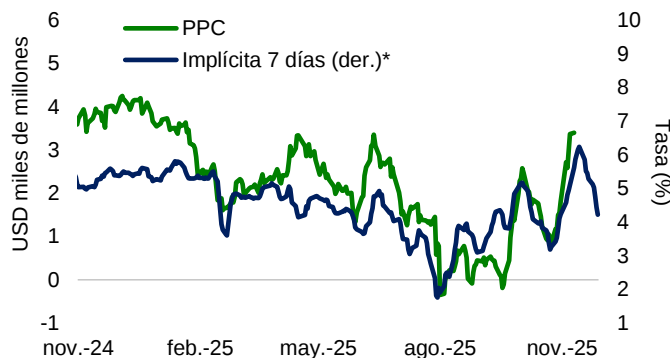
13



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC

14



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

*Serie suavizada con un promedio móvil de 5 días.

pendiente de la curva se ha incrementado, algo que se estaría explicando más por un ajuste al alza en las expectativas de tasas de interés de BanRep que por mayores devaluaciones. La pendiente de la curva teórica de devaluaciones se mantiene negativa, lo que indica un menor diferencial de tasas de interés locales-externas en el futuro cercano.

Bajo este contexto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC, con información disponible al 9 de noviembre, dan cuenta de un incremento significativo cercano a USD 1,400 millones respecto a lo observado en octubre (Gráfico 14). No obstante, es de esperar que ante las recientes compras de USD realizadas por Crédito Público las cifras más actualizadas de la PPC evidencien una reducción importante. De hecho, no sólo las devaluaciones implícitas a corto plazo sugieren lo anterior, como lo explicamos anteriormente, sino que también varios IMC han manifestado algún apretón de la caja en USD.

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

T1

	Mensual			Acumulado año*		
	sep.-25	oct.-25	Var. (USD)	2024	2025	Var. (USD)
Cuenta Corriente	1,992	1,543	-449	23,876	21,959	-1,917
Balanza Comercial	-143	-345	-202	2,742	-1	-2,743
Reintegros por exportaciones	799	837	38	9,199	8,485	-713
Giros por importaciones	-942	-1,182	-240	-6,457	-8,487	-2,030
Balanza Servicios y Transferencias	2,135	1,888	-247	21,134	21,961	827
Reintegros financieros	-26	-228	-202	-2,490	-2,000	491
Reintegros no financieros	2,162	2,116	-46	23,624	23,960	336
Movimientos Netos de Capital	-1,627	-1,433	195	-21,043	-18,442	2,601
Capital Privado	4,952	-3,450	-8,402	-22,507	-20,687	1,820
Préstamos netos	206	131	-76	2,904	2,034	-870
Inversión Extranjera Directa (IED) hacia Colombia	603	700	97	9,715	8,067	-1,648
Inversión de portafolio hacia Colombia	7,853	-447	-8,301	-3,168	7,154	10,322
Salidas de flujos de capital local**	-398	-231	166	-2,130	-1,990	140
Derivados financieros, cuentas de compensación y otros	-3,313	-3,602	-290	-29,829	-35,953	-6,124
Capital Oficial	-4,488	1,201	5,690	3,653	-235	-3,888
Otras Operaciones Especiales	-2,091	816	2,907	-2,189	2,480	4,669
Variación de Reservas Brutas	365	110	-255	2,833	3,517	684

Fuente: BanRep. Elaboración de Investigaciones Económicas - BAC. *Cifras con corte al 14 de noviembre de 2025. **IED e inversión de portafolio en el exterior.

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 noviembre con el índice de monedas de LATAM. En valor absoluto, esta correlación se situó en 57%, por encima del mes anterior.

La correlación cruzada entre monedas de LATAM se redujo de manera importante frente al mes previo y se ubica en niveles cercanos al 55%, por debajo de su promedio histórico (Gráfico 15). La correlación con el índice MSCI de monedas de mercados EM en valor absoluto fue 46% en noviembre, por encima de lo observado en octubre (23%).

La correlación con el precio del petróleo, históricamente uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, no presentó el signo negativo esperado y fue positiva en apenas 4%. Este nivel contrasta con el promedio de -25% de toda la serie y del -8% registrado en lo corrido de 2025.

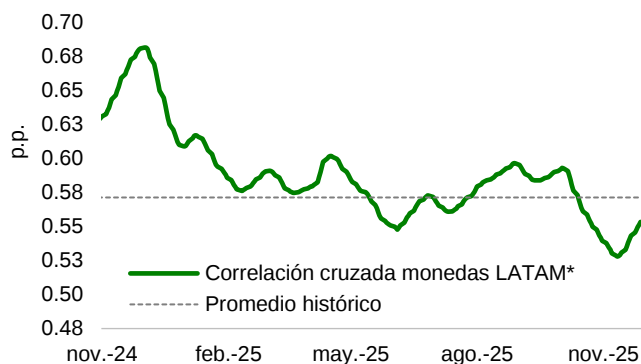
Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 3808 pesos (Gráfico 16). Esta estimación se encuentra por encima del valor actual del USD en el mercado spot.

Basados en el criterio de bondad de ajuste, en los últimos 3 meses el principal determinante de la tasa de cambio ha sido el CLP. Al analizar el criterio de elasticidad, la mayor sensibilidad se exhibe contra el índice de monedas de LATAM³.

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 3850 pesos.

Magnitud del riesgo contagio en LATAM

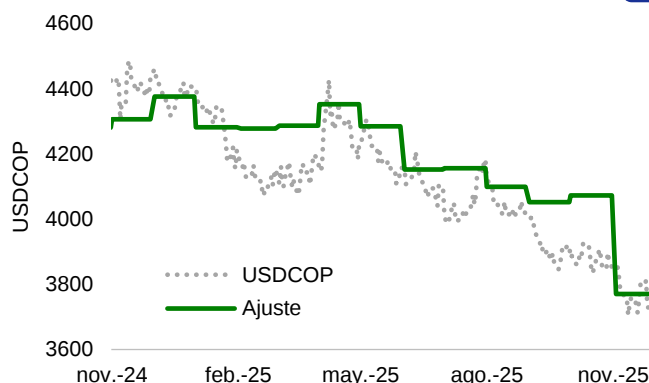
15



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

Dólar mercado spot vs estimación de valor justo

16



Fuente: Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

³ Ver detalle en los gráficos ubicados en la parte inferior de este informe.

Expectativas de corto plazo

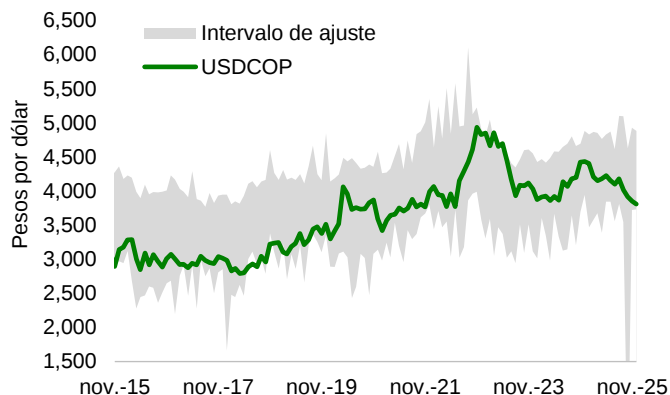
Más allá de las renovadas expectativas de que la Fed recorte su tasa de intervención en diciembre, como lo analizamos en este informe, hay razones para pensar que la cotización del USD seguirá ganando terreno durante los próximos meses en los mercados externos. El pesimismo de los agentes no ha acompañado el movimiento del USD y las cifras de actividad en EEUU, que han salido por encima de lo esperado, tampoco están bien relacionadas con múltiples indicadores de percepción.

En terreno local, tras la distorsión generada por la reciente operación de manejo de deuda externa de Crédito Público, todavía se espera un flujo potencial de monetizaciones para el último mes de 2025 que podría mantener algunas presiones a la baja sobre la tasa de cambio. Sin esta distorsión, calculamos que las monetizaciones de noviembre habrían sido de al menos USD 1,700 millones, lo que sumado a las operaciones netas de septiembre y octubre implica ventas netas del orden de USD 6,000 en los últimos 3 meses.

Según nuestros cálculos, para diciembre las monetizaciones con el mercado podrían ser de al menos USD 800 millones. Sin embargo, es importante anotar que serán significativamente inferiores a las registradas en meses previos y por esta vía dicha presión sobre la tasa de cambio tendría que suavizarse.

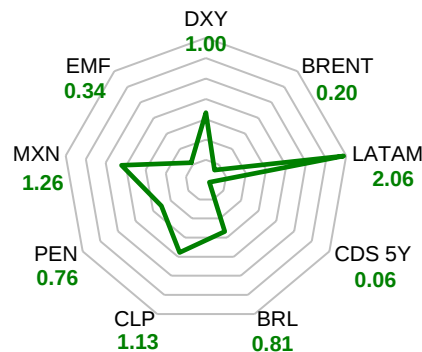
En este entorno, **revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de cambio al cierre de 2025 hasta COP 3850, pero dicha proyección mantiene implícita nuestra expectativa de una ligera corrección al alza frente a los valores actuales**. Los mayores diferenciales de tasas de interés locales-externas, en medio de una postura de BanRep que en el escenario base mantendría su tasa inalterada por todo 2026, son también un factor que otorga soporte al COP en el corto plazo y que lo mantendrá por debajo de los niveles justos del orden de COP 3850.

Rango de ajuste histórico de la tasa de cambio nominal



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

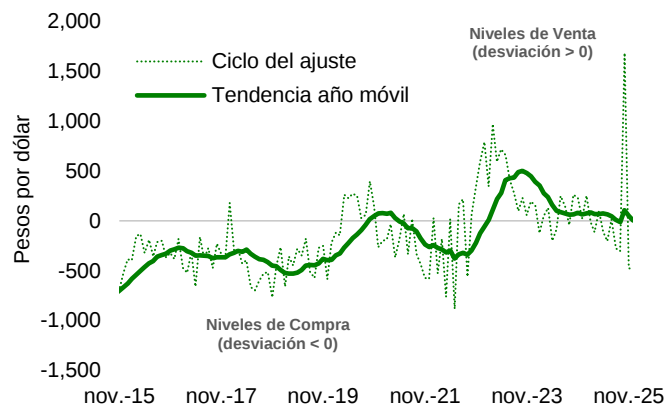
Elasticidades USDCOP con determinantes CP*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

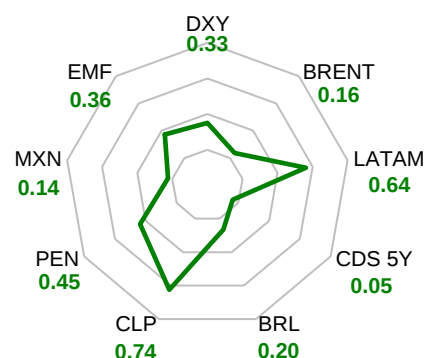
*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

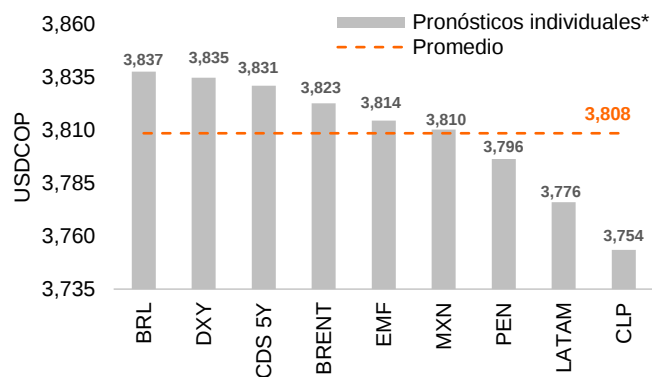
Medidas individuales de bondad del ajuste*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Regresiones simples con ventanas muestrales de 60 días.

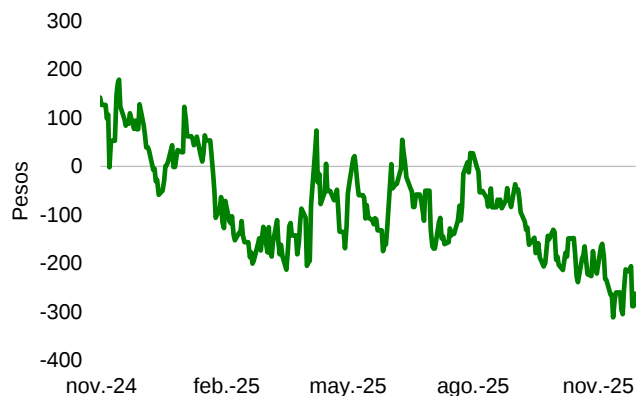
Niveles justos de corto plazo en la tasa de cambio



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	0.04	0.37	0.19	-0.57	0.31	0.46	0.34	0.06	-0.46	0.26	-0.10
BRENT	0.04	1.00	-0.13	-0.25	0.22	-0.09	-0.38	0.01	-0.13	0.23	0.03	-0.12
CDS 5Y	0.37	-0.13	1.00	0.40	-0.48	0.33	0.49	0.29	0.17	-0.18	0.18	-0.24
BBDXY	0.19	-0.25	0.40	1.00	-0.54	0.61	0.44	0.22	0.21	-0.33	-0.03	-0.22
LATAM**	-0.57	0.22	-0.48	-0.54	1.00	-0.88	-0.94	-0.59	-0.38	0.57	-0.30	0.11
MXN	0.31	-0.09	0.33	0.61	-0.88	1.00	0.72	0.35	0.24	-0.32	0.19	-0.21
BRL	0.46	-0.38	0.49	0.44	-0.94	0.72	1.00	0.61	0.42	-0.60	0.34	0.04
CLP	0.34	0.01	0.29	0.22	-0.59	0.35	0.61	1.00	0.46	-0.76	0.11	0.18
PEN	0.06	-0.13	0.17	0.21	-0.38	0.24	0.42	0.46	1.00	-0.40	0.11	-0.11
EM FX	-0.46	0.23	-0.18	-0.33	0.57	-0.32	-0.60	-0.76	-0.40	1.00	-0.05	-0.28
EM VOL	0.26	0.03	0.18	-0.03	-0.30	0.19	0.34	0.11	0.11	-0.05	1.00	-0.03
COLCAP	-0.10	-0.12	-0.24	-0.22	0.11	-0.21	0.04	0.18	-0.11	-0.28	-0.03	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 noviembre 2025.

**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.
